



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ



ЦЕНТР РАЗВИТИЯ

НАШ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Что готовит наступивший год?

Текущие тенденции в мировой и российской экономике и
прогноз развития российской экономики

IV квартал 2011

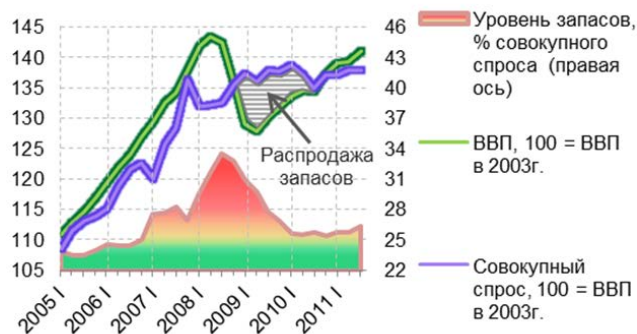
ЧТО ГОТОВИТ НАСТУПИВШИЙ ГОД?

Прошедший 2011 год, возможно, вскоре будет вспоминаться неплохими экономическими результатами. Значения основных макропоказателей – ВВП, инфляции, валютного курса – были таковы, что если бы о них было известно годом ранее, то многие бы с радостью согласились на подобную реальность. Однако те факты, из которых складываются эти результаты, заставляют усомниться в том, что такая модель развития может сохраниться. Впрочем, многие из наших размышлений были верны и в прошлом году (в частности, о значительном влиянии эффекта запасов на темпы роста ВВП), однако это не помешало показателям 2011 года оказаться чрезвычайно хорошими.

Темпы роста ВВП составили 4,3% за 2011 год. Однако эта цифра маскирует ряд не совсем понятных для нас явлений. Во-первых, это внезапное сорокапроцентное ускорение выпуска в сельском хозяйстве, которое случилось в четвертом квартале 2011 года. В результате выпуск продукции в ноябре сравнялся с выпуском продукции в августе, что является новым словом в российском аграрном секторе, при том что натуральные показатели производства отдельных видов продукции не помогают объяснить этот рост. Эффект этого необъяснимого «рывка» мы оцениваем в 0,2–0,3 п.п. годового ВВП и не можем исключить того, что его продолжение не перейдет на следующий год.

Вторым важным фактором высоких темпов роста отечественного ВВП остается вклад косвенных налогов, который в 2011 году составил порядка 0,85 п.п., немногим менее чем год назад (1,0 п.п.). Однако тонкость заключается в том, что 40% этих косвенных налогов состоят из импортных пошлин и импортного НДС, – т.е. объясняются импортом. В 2011 году темп роста импорта немного замедлился, однако остается значительно опережающим рост внутреннего выпуска – 21%. Т.е., по сути, 0,8 п.п. прироста ВВП продолжают обеспечивать налоги на импорт. Тем временем темпы роста других отраслей (кроме сельского хозяйства) замедлились с 4,4 до 3,6%; с учетом сельского хозяйства – выросли с 3,7 до 4%.

Динамика реального ВВП, реального совокупного спроса и уровня запасов (сезонность устранена), в %



В третьих, эффект запасов. Он по-прежнему продолжает действовать и вносит наиболее сильный вклад в прирост ВВП, рассчитанный методом использования: 3,8 п.п. из 4,3% прироста по итогам года. Учитывая тот факт, что темпы роста внутреннего спроса на отечественную продукцию продолжают оставаться отрицательными (-1,2% год к году), то возобновление роста нормы накопления запасов может являться одним из первых признаков начала перегрева экономики.

Таким образом, поддержание темпов роста экономики на уровне 4% в условиях слабой активности частного сектора требует от государства постоянной подпитки в виде дополнительных расходов бюджета. В 2012 году этими расходами, по-видимому, станут расходы на оборону и правоохранительную деятельность, которые вырастут на 20,5 и 46,3% соответственно.

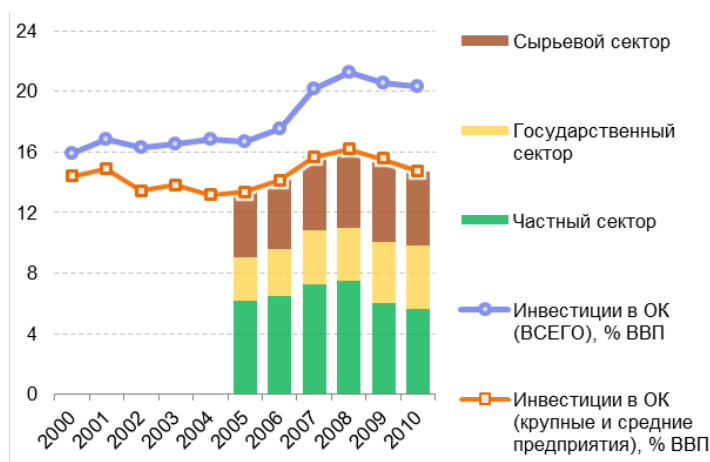
Что касается инфляции, то ее рекордное снижение до уровня 6,1% стало результатом, главным образом, резкого перепада продовольственных цен на «необработанную» продукцию – крупы, овощи и фрукты, которые (по отношению к цене на говядину) после *максимальных* цен на конец 2010 года достигли своих *минимальных* за 10 лет уровней к концу 2011 года. Вклад снижения этих цен составил 1,3 п.п. (!), в то время как темпы роста базовой инфляции остались на уровне 2010 года – 6,8–6,9%. Поэтому не стоит верить некоторым оценкам, которые говорят, что инфляция в России имеет тенденцию к снижению. За снижение инфляции властям ещё надо побороться: её дальнейшее снижение возможно либо в результате принятия соответствующих мер в экономической политике, либо из-за резкого замедления экономического роста в стране.

Из безусловных положительных моментов 2011 года – в чем-то неожиданных – стоит упомянуть ренессанс кредитования. Темпы роста кредитования достигли почти докризисных значений – 32% (кредиты населению) и 20% (кредиты нефинансовому сектору), что во многом поддержало и темпы роста розничного товарооборота и инвестиций, которые выросли, по нашим оценкам, на 7,1 и 6% соответственно. К сожалению, возможность поддержания набранных темпов кредитования в 2012 году пока стоит под вопросом по причине сокращения склонности населения к сбережениям и резкого иссушения потока внешних кредитов, что приводит к дефициту ресурсов у банковской системы. Насколько государство в этих условиях способно без возникновения инфляционного давления поддержать балансы банков и на каких условиях оно готово это сделать – это один из важнейших вопросов при составлении прогноза, но ответ на него мы получим лишь в течение этого года. Снижение темпов роста кредитования замедлит, в свою очередь, динамику розничного товарооборота, поскольку доходы населения – увы! – растут небыстро, и ожидать какого-либо улучшения можно только в бюджетном секторе.

Российская статистика содержит много тайн и несуразностей. В этой связи, не можем не отдать должное Росстату, который, наконец, признал эту проблему и начал проводить рабочие встречи с экспертами, на которых раскрываются особенности методологии. Так, например, выяснилось, что показатель совокупных инвестиций в России отражает производство и импорт стройматериалов, оборудования и услуг сектора «строительство» (за вычетом экспорта), т.е. потребление инвестиционных ресурсов (в том числе на индивидуальное жилищное строительство), а не инвестиции в основной капитал предприятий. Результатом этого может стать, например, переоценка роста инвестиций в 2000-е годы, который многими связывался с развитием экономики, а на самом деле в значительной мере являлся отражением бурного индивидуального жилищного строительства. Наши оценки показывают, что с учетом такой корректировки доля инвестиций крупного и среднего бизнеса в ВВП осталась на уровне начала 2000-х годов и не превышала 15–16%, при этом инвестиции малого бизнеса не превышали 0,7% ВВП. А при таких объемах инвестиций в основной капитал про модернизацию можно даже не заикаться.

3

Доля инвестиций в ВВП, в целом за год, %



Что касается 2012 года, то его перспективы с точки зрения темпов роста ВВП во многом зависят от того, насколько государство окажется способным изменить инвестиционный климат в стране, заинтересовать отечественных инвесторов вкладывать средства в развитие российской экономики, а не выводить капитал за рубеж, насколько эффективно оно сможет поддержать способность банковской системы к кредитованию, а также сколько средств согласится потратить на краткосрочное стимулирование экономики (зарплаты, субсидии, неэффективные капитальные вложения). Ожидаемых доходов государства (порядка 39% ВВП) хватает для увеличения расходов, достаточного для поддержания темпов роста экономики на уровне 3,5–4%, даже при нерешенных первых двух проблемах в 2012 году. Однако в среднесрочном периоде замедление роста импорта и роста цен на нефть существенно ограничит темпы роста доходов бюджета и при нерешенных двух проблемах сделает снижение темпов роста ВВП до 2–2,5% практически неминуемым. Об этом говорят и опросы 32 экспертов из ведущих российских и зарубежных аналитических центров, коммерческих и инвестиционных банков, крупных промышленных компаний.

Разосланная им анкета содержала вопросы об ожидаемой динамике 17 основных макропоказателей, а также об ожидаемых изменениях качества институтов, времени начала следующего циклического кризиса и иные аналогичные вопросы. Результаты опроса показали, что кризис 2008–2009 гг. очень сильно повлиял на среднесрочные и долгосрочные ожидания экспертов. Если до кризиса «нормальным» обычно считался рост ВВП примерно на 7% в год, то теперь этот показатель снизился почти вдвое, до 3,6–4%. Даже самые большие оптимисты полагают, что темпы роста ВВП существенно не превысят 5%, в то время как пессимисты склоняются к 3%-ному «потолку». При этом прогноз роста ВВП и тех и других на 2012 год составляет порядка 3,5%. При этом 85% экспертов полагают, что модернизация экономики не может пройти без улучшения качества российских институтов – консенсус-прогноз темпов роста инвестиций не превышает 6% в ближайшее время.

4

Существенные изменения произошли в ожидаемой нами динамике курса рубля. Причина – в динамике импорта, который в четвертом квартале закрепил тенденцию стагнации в сезонно сглаженном выражении. А это означает, что в будущем году темпы роста импорта могут существенно сблизиться с темпами роста совокупного спроса – возможно, с сохранением небольшого опережения в темпах роста (1,5–2 раза). В условиях ожидаемых низких темпов роста спроса и стабильных цен на нефть прирост импорта и отрицательного сальдо неторговых операций счета текущих операций вполне может быть компенсирован снижением оттока капитала, который уберет рубль от сильного укрепления в 2011 году. В таком сценарии рубль вполне может оставаться стабильным в номинальном выражении следующие 1–2 года, и испытать девальвационное давление ближе к 2014 году.

НАШИ ЦИФРЫ. НЕКОТОРЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ПРОГНОЗА

Динамика ВВП и вклад в ВВП составляющих по виду спроса (прирост год к году)



| | Факт | | Прогноз | |
|---|------|------|---------|------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| ВВП, % | 4.3 | 3.3 | 2.1 | 2.4 |
| Внутренний спрос на отечественные товары, % | 1.0 | 3.5 | 2.7 | 2.8 |
| Промышленность, % | 4.7 | 2.4 | 1.8 | 2.4 |
| Инвестиции, % | 6.2 | 8.0 | 4.9 | 8.7 |
| Товарооборот, % | 7.2 | 6.4 | 2.5 | 2.6 |
| Инфляция, % | 6.1 | 7.1 | 6.6 | 5.8 |
| Дефицит бюджета, % ВВП | -0.9 | -1.1 | -0.9 | -1.1 |
| Курс доллара, средний | 29.7 | 32.8 | 33.8 | 34.7 |

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

Текущие тенденции

- Ослабление мирового спроса из-за долгового кризиса в Европе.
- Очередной конфликт вокруг ядерной программы Ирана.

Долговой кризис в Европе негативным образом сказался на темпах роста европейских стран во втором полугодии. Еще больше ухудшилась ситуация в конце 2011 года¹. Долговой кризис еврозоны фактически перерос в кризис доверия в банковском секторе, а бюджетная консолидация лишь замедляет восстановление внутреннего спроса. Мы не исключаем, что Европа в конце прошлого года уже вошла в рецессию.

Из крупнейших экономик мира лишь в США наблюдаются положительные сдвиги. В конце года американская экономика выросла на 2,8%.

Все это логичным образом нашло отражение в динамике курса европейской валюты, которая по отношению к доллару упала с уровня 1,42 в конце октября до 1,28 на начало этого года (см. график).

Экономические проблемы в Европе уже привели к ослаблению спроса на сырье. Согласно оценкам Министерства энергетики США, спрос на нефть со стороны европейских стран в ноябре-декабре 2011 г. сокращался на 3% (к прошлому году) ежемесячно, а в целом за год – на 1,4% (-4,7% в 2009 г.).

¹ В третьем квартале прошлого года ВВП Германии вырос на 0,5%, а в последнем квартале, по предварительным данным, сократился на 0,25% к предыдущему периоду. Это уже тревожный сигнал не только для крупнейшей экономики Европы, но и для всего Евросоюза.

ВВП Франции за третий квартал 2011 г. вырос всего на 0,3% (0,1% во втором и 0,9% в первом кварталах), а за последний квартал прошлого года вторая экономика еврозоны показала нулевой рост.

Экономика Италии уже в третьем квартале вошла в рецессию, сократившись на 0,2% по сравнению со вторым, когда рост ВВП уже был практически нулевым (+0,3%). В конце года ситуация еще больше ухудшилась.

ВВП США в третьем квартале 2011 г. по сравнению с предыдущим кварталом вырос на 1,8% в годовом выражении. Это лучше, чем в предыдущие два квартала, когда темпы роста составляли всего 1,3% (II квартал) и 0,4% (I квартал).

Цены на нефть и курс евро/доллар



Источник: Reuters, Cbonds.

Однако снижение спроса в развитых странах было компенсировано его ростом в развивающихся странах. К тому же, несмотря на рост предложения нефти на мировом рынке в этот период, запасы нефти продолжали снижаться (как к предыдущему месяцу, так и год к году).

Эти разнонаправленные тенденции в четвертом квартале 2011 г., по всей видимости, компенсировали друг друга и в конечном счете сопровождались колебанием цен на нефть марки Urals в достаточно узком коридоре 100–116 долл./барр. При этом с апреля прошлого года по-прежнему сохраняется тенденция к постепенному снижению цен. И что удивительно, эта тенденция сохранялась даже во время войны в Ливии, по окончании которой на первый план вышел конфликт вокруг ядерной программы Ирана². В свое время, война в Ираке привела к долгосрочной тенденции роста нефтяных цен. Но похоже, на этот раз к такому сценарию мировая экономика явно не готова.

Не случайно стоимость металлов, сельхозсырья и промышленных товаров, согласно данным МВФ, упала примерно на четверть по сравнению с годовым максимумом (цены на топливо всего на 8%).

² В ноябре прошлого года США, Великобритания и Канада объявили о вводе в отношении Ирана односторонних санкций. Затем Франция предложила ввести новые санкции, в том числе заморозить активы Центрального банка Ирана, а также приостановить закупку иранской нефти. В настоящее время ЕС готовится ввести соответствующие санкции против Ирана.

Основные риски в среднесрочной перспективе

- Экономический кризис в странах ЕС, снижение темпов роста экономик США и Китая.
- Эмбарго на покупку иранской нефти, которое может повлечь за собой блокаду Ормузского пролива Ираном.

Еврозона находится под угрозой развала, единая европейская валюта дешевеет. Европейский кризис, набирающий обороты, неминуемо отразится на Азии и Америке. Американскую экономику в очередной раз поджидает технический дефолт по долговым обязательствам. «Перегретую» экономику Китая, скорее всего, ожидает весьма заметное замедление роста за счет сжатия внешнего спроса, тогда как стимулирование внутреннего спроса будет ограничено его низкой платежеспособностью. Долговая проблема в развитых странах в первую очередь затронет банковскую систему и через крупнейшие банки быстро распространится по всему миру. Снижение кредитных суверенных рейтингов только ускорит этот процесс. Финансовый кризис, истоки которого проявились еще в 2007–2008 гг., вновь может дать о себе знать. Его масштабы пока еще трудно определить, но уже многие эксперты сходятся во мнении, что он может продлиться достаточно долго (по сути, кризис с 2008 г. так и не прекращался), и не исключено, что мировую экономику или ряд крупнейших стран ожидает потерянное десятилетие.

На экономику США, Европы и Китая в совокупности приходится почти половина мирового потребления нефти. Торможение роста в этих регионах неминуемо скажется на спросе и, соответственно, на нефтяных ценах. Конечно, дальнейшая эскалация конфликта вокруг ядерной программы Ирана вплоть до нефтяного эмбарго и перекрытия Ормузского пролива с лихвой перекроет эффект от снижения цен со стороны спроса. Однако это еще больше может усугубить экономическую ситуацию в мире. В этом случае даже краткосрочный взлет нефтяных цен может поставить под сомнение и без того хрупкий рост экономик США и Японии, снизив шансы

на выход из глобального кризиса за счет Китая и Индии.

Эскалация конфликта в Персидском заливе приведет к серьезным изменениям в структуре предложения – сокращению поставок нефти из Ирана (из-за эмбарго или военных действий), восполнить которые сможет лишь рост нефтедобычи в Саудовской Аравии. Станет ли этот конфликт «вторым Ираком» с выходом нефтяных цен на новые, более высокие долгосрочные уровни или нас ожидает лишь ценовой всплеск? Для ответа на этот вопрос рассмотрим структуру торговли иранской нефтью и резервные возможности Саудовской Аравии.

Объем экспорта иранской нефти составляет около 2,5 млн. барр.³ Основными потребителями этой нефти являются страны Азии (69%) и ЕС (18%)⁴. В то же время доля иранской нефти в нефтяном импорте Китая, Японии, Индии, Южной Кореи, Италии и Испании (основных партнеров Ирана) – всего 10–13% для каждой страны. Поэтому в условиях экономического спада для мировой экономики будет не так страшен дефицит иранской нефти на рынке (это будет ударом по экономике самого Ирана), как блокада Ормузского пролива, через который в сутки проходит, по самым скромным оценкам, более 10 млн. барр. нефти. Вопрос в том, насколько долго продлится эта блокада?

Год назад во время войны в Ливии развитые страны расконсервировали запасы нефти в объеме 60 млн. барр. Скорее всего, и в этом случае будут предприняты подобные меры для компенсации дефицита нефти в условиях блокады Ормузского пролива. Поэтому недельная блокада (или даже если она продлится чуть дольше) не приведет к коллапсу нефтяного рынка, но при этом временно резко поднимет цены. Если война в Ираке спровоцировала двукратный рост цен (впоследствии поддержанный экономическим

³ Производство за вычетом внутреннего потребления, по данным BP Statistical Review of World Energy.

⁴ Согласно данным Министерства энергетики США, в первом полугодии 2011 г. основной экспорт иранской нефти шел в Китай (22%), Индию (13%), Японию (14%), Южную Корею (10%), Турцию (7%), Италию (7%), Испанию (6%), а также в ЮАР (4%).

бумом в мире), то мы не удивимся, если то же самое случится и на этот раз.

Что можно противопоставить сокращению поставок нефти из Ирана и блокаде Ормузского залива? Резервные мощности нефтедобычи в Саудовской Аравии в настоящее время не превышают 2,85 млн. барр. в сутки (без учета газового конденсата). Теоретически в течение нескольких месяцев рост нефтедобычи в Саудовской Аравии может восполнить отсутствие на мировом рынке иранской нефти. Но и в этом случае избежать роста цен не удастся, поскольку обнуление резервных мощностей само по себе может стать поводом для долгосрочной игры на повышение.

В июне текущего года намечен ввод в строй нефтепровода в обход Ормузского пролива с пропускной способностью 1,8 млн. барр. в сутки, который ускоренными темпами строит китайская China Petroleum Engineering & Construction Company. Похоже, Китай о себе уже подумал.

Дефицит нефти из-за возможного кризиса в зоне Персидского залива в какой-то мере будет смягчен еще и ослаблением спроса со стороны мировой экономики.

Все-таки хочется надеяться, что события в Персидском заливе не выйдут из-под контроля, а ситуация вокруг ядерной программы Ирана будет урегулирована мирным путем без экономических потрясений, еврозоне каким-то чудом удастся избежать рецессии, американская экономика выйдет на пусть и небольшой, но устойчивый рост, а Китай с Индией справятся с перегревом их экономик, обеспечив мировой экономике «мягкую посадку». В этом оптимистическом сценарии упасть ценам не позволит бюджет Саудовской Аравии.

Профицит бюджета Саудовской Аравии в 2011 г. составил почти 60 млрд. долл. (при среднегодовой цене 107,8 долл./барр. за нефть сорта Arab Light), хотя в начале года ожидался дефицит в 10 млрд. долл. при цене около 50 долл./барр. По нашим оценкам, бюджет Саудовской Аравии в прошлом году мог быть сбалансирован при цене 86 долл./барр., а с учетом запланированного в

2012 г. снижения расходов бюджета на 16% равновесная цена нефти соответствует 67 долл./барр.⁵ Учитывая, что профицит бюджета на текущий год крайне мал (всего 3 млрд. долл.), можно предположить, что Саудовская Аравия предпримет все шаги, чтобы не допустить падения нефтяных цен ниже этого равновесного уровня. При этом наметившаяся еще в прошлом году стагнация не позволит нефти вырасти более 108 долл./барр. в среднем за 2012 г.

Таким образом, согласно нашему прогнозу, цены на нефть в ближайший год с большой вероятностью будут находиться в диапазоне 70–105 долл./барр. при среднегодовом курсе европейской валюты 1,1–1,3 долл./евро.

⁵ В 2011 г. доходы бюджета составили 1,11 трлн. риалов при цене нефти 107,8 долл./барр. Чтобы сбалансировать запланированные расходы 2012 г. на уровне 0,69 трлн. риалов, цена нефти должна составить 67 долл./барр. = $0,69/1,11 \cdot 107,8$. Следует отметить, что три четверти доходов бюджета и 90% экспорта этой страны формируются за счет углеводородного сырья.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

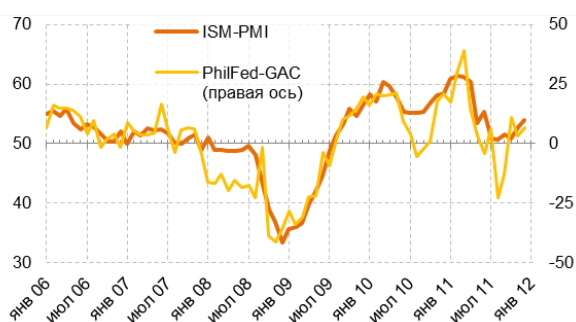
США: Надежда на лучшее

В начале 2012 г. был произведен пересмотр большинства показателей за 2011 г., в результате чего данные за первую половину года были пересмотрены в сторону понижения, а за вторую половину года – в сторону повышения. В итоге общая ситуация стала выглядеть более благоприятной, нежели она представлялась до пересмотра.

На данный момент значения большинства важных циклических индикаторов, отражающих состояние текущей или будущей экономической активности, хотя и остаются на достаточно низких уровнях, однако в большинстве своем отходят от критических значений:

- отошел от критического 50%-ного уровня показатель PMI американского Института менеджеров по снабжению (The Institute for Supply Management). В декабре его значение увеличилось до 53.9 (по сравнению с 52.7 в ноябре);
- Индекс предпринимательских ожиданий (GAC), рассчитываемый Федеральным резервным банком Филадельфии, третий месяц держится в положительной зоне;

Индекс менеджеров по продажам (PMI) и индекс предпринимательских ожиданий (GAC)

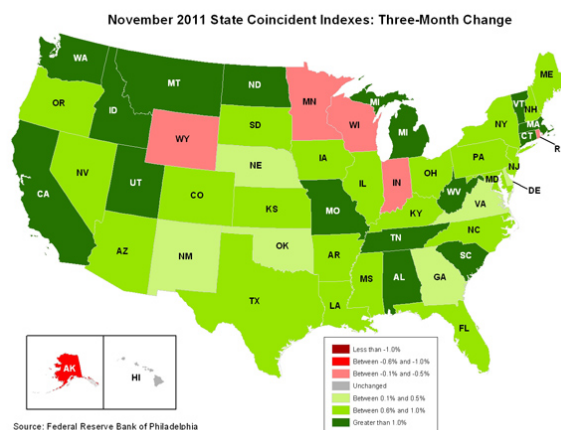


Источник: The Institute for Supply Management; FRB of Philadelphia.

- региональный диффузный индекс экономической активности, опирающийся на статистику по 50 отдельным штатам (он тоже рассчитывается Федеральным банком Филадельфии), в ноябре 2011 г. вырос до 80, что является максимальным значением

с апреля 2011 г. (из 50 штатов активность выросла в 44, снизилась – в 4 и осталась неизменной – еще в двух). На карте США, на которой отдельные штаты окрашиваются в оттенки зеленого цвета, если экономическая активность в них растет, и в оттенки красного, если она падает, осталось совсем немного розовых пятен.

Изменение экономической активности в отдельных штатах: август 2011 г.



Source: Federal Reserve Bank of Philadelphia

Примечание: Чем ярче цвет, тем сильнее – по абсолютной величине – меняется экономическая активность.

Источник: FRB of Philadelphia.

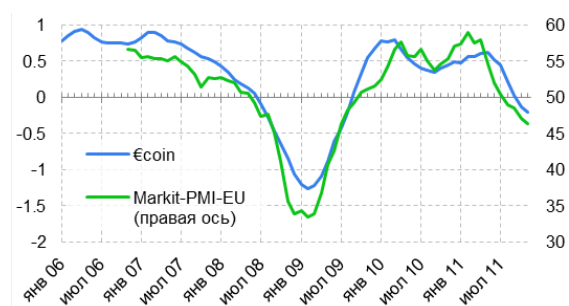
Таким образом, по сравнению с осенью прошлого года состояние экономики США явно улучшилось. Хотя, конечно, как внутри страны, так и в мире остается еще множество проблем, которые способны вновь поставить экономику США на грань рецессии.

Еврозона: гораздо хуже, чем в США

В еврозоне ситуация остается острой. В том числе:

- €coin, оцениваемый CEPR, в декабре 2011 г. остался на критически низкой отметке минус 0.2;
- известный показатель PMI, рассчитываемый Markit Economics, в декабре все еще находился существенно ниже критического 50%-ного уровня, хотя и вырос на 0.5 (до 46.9%);

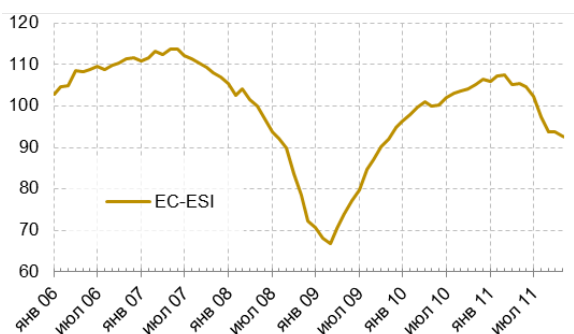
Динамика индекса экономической активности €-coin и индекс менеджеров по продажам (PMI)



Источник: CEPR, Markit Economics.

– индекс экономических настроений, основанный на опросах Европейской Комиссии, продолжает падать с апреля 2011 г.; в декабре он снизился до 92 пунктов.

Индекс экономических настроений (ESI)



Источник: European Commission.

Есть даже признаки того, что еврозона уже вползает в рецессию. В частности, уровень безработицы здесь в последние три месяца держится на рекордно высоком уровне (9.8% от численности рабочей силы), а в динамике промышленного производства, возможно, намечается спад.

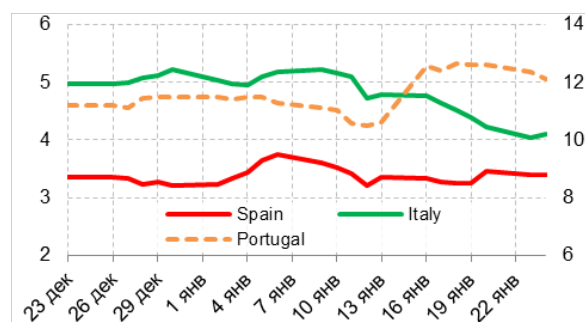
Таким образом, макроэкономическая ситуация в еврозоне явно продолжает ухудшаться, причем дело не только в неустойчивости долговых рынков.

Понижение рейтингов стран еврозоны

Рейтинговое агентство S&P 13 января 2012 г. понизило суверенные рейтинги девяти из 17 стран еврозоны, включая Францию, Италию,

Испанию и Австрию. Франция и Австрия лишились наивысших рейтингов AAA, рейтинги Италии и Испании были понижены сразу на две ступени – до BBB+ и A соответственно. Понижение рейтингов стран еврозоны вызвало резкую негативную реакцию у политиков, в то время как на инвесторов рейтинговые действия S&P особого впечатления не произвели. Напротив, после понижения рейтингов доходности по государственным облигациям ряда проблемных стран еврозоны понизились. Например, доходность по итальянским долгосрочным облигациям снизилась с 7,2% (по состоянию на 10 января) до 6,2% (на 24 января) – на целый процентный пункт! Удачные размещения новых серий государственных облигаций провели Франция и Испания.

Динамика спредов государственных облигаций европейских стран



Источник: Bloomberg.

К числу проигравших относится Португалия, рейтинг которой был понижен на две ступени до «мусорного» уровня BB. Долгосрочная доходность по ее облигациям в период с 12 по 24 января возросла с 12,4 до 14,2%. В целом, достаточно спокойная и даже позитивная реакция рынков на понижение рейтингов стран еврозоны объясняется двумя причинами. Во-первых, понижение рейтингов уже было заложено в цену облигаций, во-вторых на цену гособлигаций повлияли действия ЕЦБ по предоставлению практически неограниченных кредитов коммерческим банкам еврозоны и январские покупки ЕЦБ облигаций Италии и Испании.

Экономика России: ВВП

Темпы роста ВВП за третий квартал 2011 г. существенно повысились до +4,8% (год к году), а по отношению к предыдущему кварталу рост возобновился и составил целых 1,3% (квартал к кварталу), существенно ускорившись по отношению к темпам роста второго квартала (+0,2% квартал к кварталу).

Главным источником повышения темпов роста ВВП в годовом выражении (0,8 п.п.) стало сельское хозяйство, выпуск которого в третьем квартале был чуть меньше (-5,5%) «нормального» (2009 г.), однако по сравнению с плохим урожаем 2010 г. рост составил +15%. Однако фактором ускорения экономики данный сектор не стал, поскольку в сезонно сглаженном выражении было зафиксировано даже небольшое снижение ВДС данной отрасли относительно показателя второго квартала. Т.е., по сути, он просто скомпенсировал неурожай прошлого года, не более того.

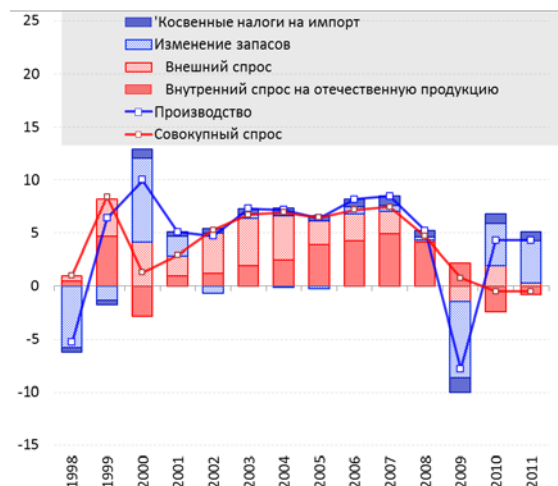
Главными факторами ускорения (которое отразилось в росте как квартальных, так и годовых цифр) стали строительство и торговля, которые дополнительно увеличили темпы прироста на 0,2 и 0,4 п.п. соответственно. Именно эти сектора, вместе с обрабатывающей промышленностью, показывают наиболее высокие текущие темпы роста (обработка – 5,8% год к году, строительство – 6,9% год к году, торговля – 5,4% год к году) и обеспечивают более половины прироста ВВП в основных ценах в годовом выражении. Однако обработка держится исключительно на рывке начала года: прирост за второй квартал составил 3% квартал к кварталу, а за третий – еще 0,5%.

Стоят на месте государственные сектора (управление, образование, здравоохранение), добыча и транспорт замедляются вслед за снижением внешнеэкономической конъюнктуры и импортом. Финансовый сектор (услуги и недвижимость) показывают неустоявшуюся квартальную динамику и в целом растут медленнее показателей торговли.

В разрезе использования ВВП ситуация продолжает оставаться очень тревожной и непонятной. С одной стороны, квартальные данные фиксировали главную положительную тенденцию – темпы роста внутреннего спроса на отечественную продукцию стали положительными и достигли 3,2%. С другой стороны, годовые данные в целом за 2011 год показали снижение этой компоненты на 1,2% за год в целом.

Анализ причин этих различий свидетельствует о том, что годовая цифра более обоснована. Положительное значение квартальных цифр опиралось, прежде всего, на опережающие темпы роста конечного потребления домашних хозяйств, которые росли на 30% быстрее показателей товарооборота и платных услуг (6,9% и 5,4% год к году соответственно за I–III кварталы), и на динамику импорта в физическом выражении, которая была занижена в I–II кварталах 2011 года. Корректировка завышенного спроса плюс заниженный импорт – и от роста спроса на внутренние товары не осталось и следа.

Динамика ВВП и вклад в ВВП составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему году)



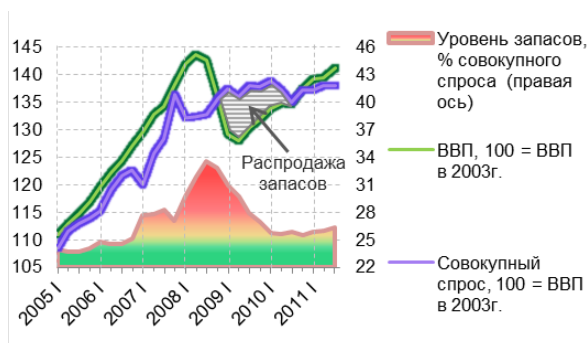
Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Настораживает динамика запасов, объем которых относительно совокупного спроса начал возрастать и может быть еще выше, если после пересмотра данных будет поправлено потребление домашних хозяйств или импорт. Это может стать как первым проявлением затоваривания (и снижение импорта может

быть тому сигналом), так и эффектом роста объема незавершенного строительства, осуществляемого собственными силами строительными организациями (не по подряду), – что также вероятно, учитывая ускорение строительства.

Динамика внешнего спроса демонстрирует снижение уже второй квартал подряд, однако в свете происходящих за рубежом событий это не должно удивлять осведомленного читателя.

Динамика реального ВВП, реального совокупного спроса и уровня запасов (сезонность устранена), в %

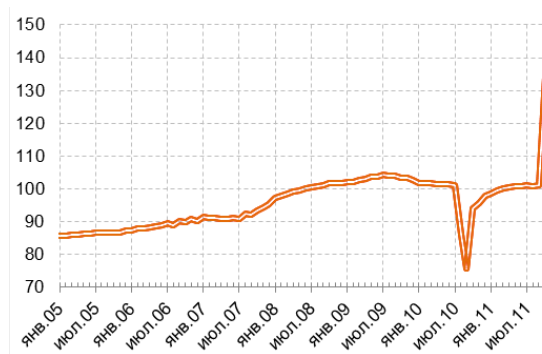


Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Что касается первой оценки темпов роста ВВП за 2011 год в целом (4,3%), то она представляется адекватной – в том смысле, что наш показатель выпуска базовых отраслей также демонстрирует подобные темпы роста (+4,3%). Однако тут необходимо сделать оговорку: мы не совсем согласны с динамикой сельского хозяйства – эта отрасль показывает очень странные результаты в последний квартал 2011 г.

Так, третий квартал показал, что урожай неплохой, но до урожая 2009 года явно не дотягивает (напоминаем, -5,5% к третьему кварталу). Однако в последнем квартале случилось неожиданное: темпы роста повысились до 46% к 2011 г. и до 36% к аналогичному периоду 2009 г. Данный всплеск привел к полному искажению традиционной сезонности в выпуске сельского хозяйства – так, например, объем выпуска в ноябре сравнялся с показателем августа!

Динамика выпуска сельского хозяйства (100 = 2008 г., сезонность устранена), в %



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Несмотря на тот факт, что урожай поздних культур был рекордным: сахарная свекла – +85%, подсолнечник – +48%, картофель – только +4,5% (все к 2009 г.), но всего этого мало для того, чтобы объяснить внезапное ускорение выпуска⁶. Вероятнее всего, такое ускорение является следствием использования методологии, когда темпы роста сектора считаются в ценах предыдущего года, а пропорции цен в сельском хозяйстве в 2010 г. сложились, мягко говоря, нехарактерные – достаточно вспомнить цены на гречку и картофель.

По нашим оценкам, «методологический» казус привел к ускорению годовых темпов агросектора на 10 п.п. (20% вместо 10% год к году), что прибавило к приросту годового ВВП 0,2–0,3 п.п. Однако более подробный анализ можно дать только после выхода более подробных данных по ВВП.

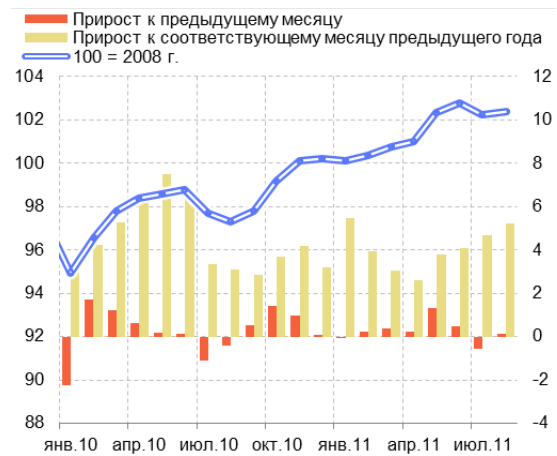
В отличие от 2011-го, 2012 год для нас пока полон пессимизма. Обработка замедляет темпы роста, а розница, в отсутствие сильного роста реальных доходов населения, держится исключительно на динамике потребкредитования, которое вряд ли сохранит свои темпы прироста (32% год к году). Строительство (и инвестиции), пожалуй, единственный реально возможный источник роста, но для этого надо развернуть потоки капитала. В 2011 г. отток составил 85 млрд.

⁶ Все-таки половина выпуска образуется в секторе животноводства, да и при всем желании кроме свеклы и подсолнечника в октябре-ноябре собирается много других культур.

долл., что составляет четверть от инвестиций в основной капитал.

Насколько *текущие меры государственной политики (вернее, их отсутствие)* будут способствовать улучшению инвестиционного климата – скоро увидим. Однако в отсутствие его улучшения мы ожидаем замедления темпов роста экономики до 3% в год. А если накатит вторая волна кризиса, по итогам которого отток капитала остановить не удастся, то экономика России вполне может показать хороший «минус».

Индекс выпуска базовых отраслей по методологии Центра развития и его динамика (сезонность устранена)



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

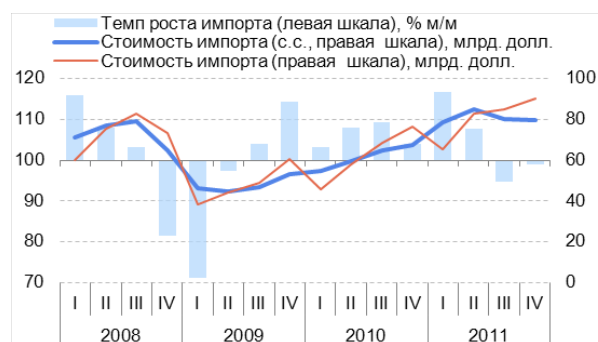
Текущие тенденции

- Стагнация стоимостных объемов экспорта и импорта на фоне снижения внешнего и внутреннего спроса.
- Снижение доходов российских предприятий к выплате нерезидентам – результат ухудшения финансовых результатов деятельности.
- Высокая интенсивность чистого оттока частного капитала – платежи по внешнему долгу, рост прямых инвестиций за рубеж – и бегства капитала не компенсируются притоком иностранных инвестиций.

Стагнация импорта и доходов предприятий не дает упасть текущему профициту

В конце года продолжилась стагнация импорта: среднемесячная стоимость составила 30 млрд. долл. с колебанием не более одного миллиарда. С устраненной сезонностью импорт снизился в декабре на 4,5%, обеспечив отрицательную динамику в целом за квартал. Таким образом, импорт снижается уже второй квартал подряд, хотя интенсивность этого процесса значительно сократилась – с более чем 5% в третьем квартале до 1% в конце года.

Динамика импорта, млрд. долл.



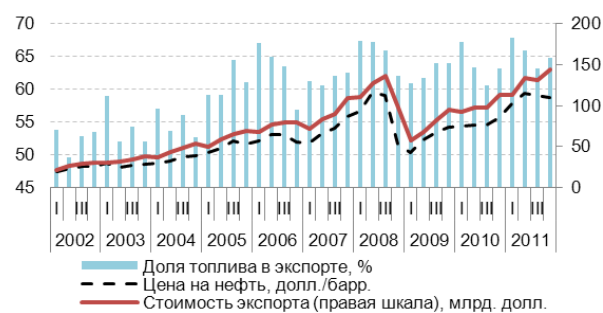
Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Если в третьем квартале на снижение импорта в значительной мере могла повлиять начавшаяся в августе девальвация (за два месяца бивалютная корзина подорожала на 13%), то в четвертом квартале рост кредитования в значительной степени

компенсировал стагнацию реальных доходов населения, удержав импорт от значительного снижения. В результате, например, доля автомобилей, купленных в кредит, по итогам прошлого года достигла 44% в объеме продаж на российском авторынке (против 36% в 2010 году).

Благодаря сезонному росту экспорта газа стоимость экспорта в рассматриваемый период достигла рекордного уровня 50 млрд. долл. за декабрь, более чем на 5% превысив предкризисный максимум. При этом удельный вес углеводородного сырья в конце прошлого года, как и в целом за год, составил примерно 65%. Более того, на протяжении последних семи лет, даже в условиях внешнего кризиса и падения нефтяных цен, эта доля не опускалась ниже 60%. В условиях низкой диверсификации российский экспорт по-прежнему является заложником конъюнктуры мировых сырьевых рынков. Высокие нефтяные цены удерживают экспорт от падения, однако уже в декабре средняя цена Urals опустилась на минимальный с февраля 2011 г. уровень 108 долл./барр. (среднемесячный максимум был зарегистрирован в апреле – 120 долл./барр.).

Динамика экспорта



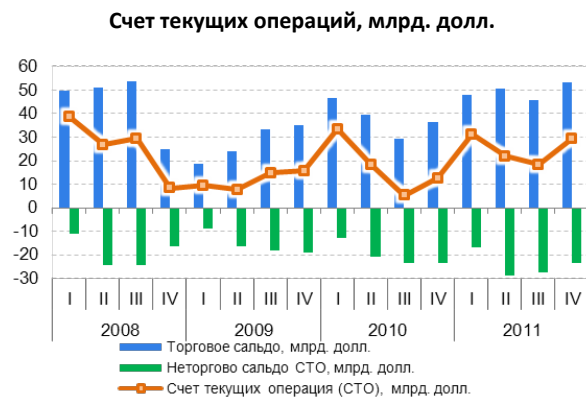
Источник: Банк России, Reuters, расчеты Центра развития.

В результате торговый профицит в последние три месяца прошлого года увеличился до рекордных 19 млрд. долл.

В четвертом квартале, впервые за два года, произошло сокращение неторгового дефицита (услуги, доходы и трансферты) счета текущих операций – до 23 млрд. долл. Это меньше, чем в предыдущем году и кварталом ранее. С устраненной сезонностью неторговый дефицит, как и импорт, снижается второй

квартал подряд. Причиной такой динамики, по нашему мнению, стало резкое сокращение доходов нерезидентов от участия в капитале российских компаний, что обычно характерно в условиях ухудшения экономического положения предприятий.

Таким образом, сжатие импорта и неторгового дефицита позволило значительно нарастить профицит счета текущих операций в четвертом квартале до 30 млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Отток капитала – от дефицита внешних инвестиций к бегству капитала за рубеж

Обратной стороной роста текущего профицита стал возросший чистый отток частного капитала в конце года. Однако его масштабы (38 млрд. долл. за квартал – в два раза выше, чем в предыдущем периоде и годом ранее) превзошли все ожидания денежных властей. В основном «постарались» предприятия, на долю которых пришлось примерно три четверти всего оттока. В результате Банк России вынужден был пойти и на девальвацию рубля, и на сокращение международных резервов.

Среди причин, которые привели к росту чистого оттока частного капитала, можно выделить следующие.

Во-первых, экспансия российского капитала на зарубежные рынки достигла рекордных объемов: прямые и портфельные инвестиции предприятий за рубеж составили 22 млрд. долл., превысив даже докризисный показатель. Причем происходит это, в отличие от 2007 г., на фоне скатывания европейских стран в рецессию, долгового кризиса в

развитых странах, грозящего перерасти в очередной глобальный финансовый кризис; в то время как российская экономика, если верить официальным данным, показывает весьма приличные темпы роста среди крупнейших стран, уступая лишь новым азиатским «тиграм» – Китаю и Индии.



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

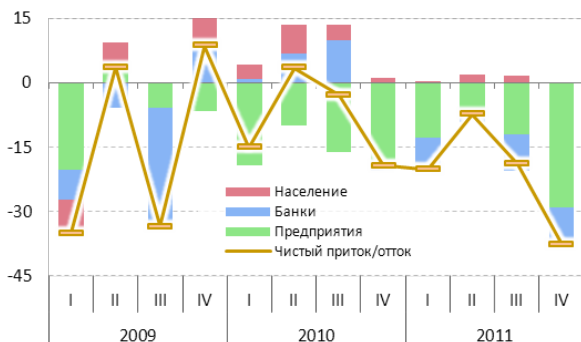
Во-вторых, бегство капитала вышло на докризисную траекторию роста. Российские компании в четвертом квартале вывели из России почти 20 млрд. долл. в виде сомнительных сделок, неучтенных операций и инвестиций в прочие активы. При этом их доля в структуре валового оттока капитала (вложения частного сектора в зарубежные активы) по-прежнему превышает 30% (22% в 2006 г.). Вести бизнес «по-честному» мешает не только и не столько высокая налоговая нагрузка, сколько низкая правовая защищенность бизнеса, а также ставшая уже привычной система «откатов», взяток и т.п.

В-третьих, российские банки в четвертом квартале резко (на 10 млрд. долл.) нарастили свои валютные активы – это в два раза больше, чем в предыдущем периоде, и в полтора раза выше, чем годом ранее. По всей видимости, банкиры столкнулись с проблемой привлечения внешнего финансирования, и аккумулируют ресурсы под будущие выплаты по своим долгам (особенно это актуально в условиях девальвации рубля). Если уж Г. Греф признал, что для Сбербанка закрылись западные рынки заимствований, что тут говорить о других банках.

В-четвертых, внешние рынки закрылись не только для банков, но и для предприятий. В

четвертом квартале и банки, и предприятия увеличили свои внешние обязательства (без учета прямых и портфельных инвестиций) всего на 2 млрд. долл. (на протяжении трех лет до кризиса 2008 г. обязательства и тех и других росли примерно на 15 млрд. долл. в среднем за квартал). В настоящее время объема привлеченных средств с зарубежных рынков хватает лишь для рефинансирования внешнего долга, и в значительной степени это инвестиции аффилированных структур. При этом прямые иностранные инвестиции в реальный сектор в четвертом квартале (13 млрд. долл.) оказались значительно меньше, чем прямые инвестиции в зарубежные активы – в этих условиях модернизация российской экономики может идти бесконечно долго.

Чистый приток (+) / отток (-) капитала, млрд. долл.



Источник: Банк России.

Основные риски в среднесрочной перспективе

- Растущая зависимость от экспорта сырья.
- Устойчивый отток капитала из страны.

По итогам прошлого года при среднегодовой цене на нефть почти 110 долл./барр. (78 долл./барр. в 2010 г.) стоимость российского экспорта достигла 521 млрд. долл., что на 121 млрд. долл. или на 30%, превысило показатели предыдущего года. Поскольку физические объемы экспорта практически не изменились, а доля топлива в нем превышает три четверти, рост нефтяных цен на один доллар привел к увеличению стоимости экспорта на 3,8 млрд. долл. В ближайшие несколько лет при благоприятных условиях рост топливного экспорта не превысит 2% в год (согласно

прогнозу МЭР), а в условиях кризиса – даже снизится. Иными словами, определяющим фактором остаются цены на сырьевых рынках.

Стагнация реальных доходов населения привела к торможению инерционного роста импорта. Его стоимость по итогам прошлого года увеличилась до 323 млрд. долл. (рост на 30% к предыдущему году). Если импорт зафиксировать на уровне декабря прошлого года, то его стоимость по итогам 2012 года возрастет не более чем на 4%. Но стагнация импорта равносильна экономическому кризису, пусть и не столь масштабному, как в 2008–2009 гг.

Нынешний запас прочности счета текущих операций, который в 2011 г. превысил 100 млрд. долл. (для устойчивости платежного баланса, по нашим оценкам, необходим как минимум 1% ВВП, или примерно 20 млрд. долл.), при прочих равных позволяет выдержать 20%-ное снижение нефтяных цен или 25%-ный рост импорта (и то и другое равносильно «потери» примерно 80 млрд. долл.). Для поддержания устойчивости платежного баланса снижение нефтяных цен на каждые 4 долл./барр. будет «стоять» импорту потери 5 п.п. роста. Так, например, при среднегодовой цене на нефть 106 долл./барр. равновесие достигается при росте импорта не более чем на 20%.

Однако все эти расчеты теряют смысл в условиях нынешних масштабов оттока капитала (84 млрд. долл. по итогам прошлого года). Именно динамика движения капитала на ближайшую перспективу будет определять устойчивость платежного баланса и, следовательно, курс рубля.

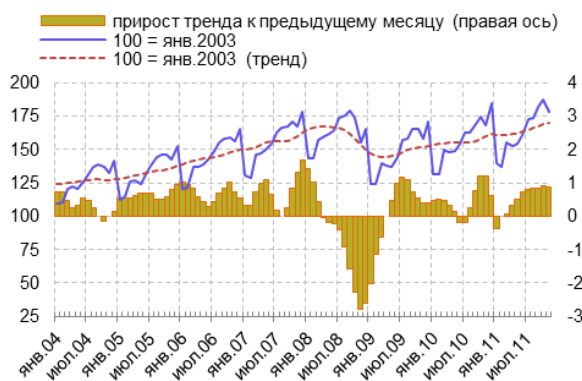
По нашему мнению, отток капитала из России сохранится в ближайшие несколько лет. В текущем году – из-за опасений спада мировой экономики, а также политических и экономических рисков в России, связанных с выборами Президента и новым экономическим курсом. В 2013–2014 гг. – из-за роста девальвационных ожиданий и, следовательно, оттока капитала, причем даже в условиях плавного снижения нефтяных цен или текущего профицита.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

Реальный сектор экономики: радость и слезы

По отношению к соответствующим периодам предыдущего года увеличение выпуска в базовых отраслях в октябре, ноябре и декабре 2011 г. составило 7,6, 5,8 и 4,8% соответственно. Очистка этих цифр от сезонности позволяет отметить, что рост реального сектора российской экономики, возобновившийся во втором квартале 2011 г. (когда он составлял 0,5% прироста в среднем за месяц со снятой сезонностью) и ускорившийся в полтора раза в третьем, продолжился и в четвертом квартале.

Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности в январе 2004 – ноябре 2011 г., в %



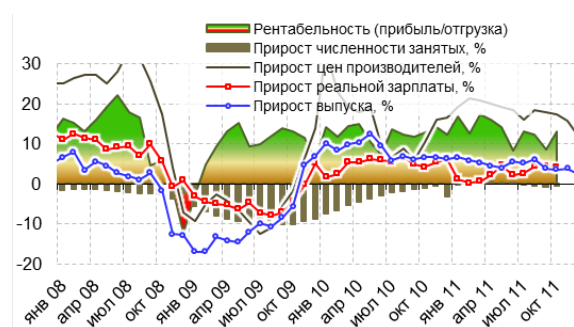
Источник: Росстат, расчеты НИУ ВШЭ.

Ежемесячные темпы прироста базовых видов экономической деятельности со снятой сезонностью в октябре-декабре 2011 г. составили 0,8%; более высокие значения наблюдались в последний раз ровно год назад, когда прирост составлял 1,2% в месяц. По итогам декабря объем выпуска в базовых секторах на 2,4% превысил предкризисный максимум, который был достигнут еще в сентябре.

Несмотря на оптимизм текущих отчетов следует отметить, что ситуация в конце 2010 г. и в конце 2011 г. принципиально различна. Если в конце 2010 г. высокие темпы роста объяснялись оптимизмом на фоне ожиданий выхода из мирового кризиса, оказавшегося миражом в пустыне, то сейчас они объясняются ажиотажным потреблением на фоне нестабильности рубля и вскрывшейся ненадежностью мировых валют как

тезаврационных активов, а также разовым ростом сельского хозяйства в силу низкой базы предшествующего года.

Динамика индикаторов промышленности (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года) в январе 2008 – декабре 2011 г., в %



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

В связи с этим показательно, что промышленность уже явно тормозит: начиная с сентября прирост выпуска ниже 4% к предыдущему году (в декабре 2,5%), впервые за два года. В ноябре и декабре прирост обрабатывающей промышленности со снятой сезонностью (а это две трети добавленной стоимости промышленности) составил, по нашим оценкам, ноль процентов против 1% прироста в октябре.

Динамика автомобильной промышленности России, в %

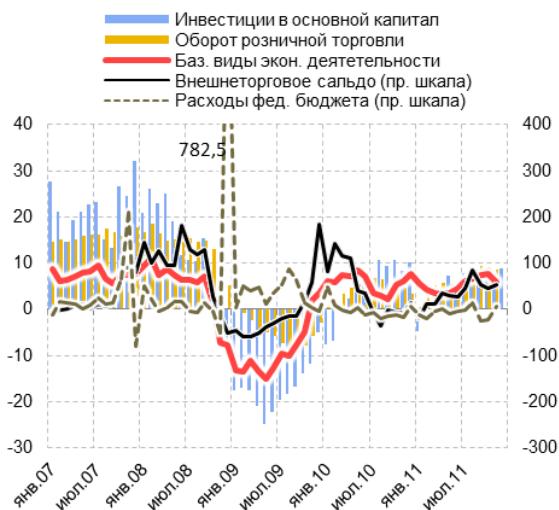


Источник: Росстат, расчеты НИУ-ВШЭ.

При этом уже в конце года резко замедлились темпы прироста выпуска в автомобильной промышленности России, которая в силу мультипликативного эффекта является хорошим индикатором общепромышленной конъюнктуры. Объем выпуска в этом секторе

достиг предкризисного уровня, но дальнейший рост в силу прекращения действия госльгот при обмене «автохлама» – под вопросом.

Динамика базовых видов экономической деятельности и спроса (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года) в январе 2007 – декабре 2011 г., в %



Примечание: дефлирование произведено индексом потребительских и оптовых цен (50/50).

Источник: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

Учитывая вялую динамику инвестиций и торможение темпов прироста физических объемов экспорта, реальный сектор мог бы быть простимулирован бюджетом. Однако призрак бюджетного дефицита, судя по всему, уж очень пугает нового российского министра финансов, и он в любой момент готов произнести классическую для большинства министров финансов фразу: «Денег нет!»

Прогноз роста базовых отраслей на 2011–2014 гг. будет складываться под влиянием факторов роста производства в основных ценах в сельском хозяйстве, промышленности, строительстве, транспорте и торговле. Разница между фактической динамикой базовых отраслей и ВВП в целом в российской экономике варьировалась от минус 0,8–1 п.п. в 2007–2009 гг. до плюс 1,1–1,7 п.п. в 2010–2011 гг. В 2011 г. базовые отрасли предположительно выросли на 5,1%. А в 2012–2014 гг., в рамках обоих сценариев цен на нефть (на фоне уменьшения вклада налогов на импорт), темпы последних будут в меньшей, чем за последние два года, степени опережать динамику ВВП в рыночных ценах.

Что касается промышленности, то ее динамика в 2005–2009 гг. в среднем за год отставала от динамики ВВП на 2,2 п.п., а в 2010–2011 гг. из-за большего провала в 2009 г., наоборот, опережала динамику ВВП на 2,5 п.п. В 2011 г. промышленность выросла на 4,7%, что на 0,5 п.п. больше прироста ВВП. В 2012–2014 гг., в рамках обоих сценариев цен на нефть, или темпы роста промышленности и ВВП сблизятся, или прирост ВВП будет несколько больше годового прироста промышленности.

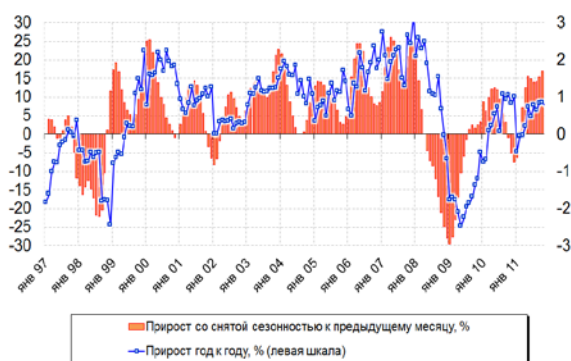
Говоря о перспективах роста реального сектора экономики, следует отметить его увязку с основными элементами конечного спроса. При этом можно отметить, что спрос домашних хозяйств, характеризуемый ростом розничного товарооборота, в последние месяцы прошлого года превышал показатели этого и предыдущего года, находясь на уровне 8,6–9,5% год к году. Тем не менее, на фоне торможения роста доходов и банковского кредитования рост спроса домашних хозяйств должен в ближайшее время замедлиться.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

Инвестиции в основной капитал:
рост неустойчив

В октябре-декабре 2011 года ускорения инвестиционной активности не произошло: как и в предыдущем квартале, прирост инвестиций в основной капитал к предшествующему году был на уровне 7–8% (8,6, 7,7 и 8,9% соответственно). Ежемесячные показатели прироста со снятой сезонностью также показывают устойчивую динамику: в октябре и ноябре прирост составил 1,70%, а в декабре – 1,57% со снятой сезонностью.

Динамика инвестиций в основной капитал в январе 1997 – декабре 2011 г., в %



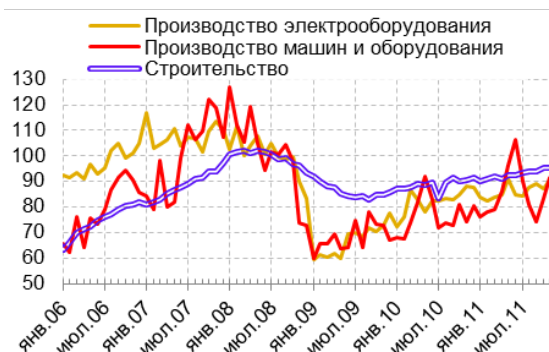
Источник: Росстат, НИУ ВШЭ.

Рост инвестиций нельзя считать устойчивым, так как динамика секторов, косвенно характеризующих инвестиционную активность, пока не предвещает ускорения инвестиционной динамики. Хотя в октябрь-ноябре 2011 г. резко выросли показатели производства машин и оборудования – демонстрируя прирост выпуска более чем на 10% со снятой сезонностью к предыдущему месяцу, – однако в декабре они резко упали. При этом динамика производства электрооборудования выглядит неплохо – рост на 3,4% в ноябре и 2,5% в декабре (после падения на 2% в октябре). Однако динамика объемов строительства неустойчива – в ноябре они остались неизменными (после прироста на 1% в октябре к сентябрю), а в декабре выросли на 0,7%.

Динамика импорта машин и оборудования, грузовых автомобилей и стальных труб в последние месяцы, вплоть до декабря 2011 г.,

также замедлялась, что тоже характеризует инвестиционную динамику в России. Если в целом за январь-ноябрь 2011 г. импорт машин и оборудования, грузовых автомобилей и стальных труб вырос, по данным ГТК России, на 47, 115 и 38% (год к году) соответственно, то в ноябре прирост замедлился до 31, 47 и минус 23%.

Динамика строительства и машиностроения в январе 2006 – декабре 2011 г. (сезонность устранена, 2008 г.=100), в %



Источник: Росстат, Центр развития.

Прирост инвестиций в 2011 году (6,2% по отношению к 2010 г.) в целом не выглядит амбициозным и не опережает значительно прирост ВВП (как и в 2010 г.), чего можно было бы ожидать на фоне необходимой ускоренной модернизации российской экономики, вынужденной «инвестиционной паузы» прежних лет и довольно низкой доли инвестиций в ВВП России.

Если политическую неопределенность после президентских выборов удастся уменьшить, то при сохранении цен на нефть на стабильном уровне инвестиции в текущем 2012 г. вырастут на 8–9%, компенсируя медленные темпы 2011 г., а далее будут расти на 5–6% в среднем за год, находясь под влиянием относительно скромного роста собственных инвестиционных источников предприятий. В них наблюдается значительное уменьшение доли собственных средств предприятий по сравнению с предкризисным уровнем (с примерно 35% до 20–25%), что не может быть компенсировано быстро ни ростом бюджетных средств (на фоне балансирования госбюджета на грани дефицита), ни ростом иностранных

инвестиций (на фоне плохого инвестклимата), ни ростом кредитов (на фоне ухудшения состояния мировых финансовых рынков).

При кризисном развитии ситуации в 2012 г., то есть при снижении цены на нефть до 70 долл./барр., резкое падение инвестиций неизбежно, как это было в 2009 г. (разрыв темпов падения инвестиций и ВВП в целом тогда оказался двукратным).

Динамика импорта товаров инвестиционного назначения в январе 2005 – ноябре 2011 г. (рост год к году в долл. США), в %



Источник: ГТК России, Центр развития.

Таким образом, ожидать в ближайшие годы значительного ускорения прироста инвестиций до 15–20% в год на фоне инерционного развития событий пока нереалистично.

В связи с этим возникает вопрос: быстрые темпы роста инвестиции в России не нужны (в силу низкой после кризиса загрузки мощностей) или невозможны (в силу плохого инвестиционного климата из-за неразвитости институтов, т.н. правил игры)? И что первично – рост инвестиций за счет госнакачки или совершенствование институтов? Что важнее – курица или яйцо? Некоторые представители российской экономической науки склонны говорить, что инвестиции на фоне быстрого роста госвложений первичны, так как институты (то есть пресловутые правила игры,

или инвестклимат, если говорить более конкретно) якобы имеют тенденцию совершенствоваться сами собой, вслед за ростом экономики: был бы экономический рост, пусть даже за счет роста активности неэффективных (и зачастую коррумпированных) институтов развития, и все само собой образуется, то есть институты улучшатся.

Однако есть и другая (обоснованная и теоретически, и практически) точка зрения, которая говорит об устойчивости плохих институтов, особенно в рентно-ориентированной экономике. Именно такая ситуация складывается в России, где к тому же нет англосаксонского прецедентного судебного права, которое, как показывает мировой опыт, все же более эффективно при отборе экономически эффективных институтов, чем континентальное право (к которому тяготеет Россия). Во втором случае правила игры, по крайней мере формальные, устанавливает не «Судебная система», а «Законодатель, который при неконкурентной политической системе зачастую начинает тормозить развитие экономической системы, усугубляя ее плохую наследственность (т.н. эффект «Path-Dependance»). Континентальное право господствует в Европе, казалось бы, с ним можно жить и в России, но при этом качество формирования «Законодателя» посредством развития политической конкуренции должно быть резко повышено – хотя бы до восточно-европейского уровня. Сейчас же над российскими парламентариями все еще витает зловещая «тень матроса Железняка» и они далеко не всегда выступают непредвзятыми оппонентами исполнительной власти, что не способствует реальному разделению властей и разработке экономически эффективных правил игры.

СТРОИТЕЛЬСТВО

Во втором полугодии 2011 года динамика строительства ускорилась, строительных материалов, напротив, – замедлилась. Рынок жилья на подъёме, но в ближайшей перспективе вряд ли стоит ожидать существенного роста.

Заметное ускорение динамики строительства во втором полугодии до 7,3% против 1,2% в первом полугодии было обеспечено высокими темпами роста производства строительных материалов в 2010 году и первом полугодии 2011 года – на 11% к соответствующему периоду прошлого года. Тем не менее объёмы строительства и выпуска строительных материалов в 2011 году не дотянут до докризисного уровня соответственно 5 и 14%.

Динамика строительства и производства строительных материалов, прирост (снижение) к соответствующему периоду предыдущего года, в %

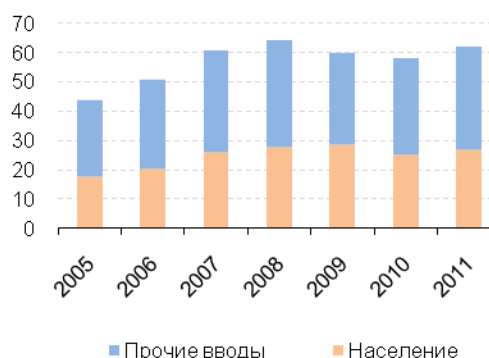


Источник: Росстат.

Существенное недовосстановление строительного комплекса не позволит в 2011 году достичь докризисных объёмов ввода жилья, однако отставание не будет большим и, по нашей оценке, не превысит 3%, уровень же 2009–2010 годов может быть превзойдён на 6–7%.

Вводы жилья в течение 2011 года набирали обороты, и вялая динамика в первом полугодии (-4% к соответствующему периоду прошлого года) сменилась двузначным приростом (+13%) во втором полугодии, а в четвёртом квартале ввод жилья вплотную приблизился к рекордному показателю 2008 года.

Ввод жилых домов, млн. кв. м



Источник: Росстат.

Активизации рынка жилья во втором полугодии (точнее с августа 2011 года) способствовал целый ряд факторов: во-первых, опасения населения по поводу обесценения рублёвых накоплений из-за девальвации рубля; во-вторых, использование жилищной «карты» в качестве административного ресурса в преддверии выборов; в-третьих, запуск банками, в поддержку обещаний руководства страны повысить доступность жилья, новых кредитных продуктов, в том числе социальной направленности и с более низкими процентными ставками (программа Сбербанка «8–8–8», льготные кредиты для молодых учёных и сельских специалистов).

Под воздействием указанных факторов важнейшие индикаторы рынка жилья в 2011 году сложились следующим образом. В четвёртом квартале прирост цен на жильё на первичном рынке России ускорился до 6,7% против 4% в первом квартале, а по итогам года составил 5,8% (к соответствующему периоду прошлого года). По данным Россреестра, число сделок купли-продажи жилья в России в 2011 году выросло почти на треть, а с использованием кредитов – почти в 3,5 раза по сравнению с 2010 годом (правда, доля этих сделок не превышает 17%). Согласно данным Банка России, в 2011 году населению предоставлено почти 590 тысяч жилищных кредитов на сумму 765 млрд. руб., что выше уровня 2010 года на 48 и 75% соответственно, и рекорд 2008 года (как по количеству, так и по сумме кредитов)

превзойдён. В 2011 году продолжалось снижение процентных ставок по жилищным кредитам до 12% в рублях и 9,7% в валюте, однако в четвёртом квартале снижение прекратилось, вероятно, из-за проблем банков с ликвидностью.

При сохранении дефицита ликвидности в ближайшей перспективе банки могут вновь начать повышать процентные ставки, что негативно скажется на рынке жилья. Также к негативным факторам, ограничивающим спрос на российском рынке, можно отнести ожидаемую низкую динамику реальных доходов населения и усиление роста

вложений населения в зарубежные объекты недвижимости.

Необходимость завершения в 2012–2014 гг. крупнейших строительных проектов («Северный поток», объекты универсиады и олимпиады) на фоне недовосстановления строительного комплекса может замедлить строительную активность в жилищном секторе и ограничить предложение на рынке. При этом мы не ожидаем существенного ускорения роста цен на жильё в силу достаточно вялого спроса – вряд ли рост цен будет заметно выше темпов инфляции (около 6% в год).

НАСЕЛЕНИЕ

Предвыборный «горб»

Реальные доходы населения в четвертом квартале 2011 года, по нашим оценкам, наконец, оторвались от нуля, при этом показатели официальной статистики Росстата зафиксировали только всплеск в декабре. Источником роста доходов стало ускорение роста зарплат на крупных и средних предприятиях. При этом достаточно неплохо с точки зрения населения выглядит динамика ФОТ в обработке – 3,5–5,1% реального роста (год к году) по данным за октябрь–ноябрь против 2–3% еще в третьем квартале; в сырьевом секторе динамика менее устойчивая (+4,9% в октябре и 0,1% в ноябре). Однако в сфере небюджетных услуг случился настоящий бум: рост 6,4–5,8% (год к году) по данным за октябрь–ноябрь против 1–2% в предыдущие месяцы. Кажется, налицо новый приступ «голландской болезни», когда рост зарплат в неторгуемых секторах происходит быстрее, чем в торгуемых. Что касается бюджетников: суммарный объем ФОТ в реальном выражении вырос на 7–10% год к году, хотя еще несколько месяцев назад его динамика была отрицательной. Безусловно, этому способствовало осеннее повышение зарплат в образовании: зарплаты учителей в регионах должны были быть увеличены на 30% по отношению к первому кварталу 2011 года, либо доведены до средней по региону. Выросли и доходы пенсионеров, стагнировавшие большую часть года: они увеличились в реальном выражении на 1,9% (год к году по данным за ноябрь).

Однако даже с учетом этого ускорения предварительные итоги года выглядят достаточно скромно. По оценке Центра развития, прирост реальных располагаемых доходов населения за 2011 год составил 1,5%.

В 2012 году дополнительный прирост реальных доходов населения около 1,5 п.п. будет обеспечен за счет увеличения денежного довольствия «силовики».

Что касается остальных групп населения, их благосостояние целиком и полностью будет определяться ситуацией в экономике. При

базовом сценарии, предполагающем стабильный уровень нефтяных цен, рост доходов населения будет сильнее, чем в предыдущие годы, зависеть от экономической ситуации в регионах. Это связано с тем, что увеличение доли «силового сектора» в структуре расходов федерального бюджета на 2012–2014 годы было осуществлено за счет сокращения в номинальном выражении расходов по другим направлениям, в частности, на образование, здравоохранение, а также трансферты регионам. В этих условиях содержание бюджетной сферы в большей степени перекладывается на плечи региональных властей. При этом региональные экономики в условиях прогнозируемого оттока капитала в гораздо меньшей степени смогут рассчитывать на распространение из центра сырьевой ренты и иностранных инвестиций. В случае реализации «кризисного сценария» падение доходов населения уже не сможет быть смягчено за счет увеличения социальных расходов бюджета. В отличие от 2008–2009 гг. ресурсов для этого у государства нет.

Оценки динамики реальных располагаемых доходов населения и реальных потребительских расходов (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



Источник: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

Прирост банковских сбережений сравнялся с приростом кредитов

Во втором полугодии 2011 года во взаимодействии банков и населения повторилась картина предкризисного периода. Ежемесячный прирост кредитов населению

практически сравнялся с ежемесячным приростом банковских депозитов, правда, на более низком уровне, чем до кризиса, – 5–6% доходов населения. При этом в условиях нестабильности, связанной с отголосками новой волны мирового кризиса, склонность к сбережению приобрела заметную тенденцию к снижению.

Прирост кредитов населению в четвертом квартале также немного отступил от сентябрьского пика, стабилизировавшись на уровнях, близких к максимумам июля-августа 2008 года (около 160 млрд. руб. в месяц).

Прекращение ускорения кредитования населения, как мы и ожидали, было связано с осложнением ситуации с ликвидностью в

банковской системе. В этих условиях рост потребительских расходов в большей, чем в предыдущие месяцы, степени определялся динамикой реальных доходов населения.

Склонность населения к сбережению и получению кредитов, в % к доходам



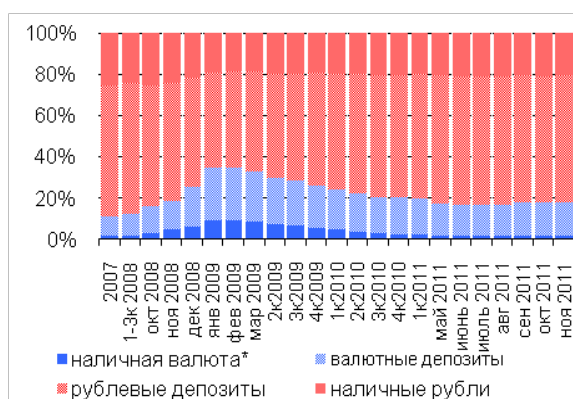
Источник: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

ДЕНЬГИ И КУРС

Четвёртый квартал ушедшего года охарактеризовался проблемами дефицита ликвидности, коснувшимися банковского сектора. Есть несколько причин, на наш взгляд, способствовавших сокращению рублевой ликвидности: снижение интенсивности потока ресурсов, исходящего от населения, закрытие внешних финансовых окон, отток капитала.

Рост валютизации финансовых активов нефинансового сектора экономики начался с третьего квартала, прервав таким образом понижающий тренд, наблюдавшийся в последние 2,5 года. Так, доля валютных активов нефинансового сектора выросла с 18,7 до 21,3%. Отчасти эту тенденцию подтверждает и статистика платежного баланса: в четвертом квартале 2011 года население выступило в качестве чистого покупателя валюты (впервые со второго квартала 2009 года) с итогом 1,1 млрд. долл.

Структура активов экономических агентов, в %



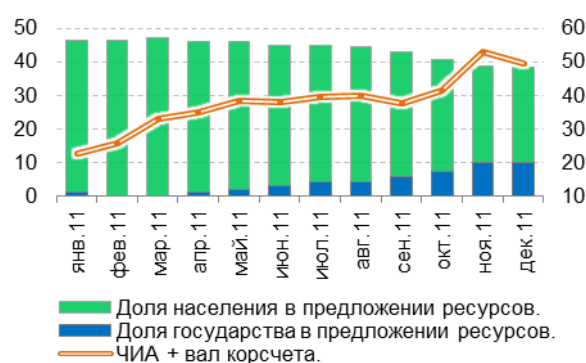
Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Продолжают аккумулировать средства в зарубежных активах и банки: за два месяца сумма чистых иностранных активов (ЧИА) в Банке России возросла на 8 млрд. долл. и на начало ноября составила 49 млрд. долл. (27 млрд. долл. с начала года).

Осложнило ситуацию с рублевой ликвидностью резкое сокращение темпов роста депозитов населения, упавшее до 20% год к году, в то же время темпы роста кредитования, как населения, так и предприятий, остаются высокими (32 и 22% год к году соответственно).

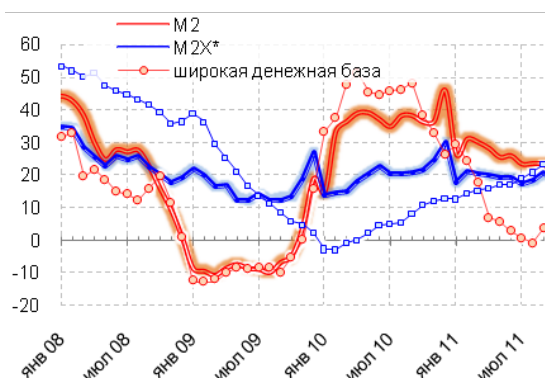
В условиях сужающегося окна привлечения ресурсов из-за рубежа кредитные организации нашли поддержку в лице государства. Последнее восполняло нехватку ликвидности посредством увеличения своей доли в общем потоке предоставляемых ресурсов кредитным организациям (до 10% в ноябре против 3% в июне).

Доли населения и государства в общем объеме чистого предложения ресурсов, в %; ЧИА и валютные корсчета (правая шкала), млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Динамика основных денежных агрегатов (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



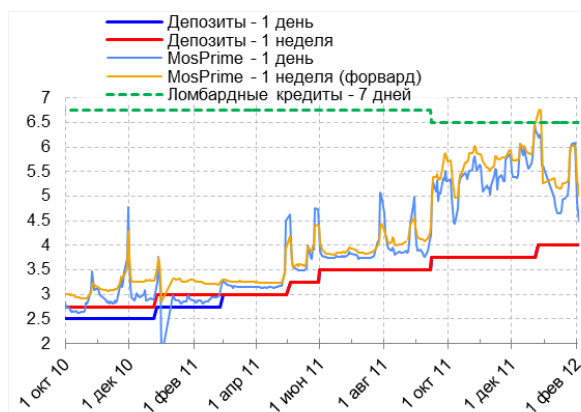
Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Роль поставщика ликвидности на протяжении третьего квартала осуществлял Минфин, суммарный объем депозитов которого на счетах кредитных организаций зашкаливал за 1 трлн. рублей. Процесс инъекции ликвидности происходил довольно быстро, и излишки быстро осели на валютных счетах. Однако с приближением конца бюджетного года Минфин был вынужден снижать объемы финансирования: так, за ноябрь-декабрь объемы депозитов сократились на 503 млрд.

руб. Однако банковскую систему поддержал Банк России, замещая это снижение собственными кредитами, но сделал это в меньшей степени (265 млрд. руб.), разумно снижая объем ликвидности, чтобы уменьшить давление на рубль.

В то же время на протяжении третьего квартала Банк России смягчал процентную политику, выраженную в постепенном выравнивании ставок по привлечению средств в собственные депозиты и кредитовании банков: так, с начала года спрэд между этими ставками упал с 4 до 2,25 п.п. Однако эти действия Банка России не помогли снизить уровень ставок: так, спрэд между депозитными ставками и ставками MOSPRIME оставался на высоком уровне – около 2 п.п. (0,25 п.п. на начало года) Снижение ставок в начале года, на наш взгляд, является сезонным фактором и связано с временным снижением экономической активности

Динамика процентных ставок денежного рынка, в %



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Можно констатировать, что текущая экономическая политика будет лишь способствовать ухудшению ситуации. Одновременный переход к свободному курсообразованию и консолидации бюджета лишает экономику двух основных каналов роста денежного предложения в экономике. В этой связи Банк России столкнется с необходимостью кредитования коммерческих организаций. Однако кредитование банков в необходимых объемах сразу увеличивает риски всей банковской системы. Постоянная подпитка со стороны ЦБ может нарушить финансовую дисциплину: увеличить риски внезапных атак на рубль в случае ухудшения

конъюнктуры, ухудшить качество выдаваемых кредитов, увеличить опасность финансового мошенничества. Учитывая низкую финансовую культуру, переход к данной конфигурации выполнения денежной программы, на наш взгляд, выглядит неподготовленным и может привести в ухудшению качества и рискам банковского сектора.

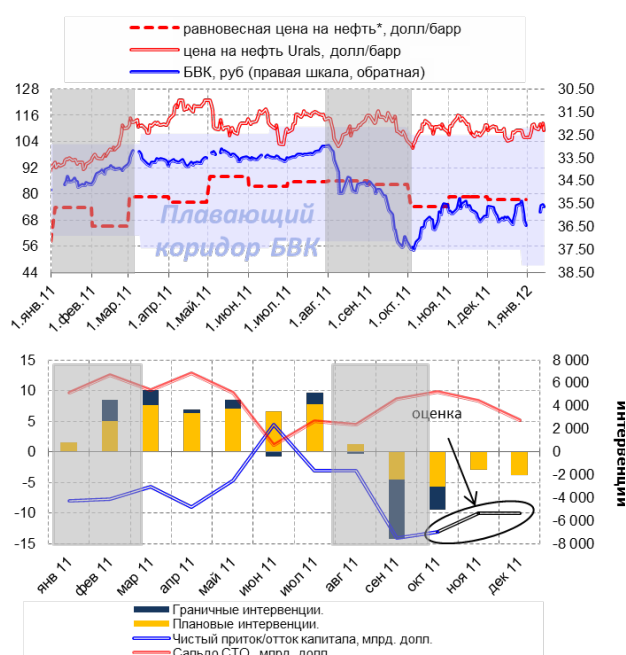
Что касается курса рубля, то в 2011 году его динамика не демонстрировала единого тренда вследствие разнонаправленного давления на национальную валюту. Можно выделить четыре периода, когда давление на стоимость бивалютной корзины (в дальнейшем БВК) менялось под воздействием трех основных факторов, а именно: интервенций на валютный рынок Банка России, счета текущих операций и оттока капитала.

Первый квартал прошлого года ознаменовался быстрым «утяжелением» рубля по отношению к бивалютной корзине на 2,9% за три месяца, в том числе к доллару США – на 4,4% и евро – на 1%. Укрепление курса рубля происходило вследствие быстрого роста цен на нефть Urals, которое началось еще в сентябре 2010 года. За это время цены на нефть выросли более чем на 57% и составили 114 долл./барр. Опережающий рост импорта над экспортом (к соответствующему периоду прошлого года), разница между которыми составляла 13,5 процентных пунктов, не оказал существенного влияния в силу сезонно низких объемов импорта в январе и феврале. Укрепление курса происходило даже несмотря на скупку с рынка избыточного предложения валюты Банком России: в первом квартале международные резервы выросли на 10 млрд. долл.

Во втором периоде уровень цен на нефть достиг максимума, стабилизировавшись вокруг отметки 114,5 долл./барр., а рубль (несмотря на высокий темп роста импорта, ухудшение сальдо услуг и неторговых операций счета текущих операций, среднемесячный отток капитала в размере 6 млрд. долл.) находился под положительным давлением со стороны сырьевых доходов. В этой ситуации Банк России оказал беспрецедентную (с точки зрения объявленной политики перехода к

свободному курсу) поддержку бивалютной корзине в виде ежемесячных интервенций по закупке валюты в размере 5 млрд. долл. в среднем за месяц. Особо отметим, что вопреки действующей практике Банк России вышел на рынок не на границе валютного коридора (32,51 руб.), а внутри интервала, и встал там намертво, удерживая курс в узком, 2,5%-ном, коридоре – от 33,1 до 33,9 руб./БВК.

Динамика стоимости бивалютной корзины, цен на нефть Urals и объёма международных резервов Банка России, млрд. долл.



Примечание: * Равновесная цена на нефть – расчётная цена на нефть, при которой достигается нулевое значение сальдо счёта текущих операций (сезонно сглаженного).

Источник: Банк России, Reuters, расчеты Центра развития

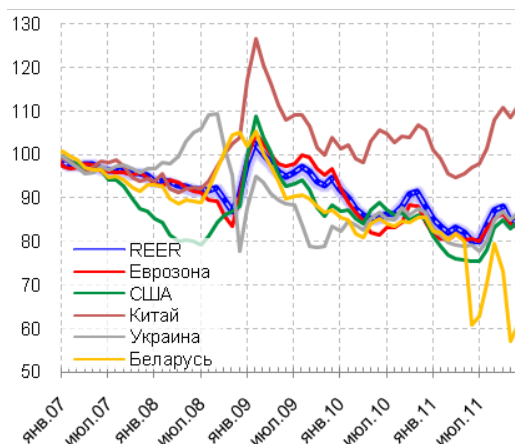
Тем не менее идиллия второго периода, подпитываемая высокими ценами на нефть, не продлилась долго. Понижение оценок темпов роста экономики США и снижение рейтингов ведущих банков Франции SocieteGenerale и CreditAgricole в начале августа породило серьезный шок на финансовых рынках, что привело к ускорению оттока капитала из страны. По данным Банка России, из страны было выведено 14 млрд. долл. Это послужило катализатором девальвации, стоимость бивалютной корзины выросла сразу на 12,3, до 37,5 руб./БВК. Для предотвращения дальнейшего ослабления курса в период с 23 сентября по 14 октября фактический объем продаж (исключая переоценку) валюты Банком России из резервов составил 12,2

млрд. долл. Эти интервенции, как и ограничение темпов роста предоставляемой коммерческим банкам ликвидности в виде депозитов Минфина, во многом способствовали укреплению рубля до отметки 35,5 руб./БВК.

Начиная с ноября, процесс девальвации, похоже, возобновился: за два месяца стоимость БВК подобралась к сентябрьским максимумам. Основных причин три: в ноябре и декабре отток капитала ослаб, но по-прежнему остался на высоком уровне – в пределах 10 млрд. долларов (оценка Банка России); Банк России снизил свое присутствие на валютном рынке, ограничившись целевыми интервенциями, в рамках которых было продано всего 4 млрд. долл. за два месяца; а также сезонный фактор роста импорта. При этом отметим, что замедление роста импорта, приводящее к снижению равновесной цены на нефть, пока компенсирует некоторое снижение фактических цен на нефть.

Перед новогодними праздниками Банк России расширил валютный коридор до 6 рублей (с 32,5–37,5 руб. до 32,3–38,2 руб.), в большей степени приподняв верхнюю границу. Таким образом он дал понять, что будет в меньшей степени препятствовать девальвации, нежели укреплению рубля (что будет не лишним для поддержки конкурентоспособности отечественных производителей), по причине укрепления реального эффективного курса рубля за 2011 год на 3,9 п.п., даже несмотря на девальвацию рубля в сентябре.

Динамика реального эффективного курса рубля и реального курса рубля к валютам стран–основных торговых партнеров России (дек.2006 г.=100), в %



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Что касается перспектив изменения курса рубля, то многое будет зависеть от оттока капитала, а вернее, от того, что послужило катализатором его роста. Есть два варианта. Если отток капитала вызван внутривнутриполитической предвыборной нестабильностью, то шок должен быть временным. В этом случае после майских выборов ситуация должна нормализоваться и вернуться в прежнее русло.

Но есть и второй вариант, если отток капитала вызван, наоборот, отсутствием ожиданий каких-либо перемен к лучшему в российской экономической политике и качестве инвестиционного климата. В этом случае нарастание напряжения, связанного с вероятным финансовым кризисом в Европе, может только поддерживать отток капитала из страны и продавливать рубль в течении 2012 года.

Инфляция

Хлебом единым...

Завершившийся 2011 год стал годом с наименьшей инфляцией за всю современную историю России. Но похоже, это достижение вовсе не является следствием перемен в экономике в лучшую сторону. Согласно данным Росстата, инфляция за 2011 год составила рекордно низкие 6,1%: в 2009 и 2010 гг. потребительские цены росли по 8,8% в год. На наш взгляд, на то есть несколько причин.

Во-первых, всего на 3,9% подорожало продовольствие. С одной стороны, это было связано с благоприятной продовольственной обстановкой в России и в мире: урожай в стране выдался хороший, импортные цены в целом несколько опустились. С другой стороны, низкая продовольственная инфляция является следствием плохого урожая 2010 года: цены тогда выросли настолько, что по итогам 2011 года вряд ли могли претендовать на привычные темпы роста. Больше всего эти факторы сказались (разово!) на «простых» продуктах питания, то есть на тех, которые не включают в свой состав более одного компонента. Так, плодоовощная продукция за январь-декабрь 2011 г. подешевела на рекордные 24,7%, сахар – на 25,5%, крупа и бобовые – на 8,0%, что в совокупности внесло отрицательный вклад в инфляцию за год в размере 1,3 п.п. Рост цен на хлеб и кондитерские изделия сдерживался снижением цен на зерно.

Динамика инфляции, базовой инфляции и их компонент (прирост за год), в %

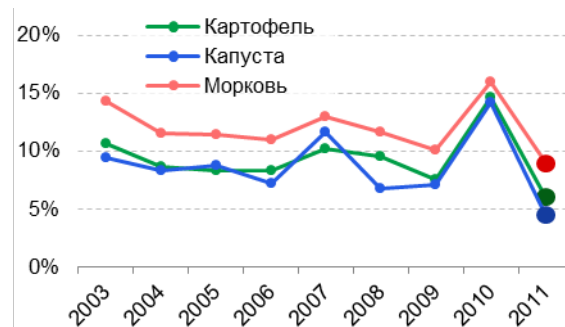
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Инфляция, в т.ч. | 9.0 | 11.9 | 13.3 | 8.8 | 8.8 | 6.1 |
| Продовольственные товары | 8.7 | 15.6 | 16.5 | 6.1 | 12.9 | 3.9 |
| Непродовольственные товары | 6.0 | 6.5 | 8.0 | 9.7 | 5.0 | 6.7 |
| Услуги | 13.9 | 13.3 | 15.9 | 11.6 | 8.1 | 8.7 |
| Инфляция очищенная* | 8.9 | 11.6 | 13.5 | 9.0 | 7.0 | 7.8 |
| Базовая инфляция, в т.ч. | 7.6 | 11.0 | 13.4 | 8.4 | 6.9 | 6.8 |
| Продовольственные товары | 8.5 | 14.7 | 17.5 | 7.2 | 9.4 | 7.4 |
| Непродовольственные товары | 5.7 | 6.4 | 8.4 | 9.9 | 4.8 | 6.1 |
| Услуги | 10.1 | 9.3 | 14.9 | 7.3 | 5.5 | 7.0 |

* Инфляция, не включающая динамику цен на плодоовощную продукцию, сахар, крупы и бобовые.

Источник: Росстат, расчёты Центра развития.

Доминирование этого фактора подтверждает и динамика базовой инфляции (БИПЦ)⁷, отчасти нивелирующей его влияние: прирост остался на уровне прошлого года (6,8%). Далее, если сопоставлять уровень цен на овощи с ценами на говядину, которая видится нам наиболее показательной для этих целей⁸, то получается, что относительные уровни цен после рекордно высоких значений в декабре 2010 г. год спустя достигли своего абсолютного минимума – из огня да в полымя. Поэтому сценарий с продолжением снижения цен на овощи в 2012 г. выглядит достаточно нереалистичным. Скорее всего, относительные цены на овощи будут стремиться вернуться к своим средним значениям, а для этого цены в абсолютном выражении должны вырасти на 15–20%.

Динамика относительной цены 1 кг овощей (доля от цены 1 кг говядины, кроме бескостного мяса), в %



Источник: Росстат, расчёты Центра развития.

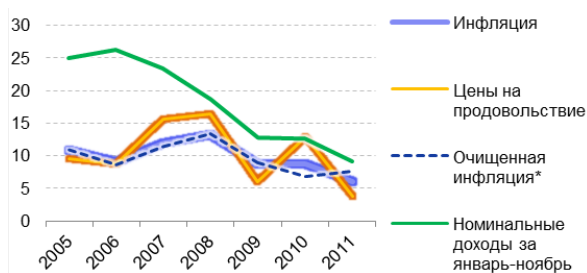
Во-вторых, огромное сдерживающее воздействие оказывали медленно растущие доходы населения. Так, номинальные доходы, накопленные за 11 месяцев 2011 года, выросли всего на 9,1% к соответствующему периоду прошлого года, что ниже аналогичных цифр за предшествующие два года (11,7 и 12,5% в 2009 и 2010 гг. соответственно), не

⁷ В базовой инфляции по методологии Центра развития НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию и яйца; из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия; из числа услуг – на услуги ж/д транспорта, ЖКХ, дошкольного воспитания, образовательные и санаторно-оздоровительные.

⁸ Мясо составляет 9,7% потребительской корзины и дорожает относительно стабильно; говядина, кроме бескостного мяса, наиболее показательный мясной сегмент.

говоря уже о докризисных годах, когда рост номинальных доходов населения составлял более 22% в год. Наиболее явно фактор нерастающих доходов сказался в августе-октябре 2011 г., когда рубль ослаб по отношению к доллару на 15%, а потребительские цены на это никак не отреагировали, в том числе цены на товары длительного потребления, которые наиболее чувствительны к колебанию курса национальной валюты ввиду преобладания импортной продукции. Безусловно, с точки зрения монетарных властей спросовые ограничения на рост цен являются очень важными и полезными, но при оценке состояния общеэкономической конъюнктуры практическое отсутствие роста доходов населения заставляет усомниться в адекватности оценок Росстатом роста ВВП.

Динамика инфляции, некоторых компонент инфляции и доходов населения (прирост за год), в %



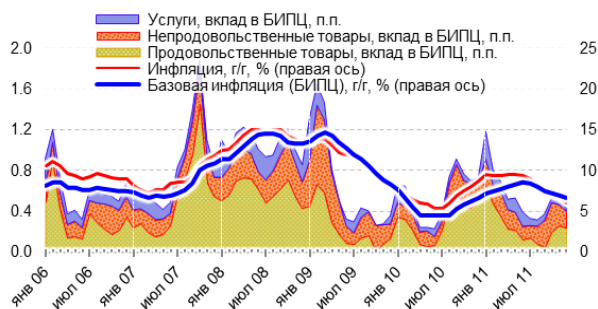
* Инфляция, не включающая динамику цен на плодоовощную продукцию, сахар, крупы и бобовые.

Источник: Росстат, расчёты Центра развития.

Инфляция в IV квартале 2011 года в целом оправилась от продовольственной дефляции. Потребительские цены росли темпами 0,4–0,5% в месяц. Однако всё чётче стала проглядываться тенденция к замедлению инфляции, о чём говорит динамика непродовольственных компонент базовой инфляции – товаров текущего и длительного пользования и услуг, где рост цен (с устранением сезонности) замедлился во всех трёх сегментах, а в совокупности – с 0,57% в месяц в октябре до 0,36% в декабре. Этот вывод подтверждается и самыми свежими данными Росстата, в соответствии с которыми

за 1–10 января 2012 г. потребительские цены выросли всего на 0,1%⁹.

Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент



Примечание: все значения на правой шкале (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (м/м), приведённым в годовое представление.

Источник: Росстат, расчёты Центра развития.

В 2012 году, скорее всего, ситуация с инфляцией в целом будет несколько отличаться от ситуации 2011 года. С одной стороны, пониженные темпы индексации тарифов естественных монополий, а в какой-то степени и перенос срока индексации на 1 июля поддержат нисходящую тенденцию, по крайней мере, в первом полугодии. Во-вторых, сложно предугадать, какой будет динамика доходов населения, определяемая состоянием экономической конъюнктуры в стране. Но поскольку рассчитывать на значительное ускорение роста доходов сложно, то этот фактор должен способствовать невысоким темпам базовой инфляции – в пределах 6% против 6,8% в 2011 году. Однако ключевую роль должно сыграть прекращение действия фактора дешёвого на данный момент продовольствия, который в 2010 году ускорил рост потребительских цен на 1,8 п.п., а в 2011 году настолько же затормозил этот рост. При этом относительный уровень цен на отдельные виды плодоовощной продукции (в сравнении с говядиной) вообще находится на 20–30% ниже предыдущих минимумов. Поэтому в качестве базового варианта роста цен на продовольствие можно считать умеренный рост на 4,5–6% цен на основную

⁹ Если сравнивать с январскими значениями предыдущих лет, то понятно, что решающим фактором стал перенос срока повышения регулируемых тарифов естественных монополий с 1 января на 1 июля в 2012 году. Но рост цен на 0,1% за 10 дней – это мало даже с учётом этого фактора.

часть продовольственных товаров; при этом на плодоовощную продукцию рост цен будет более сильным (+10...20%).

Таким образом, можно зафиксировать два базовых варианта. Первый – кризисный, когда базовая инфляция опускается до исторического минимума, который наблюдался в первом полугодии 2010 г. (0,35% в месяц, или 4,3% в год). При этом рост тарифов составит 8% (против 12% в 2011 году), а цены на плодоовощную продукцию вырастут на 10%. В этом случае инфляция составит 5,0%. При этом мы склонны рассматривать эту цифру как теоретический минимум, ниже которого темпы роста цен не упадут. При этом фактор вероятной девальвации рубля, скорее всего, несколько повысит эти значения.

Однако в инерционном консервативном сценарии мы предполагаем также *замедление* базовой инфляции до 6% (в том числе продовольствие – 6,5%, товары и услуги – 5,5%). При этом рост услуг ЖКХ не изменится (8%), а фрукты и овощи подорожают на 20% – чтобы вернуться к *нормальному* соотношению к ценам на говядину. В этом случае инфляция составит 7%, что, на наш взгляд, гораздо лучше отражает *вероятное* значение, чем «кризисные» 5,0%.

При этом отметим, что даже достижение значения 7% требует действий со стороны властей, поскольку сохранение темпа роста базовых цен на уровне 2010–2011 года (6,8–6,9% год к году) приводит к куда более высоким темпам.

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ

Доходы федерального бюджета выше запланированных

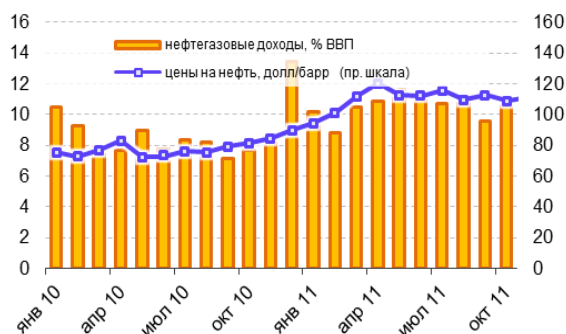
По предварительной оценке Минфина России, доходы федерального бюджета за 2011 год составили 11352 млрд. руб.; прирост данного показателя по сравнению с первоначально запланированным объемом составил 28%; по сравнению с 2010 годом доходы выросли на 36,7%.

Исполнение федерального бюджета за 2011 год

| в % к ВВП | 2010 | | 2011 | |
|-------------------------|------------|-----------------|------------|--|
| | исполнение | закон о бюджете | исполнение | |
| Доходы | 18,5 | 16,5 | 21,1 | |
| Нефтегазовые доходы | 8,5 | 7,6 | 10,5 | |
| Ненефтегазовые доходы | 10,0 | 8,9 | 10,6 | |
| Расходы | 22,5 | 19,8 | 20,4 | |
| Ненефтегазовый дефицит | -12,6 | -11,0 | -9,7 | |
| Дефицит/профицит | -4,0 | -3,4 | 0,8 | |

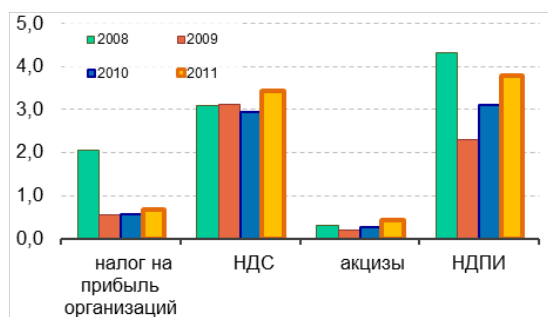
Источник: Минфин, расчеты Центра развития.

Цена нефти и нефтегазовые доходы федерального бюджета



Источник: Минфин, оценка Центра развития.

Налоговые доходы федерального бюджета за январь-август 2011 г., в % ВВП



Источник: ФНС, расчеты Центра развития.

Основными факторами, обусловившими превышение доходов федерального бюджета над запланированными объемами, стали

высокие цены на нефть и быстрые темпы роста импорта. Средний уровень цен на нефть в 2011 г. составил 109 долл./барр., что на 34 долл./барр., или на 45%, выше цены на нефть, предусмотренной в законе о федеральном бюджете на 2011–2013 годы. Отметим, что курс рубля доллару в 2011 г. сложился на уровне 29,4 руб., что на 3,6% ниже курса, заложенного в бюджет. В совокупности это обусловило превышение нефтегазовых доходов бюджета на 38%. По оценке, импорт в 2011 г. составил 324 млрд. долл., что на 17% выше показателей, лежащих в основе бюджетных проектировок. В итоге ненефтегазовые доходы оказались выше запланированных на 20%. Определенная часть этого превышения обусловлена ростом нефтегазовых доходов через механизмы увеличения ВВП и прибыли. В связи с высокими ценами на нефть, план по доходам в 2011 г. неоднократно пересматривался. В результате последнего пересмотра доходы превысили первоначально запланированный уровень на 25,7%.

Расходы федерального бюджета ниже запланированных

Под влиянием высоких цен на нефть, расходы федерального бюджета в течение 2011 года неоднократно пересматривались в сторону повышения. В итоге общий планируемый объем расходов на 4,3% превысил первоначальный уровень. Однако, часть запланированных расходов в объеме 185 млрд. руб. не была осуществлена. Недовыполнение плана по расходам является следствием задержек размещения оборонного заказа и недофинансирования некоторых ФЦП.

Бюджетный профицит

По итогам 2011 года федеральный бюджет был сведен с профицитом в 416,6 млрд. руб., или 0,8% ВВП. Несмотря на профицитное исполнение бюджета, в 2011 году проводилась активная политика по привлечению средств на внутреннем рынке. Нетто привлечение финансовых ресурсов здесь превысило 1 трлн. руб. Предполагается, что они будут

направлены на увеличение объема Резервного фонда в начале 2012 года. Ненефтегазовый дефицит федерального бюджета составил в 2011 году 9,7% ВВП, первоначально запланированная цифра составляла 11,0% ВВП, в 2010 году этот показатель составлял 12,6% ВВП. В этой связи можно сделать два вывода. Во-первых, по сравнению с 2010 годом зависимость федерального бюджета от нефтегазовых доходов формально уменьшилась. Во-вторых, несмотря на

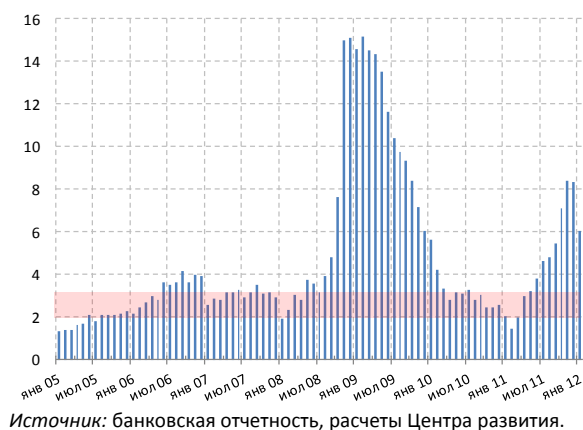
благоприятную конъюнктуру, снижение ненефтегазового дефицита и приближение этого показателя к ограничениям, предусмотренным Бюджетным кодексом, происходит очень медленно. Расходы федерального бюджета снизились по сравнению с 2010 г. на 2,1 процентного пункта, но по сравнению с первоначально запланированным соотношением на 2011 год этот показатель вырос на 0,6 процентных пункта.

БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА

Кризис ликвидности

В четвёртом квартале 2011 г. нехватка ликвидности в банковской системе фактически переросла в кризис ликвидности. Для выправления ситуации вслед за Минфином России, продолжившим размещать на депозитах коммерческих банков временно свободные остатки средств федерального бюджета, в игру вступил Банк России. В результате, в дополнение к лежавшим на счетах Минфина более чем триллиону рублей, коммерческие банки за три последних месяца года дополнительно смогли привлечь 0,7 трлн. руб.

Доля госсредств в обязательствах банковской системы, в %



Источник: банковская отчетность, расчеты Центра развития.

Если к этим суммам прибавить средства региональных бюджетов, размещаемым ими, как правило, на счетах в «своих» банках, то итогом этого процесса стал рост доли средств госорганов в обязательствах банковской системы с 7,1% на начало квартала до 8,4% на начало декабря (без учёта субординированного кредита Сбербанку со стороны Банка России). Это почти в три раза превышает средний уровень данного показателя до кризиса

Подобное положение стало возможным благодаря одновременному действию трёх факторов: оттока капитала, стерилизации денежной массы федеральным бюджетом, а также прекращения рублёвой эмиссии Банком России за счёт увеличения золотовалютных средств.

Следствием этого стало начало формирования принципиально нового механизма существования банковской системы, при которой ключевой становится роль Банка России как кредитора в последней инстанции. При этом главной стала ставка Центробанка по предоставлению ресурсов коммерческим банкам через механизм РЕПО, что привело к росту всех ставок в экономике.

Снижение кредитной активности частных банков

В последние месяцы 2011 г. продолжил увеличиваться разрыв в темпах прироста портфелей кредитов предприятиям реального сектора экономики у частных и государственных банков.

Прирост кредитного портфеля (скользящая 3-месячная средняя), в %



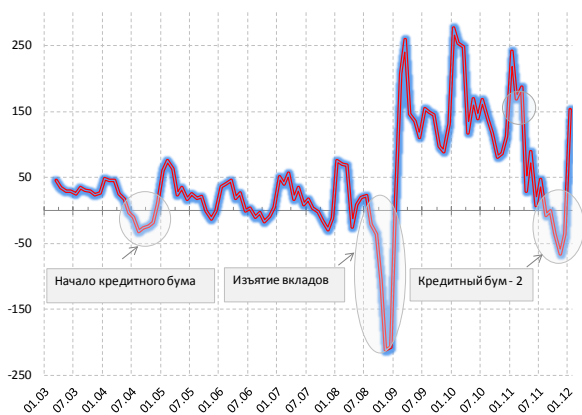
Источник: банковская отчетность, расчеты Центра развития.

Такой результат был вызван как развернувшимся кризисом ликвидности, так и фактически стагнирующим совокупным спросом на кредиты со стороны российских предприятий. Эта стагнация, в свою очередь, является отражением низкой динамики деловой активности в российской экономике, а следовательно, и низким спросом на средства для инвестиций.

«Переворот» чистой позиции населения по отношению к банковской системе

Во второй половине 2011 г. замедлился рост и другого источника ресурсов банковской системы, а именно депозитов населения.

Чистая позиция населения
(скользящая 3-месячная средняя), млрд. руб.
("+" – нетто-кредитор, "-" – нетто-заёмщик)



Источник: банковская отчетность, расчеты Центра развития.

В номинальном выражении рост средств физических лиц резидентов в коммерческих банках в прошлом году составил 21%, что на 10

п.п. меньше, нежели годом ранее. Это объясняется как замедлением роста реальных располагаемых доходов населения, так и снижением его предпочтений к сбережениям в форме срочных депозитов.

Более того, ускоренный рост розничного кредитования как наиболее высокомаржинального вида банковской деятельности привёл к ситуации, что во второй половине года население стало демонстрировать поведение нетто-заемщика. Тем не менее средства физлиц по-прежнему являются основным источником формирования пассивов банков. По итогам года доля депозитов населения в обязательствах банковской системы (без учёта кредитов Банка России) составила 41,1%, то есть фактически не изменилась по сравнению с предыдущим годом.

НАШИ ЦИФРЫ. РЕЗУЛЬТАТЫ ПРОГНОЗА

Таблица 1. Основные макропоказатели

| | Факт | | | | | | Прогноз | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Национальные счета | | | | | | | | | |
| Номинальный ВВП, млрд. руб. | 26 917 | 33 248 | 41 277 | 38 809 | 45 166 | 54 369 | 60 191 | 65 523 | 71 320 |
| Номинальный ВВП, млрд. долл. | 992 | 1 301 | 1 659 | 1 221 | 1 479 | 1 807 | 1 833 | 1 937 | 2 057 |
| Реальный ВВП, рост % | 8.2 | 8.5 | 5.2 | -7.8 | 4.0 | 4.3 | 3.3 | 2.1 | 2.4 |
| Внутренний спрос, % | 11.3 | 13.3 | 9.1 | -6.2 | 3.3 | 6.0 | 5.5 | 3.0 | 4.0 |
| Внутренний спрос на отеч. товары, % | 7.9 | 9.1 | 7.2 | 1.7 | -2.6 | 1.0 | 3.5 | 2.7 | 2.8 |
| Внешний спрос, % | 7.3 | 6.3 | 0.6 | -4.7 | 7.1 | 0.8 | 1.2 | 0.4 | 0.6 |
| Промышленность, рост % | 6.3 | 6.8 | 0.6 | -9.3 | 8.2 | 4.7 | 2.4 | 1.8 | 2.4 |
| Розничная торговля, рост % | 14.1 | 16.1 | 13.6 | -5.1 | 6.3 | 7.2 | 6.4 | 2.5 | 2.6 |
| Инвестиции, рост % | 16.7 | 22.7 | 9.9 | -15.7 | 6.0 | 6.2 | 8.0 | 4.9 | 8.7 |
| Экспорт товаров, реал. рост % | 5.8 | 4.4 | -2.5 | -3.3 | 6.9 | 0.5 | 0.4 | 0.0 | 0.2 |
| Импорт товаров, реал. рост % | 24.6 | 23.8 | 14.0 | -27.2 | 27.1 | 25.3 | 9.3 | 2.9 | 6.8 |
| Денежные агрегаты | | | | | | | | | |
| M0, % (дек/дек) | 30.9 | 32.9 | 2.5 | 6.4 | 25.4 | 18.0 | 19.0 | 13.7 | 12.4 |
| M2, % (дек/дек) | 38.6 | 43.5 | 0.8 | 17.7 | 31.1 | 24.9 | 26.3 | 18.8 | 16.0 |
| M2X, % (дек/дек) | 36.3 | 40.6 | 11.4 | 18.6 | 26.4 | 18.5 | 23.7 | 18.0 | 16.1 |
| Инфляция | | | | | | | | | |
| Инфляция, % (дек/дек) | 9 | 11.9 | 13.3 | 8.8 | 8.8 | 6.1 | 7.1 | 6.6 | 5.8 |
| Инфляция (среднегодная), % | 9.8 | 9.0 | 14.4 | 11.0 | 8.8 | 8.4 | 6.6 | 6.9 | 6.2 |
| Бюджет | | | | | | | | | |
| Доходы федерального бюджета, % ВВП | 23.3 | 23.4 | 22.5 | 18.9 | 18.5 | 21.4 | 22.1 | 21.8 | 21.5 |
| Процентные расходы, % ВВП | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| Непроцентные расходы, % ВВП | 15.3 | 17.6 | 18.0 | 24.4 | 22.1 | 20.0 | 20.5 | 20.3 | 19.7 |
| Профицит (+) / дефицит (-) | 7.4 | 5.4 | 4.1 | -5.9 | -4.0 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 1.1 |
| Резервный фонд*, млрд. долл. | 89.1 | 157 | 137 | 61 | 26 | 60 | 103 | 146 | 192 |
| Фонд национального благосостояния, млрд. долл. | 0 | 0.0 | 88 | 92 | 91 | 89 | 90 | 90 | 89 |
| Платежный баланс | | | | | | | | | |
| Экспорт, млрд. долл. | 304 | 354 | 472 | 303 | 400 | 521 | 525 | 529 | 535 |
| Импорт, млрд. долл. | 164 | 223 | 292 | 192 | 249 | 323 | 353 | 371 | 402 |
| Счет текущих операций, % ВВП | 9.5 | 6.0 | 6.2 | 4.0 | 4.7 | 5.6 | 3.8 | 2.6 | 1.7 |
| Чистый приток/отток капитала, млрд. долл. | 41.9 | 81.4 | -133.7 | -57.9 | -34.5 | -85.0 | -62.5 | -20.3 | -21.7 |
| Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл. | 27.2 | 47.9 | 64.9 | 30.1 | 37.4 | 48.5 | 55.0 | 57.8 | 60.6 |
| Золотовалютные резервы, млрд. долл.** | 304 | 479 | 426 | 439 | 479 | 499 | 505 | 548 | 572 |
| Государственный долг | | | | | | | | | |
| Государственный внешний долг, % ВВП | 5.1 | 3.3 | 2.9 | 2.9 | 2.6 | 2.1 | 2.7 | 3.2 | 3.7 |
| Государственный внутренний долг, % ВВП | 4.0 | 3.9 | 3.6 | 5.4 | 6.5 | 7.5 | 8.4 | 9.4 | 10.4 |
| Частный внешний долг, % ВВП | 26.4 | 32.2 | 26.9 | 34.5 | 29.9 | 27.3 | 28.0 | 28.0 | 28.2 |
| Валютный курс | | | | | | | | | |
| USD/RUR (на конец периода) | 26 | 24.5 | 29.4 | 30.2 | 29.7 | 32.2 | 33.5 | 34.2 | 35.2 |
| USD/RUR (средний) | 27 | 25.6 | 24.9 | 31.8 | 30.4 | 29.7 | 32.8 | 33.8 | 34.7 |
| БВК (на конец периода) | 30.1 | 29.7 | 34.8 | 36.2 | 34.6 | 36.5 | 38.0 | 38.8 | 39.4 |
| БВК (средний) | 0.0 | 29.8 | 30.1 | 37.8 | 34.8 | 34.7 | 37.3 | 38.4 | 39.1 |
| Рост реального курса рубля к доллару США, % (ср-год) | -10.7 | -12.8 | -13.3 | 12.2 | -9.7 | -11.3 | 5.1 | -1.5 | -1.3 |
| Рост реального курса рубля к евро, % (ср-год) | -11.5 | -4.2 | -6.4 | 8.3 | -15.5 | -2.6 | -0.4 | -1.6 | -2.6 |
| Номинальный эффективный курс рубля, % (ср-год) | -3.3 | 0.6 | 2.0 | 13.2 | -5.8 | -1.4 | 5.9 | 3.0 | 1.4 |
| Реальный эффективный курс рубля, % (ср-год) | -9.4 | -4.2 | -5.1 | 5.6 | -9.6 | -3.7 | 2.5 | 0.1 | -0.7 |
| Экзогенные параметры | | | | | | | | | |
| Цена на нефть URALS, средняя за год, долл./барр. | 60.9 | 69.5 | 93.9 | 60.7 | 78.1 | 107.8 | 105.0 | 105.0 | 105.0 |
| Курс долл./евро | 1.32 | 1.46 | 1.40 | 1.44 | 1.40 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.30 |
| Рост инвестиционных расходов монополий, % | 37.5 | 47.8 | 41.7 | 0.0 | -10.6 | 25.0 | 22.0 | 15.0 | 15.0 |
| Справочно | | | | | | | | | |
| Прирост ВВП, % в т.ч. за счёт | 8.2 | 8.5 | 5.2 | -7.8 | 3.9 | 4.2 | 3.3 | 2.1 | 2.4 |
| внутреннего спроса, п. п. | 5.3 | 5.6 | 4.7 | -0.1 | -2.0 | 0.7 | 2.6 | 1.7 | 1.8 |
| внешнего спроса, п. п. | 2.6 | 2.1 | 0.2 | -1.5 | 2.0 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.2 |
| прироста запасов, п. п. | 0.4 | 0.8 | 0.3 | -6.2 | 3.9 | 3.2 | 0.3 | 0.2 | 0.4 |
| СТО, млрд. долл. | 94.3 | 77.8 | 103.5 | 48.6 | 70.3 | 101.1 | 68.7 | 50.8 | 35.6 |
| Динамика кредитования населения, % *** | 82.6 | 57.1 | 35.2 | -11.0 | 14.3 | 30.0 | 18.6 | 14.0 | 13.1 |
| Динамика кредитования предприятий, %*** | 41.5 | 51.6 | 34.3 | 0.3 | 12.1 | 16.2 | 16.1 | 30.7 | 34.3 |

* Рассчитывается по значению курса руб./долл. на конец года.

** С учётом переоценки резервов.

*** С учётом валютной переоценки.

Таблица 2. Платёжный баланс

| | Факт | | | | | | Прогноз | | |
|--|------|------|------|------|------|------|---------|------|------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Платежный баланс | | | | | | | | | |
| Сальдо счета текущих операций, млрд. долл. | 94 | 78 | 104 | 49 | 70 | 101 | 69 | 51 | 36 |
| в т.ч. Экспорт товаров | 304 | 354 | 472 | 303 | 400 | 521 | 525 | 529 | 535 |
| из них ТЭК (нефть, н/пр., газ) и металлы | 274 | 318 | 430 | 269 | 359 | 469 | 474 | 477 | 482 |
| (% экспорта) | 90 | 90 | 91 | 89 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| Импорт | -164 | -223 | -292 | -192 | -249 | -323 | -353 | -371 | -402 |
| Финансовый счет | | | | | | | | | |
| Приток капитала в частных сектор, млрд. долл. | 103 | 215 | 107 | -8 | 42 | 66 | 72 | 72 | 85 |
| в т.ч. Предприятия | 52 | 144 | 99 | 34 | 24 | 58 | 67 | 75 | 80 |
| из них прямые инвестиции | 27 | 48 | 65 | 30 | 37 | 49 | 55 | 58 | 61 |
| Банки | 51 | 71 | 8 | -42 | 18 | 8 | 5 | -3 | 5 |
| Отток капитала из частного сектора, млрд. долл. | -62 | -133 | -241 | -50 | -77 | -151 | -134 | -92 | -107 |
| в т.ч. Предприятия (с учетом ошибок и пропусков) | -48 | -123 | -150 | -66 | -90 | -120 | -119 | -99 | -103 |
| Банки | -24 | -25 | -65 | 12 | -2 | -34 | -10 | 1 | -4 |
| Население | 10 | 15 | -25 | 4 | 15 | 3 | -5 | 6 | 0 |
| Изменение валютных резервов, млрд. долл.* | -107 | -149 | 39 | -3 | -37 | -16 | -6 | -30 | -14 |
| Справочно | | | | | | | | | |
| Счет текущих операций, % ВВП | 9.5 | 6.0 | 6.2 | 4.0 | 4.7 | 5.6 | 3.8 | 2.6 | 1.7 |
| Приток прямых инвестиций, % ВВП | 2.7 | 3.7 | 3.9 | 2.5 | 2.5 | 2.7 | 3.0 | 3.0 | 2.9 |

* Без переоценки резервов.

Таблица 3. Банковский сектор

| | Факт | | | | | | Прогноз | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Активы, всего, млрд. руб., в т.ч.: | 13 964 | 20 125 | 28 022 | 29 430 | 33 805 | 39 688 | 46 012 | 57 012 | 73 318 |
| Кредиты населению | 1 892 | 2 971 | 4 017 | 3 817 | 4 367 | 5 310 | 6 296 | 7 176 | 8 117 |
| Кредиты нефинансовому сектору | 6 145 | 9 316 | 12 510 | 12 542 | 14 063 | 16 336 | 18 971 | 24 798 | 33 304 |
| Просроченная задолженность | 121 | 184 | 415 | 1 006 | 1 026 | 1 636 | 1 573 | 1 407 | 1 844 |
| Вложения в государственные ценные бумаги | 631 | 683 | 360 | 838 | 1 178 | 1 215 | 1 904 | 2 668 | 3 500 |
| Вложения в негосударственные ценные бумаги | 1 160 | 1 476 | 1 270 | 2 358 | 3 026 | 3 744 | 4 676 | 5 406 | 6 290 |
| Ликвидные активы | 2 598 | 3 391 | 5 699 | 5 720 | 3 606 | 2 769 | 5 955 | 7 488 | 10 108 |
| Пассивы, всего, млрд. руб., в т.ч.: | 13 964 | 20 125 | 28 022 | 29 430 | 33 805 | 39 688 | 46 012 | 57 012 | 73 318 |
| Капитал | 1 693 | 2 672 | 3 811 | 4 621 | 4 732 | 4 768 | 5 030 | 6 693 | 7 889 |
| Средства населения | 3 794 | 5 159 | 5 907 | 7 485 | 9 818 | 11 631 | 13 982 | 16 178 | 18 238 |
| Средства нефинансового сектора | 4 001 | 5 848 | 7 826 | 8 648 | 10 101 | 14 059 | 17 082 | 19 479 | 21 666 |
| Макроprudенциальные показатели, % | | | | | | | | | |
| Показатель достаточности капитала (норм. Н1) | 14.9 | 15.5 | 15.1 | 15.4 | 15.7 | 15.8 | 15.8 | 15.8 | 15.8 |
| Активы, всего, % ВВП | 51.9 | 60.5 | 67.9 | 75.9 | 75.2 | 73.9 | 76.4 | 87.0 | 102.8 |
| Кредиты населению | 7.0 | 8.9 | 9.7 | 9.8 | 9.7 | 9.9 | 10.5 | 11.0 | 11.4 |
| Кредиты нефинансовому сектору | 22.8 | 28.0 | 30.3 | 32.3 | 31.3 | 30.4 | 31.5 | 37.8 | 46.7 |
| Просроченная задолженность | 0.4 | 0.6 | 1.0 | 2.6 | 2.3 | 3.0 | 2.6 | 2.1 | 2.6 |
| Вложения в государственные ценные бумаги | 2.3 | 2.1 | 0.9 | 2.2 | 2.6 | 2.3 | 3.2 | 4.1 | 4.9 |
| Вложения в негосударственные ценные бумаги | 4.3 | 4.4 | 3.1 | 6.1 | 6.7 | 7.0 | 7.8 | 8.3 | 8.8 |
| Ликвидные активы | 9.7 | 10.2 | 13.8 | 14.7 | 8.0 | 5.2 | 9.9 | 11.4 | 14.2 |
| Пассивы, всего, % ВВП | 51.9 | 60.5 | 67.9 | 75.9 | 75.2 | 73.9 | 76.4 | 87.0 | 102.8 |
| Капитал | 6.3 | 8.0 | 9.2 | 11.9 | 10.5 | 8.9 | 8.4 | 10.2 | 11.1 |
| Средства населения | 14.1 | 15.5 | 14.3 | 19.3 | 21.8 | 21.6 | 23.2 | 24.7 | 25.6 |
| Средства нефинансового сектора | 14.9 | 17.6 | 19.0 | 22.3 | 22.5 | 26.2 | 28.4 | 29.7 | 30.4 |

Таблица 4. Федеральный бюджет

| | Факт | | | | | | Прогноз | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Федеральный бюджет, млрд. руб. | | | | | | | | | |
| Доходы | 6279 | 7781 | 9276 | 7338 | 8304 | 11498 | 13304 | 14298 | 15361 |
| Расходы | 4277 | 5983 | 7567 | 9637 | 10116 | 11023 | 12658 | 13720 | 14580 |
| Процентные расходы | 169 | 143 | 153 | 176 | 195 | 256 | 340 | 432 | 518 |
| Непроцентные расходы | 4108 | 5840 | 7413 | 9461 | 9921 | 10766 | 12318 | 13288 | 14062 |
| Профицит (+) / дефицит (-) | 2002 | 1798 | 1709 | -2299 | -1812 | 475 | 646 | 578 | 781 |
| Сальдо внутренних заимствований | 132 | 169 | 117 | 350 | 509 | 934 | 1046 | 1138 | 1239 |
| Прочие источники внутреннего финансирования | 24 | -24 | 290 | 38 | -464 | -396 | -444 | -483 | -526 |
| Сальдо внешних заимствований | -759 | -182 | -138 | -119 | 79 | 98 | 182 | 200 | 220 |
| Изменение остатков* | -1399 | -1761 | -1978 | 2030 | 1688 | -1111 | -1430 | -1433 | -1715 |
| Справочно: | | | | | | | | | |
| Нефтегазовые доходы | 2944 | 2897 | 4389 | 2984 | 3831 | 5717 | 6500 | 6878 | 7111 |
| Нефтегазовый дефицит | -942 | -1099 | -2680 | -5283 | -5642 | -5242 | -5854 | -6301 | -6330 |
| Нефтегазовый трансферт | 0 | 0 | 2135 | 5027 | 5519 | 4607 | 5070 | 5445 | 5396 |
| Остатки на конец периода: | 3149 | 4910 | 6888 | 4858 | 3170 | 4281 | 5711 | 7144 | 8859 |
| Резервный фонд | 0 | 3849 | 4028 | 1831 | 775 | 1932 | 3459 | 4974 | 6766 |
| Фонд национального благосостояния* | 0 | 0 | 2584 | 2769 | 2695 | 2856 | 2998 | 3069 | 3117 |
| Прочие остатки | 0 | 0 | 276 | 258 | -300 | -507 | -746 | -899 | -1024 |
| Федеральный бюджет, % ВВП | | | | | | | | | |
| Доходы | 23.3 | 23.4 | 22.5 | 18.9 | 18.5 | 21.4 | 22.1 | 21.8 | 21.5 |
| Расходы | 15.9 | 18.0 | 18.3 | 24.8 | 22.5 | 20.5 | 21.0 | 20.9 | 20.4 |
| Процентные расходы | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| Непроцентные расходы | 15.3 | 17.6 | 18.0 | 24.4 | 22.1 | 20.0 | 20.5 | 20.3 | 19.7 |
| Профицит (+) / дефицит (-) | 7.4 | 5.4 | 4.1 | -5.9 | -4.0 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 1.1 |
| Сальдо внутренних заимствований | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.9 | 1.1 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| Прочие источники внутреннего финансирования | 0.1 | -0.1 | 0.7 | 0.1 | -1.0 | -0.7 | -0.7 | -0.7 | -0.7 |
| Сальдо внешних заимствований | -2.8 | -0.5 | -0.3 | -0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| Изменение остатков* | -5.2 | -5.3 | -4.8 | 5.2 | 3.8 | -2.1 | -2.4 | -2.2 | -2.4 |
| Справочно: | | | | | | | | | |
| Нефтегазовые доходы | 10.9 | 8.7 | 10.6 | 7.7 | 8.5 | 10.6 | 10.8 | 10.5 | 10.0 |
| Нефтегазовый дефицит | -3.5 | -3.3 | -6.5 | -13.6 | -12.6 | -9.8 | -9.7 | -9.6 | -8.9 |
| Нефтегазовый трансферт | 0.0 | 0.0 | 5.2 | 13.0 | 12.3 | 8.6 | 8.4 | 8.3 | 7.6 |
| Остатки на конец периода: | 0.0 | 0.0 | 16.7 | 12.5 | 7.1 | 8.0 | 9.5 | 10.9 | 12.4 |
| Резервный фонд | 0.0 | 0.0 | 9.8 | 4.7 | 1.7 | 3.6 | 5.7 | 7.6 | 9.5 |
| Фонд национального благосостояния* | 0.0 | 0.0 | 6.3 | 7.1 | 6.0 | 5.3 | 5.0 | 4.7 | 4.4 |
| Прочие остатки | 0 | 0 | 0.7 | 0.7 | -0.7 | -0.9 | -1.2 | -1.4 | -1.4 |

* Без учёта инвестиционного дохода.

Таблица 5. Население

| | Факт | | | | | | Прогноз | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Доходы | 17 290 | 21 311 | 25 229 | 28 452 | 32 100 | 35 209 | 41 135 | 45 316 | 49 635 |
| Потребительские расходы | 11 928 | 14 831 | 18 694 | 19 774 | 22 405 | 25 624 | 28 789 | 31 422 | 34 033 |
| Товарооборот | 8 712 | 10 869 | 13 925 | 14 585 | 16 469 | 19 075 | 21 376 | 23 350 | 25 319 |
| Услуги | 2 798 | 3 407 | 4 080 | 4 420 | 4 851 | 5 420 | 6 043 | 6 564 | 7 081 |
| Прочие | 417 | 555 | 689 | 770 | 1 085 | 1 129 | 1 369 | 1 508 | 1 634 |
| Обязательные платежи | 1 815 | 2 515 | 3 103 | 2 987 | 3 146 | 3 556 | 4 238 | 4 848 | 5 612 |
| Налоги | 930 | 1 267 | 1 666 | 1 666 | 1 790 | 2 015 | 2 338 | 2 613 | 2 900 |
| Сбережения и финансовые активы | 3 547 | 3 965 | 3 432 | 5 690 | 6 319 | 6 909 | 8 109 | 9 047 | 9 989 |
| Прирост депозитов в рублях | 1 073 | 1 329 | -160 | 1 178 | 2 445 | 1 801 | 1 771 | 1 569 | 1 432 |
| Прирост ценных бумаг | 100 | 101 | 130 | 85 | 159 | 249 | 212 | 242 | 275 |
| Прирост прочих сбережений, в т.ч. | 614 | 608 | 1 376 | 2 799 | 3 783 | 2 502 | 2 868 | 3 782 | 4 503 |
| Прирост кредитов (со знаком "-") | -856 | -1 079 | -1 046 | 443 | -511 | -1 225 | -986 | -880 | -941 |
| Прирост сбережений в других инструментах (включая недвижимость) | 1 470 | 1 687 | 2 423 | 2 356 | 4 294 | 3 727 | 3 854 | 4 662 | 5 444 |
| Покупка иностранной валюты (валовая) | 1 176 | 1 108 | 1 993 | 1 536 | 1 188 | 1 514 | 2 967 | 3 228 | 3 544 |
| Прирост иностранной валюты на руках у населения (оценка) | -278 | -391 | 715 | -124 | -422 | 76 | -161 | -202 | -220 |
| Прирост депозитов в валюте | -45 | 37 | 908 | 400 | 325 | 595 | 705 | 736 | 815 |
| Прирост наличных рублей | 584 | 819 | 92 | 60 | 635 | 636 | 291 | 225 | 235 |
| Справочно: | | | | | | | | | |
| Сбережения, учитывающие чистый прирост иностранной валюты на руках у населения | 2 048 | 2 503 | 3 061 | 4 398 | 6 925 | 5 859 | 5 686 | 6 352 | 7 039 |
| Доходы, доля в доходах, % | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| Потребительские расходы | 69.0 | 69.6 | 74.1 | 69.5 | 69.8 | 72.8 | 70.0 | 69.3 | 68.6 |
| Товарооборот | 50.4 | 51.0 | 55.2 | 51.3 | 51.3 | 54.2 | 52.0 | 51.5 | 51.0 |
| Услуги | 16.2 | 16.0 | 16.2 | 15.5 | 15.1 | 15.4 | 14.7 | 14.5 | 14.3 |
| Прочие | 2.4 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 3.4 | 3.2 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| Обязательные платежи | 10.5 | 11.8 | 12.3 | 10.5 | 9.8 | 10.1 | 10.3 | 10.7 | 11.3 |
| Налоги | 5.4 | 5.9 | 6.6 | 5.9 | 5.6 | 5.7 | 5.7 | 5.8 | 5.8 |
| Сбережения и финансовые активы | 20.5 | 18.6 | 13.6 | 20.0 | 19.7 | 19.6 | 19.7 | 20.0 | 20.1 |
| Прирост депозитов в рублях | 6.2 | 6.2 | -0.6 | 4.1 | 7.6 | 5.1 | 4.3 | 3.5 | 2.9 |
| Прирост ценных бумаг | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| Прирост прочих сбережений, в т.ч. | 3.6 | 2.9 | 5.5 | 9.8 | 11.8 | 7.1 | 7.0 | 8.3 | 9.1 |
| Прирост кредитов (со знаком "-") | -4.9 | -5.1 | -4.1 | 1.6 | -1.6 | -3.5 | -2.4 | -1.9 | -1.9 |
| Прирост сбережений в других инструментах (включая недвижимость) | 8.5 | 7.9 | 9.6 | 8.3 | 13.4 | 10.6 | 9.4 | 10.3 | 11.0 |
| Покупка иностранной валюты (валовая) | 6.8 | 5.2 | 7.9 | 5.4 | 3.7 | 4.3 | 7.2 | 7.1 | 7.1 |
| Прирост иностранной валюты на руках у населения (оценка) | -1.6 | -1.8 | 2.8 | -0.4 | -1.3 | 0.2 | -0.4 | -0.4 | -0.4 |
| Прирост депозитов в валюте | -0.3 | 0.2 | 3.6 | 1.4 | 1.0 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 |
| Прирост наличных рублей | 3.4 | 3.8 | 0.4 | 0.2 | 2.0 | 1.8 | 0.7 | 0.5 | 0.5 |

НЭП подготовили:

Акиндинова Наталья

Авдеева Дарья

Алексащенко Сергей

Балашова Елена

Волков Михаил

Кондрашов Николай

Миронов Валерий

Мирошниченко Дмитрий

Петроневи́ч Макси́м

Пухов Сергей

Смирнов Сергей

Чернявский Андрей
