

Квартальный выпуск

КВАРТАЛЬНЫЙ ВЫПУСК

НАШ

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ

ПРОГНОЗ

**I квартал
2009 г.**

НАШ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

ЧТО С НАМИ БУДЕТ?	4
ЧТО БУДЕТ С... ..ПЛАТЕЖНЫМ БАЛАНСОМ И КУРСОМ РУБЛЯ?	8
...РЕАЛЬНЫМ СЕКТОРОМ?	11
...НАСЕЛЕНИЕМ?	13
...БАНКАМИ?	14
...БЮДЖЕТОМ?	15
НАШИ ЦИФРЫ	17

Уважаемые коллеги!

В августе прошлого года российская экономика начала постепенно сваливаться с, казалось бы, хорошо накатанной колеи экономического роста. Еще во втором квартале всё было хорошо: цены на нефть продолжали свой безумный рост, вслед за чем росли валютные резервы и бюджетный профицит, капитал рекой притекал в страну, что позволяло банкам кредитовать население и реальный сектор, фондовый рынок совершил очередной рывок к историческим максимумам, реальные доходы населения продолжали расти со скоростью, превышающей 10% в год.

Первый звоночек прозвучал в июле – резко обвалился фондовый рынок, услышав про намерение премьер-министра заняться «лечением» МЭЧЕЛа. Постепенно события начали набирать оборот – грузинская война спровоцировала мощную волну оттока капитала из России, банкротство Lehman Brothers и крах крупнейших американских финансовых институтов (AIG, Washington Mutual, Fannie Mae, Merrill Lynch) привели к закрытию мировых кредитных рынков, обвал мирового фондового рынка привел к тому, что даже рядовые россияне узнали, что такое “margin call”, а полтора десятка российских банков, включая входившие в ТОП-50, в одночасье оказались банкротами, панические решения денежных властей по накачке банковской системы ликвидностью спровоцировали «атаку на рубль» и стремительное снижение уровня золотовалютных резервов, цены на нефть полетели вниз еще быстрее, чем перед этим они стремились ввысь, начавшаяся рецессия в мировой экономике резко сократила спрос на сырьевые ресурсы, что привело к обвальному спаду производства в российском реальном секторе, доходы бюджета падали еще быстрее, что привело, впервые за последние 8 лет, к дефициту федерального бюджета, падение доходов населения в декабре было столь сильным, что его можно сравнить с тотальной невыплатой 13-й зарплаты в экономике. Одним словом, к концу года в России упало всё, что только могло упасть.

В отличие от 1998 г. нынешний кризис оказался глобальным, затронувшим практически все страны, вовлеченные в глобальные экономические связи. Однако глубина падения и формы проявления кризиса оказываются разными в разных странах, и здесь с горечью следует признать, российская экономика оказалась одной из наиболее пострадавших, масштабы её падения оказались гораздо сильнее, чем у большинства развитых и развивающихся стран мира. Причины такого положения дел хорошо понятны: неэффективная экономика с неработающими базовыми институтами, доминирующие позиции экспортеров сырьевых ресурсов, переукрепленная валюта, неконтролируемый рост краткосрочного внешнего долга частного сектора, потеря контроля за ростом бюджетных обязательств, высокая инфляция и отрицательная процентная ставка – вот далеко неполный список, который можно продолжать. Можно, конечно, утешать себя тем, что последствия кризиса могли оказаться гораздо более тяжелыми, ну, например, если бы не была проведена в жизнь идея о создании Стабилизационного фонда, но вряд ли такое утешение может сегодня восприниматься всерьез.

Российская экономика впервые в своей недолгой истории столкнулась с циклической рецессией. Никто не может со 100%-ной определенностью предсказать, как она себя поведет в ближайшие месяцы или годы. Никто не знает, как и на какие стимулы она будет реагировать, и есть ли в ней достаточные внутренние ресурсы и возможности для того, чтобы не остаться в состоянии стагнации после завершения периода спада, а начать пусть и медленный, но подъем.

Ни у кого не должно быть иллюзий относительно скорости восстановления российской экономики – на достижение того уровня и состояния, в котором она находилась в 2007-первой половине 2008 г. может понадобиться несколько лет. Безусловно, очень многое будет зависеть от скорости преодоления кризиса в ведущих мировых экономических центрах, в первую очередь, в США. Но начало подъема в американской экономике не будет означать немедленного роста мирового спроса на сырьевые ресурсы уже хотя бы потому, что на переосмысление старых и/или выработку новых инвестиционных проектов понадобится полтора-два года, а именно инвестиционный подъем потянет за собой спрос, например, на металлы. Потрясения в мировой финансовой системе оказались настолько значительными, что вряд ли следует ожидать восстановления предкризисного аппетита к рискованным вложениям в развивающиеся рынки в ближайшие 3-5 лет, а это значит, что «кредитное плечо» для российской экономики будет ограничено, главным образом, внутренними ресурсами.

Есть ли такие ресурсы? Как пойдет восстановление российской экономики? Окажут ли свой эффект антикризисные меры Правительства, или они, будучи во многом направлены на поддержку традиционных малоэффективных производств, приведут лишь к тому, что «гири на ногах» российской экономики станут еще тяжелее? Никто сегодня не знает ответа на эти вопросы. Впервые попав в такую ситуацию, следует очень внимательно анализировать то, что происходит в экономике, не бояться менять свои оценки и прогнозы, увидев новые тренды.

В первом квартале 2009 г. российская экономика, очевидно, прекратила обвальное падение. Ситуация, скорее всего, не улучшилась, но точно стабилизировалась. А стабилизация трендов уже позволяет опереться на них при ответе на главный вопрос: ЧТО С НАМИ БУДЕТ?

Что с нами будет?

**В 2009 г. ВВП
снизится на 5-8%**

По нашему прогнозу, спад в экономике России в 2009 году будет более существенным, чем это прогнозирует Правительство, и составит от 5 до 8%. В 2010 году, похоже, российская экономика будет стагнировать.

**Основные
негативные
внешние шоки уже
прошли, ...**

Основные внешние негативные шоки: а именно снижение внешнего спроса на отечественную продукцию, снижение цен на основные товары российского экспорта, практически, закрытие мировых кредитных рынков, - уже оказали свое воздействие в октябре 2008 года – январе 2009 года, мгновенно переведя экономику от солидного экономического роста в 7-8% в год к сопоставимому по скорости спаду. После завершения в конце января периода девальвации курса национальной валюты (в целом ее следует признать удачной, поскольку она не закончилась ни крахом банковской системы, ни распылением золотовалютных резервов, ни социальными беспорядками), с февраля начался процесс приспособления российской экономики к новым экономическим условиям, который проявляется в определенной стабилизации ситуации.

**... дальнейшее
ухудшение
мировой
конъюнктуры
будет оказывать
ограниченное
влияние**

Мы не исключаем вероятность дальнейшего ухудшения внешней среды в этом году, но оно будет оказывать на Россию ограниченное влияние. Так, углубление мировой рецессии преимущественно сказывается на снижении спроса на конечные товары (доля которых в экспорте России сегодня не превышает 18%), тогда как спрос на продукцию топливно-энергетического комплекса намного слабее реагирует на ухудшение мировой конъюнктуры. Углубление мирового финансового кризиса тоже не приведет к катастрофическим последствиям, так как к настоящему времени практически весь спекулятивный иностранный капитал уже выведен с российского рынка, а на приток нового капитала могут рассчитывать только отъявленные оптимисты. Даже новый виток девальвации рубля – если таковой случится – будет не так уж опасен в условиях более сбалансированной чистой международной позиции банковской системы, растянутом графике погашения внешнего долга нефинансового сектора и существенной положительной валютной позиции населения. Значимое негативное влияние на экономику может оказать только снижение цен на нефть ниже уровня 35 долл./барр., при котором не только резко возрастает вероятность девальвации национальной валюты уже в этом году, но и, что намного более важно, резко обострятся проблемы в бюджетном секторе.

**Экономическая
динамика во
многом будет
определяться
качеством
решения
внутренних
проблем**

По нашему мнению, в феврале-марте 2009 г. российская экономика нащупала локальное «дно» кризисного сокращения (об этом свидетельствует траектория сезонно сглаженных макропоказателей), и в случае стабильности внешних условий динамика российской экономики главным образом будет зависеть от качества внутренней экономической политики, реализации потенциала импортозамещения, а также возможного роста потребительского спроса в 2010-2011 гг. (на фоне стагнации в развитых странах этот фактор может послужить стимулом для притока иностранных инвестиций в страну).

**Попытка
«пересидеть»
кризис**

Резкое сокращение экспортных доходов обнажило традиционные проблемы российской экономической политики: неспособность

власти *создавать* условия для функционирования бизнеса, и явный «крен» в сторону «ручных» методов устранения диспропорций (ценовых, кредитных, спросовых, ресурсных), что обременяет экономику созданием дополнительных неэффективных государственных институтов управления и затуманивает видение драйверов роста и приоритетов экономической политики.

Риски:
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 значительной части Резервного фонда. Поскольку это делается за счет сокращения инвестиционных (а порой и текущих) расходов, то можно говорить о «проедании» резервов фонда, так как положительный макроэкономический эффект этих мер сомнителен и краткосрочен. Социальные расходы не создают для государства в будущем налогооблагаемой базы, но могут привести к дальнейшей раскрутке инфляции, росту импорта, долларизации экономики, изъятию денег «в кубышку». В этих условиях перераспределение средств в пользу финансирования строительства жилья и инфраструктуры - в условиях снижения цен в строительстве - могло бы дать значимый положительный долгосрочный эффект. Однако пока государство не видит в этом необходимости и/или срочности. При сохранении такого же подхода к бюджету в следующем году (именно это включено в наш базовый сценарий) российская экономика вряд ли преодолет стагнацию.

Существенный вероятный риск: недооценка инфляции и недопонимание источников ее возникновения.

Отчасти проводимая государством политика наращивания государственных расходов может являться следствием недооценки рисков ускорения инфляции. Текущий правительственный прогноз предусматривает рост потребительских цен на 13% в 2009 году, и 10-11% в 2010 году. Между тем, начиная с декабря 2008 года, несмотря на замедление совокупного спроса, темпы роста базовой инфляции (с исключением сезонных товаров и административно регулируемых цен) в годовом выражении устойчиво превышают и без того высокие темпы роста потребительских цен. Кроме того, эффект девальвации рубля пока не сказался в полном объеме на динамике потребительских цен (это будет происходить еще несколько месяцев).

Активное использование средств Резервного фонда для финансирования расходов федерального бюджета с марта текущего года (то есть финансирование бюджета за счет эмиссии), неизбежно приведет к разогреву инфляционных процессов, и повышению темпа роста цен в текущем году до 15-17%. Даже если Правительству в 2010 г. удастся уложиться в 5%-ный дефицит (как доля ВВП), то стабилизация темпов инфляции, по нашему мнению, будет достигнута весной 2010 года на уровнях 15-20% г/г.

В этих условиях государственная политика, направленная на сохранение или даже увеличение объема финансирования социальных обязательств в реальном выражении, может привести к возникновению порочного круга (рост расходов – рост инфляции – рост расходов), что в перспективе неизбежно приведет к резкому падению социальных расходов (либо вследствие дефицита ресурсов, либо вследствие «отрезвления»).

Кризис «плохих долгов» очень

Не подлежит сомнению, что Россия «уверенно движется» в сторону кризиса «плохих долгов» в банковском секторе.

вероятен,	Полученная на девальвации рубля прибыль дала передышку, которая активно используется многими банками для переоценки своих активов, проведения переговоров с заемщиками о реструктуризации долгов. Тем не менее, мы оцениваем риск такого кризиса как достаточно высокий и допускаем, что на рекапитализацию российских банков потребуется до 25% их совокупного капитала (750 млрд. руб.).
но для банковской системы есть и другие риски	Помимо этого в банковской системе существует несколько умеренных рисков со средней вероятностью осуществления. В первую очередь, это риск еще одной волны оттока вкладов в случае потери устойчивости банками из числа ТОП-30; во-вторых, - риск отказа заемщиков от ипотечных кредитов в случае понижения цен на недвижимость и «отягощение» балансов банков неработающими активами (квартирами), в-третьих, риск ухудшения финансовой дисциплины и нарастания неплатежей в реальном секторе.
Банк России обладает достаточным ресурсом, чтобы справиться с каждым из них поодиночке.	Пока мы прогнозируем умеренные масштабы этих рисков: даже если отток вкладов населения составит порядка 10% всех депозитов (около 600 млрд. руб.), возврат невыплаченных кредитов по ипотеке - порядка 30% (еще 300 млрд. руб.), для Банка России не составит труда «закачать» такие средства в банковскую систему в течение 2-3 дней. Потенциальная угроза неплатежей в корпоративном секторе (по расчетам с поставщиками и корпоративными облигациями) явно более серьезна, но сегодня количественно оценить масштаб этого явления пока затруднительно.
Но что если все сразу?..	Серьезным испытанием для банковской системы может стать одновременное проявление означенных рисков, но сегодня нет серьезных оснований закладывать такое развитие событий в наш базовый сценарий.
Вероятный незначительный риск: 10-15% девальвация в конце 2009-начале 2010 года	Гораздо более вероятным событием является новая «ступенька» девальвации рубля к бивалютной корзине. При углублении мировой рецессии в 4 квартале 2009 г. и падении цен на нефть до 35 долл./барр. ¹ она становится практически неизбежной. В этом случае мы ожидаем существенного усиления давления на платежный баланс за счет снижения экспортных поступлений, а также более активного использования средств Резервного фонда для финансирования бюджетных расходов. Оказавшись в такой ситуации, Банк России может пойти на умеренную девальвацию рубля (10-15%). В то же время, если нефтяные цены продолжат медленный рост (а при определенных обстоятельствах ² даже если останутся на нынешнем уровне в 50 долл./барр.), дальнейшей девальвации рубля (по причине неустойчивости платежного баланса) в 2009 г. не будет: для нее просто не будет никаких предпосылок.
Два сценария на 2009 г.: «хороший» и «плохой» отличаются качественно	Поскольку опыта жизни в условиях циклического падения у российской экономики нет, то любые прогнозы неизбежно должны опираться на некоторые гипотезы относительно того, как экономика России будет реагировать на изменившиеся внешние и внутренние условия. Основными такими гипотезами для нашего прогноза стали темпы восстановления кредитной

¹ Этот сценарий мы считаем весьма вероятным, и поэтому наш прогноз средней цены на нефть в 2009 году составляет 40 долл./барр. против 42,5 долл./барр. за январь-март.

² Если чистый отток капитала из России составит в 2009 г. не более 70 млрд. долл.

активности банковской системы и интенсивность импортозамещающего роста. В итоге у нас получились два варианта прогноза, которые не только количественно, но и качественно отличаются друг от друга.

Для «хорошего» сценария должен быстро проявиться эффект импортозамещения

«Хороший» сценарий исходит из того, что сильное сокращение внутреннего спроса (-8,6%) не окажет существенного влияния на производство товаров и услуг на внутренний рынок, которое «застынет» в целом на уровне прошлого года, но приведет к сокращению импорта более чем на треть в физическом выражении. Девальвация рубля и ужесточение условий кредитования для импортеров будут с неизбежностью ограничивать доступность импортных товаров и направлять спрос на приобретение товаров отечественного производства. Надежда на то, что эффект импортозамещения быстро проявится в российской экономике, безусловно, является одной из ключевых предпосылок для «хорошего» сценарий.

Этот сценарий предполагает снижение ВВП в 2009 г. на 5%³, что складывается из сокращения внешнего спроса (3,5-4,0 п.п. ВВП) и сокращения прироста запасов (0,6-1,0 п.п. спада). Мы ожидаем сокращения розничного товарооборота на 5,6% и инвестиций на 14,4%, а вот государственное потребление, по нашим оценкам, вырастет на 1-2%. Прогнозы личного и инвестиционного потребления отражают как процессы в частном секторе (снижение заработной платы (на 7%), прибыли, ограниченную доступность заемных ресурсов), так и изменения в бюджете. С одной стороны, федеральное правительство намерено повысить социальные трансферты и заработную плату бюджетников на 7-10% в реальном выражении при существенном сокращении расходов инвестиционного характера, которое гораздо сильнее проявится на региональном уровне.

«Плохой» сценарий подразумевает серьезный банковский кризис

Если же отечественные производители не воспользуются определенным ослаблением конкуренции со стороны импорта и не смогут увеличить предложение своих товаров и услуг, а (и это самое главное) банковская система испытает серьезные потрясения и не только не сможет облегчить доступ реального сектора к кредитным ресурсам, но и вынуждена будет сокращать объем выданных кредитов, латая дыры в банковских балансах, то падение ВВП России в 2009 г. может превысить те «минус 7-8%», которые ожидаются по итогам первого квартала⁴.

В «плохом» сценарии риски девальвации и роста инфляции резко возрастают

«Плохой» сценарий подразумевает гораздо более сильное падение инвестиций (более 25%) из-за ограниченности финансовых ресурсов в экономике, интенсивно расплачивающейся по внешним долгам и промышленности (более 8%) из-за ограниченного эффекта импортозамещения.

Слабое импортозамещение в текущих условиях может обострить три вопроса: сокращение инвестиционного и потребительского спроса по причине сокращения доходов, ухудшение сальдо

³ В действительности этот прогноз означает, что падение ВВП в первые два месяца текущего года (минус 8%) было избыточным и уже к середине года за счет импортозамещения должен произойти небольшой «отскок» вверх, который, впрочем, не обретет характер мощного тренда и не позволит российской экономике избежать стагнации в 2010 г.

⁴ На самом деле, если российская экономика не совершит «отскок» вверх после падения в начале этого года, а останется «неподвижно лежать на дне» (под этим мы понимаем нулевые темпы роста к предыдущему кварталу со снятой сезонностью в течение второго-четвертого кварталов 2009 г.), то по итогам года ВВП снизится на те самые 7-8%.

текущих операций, что будет повышать вероятность девальвации рубля, и рост инфляции до «непредсказуемых» уровней (20% и выше).

Если предположить, что при прочих равных условиях, сокращение импорта в «плохом» сценарии составит не 33% (как в «хорошем»), а только 20% (цена вопроса – 40 млрд. долл.), то околонулевое сальдо текущих операций превращается в резко отрицательное, и существенная девальвация рубля (около 20%) в текущем году становится неизбежной.

В этих условиях импорт инфляции в экономику России может пойти очень быстрыми темпами. Если уже состоявшаяся девальвация может оказать умеренное влияние на изменение внутренних цен (за счет сокращения торговой наценки предприятий), то еще одна «ступенька» в падении рубля практически полностью будет перенесена в конечную стоимость. В этих условиях темпы роста цен могут уже в начале 2010 г. достигнуть уровня 20%, что выходит за пределы «управляемой» инфляции.

Отсутствие реакции российской экономики на девальвацию рубля предполагает дальнейшее сокращение заработных плат в частном секторе и уменьшение собственных источников инвестирования, в результате чего сокращение инвестиций может составить более 25%.

Прогноз 2010:
рост внутреннего
спроса – импорт =
стагнация?

На 2010 год мы прогнозируем стагнацию российской экономики. По нашему мнению, рецессия в мировой экономике продлится дольше года, поэтому сколько-нибудь существенный подъем российской экономики за счет повышения внешнего спроса практически исключен. Внутренние ресурсы для роста в условиях радикального - и частного и государственного – сокращения инвестиций будут весьма ограничены. Наиболее вероятный вариант 2010 года – восстановление совокупного спроса, ведущего к росту потребления более качественной (импортной) продукции, на которой в 2009 году пришлось экономить.

Кризис – время извлекать уроки из сделанных ошибок. Бизнесу предстоит озаботиться повышением производительности труда и качества продукции; населению нужно учиться зарабатывать и сберегать, а не тратить, залезая в долги, и вообще жить по средствам; государству нужно начать решать задачу эффективного распределения ограниченных ресурсов и создавать стимулы для роста экономики, а не пытаться силовым образом заставить её действовать «правильно».

Если этого не произойдет, то сильная зависимость российской экономики от цен на нефть и газ так и останется единственным (причем, далеко не новым) выученным уроком. В этом случае через какое-то время мы снова наступим на те же грабли...

Что будет с платежным балансом и курсом рубля?

Сырьевая
зависимость –
куда цены, туда и
экспорт.

Динамика российского экспорта будет целиком определяться мировыми ценами на металлы и углеводороды, которые составляют три четверти всего экспорта. Поскольку мы не ожидаем выхода мировой экономики из глубокой рецессии, то

мы и не прогнозируем существенного роста цен на сырье⁵ в текущем году. В этом случае при среднегодовом уровне цен на нефть марки Urals (в районе 40 долл./барр., падение почти на 60% год к году) и снижении физических объемов экспорта на 8-10% за год, стоимость экспорта не превысит 250-260 млрд. долл. (472 млрд. долл. годом ранее и менее 20 млрд. долл. в среднем за январь-февраль 2009 г.).

Кредитно-девальвационный механизм регулирования импорта....

Динамика импорта за последние несколько месяцев указывает на его сжатие примерно на треть в январе-феврале (к тому же периоду прошлого года). С учетом фактора сезонности в целом за 2009 г. импорт товаров, вероятнее всего, не выйдет за пределы 190-200 млрд. долл. (292 млрд. долл. в прошлом году). При этом основным сдерживающим фактором будет являться даже не девальвация рубля, а крайне вялое кредитование населения и бизнеса.

.... позволит удержать торговый профицит,

Таким образом, положительное сальдо торгового баланса в 2009 г. может составить 50-70 млрд. долл., причем приближение к нижней границе этого диапазона может сопровождаться формированием отрицательного торгового сальдо в отдельные месяцы. Традиционно отрицательное для России сальдо неторговых операций текущего счета начнет сжиматься и составит примерно половину от уровня конца прошлого года - около 40 млрд. долл. против 78 млрд. долл. в 2008 г.⁶ С одной стороны, чистый приток валюты будет сжиматься вследствие снижения доходности вложений в зарубежные активы и резкого сокращения золотовалютных резервов России, а также сокращения экспорта услуг из-за снижения мирового спроса. С другой стороны, в еще больших масштабах будут сокращаться дивидендные выплаты нерезидентам и реинвестированные доходы, а также оплата труда и текущие трансферты за рубеж (из-за снижения платежеспособного спроса на иностранную рабочую силу и, соответственно, их оплаты труда и денежных переводов за границу).

а неторговый дефицит -

- ослабит счет текущих операций.

Таким образом, по итогам года Россию ожидает весьма скромный профицит текущего счета платежного баланса, чей уровень вряд ли превысит в 2009 г. 15-20 млрд. долл. (1,4%-1,8% ВВП). Традиционно первое полугодие, и особенно второй квартал, оказываются гораздо более благоприятными в этом смысле, нежели вторая половина года. Это означает, что при реализации нашего прогноза возникает серьезная угроза «обнуления» сальдо текущих операций во втором полугодии. А как показали события прошлого года (впрочем, как и 1998-го) Россия «не умеет» жить в таких условиях, и единственным выходом оказывается девальвация рубля с целью снижения импорта.

Нерезиденты много не дадут, но пойдут на реструктуризацию.

Одновременно с этим, в текущем году сохранится значительное давление на платежный баланс по счету капитальных операций. «Плановый» объем погашения внешних долгов в текущем году должен был составить порядка 130 млрд. долл., но уже понятно, что существенная часть этих платежей будет реструктурирована и отсрочена на последующие годы. В своем прогнозе мы

⁵ Повышение мировых цен на нефть на \$10/баррель увеличивает российский экспорт на 17,5 млрд. долларов, из которых, как минимум, две трети (11,5 млрд. долл.) достанутся бюджету. Понятно, что при дефиците бюджета, который превышает 85 млрд. долларов эта «добавка» не сильно меняет общее его состояние.

⁶ Процесс сжатия отрицательного сальдо неторговых операций продолжится и в 2010 г.

предполагаем, что банки реструктурируют (рефинансируют) не более 10-15% долговых платежей, а нефинансовый сектор сможет добиться большего – реструктурировано будет от 40% до 60% предстоящих платежей. Это означает, что итоговая сумма платежей по внешнему долгу в 2009 г. составит от 80 до 95 млрд. долл.

Текущее состояние мирового кредитного рынка делает практически закрытым доступ российских банков и предприятий к рынку капитала. Помимо уже одобренного китайского кредита для Транснефти и Роснефти на 25 млрд. долл. вряд ли следует ожидать, что российские компании смогут привлечь более 20 млрд. долл. в течение года. Приток прямых иностранных инвестиций в страну по сравнению с прошлым годом сократится более чем в два раза и не превысит 20 млрд. долл.

Валютные активы будут расти, но гораздо медленнее.

Мы не видим оснований предполагать, что процесс наращивания ВАЛЮТНЫХ АКТИВОВ частным сектором остановится, хотя его интенсивность безусловно будет ниже, чем в прошлом году. Впрочем, это в решающей мере будет зависеть от того, удастся ли Банку России избежать ещё одного витка девальвации рубля в конце текущего года. Пока мы исходим из того, что иностранные активы российских резидентов в 2009 г. увеличатся (с учетом фактического прироста активов в январе) всего на 50 млрд. долл. (что в 3-4 раза меньше, чем 2007-2008 гг., но сопоставимо со среднегодовым уровнем 2002-2006 гг.).

Но достаточно, чтобы обеспечить чистый отток капитала.

В результате ЧИСТЫЙ ОТТОК КАПИТАЛА из частного сектора в 2009 г. может составить 65-100 млрд. долл. против 130 млрд. долл. годом ранее.

Платёжный баланс создает умеренные угрозы для Банка России,

С учетом состоявшегося снижения уровня валютных резервов в январе-феврале (25 млрд. долларов, очищено от курсовых переоценок) это означает, что при благоприятных условиях реструктуризации и новых заимствованиях платежный баланс будет представлять умеренную угрозу для Банка России – потенциальное сокращение валютных резервов до конца года оценивается нами в 20 млрд. долл., что в принципе, укладывается в рамки «статистической погрешности».

Которые проявятся к осени

Если же условия реструктуризации и притока капитала будут менее комфортными для российских заемщиков, то до конца года Банк России сможет потерять еще порядка 55 млрд. долл., а это уже может вплотную поставить вопрос о необходимости ещё одной «ступеньки» в девальвации рубля.

В любом случае, вопрос о девальвации встанет в повестку дня не раньше конца лета. С одной стороны, свою роль сыграет сезонный фактор, обеспечивающий весной и до середины лета превышение предложения валюты над спросом на неё, и обратное соотношение в конце лета – начале осени. С другой стороны, банки и многие компании смогли накопить существенные валютные резервы в период «управляемой девальвации» и смогут за их счет до середины лета осуществлять текущие платежи по долгу. Кроме того, на валютном рынке вряд ли раньше осени проявится эффект эмиссионного финансирования дефицита бюджета.

Курс рубля по-прежнему будет сильно зависеть от денежной политики

Ответ на вопрос, насколько успешно удастся Банку России удерживать курс рубля во втором полугодии, балансируя в условиях нулевого сальдо текущего счета и умеренного дефицита по счету капитала (2,5%-5% ВВП без учета января),

В следующем году ситуация не улучшится

будет в решающей мере определяться степенью жесткости его денежно-кредитной политики.

В 2010 году мы не прогнозируем существенного улучшения ситуации. Повышение нефтяных цен будет частично компенсироваться снижением цен на газ. Импорт, в свою очередь, будет понемногу оживать, как за счет оживления кредитной активности, так и за счет ограниченных масштабов импортозамещения. Отложенные в 2009 г. платежи по долгу станут срочными в следующем году, а ожидать экспансии иностранного капитала в Россию опять-таки не придется.

В итоге, мы считаем, что торговое сальдо немного сократится (до 40 млрд. долл.), а профит счета текущих операций не превысит 20 млрд. долл. (1,7% ВВП). Сальдо счета капитала будет оставаться отрицательным и может составить 75-100 млрд. долл. Всё это сделает неизбежным дальнейшее снижение уровня валютных резервов Банка России (примерно на 60-85 млрд. долл. в течение года).

Это означает, что если девальвации удастся избежать в 2009 г., то сделать это в 2010 г. будет крайне тяжело.

Что будет с реальным сектором?

Промышленность – переход от двузначного падения в начале 2009 года к стагнации в четвертом квартале

Мы не видим оснований прогнозировать быстрое окончание рецессии в российской промышленности. К такому безрадостному выводу нас подталкивают три момента. Во-первых, во второй половине прошлого года произошло резкое сжатие внешнего и внутреннего спроса, проявившееся в сокращении физических объемов экспорта и внутреннего потребления. Важным фактором, усилившим спад спроса, стало сжатие кредитных рынков. Во-вторых, очевидно, декабрьско-январский всплеск потребления некоторых товаров носит недолговечный характер, т.к. он подпитывался за счет «проедания» сбережений и «бегства» от инфляции в товары, а также ростом спроса на товары промежуточного потребления в связи с истощением накопленных в период роста цен производственных запасов. В-третьих, сильное падение стоимости рубля к бивалютной корзине и, особенно, к доллару оказало психологическое давление на общество, но для конкурентоспособности промышленности гораздо важнее динамика реального эффективного курса рубля. А он изменился достаточно слабо⁷, что не дает надежд на бурное импортозамещение.

Если предположить, что вслед за стабилизацией валютного курса постепенно оживится кредитная и потребительская активность, то тогда темпы падения промышленного производства в первом полугодии 2009 г. составят около 10% год к году, в третьем квартале уменьшатся до минус 5%, а в четвертом сойдут «на нет». При этом за весь 2009 г. промышленный выпуск сократится в «хорошем» сценарии примерно на 6-7%, а в «плохом» - на 8% (что означает потерю до 3 п.п. ВВП). В отличие от посткризисного 1999 г., когда промышленность выросла на 11%,

⁷ Номинальный курс рубля к доллару с 1 июля 2008 г. по 26 марта 2009 г. снизился на 47%, к бивалютной корзине – на 32%. Реальный эффективный курс рубля на конец февраля 2009г. (за март данных пока нет) по отношению к началу июля 2008г. снизился на 12%, а по отношению к началу декабря – на 18% .

Инвестиции в основной капитал – двузначное падение под влиянием снижения уровня загрузки мощностей и «жадности эгоистичных банкиров»

в 2010 г., после сопоставимого по масштабам падения, темпы роста промышленности будут, по нашим оценкам, близки к нулевой отметке.

Перспективы инвестиционной динамики в 2009 г. определяются как значительным падением выпуска прежде всего в промышленности, что само по себе снижает уровень загрузки мощностей и потребность в инвестициях, так и необходимостью для реального сектора осуществить значительные выплаты по внешнему и внутреннему долгу⁸.

Платежи российского реального сектора в погашение внешнего долга в 2009 г. в соответствии с графиком должны составить около 65 млрд. долл., при этом задолженность перед российскими банками, подлежащая погашению в текущем году, по объему немногим больше внешней задолженности. При сохранении «ступора» на внешнем и внутреннем кредитном рынке единственным источником выплат становятся собственные средства, а именно чистая прибыль и амортизация. Ориентировочно они составляют сумму сопоставимую с долговыми выплатами реального сектора.

Таким образом, даже при весьма благоприятных условиях реструктуризации долговых выплат для реального сектора (50% будет перенесено на более поздние сроки) выплаты по долгам могли бы сократить инвестиции в 2009 г. примерно на 20% (поскольку собственные средства обеспечивают около 40% инвестиций). Однако тенденции начала года таковы, что темпы падения инвестиций составляли в январе-феврале текущего года около 15%, при этом в феврале ухудшения ситуации не было. Этот факт может быть объяснен как более благоприятными условиями реструктуризации долговых выплат, так и значимым выигрышем экспортеров от девальвации рубля и уменьшения налоговой нагрузки в связи со снижением цен на нефть.

Наш прогноз динамики инвестиций в «хорошем» варианте для 2009г. близок к цифре начала года, а в «плохом» варианте может составить 20-25% год к году.

В 2010г., на наш взгляд, темп роста инвестиций в «хорошем» варианте все же выйдет в положительную область (5-6%), несмотря на стагнацию ВВП и промышленности, а значит на сохранение резерва мощностей, образовавшегося в результате падения выпуска в 2009 г. Дело в том, что российские производители зачастую существуют с импортерами в разных нишах, и для прямой конкуренции с ними на фоне девальвации и удорожания импортных товаров необходимы новые мощности несмотря на наличие свободных старых. В «плохом» варианте в 2010г. прирост может быть фактически нулевым из-за проблем с реструктуризацией задолженности и меньшего объема собственных средств в связи с не столь интенсивным импортозамещением.

⁸ Кредитное сжатие не является в целом для экономики значимым фактором, определяющим инвестиционную динамику, так как их доля в источниках инвестиций в 2008г. составила лишь немногим более 11%.

Что будет с населением?

Население будет приспосабливаться

В 2009 г. российскому населению предстоит нелёгкая жизнь – ему будет нужно приспосабливаться к снижению доходов и к снижению уровня потребления.

Поскольку основной «шок» падения доходов пришелся на конец 2008 г. мы ожидаем, что по итогам 2009 г. реальные располагаемые доходы населения, как и в январе-феврале не опустятся больше, чем на 5-7% от уровня прошлого года.

В «противовес» будет играть опережающая инфляцию индексация оплаты труда федеральных бюджетников, а также пенсий и социальных пособий. Однако региональные бюджеты, на долю которых приходится более 50% расходов консолидированного бюджета на оплату труда, будут индексировать зарплаты бюджетников гораздо умереннее (на 10% вместо 30% на федеральном уровне). С учетом этого влияние бюджетной политики на динамику доходов населения будет недостаточным для того, чтобы придать им в целом позитивную динамику.

В очевидном минусе окажется оплата труда в негосударственном секторе экономики (-7% в реальном выражении). Снижение выпуска и соответственно спроса на труд со стороны рыночных видов деятельности будет в течение всего года ограничивать рост расходов предприятий на оплату труда. По этой же причине в течение года будет сохраняться появившаяся в конце 2008 г. проблема задолженности по зарплате.

... ужав потребление

Сжатие располагаемых доходов населения на фоне стагнации объемов потребительского кредитования, по нашим оценкам, приведет к сокращению оборота розничной торговли на 5-6%. Углубление спада расходов на приобретение товаров по сравнению с показателем февраля 2009 г. будет объясняться эффектом «высокой базы» 2008 г. и тем, что адаптация потребления к произошедшему снижению доходов населения будет происходить с задержкой.

... и сбережения

Адаптация потребления к снижению доходов населения будет происходить при очень вялой динамике сбережений, которые будут «проедаться» тем более активно, чем менее доступными будут кредиты. С учетом сокращения в начале года мы ожидаем, что номинальные рублевые депозиты населения в банковской системе в течение года увеличатся менее чем на 15% (на 550-650 млрд. руб.), а доля валютных сбережений в общем объеме организованных сбережений составит (30%). Мы ожидаем, что прирост валютных депозитов за год составит около 700 млрд. руб., из которых около 500 будут объясняться эффектом от переоценки в начале года.

В 2010 г. показатели доходов населения, потребления и сбережений вернутся на траекторию роста с уровнями, близких к середине 2007 г.

Безработица останется умеренной, адаптация будет как обычно происходить за счет зарплат...

Антикризисная политика правительства в сфере занятости в значительной мере направлена предотвращению сокращения численности занятых на крупных и градообразующих промышленных предприятиях (за счет перевода работников в режим неполной занятости или отпусков по инициативе администрации). С учетом этого, общий уровень безработицы в

2009-2010 гг. не превысит 8-9% (5,5% в июне 2008 г.). Несмотря на многочисленные разговоры о создании новых рабочих мест и общественные работы для потерявших работу, нам кажется, что для безработных все ограничится выплатой повышенных пособий.

Что будет с банками?

В 2009 г. банки должны вернуть 66 млрд. долл.

Безусловно, главной «темой» для российской банковской системы в 2009 г. станет угроза кризиса «плохих долгов», который может потребовать решительных и нетривиальных действий государства по преодолению кризиса. Ставшая привычной накачка банковской системы ликвидностью в условиях данного кризиса не сможет сыграть положительную роль, а, скорее всего, приведет к затягиванию кризиса во времени.

Вместе с тем, мы считаем, что с учетом доли и роли госбанков в российской банковской системе кризис «плохих долгов» окажет меньшее влияние на устойчивость системы в целом по сравнению с другими странами, где при том же уровне проблем отсутствуют доминирующие банки⁹.

Как мы уже отмечали, одним из важнейших факторов, который будет определять скорость восстановления российской экономики, станет восстановление механизмов кредитования реального сектора со стороны отечественной банковской системы. А здесь, помимо проблем с качеством старого кредитного портфеля, российские банки могут столкнуться с серьезнейшей проблемой – сжатием своих балансов, что будет определяться платежами по внешним долгам.

В 2009 году российские банки должны вернуть зарубежным кредиторам около 66 млрд. долл.¹⁰, что эквивалентно примерно 2,3 трлн. руб. Помимо этого примерно половину этой суммы (при условии 50%-ной реструктуризации) предстоит погасить предприятиям нефинансового сектора. Если предположить, что нефинансовый сектор произведет оплату примерно 50% этой суммы со счетов в российских банках, то получается, что совокупный баланс банковской системы может «усохнуть» более чем на 10% (около 3 трлн. рублей).

Придется отдать ликвидность и накопленные валютные активы

Безусловно, в первую очередь «пострадают» наиболее ликвидные активы – мы считаем, что за счет этого будет профинансировано около трети платежей. Вполне вероятно, какую-то часть средств предприятия-должники смогут накопить в течение года, но это означает, что не следует ожидать существенного прироста депозитов нефинансового сектора в банковской системе.

Внутренние пассивы не будут расти

Центральный банк, судя по его политике в феврале-марте, отнюдь не горит желанием увеличивать объемы кредитования банковской системы.

⁹ Однако при этом следует отметить, что и у госбанков нет иммунитета против плохих долгов, просто им гораздо проще получить, практически, неограниченную поддержку от своих акционеров. Если же помощь акционеров будет предоставляться госбанкам без расчистки их балансов, то в недалекой перспективе эти банки смогут попасть в тяжелейшее положение.

¹⁰ Для целей количественного прогноза мы считаем, что 15% этой суммы будет реструктурировано или рефинансировано.

...кроме депозитов населения	В результате, вся надежда – на бюджет (200 млрд. руб. для ВТБ и 225 млрд. руб. как субординированные кредиты другим банкам) и на население, но и здесь не приходится рассчитывать на многое. Если население отреагирует на повышение процентных ставок по депозитам, а Центральному банку удастся отсрочить девальвацию за пределы года, то мы ожидаем, что за год объем депозитов населения вырастет на 22% до 7,2 трлн. руб.
Быстрого роста кредитования не предвидится	В итоге у нас получается, что баланс банковской системы, скорее всего, останется неизменным по объему, а это означает, что совокупный объем кредитования нефинансового сектора вырастет в течение года крайне незначительно, на 300-500 млрд. руб., несмотря на временный всплеск кредитования в начале года.

Что будет с бюджетом?

Бюджет -2009 был согласован в конце марта	После согласования в конце марта поправок в бюджет- 2009 перспективы его исполнения стали достаточно определенными. Учитывая консерватизм оценки доходов, бюджет с большой вероятностью будет «перевыполнен» благодаря инфляционной «премии». По нашему прогнозу суммарные доходы бюджета при среднегодовом уровне нефтяных цен около 40 долл./барр. окажутся несколько выше оценки правительства (около 7 трлн. руб.).
Минфин получит инфляционную премию...	Это означает, что Минфин не будет иметь проблем с исполнением согласованного объема расходов в 9,7 трлн. руб., в границах утвержденного дефицита (около 7,4% ВВП без «квазибюджетных» расходов) и получит небольшой резерв.
... и дополнительные расходы	Однако более высокая инфляция, сулящая дополнительные доходы бюджету, также может стоить ему дополнительных расходов. Отдельные обязательства бюджета, такие как пенсионные выплаты, потребуют их автоматической корректировки в течение года в случае превышения фактической инфляции над заложенной в бюджет. Это может вылиться в дополнительные трансферты Пенсионному фонду.
Опасные дисбалансы регионов...	Кроме того, поправки в бюджет 2009 г. недостаточно учитывают риски, связанные с возможной несбалансированностью региональных бюджетов. В отличие от федерального бюджета, в условиях ожидаемого снижения доходов они вынуждены проводить не «оптимизацию», а настоящий секвестр расходов в номинальном выражении как минимум на 5-7%, а то и на 15-18% к уровню 2008 г. При этом в ряде крупнейших регионов для обеспечения сбалансированности потребуется гораздо более сильное снижение всех видов расходов, либо дополнительные трансферты из федерального бюджета. Кроме того возникает опасность дефолтов по субфедеральным бумагам.
... придется разруливать в «ручном» режиме	В случае реализации такого сценария мы предполагаем, что для поддержки регионов сверх 300 млрд. руб. трансфертов и кредитов, могут быть использованы как дополнительные доходы, так и часть средств, зарезервированных в бюджете на осуществление антикризисных мер, и предусмотренных для использования в «ручном режиме».
В 2010 г. чтобы выйти на 5%-ный	Устойчивость федерального бюджета в 2009 г. при

дефицит....	соответствующем использовании средств Резервного фонда практически не вызывает сомнений, однако в 2010 году федеральный бюджет, который предполагает дефицит в размере 5% ВВП, может потерять свою устойчивость и потребует серьезного изменения в бюджетной политике.
..Надо сократить расходы на 1,7% ВВП	В нашем сценарии рост цен на нефть в следующем году и соответственно нефтегазовых доходов обеспечивает в 2010 г. по сравнению с 2009 г. увеличение доходов бюджета с 16,8 до 17,5% ВВП. Тогда для того, чтобы «вписаться» в 5%-ный дефицит, расходы федерального бюджета должны ужаться на 1,7% ВВП (с 24,3% до 22,7% ВВП).
Индексация социальных выплат ведёт к дальнейшему искажению структуры расходов	<p>Такое сокращение внешне выглядит «несущественным», однако, около 40% обязательств федерального бюджета составляют социальные расходы. Если, как и в 2009 г., правительство пойдет на их ускоренную индексацию, то после этого на увеличение в номинальном выражении остальных расходов федерального бюджета средств практически не останется – и это на фоне двухзначной инфляции (!).</p> <p>Еще одним фактором, искажающим структуру расходов, в этих условиях станет плановое повышение регулируемых тарифов.</p> <p>Таким образом, проблема формирования и закрепления неэффективной структуры бюджета с растущей долей социальных обязательств в 2010 году не только не решается, но и усугубляется.</p>
... и ухудшению качества государственных услуг	Неравномерное изменение уровня расходов бюджета по разным статьям неизбежно повлечет за собой ухудшение качества работы государственных структур и бюджетных учреждений.
В 2010 г. правительству придется занимать	Между тем уже в 2010 году оставшегося объема Резервного фонда не хватит для финансирования дефицита бюджета, и правительству придется пойти на привлечение заимствований либо изменение правил использования Фонда национального благосостояния, который сейчас нельзя использовать для финансирования текущих расходов ¹¹ .

¹¹ Правительство, правда, нашло «изящный» способ обходить такое ограничение: средства ФНБ размещаются на депозиты в ВЭБе (Банке развития), который за их счет финансирует квазибюджетные расходы. По нашим оценкам, к концу 2010 г. примерно четверть ФНБ уже будет использована таким образом.

Наши Цифры. Результаты прогноза

Предпосылки

	факт		оценка	прогноз	
	2006	2007	2008	2009	2010
Внешние факторы					
Цена на нефть URALS, долл./барр.	61	69	95	40	50
Темпы роста ВВП США, %	2,9	2,2	0,5	-2,3	1,0
Темпы роста мировой торговли, %	9,4	7,2	4,6	-9,0	0,0
Курс евро/доллар	1,32	1,46	1,40	1,25	1,25
Процентные ставки UST10, % годовых	4,8	4,6	3,7	2,0	3,0
Внутренние факторы					
Приток прямых иностранных инвестиций, млрд. долл.	27	48	59	20	27
Экспорт нефти, млн. тонн	248,4	258,4	243	235	235
Экспорт природного газа, млрд. м ³	202,8	191,9	210	208	208
Экспорт нефтепродуктов, млн. тонн	103,5	111,8	114,0	115,4	117,6

«Хороший» сценарий

	Факт		Оценка	Прогноз	
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Национальные счета					
Номинальный ВВП, трлн. руб.	26,8	33,1	41,7	41,9	49,4
Номинальный ВВП, млрд. долл.	987	1 296	1 670	1 132	1 229
Реальный ВВП, рост %	6,7	8,1	5,5	-5,3	0,6
Внутренний спрос, рост % ¹⁾	10,8	13,1	9,3	-8,6	4,4
Внутренний спрос на отечественные товары, рост % ²⁾	6,9	8,5	6,6	0,1	0,1
Внешний спрос, рост % ³⁾	7,3	6,4	0,2	-12,6	1,3
Промышленность, рост %	6,3	6,3	2,1	-6,3	-1,1
Розничная торговля, рост %	13,9	16,1	13,0	-5,6	5,3
Инвестиции, рост %	13,7	21,1	9,1	-14,4	5,5
Экспорт товаров, рост в реальном выражении %	5,8	4,5	-0,1	-7,4	1,1
Импорт товаров, рост в реальном выражении %	23,8	30,4	15,2	-32,1	18,4
Денежные агрегаты и инфляция					
M0, % (дек/дек)	30,9	32,9	2,5	14,2	18,7
M2, % (дек/дек)	38,6	47,5	1,7	17,3	18,0
M2X, % (дек/дек)	36,3	44,2	7,2	21,6	12,9
Инфляция, % (дек/дек)	9	11,8	13,3	16,6	14,7
Федеральный бюджет					
Доходы, % ВВП	23,4	23,5	22,3	16,9	17,7
Процентные расходы, % ВВП	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6
Непроцентные расходы, % ВВП	15,3	17,6	17,8	23,7	22,1
Профицит (+) / дефицит (-)	7,4	5,4	4,1	-7,4	-5,0
Резервный фонд, млрд. долл. ⁴⁾	89,1	155,8	137	49	0
Фонд национального благосостояния, млрд. долл. ⁴⁾			88	80	79
Платежный баланс					
Экспорт товаров, млрд. долл.	304	354	472	253	269
Импорт товаров, млрд. долл.	164	223	292	196	230
Счет текущих операций, млрд. долл.	94	76	102	15	18
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	42	83	-133	-94	-77
Международные резервы, млрд. долл. ⁵⁾	304	476	423	317	256
Государственный долг					
Государственный внешний долг, % ВВП	5,1	3,4	2,8	3,4	2,8
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,8	3,4	4,8	5,0	5,2
Частный внешний долг, % ВВП	22,3	28,4	25,9	33,7	31,6
Государственный рейтинг, на конец года	BBB+	BBB+	BBB-	BBB-	BBB-
Валютный курс					
USD/RUR (на конец периода)	26	24,5	29,4	36,0	40,2
USD/RUR (средний)	27	25,6	24,9	35,3	40,2
EUR/RUR (на конец периода)	34,7	35,9	41,4	45,0	50,3
EUR/RUR (средний)	34,1	35,0	36,5	45,0	50,3
Номинальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), рост %	-3,3	0,6	2,6	31,5	8,8
Реальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), рост %	-9,4	-4,2	-4,7	21,7	-1,0

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

«Плохой» сценарий

	Факт		Оценка 2008 г.	Прогноз	
	2006 г.	2007 г.		2009 г.	2010 г.
Национальные счета					
Номинальный ВВП, трлн. руб.	26,8	33,1	41,7	40,9	48,5
Номинальный ВВП, млрд. долл.	987	1 296	1 670	1 059	1 110
Реальный ВВП, рост %	6,7	8,1	5,5	-8,3	0,0
Внутренний спрос, % ¹⁾	10,8	13,1	9,3	-11,3	2,5
Внутренний спрос на отечественные товары, рост % ²⁾	6,9	8,5	6,6	-5,3	-0,3
Внешний спрос, рост % ³⁾	7,3	6,4	0,2	-12,8	0,7
Промышленность, рост %	6,3	6,3	2,1	-8,4	-0,8
Розничная торговля, рост %	13,9	16,1	13,0	-5,8	3,7
Инвестиции, рост %	13,7	21,1	9,1	-25,2	0,7
Экспорт товаров, рост в реальном выражении %	5,8	4,5	-0,1	-7,2	1,5
Импорт товаров, рост в реальном выражении %	23,8	30,4	15,2	-27,8	10,9
Денежные агрегаты и инфляция					
M0, % (дек/дек)	30,9	32,9	2,5	15,6	17,8
M2, % (дек/дек)	38,6	47,5	1,7	20,3	19,6
M2X, % (дек/дек)	36,3	44,2	7,2	27,0	12,3
Инфляция, % (дек/дек)	9	11,8	13,3	19,7	16,7
Федеральный бюджет					
Доходы, % ВВП	23,4	23,5	22,3	17,6	18,6
Процентные расходы, % ВВП	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6
Непроцентные расходы, % ВВП	15,3	17,6	17,8	24,4	23,2
Профицит (+) / дефицит (-)	7,4	5,4	4,1	-7,4	-5,2
Резервный фонд, млрд. долл. ⁴⁾	89,1	155,8	137	55	15
Фонд национального благосостояния, млрд. долл. ⁴⁾			88	77	78
Платежный баланс					
Экспорт товаров, млрд. долл.	304	354	472	254	272
Импорт товаров, млрд. долл.	164	223	292	208	229
Счет текущих операций, млрд. долл.	94	76	102	5	25
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	42	83	-133	-93	-119
Международные резервы, млрд. долл. ⁵⁾	304	476	423	264	167
Государственный долг					
Государственный внешний долг, % ВВП	5,1	3,4	2,8	3,9	2,9
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,8	3,4	4,8	5,2	5,4
Частный внешний долг, % ВВП	22,3	28,4	25,9	33,4	29,5
Государственный рейтинг, на конец года	BBB+	BBB+	BBB-	BBB-	BBB-
Валютный курс					
USD/RUR (на конец периода)	26	24,5	29,4	40,0	45,0
USD/RUR (средний)	27	25,6	24,9	36,3	45,0
EUR/RUR (на конец периода)	34,7	35,9	41,4	50,0	56,3
EUR/RUR (средний)	34,1	35,0	36,5	46,3	56,3
Номинальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), рост %	-3,3	0,6	2,6	35,2	18,6
Реальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), рост %	-9,4	-4,2	-4,7	22,5	6,2

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

НЭП подготовили:

Акиндинова Наталья**Балашова Елена****Петроневиц Максим****Смирнов Сергей**

Вильф Виктория

Кондрашов Николай

Алексащенко Сергей**Миронов Валерий****Пухов Сергей**

Минзулин Евгений

Ивликова Наталья

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>.**ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ – ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ:**тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

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