

Квартальный выпуск

КВАРТАЛЬНЫЙ ВЫПУСК

НАШ

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ

ПРОГНОЗ

**III квартал
2009 г.**

НАШ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ЧТО С НАМИ БУДЕТ?	2
ЧТО БУДЕТ С... ...ПЛАТЕЖНЫМ БАЛАНСОМ И КУРСОМ РУБЛЯ?	8
...РЕАЛЬНЫМ СЕКТОРОМ?	9
...БАНКАМИ?	12
...НАСЕЛЕНИЕМ?	13
...БЮДЖЕТОМ?	14
НАШИ РЕКОМЕНДАЦИИ	16
НАШИ ЦИФРЫ	17

Что с нами будет?

Текущее восстановление экономики, скорее всего, временное

Рост экономики, некоторые проявления которого мы могли наблюдать в 3 квартале, не имеет под собой долгосрочных оснований. Мы не разделяем мнения некоторых экспертов о прекращении рецессии в российской экономике, и, тем более, об ожидаемом *быстром* восстановлении. На наш взгляд констатация роста ВВП в течение одного квартала, является для этого недостаточным основанием. Вероятно, кто-то даже воспринял прекращение падения экономики как *достижение* экономической политики и свидетельство *эффективности* проделанной работы. Но это выглядит примерно так же как ставить себе в заслугу наступление весны после зимы: мы расцениваем текущее оживление исключительно как результат роста экспорта и окончания распродаж избыточных запасов – в то время как спрос продолжает падать. Соответственно, мы констатируем, что состояние российской экономики в целом пока продолжает ухудшаться.

В России продолжается рецессия спроса – ее темпы составляют 4–6% в годовом выражении

Анализ текущих тенденций показывает, что под влиянием сокращения запасов, снижения внутреннего спроса и кредитного сжатия российская экономика перешла в состояние «рецессии спроса» – в состояние, которое может протекать долго и тяжело. В то время, как основные компоненты внутреннего спроса, такие как конечный спрос домашних хозяйств и инвестиции, продолжают падение, импорт возобновил свой рост с темпом 1,5% в месяц, что дает 20% (!) в годовом исчислении. С учетом этого наши предварительные оценки¹ показывают, что в третьем квартале сокращение внутреннего спроса на отечественные товары продолжилось и составило -1% к предыдущему кварталу.

Восстановление физических объемов экспорта лишь несколько улучшает прогноз ВВП. Несмотря на улучшение внешних условий, величина спада ВВП в 2009 году составит более 9,6%

Наш анализ показывает, что текущий подъем был вызван исключительно восстановлением физических объемов экспорта до докризисного уровня весны 2008 г. По нашим оценкам, темпы роста экспорта в третьем квартале по отношению к предыдущему кварталу составили 10,5%, что увеличило его объем на 0,6% к третьему (еще докризисному) кварталу предыдущего года. Но пересмотр оценки динамики экспорта товаров и услуг с -10% до -3,6% к прошлому году, лишь незначительно подкорректировало прогноз сокращения ВВП на текущий (с -10,7% до -9,6%) и на следующий годы (с -1,8% до -1,6%). В то же время наши ожидания относительно темпов роста внутреннего спроса в 2009–2010 году, который формирует 75–80%² продаж конечной продукции, ухудшился.

Мы все еще не видим серьезных источников роста ВВП в 2010 году. Рост запасов, кредитования, экспорта, стимулирование спроса – всего это пока нет

Мы пока не видим серьезных источников роста ВВП в 2010 году. Влияние четырех возможных источников, а именно роста запасов, потребительского и инвестиционного кредитования, экспорта, экономической политики стимулирования спроса – либо недостаточно, либо отрицательно. Примерно 6–7% падения ВВП в 2009 г. объясняется распродажей запасов. Как только реальный сектор почувствует оживление спроса и его финансовое положение улучшится, можно рассчитывать на быстрое

¹ Нет данных по экспорту и импорту за сентябрь, по объему государственного потребления за 3 квартал.

² Различие оценок состоит в том, по каким ценам учитывать вклад экспорта в ВВП – текущим или докризисным.

восстановление хотя бы части этих «потерь». Однако, рост запасов не может быть источником спроса для возобновления экономического роста. Устойчивый рост производства в запасы, по нашему мнению, может наблюдаться только в результате возобновления потребительского и инвестиционного спроса.

Банковская система погрязла в «плохих долгах» и не демонстрирует ни малейшего желания кредитовать отечественную экономику, одновременно банки активно увеличивают объемы кредитования иностранного сектора³ за счет внутренних ресурсов. Перезапустить процессы кредитования экономики не удастся ни рыночными, ни «ручными» методами. Отказ от расчистки банковских балансов замораживает процессы кредитования и усугубляет проблемы банковского сектора.

Экспортные доходы – традиционная для России и СССР палочка-выручалочка, на этот раз, скорее всего, не сможет стать стартером для перезапуска экономики: в быстрый рост сырьевых цен не верится на фоне слабой мировой экономики, а быстрый рост объемов экспорта не возможен в силу ограничений по производству и транспортной инфраструктуре. Однако мы не можем не подтвердить – что внешнего спроса на сырье (очевидно, со стороны развивающихся стран, в первую очередь, Китая и Индии) пока хватает – экономика даже потихоньку идет вверх, но хватит ли ее, чтобы нас в очередной раз из рецессии *вытащить*?

Результаты экономической политики видны плохо. Принимаемые правительством меры до настоящего времени не смогли создать «зеленых ростков» в экономике. Массированная социальная поддержка населения не обернулась ростом спроса и не помогла экономике. Основная часть господдержки реального сектора уходит на расплату предприятий по старым долгам, что, с одной стороны, поддерживает банковский сектор, но, с другой, не оказывает влияния на экономический рост. Программы стимулирования спроса слишком малы. Создаваемые властями инструменты зачастую оказываются неработоспособными (поддержка спроса населения на автомобили, банковские гарантии, капитализация банков с использованием ОФЗ).

Повышение выплат пенсионерам являлось одним из приоритетов антикризисной политики Правительства. Вполне вероятно, что власти надеялись на адекватный рост потребления пенсионеров. Однако российская экономика пока не ощутила его – то ли из-за относительно низкой доли пенсий в доходах населения, то ли из-за более высокой склонности пенсионеров к сбережениям.

Таким образом, надежды на рост производства могут быть связаны пока только с нормализацией уровня запасов. Однако, по нашему мнению, этого сейчас недостаточно для перелома тенденции сокращения совокупного спроса: наиболее вероятно, что после некоторой фазы роста, падение выпуска возобновится и будет протекать синхронно с падением спроса.

Таким образом, в следующем году, согласно нашим расчетам, конечный спрос в экономике будет стагнировать, но при ожидаемом нами в 2010 году восстановлении отложенного в текущем году спроса на импортные товары⁴ это означает

**В 2010 году
мы ожидаем
сокращение ВВП
на -2...-1%**

³ Чистая иностранная позиция (активы минус пассивы) банковской системы по состоянию на начало августа составляет +22 млрд. долл. (или 32 млрд. долл. с учетом валютных корсетов в Банке России)

⁴ Который может оказаться весьма значительным – 15-20%.

снижение спроса на отечественную продукцию. Продолжающееся сокращение спроса, ожидание повышения налоговой нагрузки в 2011 году за счет роста налогов на оплату труда⁵, недоступность кредита, наличие освободившихся с 2008 года мощностей будут дестимулировать частный сектор к инвестиционной деятельности. По нашим оценкам инвестиции продолжат свое падение и в следующем году, хотя оно может оказаться менее существенным, чем в текущем. Подытоживая, в 2010 году мы ожидаем сокращение ВВП на -2...-1%.

Новые Риски:

Риск укрепления валютного курса в рамках ускоренного перехода к плавающему курсу рубля

Весьма опасным для российской экономики может стать ускоренный переход к свободному валютному курсу, что в при нынешнем состоянии платежного баланса будет означать его последовательное укрепление. Однако ревальвация может не дать существенного снижения процентных ставок (по той причине, что банки будут конкурировать за средства населения в условиях ухудшения кредитного портфеля).⁶ Из-за слабости внутреннего спроса, роста импорта, наличия свободных мощностей и ожидания увеличения налогового бремени, инвестиции в 2010 году могут продолжить падение (что нивелирует положительный эффект от удешевления оборудования), но удешевление импорта *точно* сократит спрос на отечественную продукцию, что будет способствовать лишь продлению рецессии. Кроме того, есть вероятность, что инфляция будет снижаться до 7–8% в 2010 году даже при стабильном курсе в том случае, если не будет наблюдаться резкого восстановления экономики.

Кроме этого, есть еще два *принципиальных* негативных момента, связанных с введением плавающего рубля: чрезмерная волатильность валютного курса в условиях дорогого хеджирования вынудит несырьевых экономических агентов поддерживать существенную валютную позицию для обеспечения внешнеэкономических операций (будь то инвестиционное оборудование, импорт бытовой техники и автомобилей, обеспечение зарубежного туризма и так далее). Во-вторых, сильное укрепление рубля в результате вероятного роста цен на нефть будет сдерживать рост экспорта нетопливного сектора и производства товаров на внутренний рынок из-за роста импорта. Это будет способствовать закреплению сырьевой ориентации страны – де-факто, это будет классический пример голландской болезни. Контроль за инфляцией в данном случае не будет играть такую большую роль, так как волатильность курса будет *много* больше волатильности инфляции.

Сохраняющиеся**Риски:**

Существенный вероятный риск продолжения кредитной паузы: В условиях «плохих долгов» государство

В настоящее время ситуацию в банковском секторе можно охарактеризовать как ситуацию «неустойчивого равновесия», когда у банков нет проблем с ликвидностью, как (пока?) нет и перспектив роста в обозримом будущем. Банки не испытывают больших проблем с совокупной ликвидностью – наиболее красноречиво об этом свидетельствует тот факт, что чистая задолженность⁷ коммерческих банков перед Банком России

⁵ Более чем 2-кратного для малого бизнеса.

⁶ Мы надеемся, Банк России не допустит подобной «пирамиды» – когда в условиях дефицита хороших активов банки будут финансировать доход по депозитам населения за счет привлечения новых средств.

⁷ за исключением кредитов Банка России, выданных государственным банкам в рамках целевых программ и участия Центрального Банка в уставном капитале. Представляет собой сумму ломбардных кредитов, кредитов без обеспечения и других кредитов, открытых операций прямого и аукционного РЕПО, за вычетом депозитов и рублевых корреспондентских счетов коммерческих банков в Банке России, позиций в ОБР, а обязательных резервов.

**борется за
стабильность
банков, но не за
качество долгов**

снизилась до нуля. Но при этом объемы кредитования экономики частными банками снижаются. Не подлежит сомнению, что Россия «уверенно движется» в сторону кризиса «плохих долгов» в банковском секторе, однако эта проблема является лишь проявлением другой, более глубокой – дефицита качественных активов.

При этом государство продолжает бороться с симптомами болезни в банковском секторе (ослабляя нормативы, поддерживая постоянным объемом государственных средств, снижая ставки), но не устраняя ее причину. Идея создания «банка плохих долгов» также бьет мимо цели, так как направлена на рост прозрачности банков путем выведения существующих плохих активов из их балансов, но *не создает* привлекательных для кредитования новых активов. Не создает их и директивное кредитование.

Выйти из кредитной паузы можно либо повышением качества активов (предприятия, население) путем стимулирования спроса на их продукцию, либо успешным применением системы гарантий возврата средств в случае непогашения кредита. В среднесрочном периоде этому также могут способствовать резкое понижение инфляции и процентных ставок. Монетарная политика в данных условиях малоэффективна.

**Существенный
вероятный риск
проедания
резервов:
социальные
расходы в ущерб
инвестициям**

Очевидным является чрезмерное увлечение власти повышением социальных выплат в условиях кризиса и использование на эти цели средств накопленных резервов. Поскольку это делается за счет сокращения инвестиционных (а порой и текущих) расходов, то можно говорить о «проедании» резервов, так как положительный макроэкономический эффект этих мер сомнителен и краткосрочен. Так, несмотря на существенный рост доходов бюджетников и пенсионеров в текущем году, личное потребление продолжает падать вслед за снижением доходов в небюджетном секторе. Это связано с тем, что пенсионеры имеют большую склонность к сбережению и тратят мало, при этом доля их доходов в общей структуре слишком мала (менее 10%). Рассчитывать на то, что то за год что-то коренным образом изменится в их поведении – рискованно. Соответственно, эти социальные расходы, на которые делает ставки Правительство, не создают в будущем налогооблагаемой базы, и способствуют изъятию денег в кубышку. Сокращение в этих условиях бюджетных расходов на государственные услуги и капиталовложения приводит к продолжению снижения ВВП и подрывает налоговую базу. Или Правительство всерьез рассматривает проблему неэффективности администрирования иных форм расходов, кроме социальных?

Кроме того, проблема заключается в том, что объем социальных расходов имеет перманентный характер с точки зрения влияния на расходы бюджета – снижение их в будущем практически невозможно. Поэтому любое увеличение социальных обязательств должно рассматриваться в том числе с точки зрения достаточности источников финансирования в будущем. Сейчас мы можем констатировать, что поддержание действующей пенсионной системы даже при неповышении относительного уровня жизни (2010 г.) пенсионеров будет оказывать существенное давление на бюджет, что будет ограничивать возможности федерального центра при реализации любых планов модернизации, связанных с бюджетными инвестициями, что будет постоянно создавать питательную почву для возобновления дискуссии о повышении налоговой нагрузки на бизнес (более подробно см. КГБ №35, «Пенсионный гамбит»), и негативно на нем сказываться.

Подводя итоги, можно сказать, что в обоих случаях бюджетная политика 2010 г., ориентированная в первую очередь на достижение социальных целей, не будет способствовать возобновлению роста экономики. Отечественный бизнес в 2010 году столкнется с продолжением сокращения спроса (или, в лучшем случае, его стагнацией) в условиях жесткой конкуренции с восстанавливающимся импортом. Учитывая, что в 2011 году бизнес ожидает существенное повышение налогов на фонд оплаты труда, ставшее неизбежной платой за увеличение пенсионных расходов, мотивации к повышению эффективности и восстановлению экономического роста будет недостаточно. Нам представляется, что для развития экономики чрезвычайно важно создавать меры, направленные на рост спроса и облегчение ведения бизнеса. Политика государства, направленная на увеличение налогов на бизнес и повышения за их счет социальных или иных непроизводительных расходов, может оказаться в корне неверной, так как исходит из предпосылки о том, что государство обладает большей эффективностью, перераспределяя эти дополнительные доходы, чем, если бы эти доходы оставались у бизнеса.

Риск банковской системы реализуется только в случае наступления второй волны: спасение всех банков обойдется дорого

Слабопредсказуемыми последствиями для банковской системы может обернуться вторая волна корпоративных банкротств, вызванная нарастанием неплатежей в реальном секторе (многие предприятия-поставщики работают «в долг») и сокращением объемов кредитования оборотного капитала. В этих условиях могут остановить производство и оставшиеся на плаву после первой волны кризиса предприятия. Неизбежный в этих условиях рост просрочки по кредитам реальному сектору, увеличение количества дефолтов по корпоративным облигациям, а также резкое снижение остатков на расчетных и депозитных счетах юрлиц, могут вызвать критическое сокращение ликвидности в банковской системе (в пределе вплоть до остановки расчетов) и снижение уровня капитала, в том числе у значительного числа крупных банков. Вероятный в этих условиях отток вкладчиков усугубит картину. Только в этих условиях встанет вопрос о целесообразности спасения этих банков, так как это потребует колоссального вливания средств. Однако на сегодня мы не закладываем такое развитие событий в наш базовый сценарий.

В остальных случаях (отток капитала, «отягощение» балансов ипотечной недвижимостью в случае падения цен) Банк России обладает достаточным ресурсом для поддержки банковской системы, так как масштабы этих рисков невелики – 10% всех депозитов и 30% ипотечных кредитов в сумме составляют менее 900 млрд. руб.

Средний риск дефицита региональных бюджетов

Угрозой для российской экономики остается напряженная ситуация с региональными бюджетами, расходы которых сохраняются на уровне прошлого года, несмотря на сокращение доходов. Ожидаемый дефицит, не покрываемый запланированными объемами трансфертов и кредитов из федерального бюджета, в 2009 году оценивается нами в 500 млрд. руб. (1,3% ВВП); дефицит в регионах мы ожидаем и в 2010 году. Сокращение регионами расходов в данном объеме снизит и без того сокращающиеся объемы потребления и инвестиций – поэтому мы считаем, что Правительство не «благословит» регионы на подобный секвестр. Однако ситуация требует решения, так как ее сохранение может привести к быстрому наращиванию бюджетной задолженности перед экономикой.

**Ушедшие (пока?)
Риски
Инфляция**

В третьем квартале текущие темпы роста базовой инфляции по методологии Центра развития⁸ обновили исторические минимумы (что неожиданно) и составили всего 1,1% за квартал или 4,6% в годовом выражении, главным образом за счет торможения роста цен на продовольствие и дефляции рыночных услуг. Подобное снижение цен позволяет Банку России активно снижать процентные ставки, Правительству – дополнительно не индексировать выплаты населению, нам – существенно понизить прогноз роста потребительских цен до 9,2%.

Тем не менее, риск возобновления инфляции не ушел навсегда. Источников низкой инфляции два. Первая – внутренние цены на продовольствие не отыграли еще падение цен на мировых рынках в конце 2008 г., даже несмотря на изменение стоимости рубля. Вторая причина – замедление роста номинальных доходов населения и сокращение спроса. В этом случае период низкой инфляции может продлиться достаточно долго, а продолжительный кризис, не исключено, может даже привести к дефляции. Отсутствию потребительского спроса способствуют и достаточно жесткая денежная политика Банка России, проводимая с конца предыдущего года, остановка кредитования, небольшое количество и плохая реализация программ стимулирования спроса. Таким образом, если мировые цены на продовольствие не возвратятся к уровням начала 2008 года, а экономика России не будет переживать бурный подъем – инфляция, скорее всего, будет инерционно снижаться до уровней 7–8%.

Кроме того, Правительство делает определенные шаги в сторону немонетарного сдерживания роста цен и формирования ожиданий снижения инфляции. Так, в прогноз социально-экономического развития на 2010 год заложено *существенное* (в 2 раза по сравнению как с 2009 годом, так и с первоначальными планами) понижение темпов роста тарифов естественных монополий, а также развитие конкуренции в розничном секторе.

Это означает, что у Правительства есть *уникальная* возможность добиться радикального снижения инфляции в российской экономике, но при этом ему нужно быть крайне внимательным, чтобы не допустить роста инфляции на стадии подъема экономики, которая рано или поздно наступит. Перечень рецептов хорошо известен: ограничение роста регулируемых тарифов, развитие конкуренции, борьба с коррупцией.

**Риск снижения цен
на нефть надо
учитывать**

Текущий уровень цен на нефть не надо рассматривать как надежный уровень. Слабость мировой экономики, которая так или иначе будет наблюдаться как минимум год, будет ограничивать рост спроса на энергоносители. В условиях роста нефтедобычи странами ОПЕК в лучшем случае следует рассчитывать на стабилизацию цен на текущем уровне.

Снижение цен на нефть до 45 долл./барр. к концу года при нынешнем уровне 70 долл./барр. может привести к возврату рубля на рубежи 41 руб. за бивалютную корзину, а также затронет уровень валютных резервов денежных властей и доходы бюджета.

⁸ Базовая инфляция по методологии Росстата не включает в себя цены на плодоовощную продукцию, бензин, услуги ЖКХ, РЖД и часть услуг связи. Базовая инфляция по методологии Центра развития *дополнительно* не включает цены на яйца, меха и меховые изделия, услуги образования и дошкольного воспитания, санаторно-оздоровительные услуги. Основанием для модернизации методологии является наличие явной сезонности в перечисленных компонентах на протяжении последних 5 лет.

Что будет с платежным балансом и курсом рубля?

Физические объемы экспорта вышли на докризисный уровень

Российский экспорт растет вслед за постепенным увеличением мирового спроса на сырьевые ресурсы. Индекс физических объемов экспорта, рассчитываемый Центром развития по ключевым товарам, вернулся на уровень июля прошлого года⁹, но еще остается на 13% ниже исторического максимума, зафиксированного в конце 2007 г. Если бы существующая динамика роста экспорта сохранилась (ежемесячный рост около 1,5%), то уже в начале следующего года российские экспортеры смогли бы поставить новый исторический рекорд по физическим объемам. Тем не менее, поддерживать такие темпы роста экспорта для российской экономики будет нереально, как в силу ограниченности экспортных мощностей, так и слабости мировой экономики.

С учетом сложившейся тенденции мы ожидаем, что индекс физических объемов экспорта по итогам 2009 г. лишь незначительно уступит прошлогоднему уровню (снижение не более чем на 3% притом, что за семь месяцев текущего года оно превышает 7% г/г), а стоимостной объем российского экспорта может достигнуть 310 млрд. долл. (472 млрд. долл. в 2008 г.).

Кредитное сжатие сдерживает рост импорта

Тенденция последних месяцев указывает на постепенный рост стоимостных объемов импорта. Если восстановление импорта сразу после январского «провала» начиналось темпами 0,75% в месяц, то уже в июле рост составил 1,8%. Но даже при сохранении этих темпов роста (24% в годовом выражении) стоимость импорта достигнет предкризисного уровня не ранее начала 2012 г. Основным сдерживающим фактором его роста является крайне вялое кредитование населения и бизнеса. В результате стоимость импорта товаров, вероятнее всего, не выйдет за пределы 200 млрд. долл. в 2009 г. (292 млрд. долл. годом ранее).

Избыток валюты по текущему счету...

Даже при существующей тенденции опережающего роста импорта, профицит торгового баланса до конца года вряд ли опустится ниже 10 млрд. долл. Этого будет достаточно, чтобы компенсировать традиционно отрицательное для России сальдо неторговых операций текущего счета, которое, похоже, достигло своего локального внутригодового максимума¹⁰. Таким образом, по итогам года сформируется избыток валюты по текущим операциям в объеме 60–70 млрд. долл. (более 5% ВВП). В таких условиях вероятность девальвации рубля с целью снижения импорта крайне мала.

трансформируется в отток капитала

Однако частный сектор вовсе не горит желанием направлять этот избыток валюты на внутренний рынок. Во втором квартале возобновился отток капитала, достигший 35 млрд. долл. Впрочем, в этом нет ничего удивительного – страна с переизбытком валюты и низким уровнем инвестиций не может избежать оттока капитал.

В данном случае важно то, что 80% оттока капитала пришлось на банковский сектор. Банки не спешат кредитовать российскую

⁹ Главным образом, за счет роста экспорта газа, угля, нефти, металлов.

¹⁰ Мы ожидаем, что в целом за год неторговый дефицит не превысит 55-60 млрд. долл. против 77 млрд. долл. в 2008 г.

экономику, не хотят брать на себя новые риски и предпочитают более низкодоходные, но менее рискованные активы, особенно в условиях повышенных девальвационных ожиданий. При этом банки в состоянии рефинансировать платежи по внешнему долгу и даже наращивать валютные пассивы. В целом мы ожидаем, что чистая международная инвестиционная позиция банковской системы сохранится отрицательной и не изменится до конца года.

Предприятия не только реструктурируют внешние долги, но и привлекают новые займы. Но если интенсивность оттока капитала в зарубежные активы¹¹ сохранится на уровне 20% относительно внешнеторгового оборота (т.е. на среднем уровне за 2007–2008 гг.), то чистый отток капитала из реального сектора может составлять порядка 10 млрд. долл. в квартал.

Наши расчеты и оценки показывают, что во втором полугодии практически весь избыток валюты по текущим операциям трансформируется в чистый отток капитала из частного сектора¹², а его объем в целом за год составит около 70 млрд. долл. (против 133 млрд. долл. годом ранее). В этой ситуации Банку России не придется проводить значительных валютных интервенций до конца года.

**В следующем году
вероятность
девальвации
также низка**

В 2010 году мы прогнозируем существенное улучшения ситуации. Физические объемы экспорта перестанут падать, цены на товарных рынках останутся на достигнутых уровнях. Импорт, в свою очередь, будет понемногу оживать, но не за счет оживления кредитной активности, а за счет отложенного спроса. Платежи по внешнему долгу будут полностью рефинансироваться, отток капитала из реального сектора сохранится на уровне предыдущего года. Банки постепенно начнут сокращать чистую валютную позицию.

В итоге, мы считаем, что торговое сальдо немного вырастет (до 120 млрд. долл. против 115 млрд. долл. в этом году), а профит счета текущих операций достигнет 77 млрд. долл. (около 6% ВВП). Дефицит счета капитала значительно снизится – до примерно 30 млрд. долл. против 80 млрд. долл. в 2009 г. Это приведет к росту международных резервов Банка России (примерно на 50–60 млрд. долл.) в течение следующего года. При таких масштабах изменения резервов вновь на повестку дня выходит вопрос о росте курса рубля, точнее, насколько Банк России позволит рублю укрепиться.

Что будет с реальным сектором?

**Промышленность –
переход от
двузначного к
небольшому росту
год к году в конце
2009г., а затем
в лучшем случае
к стагнации**

Переход промышленности от роста со снятой сезонностью в июне-июле (примерно на 1 п.п. в месяц), к стагнации в августе и опять к выраженному росту со снятой сезонностью в сентябре (примерно на 2%), когда промпроизводство без учета сезонности выросло на небывалую величину – 5,1% к августу, а также наличие противоречиво влияющих на динамику промышленного производства факторов (см. Текущие тенденции за 3 квартал 2009г.) делает среднесрочный прогноз ситуации весьма затруднительным.

¹¹ Прямые, портфельные и прочие инвестиции, а также чистые ошибки и пропуски.

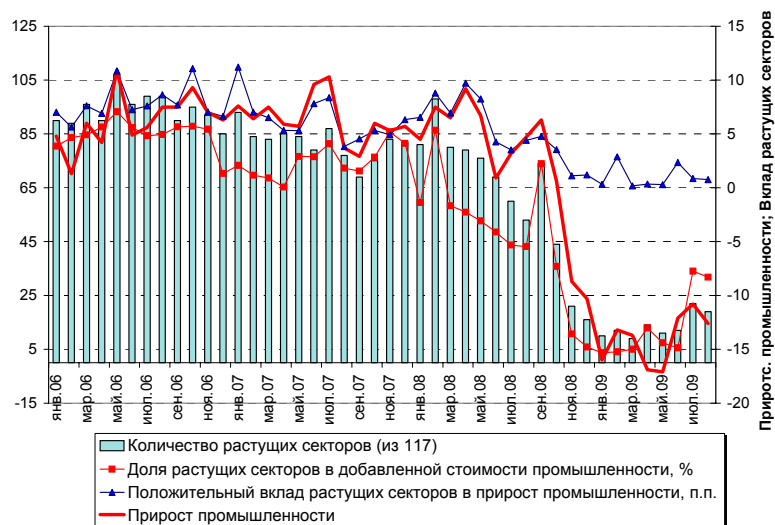
¹² За вычетом дефицита по финансовому счету госсектора.

Ожидания роста выпуска и спроса на ближайший квартал по данным конъюнктурных опросов Росстата и Центра конъюнктурных исследований ГУ-ВШЭ в сентябре несколько улучшились по сравнению с августом, однако ожидаемое улучшение, если оно произойдет, может носить технический характер, связанный с возможным отскоком выпуска вверх по мере приведения запасов материальных оборотных средств к пост-кризисной норме.

Число растущих секторов промышленности в июле-августе заметно – в два раза – выросло по сравнению с первым полугодием, однако рост сосредоточен в узком сегменте – растет лишь 15% секторов по сравнению с 70% в предкризисный период и генерируют они менее 1 п.п. роста в месяц, что пока не позволяет говорить о решительном позитивном переломе в состоянии промышленности.

Негативное влияние на текущую динамику промышленного производства может оказывать продолжающееся давление избыточных запасов, отчетливо сформировавшаяся тенденция к росту импорта и снижение внутреннего спроса под влиянием усиления падения реальных доходов населения и продолжения падения инвестиций в основной капитал.

Характеристики структуры растущих (к тому же периоду предыдущего года) сегментов российской промышленности



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Возможности для увеличения выпуска ограничены ускорением в последние месяцы роста стоимости импорта, и вялой динамикой доходов населения, особенно в небюджетном секторе, условия для дальнейшего падения которых сохраняются. Так в январе-августе объем отгрузки в промышленности сократился к тому же периоду прошлого года на 17% в номинальном выражении, а фонд оплаты труда упал за этот период лишь на 6% – на фоне сокращения численности занятых примерно на 10% и роста заработной платы примерно на 4,5% в номинальном выражении. Дальнейшее значимое сокращение численности занятых в промышленности вряд ли возможно из-за неблагоприятных социальных последствий новых сокращений, а вот заработная плата для восстановления прибыльности может быть снижена значительно, что приведет к дальнейшему падению внутреннего спроса.

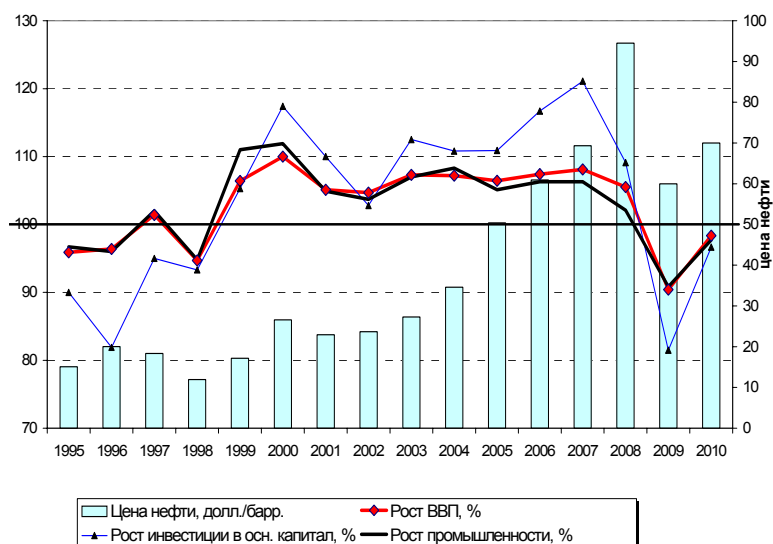
Инерционный прогноз ситуации, предполагающий отсутствие роста или падения промышленного производства со снятой сезонностью в октябре – декабре 2009 г. приведет к замедлению темпов падения промпроизводства до 8,5% год к году в октябре (с минус 9,5% в сентябре) и переходу за счет низкой базы прошлого года к росту на 1–3% в ноябре и 3–5% – в декабре. Это означает, что в целом за год падение промышленного выпуска составит 10–11%.

В 2010г. объем промышленного производства сократится на 2–2,5%, так как ожидать возобновления роста промышленности на фоне продолжения падения ВВП, что получается в нашем макроэкономическом прогнозе, не приходится. Если же снижения совокупного спроса не произойдет (скажем, за счет более низких темпов роста импорта), то даже слабый 1% рост со снятой сезонностью в течение года способен увеличить промпроизводство не менее, чем на 4% год к году (за счет стабилизации или некоторого роста запасов).

Инвестиции в основной капитал – упали, и в 2010г. не смогут «отжаться»

На фоне снижения загрузки мощностей инвестиции могут снижаться даже на фазе выхода экономики из рецессии, не говоря уже о стагнации, в которую с высокой вероятностью входит российская экономика. Несмотря на падение продаж и рентабельности еще в первом квартале 2009г. инвестиции в основной капитал у крупных и средних предприятий снизились всего на 5% при том, что ВВП упал на 10%, а промышленное производство примерно на 15%. Однако, это было связано, скорее всего, с необходимостью завершить начатые в докризисный период инвестиционные проекты и уже со второго квартала инвестиционная активность начала резко снижаться при сохранении опережающего падения в малом и среднем бизнесе.

Экономический рост и инвестиции в России в 1995–2010гг.



Источник: Росстат, Центр развития.

Собственные средства предприятий, из которых можно было финансировать инвестиции, находятся под давлением снижения продаж, некомпенсированного пока в полной мере экономией затрат. Анализ показывает, что восстановление прибыльности осуществляется сейчас за счет резкого уменьшения отрицательного эффекта от девальвации и

снижения внереализационной нагрузки, а это значит, что дальнейшего улучшения ситуации само собой без серьезных усилий по реструктуризации производства не предвидится. Сохранение высоких ставок и экономических рисков будут продолжать обуславливать стагнацию объемов кредитов, предоставленных нефинансовому сектору российской экономики. В результате перспективы восстановления инвестиционной активности, которая снизилась за январь-август 2009 г. почти на 19% год к году, весьма сомнительны. По итогам 2009г. инвестиции снизятся, по нашим оценкам, на 18–19%.

В 2010г. мы ожидаем продолжения тенденции сокращения инвестиций. И дело здесь даже не в аналогиях, то есть не в том, что в 1999 – первом посткризисном году – темп роста инвестиций отставал от роста ВВП и промышленности (см. рис. выше). Сейчас ситуация такова, что на факторы, способствующие росту инвестиций, накладываются факторы, препятствующие их увеличению и они преобладают. С одной стороны, уровень загрузки мощностей сейчас выше, чем в 1999 г. после многих лет сокращения выпуска, что стимулирует инвестиции. Кроме того, конкуренция с импортом требует создания новых мощностей в тех нишах, где российская продукция пока неконкурентоспособна. С другой стороны, наличие значительной внешней задолженности, накопленной реальным сектором экономики в 2005–2008 гг., отвлекает собственные средства предприятий от инвестиций, на прирост кредитов рассчитывать тоже не приходится, макроэкономическая ситуация остается неопределенной.

Что будет с банками?

Вслед за вопросом выживания встанет вопрос получения доходов

Текущая фаза кризиса характеризуется тем, что для банков первостепенным вопросом является вопрос выживания, связанный с проблемой полного исполнения текущих обязательств. В условиях снижающейся деловой активности в экономике в целом и в банковской сфере в частности, банки вынуждены держать значительную «подушку ликвидности». Вкупе с сокращением доходов от кредитования это привело к тому, что на данный момент банковский бизнес является планомерно убыточным. Но подобное положение вещей не может продолжаться слишком долго. Результатом этого станет уход с рынка некоторого количества тех банков, которые не смогут обеспечить достижение точки безубыточности хотя бы к середине 2010 г.

Возможно начало номинального роста кредитных портфелей

Необходимость показывать положительный финансовый результат может привести к тому, что банки при всех сохраняющихся высоких рисках начнут постепенно наращивать свои кредитные брутто-портфели. Но этот процесс опасен с точки зрения нарастания объема прежде всего «плохих» активов, что может стать бомбой замедленного действия. Также очень велика опасность расширения практики «рисования» доходов, что будет только ретушировать проблему просроченной задолженности, создавая иллюзию выздоровления и не позволяя всерьез заняться её разрешением.

В выигрыше могут остаться «дочки» инобанков

Происходившее последнее время огосударствление экономики существенно сжимало ту её часть, обслуживанием которой занимаются частные банки. При условии того, что этот процесс приостановится, конкурентное преимущество получают «дочки» иностранных банков. Оно будет достигаться за счёт действия двух традиционных факторов: наличия более устойчивой и дешёвой пассивной базы, а также большей технологичности в ведении бизнеса.

Что будет с населением?

Сжатие доходов еще не закончилось

Снижение доходов населения, получаемых в небюджетном секторе экономики, в третьем квартале текущего года еще не закончилось, и «точки перелома» этой тенденции пока не видно. Этому способствует как сокращение занятости, так и снижение в реальном выражении средней зарплаты. Мы оцениваем, что в 2009 г. объем фонда оплаты труда в небюджетном секторе экономики упадет в реальном выражении на 13,0%, тем самым потеряв весь прирост, достигнутый за 2008 год.

Учитывая, что доля доходов, получаемых в небюджетном секторе экономики, составляет около 80% от общей величины доходов населения, их сокращение не компенсируется ни увеличением фонда оплаты труда в бюджетной сфере (на 2,9% в реальном выражении), ни повышением пенсий (на 14,5%).

В 2010 году мы ожидаем продолжения этой тенденции. Так, в условиях сохранения низкого спроса на труд и умеренных поступлений от экспорта доходы населения в небюджетном секторе экономики будут расти медленнее инфляции (по нашему прогнозу, фонд оплаты труда в небюджетном секторе снизится в реальном выражении на 5,2% относительно 2009 г.). Проект бюджета на 2010 год подразумевает отказ от индексации зарплат в бюджетной сфере, что приведет к снижению и этого компонента доходов (на 7,1% в реальном выражении). Единственным значимым компонентом, который продемонстрирует положительную динамику в следующем году, окажутся пенсии. За счет запланированного номинального роста пенсий на 46%, увеличения численности пенсионеров примерно на 2% и с поправкой на инфляцию увеличение этого компонента доходов в реальном выражении составит около 38%. Однако, учитывая их долю в структуре доходов (9,7%) – этого будет недостаточно для перелома тенденции к снижению.

Потребительский спрос быстро не восстановится

Продолжение сжатия реальных доходов населения в небюджетном (а в 2010 г. и в бюджетном) секторе на фоне снижения объемов потребительского кредитования, а также изменение структуры распределения доходов в пользу пенсионеров, имеющих более высокую склонность к сбережению, не позволяет пока ожидать улучшения динамики потребительского спроса. Поэтому на 2009 г. мы сохраняем свою оценку среднегодового спада оборота розничной торговли на уровне около 7%, а в 2010 г. ожидаем его стагнации или слабого роста.

Что будет с бюджетом?

Бюджет-2009 вне опасности

По окончании третьего квартала были приняты поправки в бюджет-2009, но в целом его конструкция не изменилась и перспективы его исполнения большого беспокойства не вызывают. По сравнению с первоначальными прогнозами в доходной части будет выше доля нефтегазовых доходов (благодаря стабилизации цен на нефть в течение третьего квартала на уровне около 70 долл./барр.). Напротив, сильное сокращение ВВП (и соответственно облагаемых баз по основным налогам) как за счет реальных объемов, так и за счет снижения инфляции, приводит к недобору остальных доходов. В результате замещения ненефтегазовых доходов нефтегазовыми доходы бюджета на конец года составят около 6,9–7,0 трлн. руб.

Расходование средств федерального бюджета в течение третьего квартала пошло с опережением графика (+38% год к году за январь-август в номинальном выражении против +30% согласно бюджету).

Профинансирован слегка увеличившийся по сравнению с планом (до 9,9 трлн. руб.) объем расходов, Минфин, по нашей оценке выйдет на дефицит около 7,6% ВВП (без учета «квазибюджетных» расходов).

Зато для регионов приближается час «X»...

Риски, связанные с несбалансированностью региональных бюджетов, к концу третьего квартала не «рассосались». Собственные (налоговые и неналоговые) доходы консолидированных бюджетов регионов сократились на 17,6% по итогам января-августа и тенденции к улучшению нет.

Несмотря на это многие регионы, похоже, так и не осознали необходимость сокращения расходных обязательств, которая была очевидна еще в начале года. Расходы регионов по итогам семи месяцев были выше того же уровня прошлого года на 7,5% и только к концу лета снизились до объемов тех же месяцев 2008 г. Если такой подход к финансированию расходов будет сохраняться, суммарный дефицит региональных бюджетов по итогам 2009 г. составит около 0,7 трлн. руб., из которых за счет кредитов федерального бюджета, предоставленных в рамках антикризисного пакета, будет покрыто лишь 150 млрд. руб. Откуда регионы возьмут еще около 0,5 трлн. руб. пока непонятно.

Если предположить, что расходы до конца года в указанном объеме регионами будут сокращены (за счет государственных закупок товаров и услуг, прежде всего инвестиционного характера), это снизит и без того сокращающиеся объемы потребления и инвестиций (в годовом выражении это соответствует всего 1,3 п.п., однако кратковременный шок окажется значительно сильнее). Поэтому мы считаем, что Правительство не «благословит» регионы на подобный секвестр. При отсутствии возможности привлечения рыночных заимствований вариантами решения проблемы может стать сверхплановое увеличение трансфертов или кредитов из федерального бюджета, либо рост бюджетной задолженности региональных бюджетов перед поставщиками, прежде всего жилищно-коммунальных услуг.

В 2010 году проблема наполнения региональных бюджетов останется актуальной. Хотя в последнее время правительство

пытается изыскивать пути решения этой проблемы – путем повышения акцизов, транспортного налога и т.п., однако учитывая, что две трети доходов региональных бюджетов – это подоходный налог и налог на прибыль – существенного улучшения нельзя ждать раньше, чем улучшится динамика доходов населения и прибыли – то есть экономика не начнет расти.

По нашей оценке объем поступлений в региональные бюджеты от налога на прибыль в 2010 году составит 1,1 трлн. руб., то есть лишь около 60% от уровня 2008 г. Объем поступлений от НДФЛ едва превысит этот уровень (1,8 трлн. руб. против 1,7 трлн. руб.), что будет означать его снижение в реальном выражении. Общий объем доходов региональных бюджетов в 2010 г. составит около 5,7 трлн. руб. Таким образом в случае сохранения объема номинальных расходов на уровне 2008 г. дефицит будет достигать 0,6 трлн. руб.

Наши Рекомендации

Бюджетная политика

Стимулировать непосредственно совокупный спрос, а не просто повышать доходы бюджетников и пенсионеров, или поддерживая неэффективных собственников. Это должно приводить к росту привлекательности реального сектора и росту кредитования.

Отказаться от повышения налогов на бизнес.

Денежно-кредитная политика

Ужесточить надзор в финансовой сфере, а не ослаблять его. Принуждать банки к расчистке балансов, а не к откладыванию проблем на завтра.

Валютная политика

Не допускать укрепления курса рубля даже в условиях растущих мировых цен на энергоресурсы.

Развитие конкуренции

Способствовать развитию конкуренции, особенно в торговле и производстве стройматериалов для предотвращения роста цен в случае восстановления экономики в 2010–2011 гг.

Не препятствовать сокращению неэффективных занятых и части зарплаты, беря заботу о безработных (и их переквалификации) на государство.

Наши Цифры. Результаты прогноза

Предпосылки

	Факт		Оценка	Прогноз
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Внешние факторы				
Цена на нефть URALS, долл./барр.	69.3	94.5	60	70
Темпы роста ВВП США, %	2.2	0.5	-2.8	+1.0
Темпы роста мировой торговли, %	7.2	4.6	-11.0	0.0
Рефинансирование внешнего долга реальным сектором, %	–	–	100	100
Курс долл./евро	1.46	1.4	1.45	1.45
Процентные ставки UST10, % годовых	4.6	2.2	2.5	3.5
Приток прямых иностранных инвестиций, млрд. долл.	48	60	35	40
Внутренние факторы				
Курс рубля к бивалютной корзине, на конец года, руб.	29.7	34.8	36.2	36.2
Рост тарифов ЖКХ*, %	14	16,4	19	13

* другие тарифы (энергозатраты, газ) не приведены. Со всем перечнем установленной индексации тарифов на услуги естественных монополий можно ознакомиться в «Сценарных условиях функционирования экономики Российской Федерации, основные параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2010 год...», опубликованных МЭР.

Базовый сценарий

	Факт			Оценка	Прогноз
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Национальные счета					
Номинальный ВВП, трлн. руб.	26 781	33 111	41 668	37 471	39 822
Номинальный ВВП, млрд. долл.	987	1 296	1 675	1 177	1 323
Реальный ВВП, рост %	6.7	8.1	5.5	-9.6	-1.6
Внутренний спрос, %1)	10.9	13.1	9.2	-9.6	0.1
Внутренний спрос на отечественные товары, рост %2)	7.3	8.7	7.2	-3.3	-5.2
Внешний спрос, рост %3)	7.3	6.3	0.5	-3.6	2.6
Промышленность, рост %	6.3	6.3	2.1	-9.2	-2.3
Розничная торговля, рост %	13.9	16.1	13.5	-7.1	2.4
Инвестиции, рост %	13.7	21.1	9.1	-18.5	-3.3
Экспорт товаров, рост в реальном выражении %	5.8	4.5	-1.3	-2.6	0.8
Импорт товаров, рост в реальном выражении %	23.8	30.4	15.2	-28.8	18.5
Денежные агрегаты и инфляция					
M0, % (дек/дек)	38.6	32.9	2.5	4.9	5.2
M2, % (дек/дек)	48.8	47.5	1.7	16.5	11.2
M2X, % (дек/дек)	40.5	44.2	14.7	12.8	8.1
Инфляция, % (дек/дек)	9	11.8	13.3	9.2	7.5
Федеральный бюджет					
Доходы, % ВВП	23.3	23.5	22.3	18.4	18.2
Процентные расходы, % ВВП	0.6	0.4	0.4	0.6	0.7
Непроцентные расходы, % ВВП	15.3	17.6	17.8	25.7	23.2
Профицит (+) / дефицит (-)	-0.5	0.0	4.1	-7.8	-5.7
Резервный фонд, млрд. долл. 4)	89	157	137	65	0
Фонд национального благосостояния, млрд. долл. 4)			88	95	85
Платежный баланс					
Экспорт товаров, млрд. долл.	304	354	472	310	355
Импорт товаров, млрд. долл.	164	223	292	196	234
Счет текущих операций, млрд. долл.	9.6	5.9	6.1	5.2	5.8
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	41.9	82.1	-134.1	-74.6	-26.8
Международные резервы, млрд. долл. 5)	304	476	427	419	469
Государственный долг					
Государственный внешний долг, % ВВП	5.1	3.4	2.8	2.8	2.5
Государственный внутренний долг, % ВВП	3.8	3.4	4.7	6.9	6.6
Частный внешний долг, % ВВП	22.3	32.3	27.0	35.0	33.2
Государственный рейтинг, на конец года	BBB+	BBB+	BBB-	BBB-	BBB
Валютный курс					
USD/RUR (на конец периода)	26	24.5	29.4	30.1	30.1
USD/RUR (средний)	27	25.6	24.9	31.8	30.1
EUR/RUR (на конец периода)	34.7	35.9	41.4	43.6	43.6
EUR/RUR (средний)	34.1	35.0	36.5	44.1	43.6
Номинальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), рост %	-3.3	0.6	2.6		
Реальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), рост %	-9.4	-4.2	-4.7		

1) Сумма валового конечного потребления и накопления основного капитала (за исключением изменения запасов материальных оборотных активов)

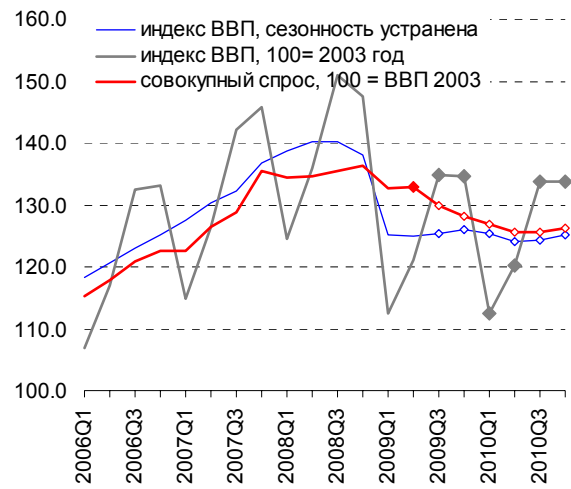
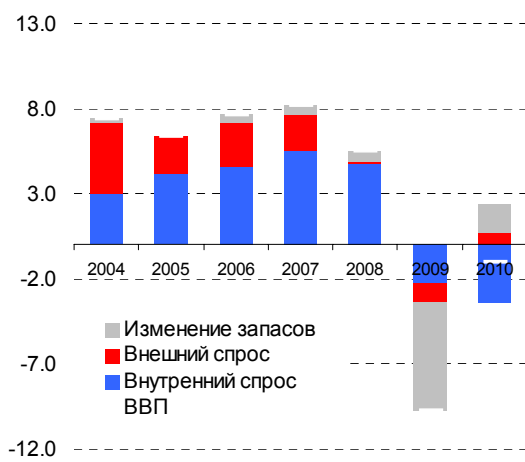
2) Внутренний спрос за вычетом импорта товаров и услуг

3) Совокупный экспорт товаров и услуг

4) С учетом переоценки и инвестиционного дохода

5) С учетом курсовой и стоимостной переоценки

Темпы роста ВВП в годовом выражении и возможная квартальная динамика ВВП



НЭП подготовили:

Акиндинова Наталья	Алексащенко Сергей
Балашова Елена	Миронов Валерий
Мирошниченко Дмитрий	Петроневиц Максим
Пухов Сергей	Смирнов Сергей
Вильф Виктория	Ивликова Наталья
Кондрашов Николай	Минзулин Евгений
Пономаренко Ольга	

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495) 625-94-74,

e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

ГУ-ВШЭ: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в настоящем Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах ГУ-ВШЭ и Центра развития. При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Издании, необходимо указывать ссылку на ГУ-ВШЭ и Центр развития.