

Квартальное обозрение

КВАРТАЛЬНОЕ ОБОЗРЕНИЕ

ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ

I квартал
2009 г.

ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ

ОСНОВНОЕ		2
О МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ	ВВП и ТОРГОВЛЯ	4
	НЕФТЬ	5
	ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	6
ОБ ЭКОНОМИКЕ РОССИИ	РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	8
	ДЕНЬГИ, КУРС, ИНФЛЯЦИЯ	13
	БАНКИ	19
	НАСЕЛЕНИЕ	22
	ГОСФИНАНСЫ	24
	ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	27

Под редакцией С.В. Смирнова

Основное

Основные итоги

Первый удар мирового финансового цунами, обрушившись на Россию, положил конец десятилетней эпохе «нефтяного процветания». Резкое падение мирового спроса на основные товары российского экспорта (нефть, газ и металлы), усугубленное стремительным, можно даже сказать «паническим», бегством иностранного капитала, подорвали стабильность платежного баланса, практически остановили процессы кредитования, создали реальные угрозы для выживания банковского сектора, резко сократили внутренний потребительский и инвестиционный спрос, а вследствие этого – производство многих видов промышленной продукции, занятость и доходы населения.

Мировой кризис 2008 г. сделал очевидным то, что раньше было не столь очевидно или осознавалось не в полной степени:

- Любая рыночная экономика развивается не поступательно, а циклически. В истории было много моментов, когда этот тезис казался устаревшим или неприменимым к «особым» обстоятельствам той или иной страны, но жизнь каждый раз убеждала в его справедливости;
- Российская экономика гораздо сильнее зависит от мировых цен на нефть, чем казалось раньше. К тому же она сильно зависит от цен на металлы, что сделало ее еще более уязвимой в сравнении с другими странами-экспортерами нефти;
- Российская экономика (как и экономика любой другой страны, кроме США) в настоящее время не может стать «тихой гаванью» в условиях глобального кризиса. Особенно это касается развивающихся рынков. Если капиталы бегут с других развивающихся рынков, они уходят и из России;
- Динамика спроса в российской экономике в очень значительной мере зависит от доступности кредитных ресурсов. «Паралич» процессов кредитования радикально снижает внутренний спрос на отечественные и импортные товары, на жилье и т.д.;
- Иностранные кредиторы вовсе не горят желанием обратить взыскание за несвоевременный возврат кредитов на находящиеся у них в залоге акции крупнейших российских компаний. Они явно предпочитают договориться о разумных схемах рефинансирования, подтверждая справедливость пословицы: «маленькие долги – проблема заемщика, большие долги – проблема кредитора».

За счет постепенной девальвации рубля, бюджетной «подпитки» и политики высоких процентных ставок денежным властям России удалось избежать краха банковской системы и более или менее стабилизировать платежный баланс. «Побочными» эффектами этих мер стали высокая инфляция, большой бюджетный дефицит и значительное снижение международных валютных резервов. Справится с этими проблемами в ближайшие годы будет не так-то легко.

Кроме того, на этот раз девальвация (в отличие от кризиса 1998 г.) не создала достаточных стимулов для импортозамещения: одновременно с рублем девальвировались валюты многих стран-торговых партнеров, так что ослабление реального эффективного курса рубля (то есть того индикатора, который показывает, в какой мере повысилась «усредненная» конкурентоспособность российских производителей) было достаточно скромным.

Основные вызовы и риски

России еще предстоит пройти второй «виток» кризиса, который будет определяться уже не внешними, а внутренними факторами: неплатежами в реальном секторе; невозвратом кредитов в банковском секторе; снижением производства и прибыли;

падением занятости и доходов населения; сокращением потребительского и инвестиционного спроса; нарастанием инфляции; сдуванием ценового «пузыря» в секторе жилищного строительства.

В 2009 г. практически нет шансов на восстановление процессов кредитования экономики: невозможность адекватно оценить принимаемые на себя риски в условиях убыточности большинства отраслей реального сектора удержит банки от выдачи кредитов даже в том случае, если у них будут для этого необходимые финансовые ресурсы.

Режим «ручного управления» экономикой, все чаще практикуемый российским правительством, скорее всего, позволит выжить нескольким крупнейшим (так называемым «стратегическим») предприятиям. Однако, во-первых, денег на всех не хватит, а во-вторых – пока деньги даются не под конкретные и хотя бы вчерне проработанные планы реструктуризации бизнеса, а под «социально обоснованные» потребности. В результате закладываются диспропорции, для устранения которых потребуются новый кризис.

Несмотря на доказанную в ходе развернувшихся антикризисных действий «боеготовность» Банка России, а также наличие накопленных финансовых ресурсов (у Банка России и в резервных фондах Правительства) судьба российской экономики в ближайшей перспективе будет, скорее, определяться динамикой мировой экономики (ценами на нефть и металлы, открытием лимитов на развивающиеся рынки), а не усилиями российских денежных властей. Если цены на нефть к концу 2009 года упадут, как того пока ожидают многие эксперты, избежать новой девальвации будет почти невозможно.

О мировой экономике

ВВП и торговля

Прогнозы темпов роста основных стран и мировой экономики в 2009-2010 гг.

Страна/ Источник прогноза	Дата	2009	2010
США			
Опрос Blue Chip Economic Indicators	Апр.	-2,6	1,8
Опрос The Economist	Апр.	-2,7	1,4
ОЭСР	Март	-4,0	0,0
МВФ	Март	-2,6	0,2
Опрос National Association for Business Economics	Фев.	-1,9	2,4
Опрос FRB of Philadelphia ¹	Фев.	-2,0	2,2
US Office of Management and Budget	Фев.	-1,2	3,2
US Congress Budget Office	Янв.	-2,2	1,5
Европейская Комиссия	Янв.	-1,6	1,7
Еврозона (16 стран)			
Опрос The Economist	Апр.	-3,4	0,2
ОЭСР	Март	-4,1	-0,3
МВФ	Март	-3,2	0,1
European Central Bank	Март	-3,2 ÷ -2,2	-0,7 ÷ +0,7
Опрос European Central Bank ¹	Фев.	-1,7	0,6
Европейская Комиссия	Янв.	-1,9	0,4
Япония			
Опрос The Economist	Апр.	-6,5	0,4
ОЭСР	Март	-6,6	-0,5
МВФ	Март	-5,8	-0,2
Опрос Economic Planning Association ²	Март	-4,1	1,1
Европейская Комиссия	Янв.	-2,4	-0,2
Китай			
ОЭСР	Март	6,3	8,5
Всемирный банк	Март	6,5	-
Опрос Reuters	Март	7,8	н.д.
МВФ	Янв.	6,7	8,0
Мир-ВВП³			
МВФ	Март	-1,0 ÷ -0,5	1,5 ÷ 2,5
Всемирный банк	Март	-1,7	2,3
ВТО	Март	-1 ÷ -2	-
Всемирный банк	Фев.	-1,5	-
Мир-Мировая торговля			
ОЭСР	Март	-13,2	1,5
ВТО	Март	-9,0	-
Всемирный банк	Фев.	-6,0	-

Примечание. 1. Survey of Professional Forecasters. 2. Для финансового года. 3. МВФ «взвешивает» ВВП стран по ППС, Всемирный банк – по текущим курсам.

Рекордное снижение производства

Первый мировой кризис эпохи глобализации начался в США, но потом поразил практически все страны, сначала развитые, а потом и развивающиеся. Падение ВВП в четвертом квартале 2008 г. составило: в США – 0,8%, в Еврозоне – 1,5%, в Японии – 4,3% (все цифры приведены в выражении «год к году»). При этом в Китае рост замедлился до 6,8%, что существенно ниже обычных для этой страны темпов.

Еще более впечатляющий спад наблюдался в промышленности (этот сектор, как всегда, сильнее чем экономика в целом отреагировал на циклический кризис). Здесь за январь-февраль 2009 г. падение достигло: в США – 11% (год к году), в Еврозоне – 16%, в Японии – 34% (!). Темпы промышленного роста в Китае снизились до 3,8% г/г, а ведь здесь еще недавно промышленность на 15-18% за год росла...

Падение объемов торговли

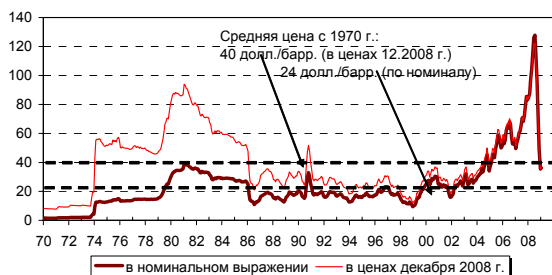
Обвалились мировые товарные цены и объемы мировой торговли; центральные банки ведущих стран практически до нуля снизили свои процентные ставки; под влиянием масштабных денежных вливаний и в условиях возросшей неопределенности валютные курсы совершили резкие и разнонаправленные движения... Иными словами, по сравнению с докризисным состоянием «ландшафт» мировой экономики изменился быстро и радикально.

Тем не менее, большинство экспертов полагает, что масштабные антикризисные программы, принимаемые по всему миру, принесут свои плоды, и в 2009 г. кризис будет «купирован». Согласно последним прогнозам, по итогам 2009 г. в экономике США ожидается спад на 2,6-2,7%, в Еврозоне – на 3,2-3,4%, в Японии – на 5,8-6,5%. Мировой ВВП, как ожидается, сократится на 0,6-1,0% (вроде немного, но это самое большое падение мировой экономики после Второй мировой войны), а мировая торговля потеряет 6-

9% и даже более (самый большой спад за 80 лет).

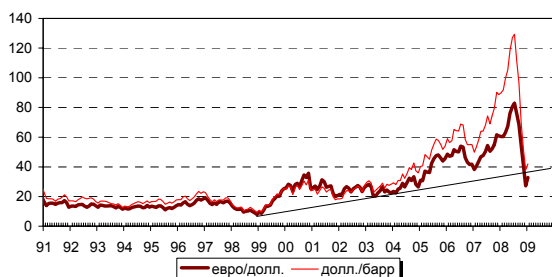
Нефть

Цены на импортируемую в США нефть, долл./барр.



Источники: Energy Information Administration, Bureau of Labor Statistics.

Цены на российскую нефть Urals, долл./барр.



Источники: Energy Information Administration, Reuters.

Новый равновесный уровень

Сокращение спроса из-за экономического спада, уход с рынка спекулятивного капитала, увеличение запасов нефти в хранилищах – все эти факторы привели к трехкратному снижению цен в конце 2008 – начале 2009 гг. В итоге цены упали до 40 долл./барр., что в реальном выражении соответствует среднему значению нефтяных цен с 1970 г.

Остановить падение нефтяных цен удалось за счет рекордного сокращения квот на добычу ОПЕК. Если в сентябре прошлого года страны картеля (без Ирака) добывали около 30 млн. барр. в сутки, то в начале 2009 года – менее 27 млн барр. в сутки.

Наблюдавшийся в марте рост нефтяных цен до 50 долл./барр., на наш взгляд, вызван не столько фундаментальными факторами, сколько новой волной обесценения доллара и формированием спекулятивного спроса на товарных рынках.

В ближайшие годы нефтяные цены будут расти

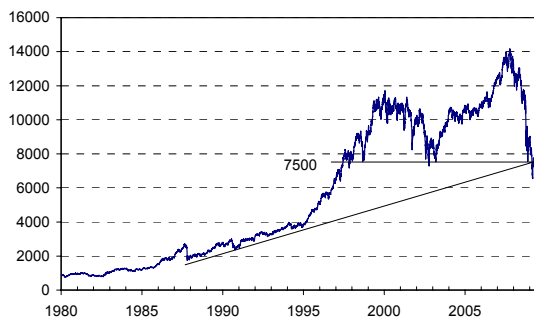
Согласно прогнозам Международного энергетического агентства (МЭА), в этом году мировой рынок нефти переживет рекордное за последние 27 лет падение спроса: на 2,4 млн барр./день или на 2,8%. В результате среднегодовая стоимость нефти Urals, по нашим оценкам, составит 40 долл./барр.

Однако уже в 2010 г. спровоцированное падением цен замораживание инвестиционных проектов может обернуться дефицитом нефти, тем более, что мировой спрос на нефть в следующем году, по всей видимости, начнет восстанавливаться. В дальнейшем рост спроса будет способствовать подъему нефтяных котировок.

Финансовые рынки

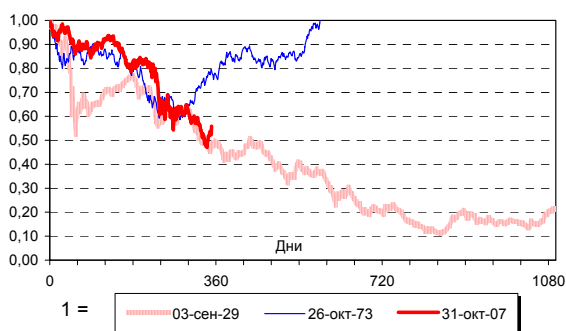
Фондовый рынок

Индекс Dow Jones Industrial Average в среднесрочной перспективе



Источники: www.djindexes.com, finance.yahoo.com

Индекс Dow Jones Industrial Average в условиях кризиса



Источники: www.djindexes.com, finance.yahoo.com

«Пузырь» сдулся

В конце февраля - начале марта индекс Dow Jones Industrial, пробив уровень поддержки 7500 пунктов, совпадающий с растущим 20-летним трендом, снизился до 6547 пунктов. Однако уже к концу марта антикризисные меры денежных властей, предусматривающие масштабные вливания денег в экономику, помогли вернуть рынок на уровень поддержки.

Быстрого восстановления не будет

Нынешнее падение фондового рынка по своим масштабам уже превзошло падение в ходе экономического кризиса начала 1970-х и в случае затяжной рецессии может оказаться сопоставимым с падением в годы Великой депрессии.

Однако наиболее вероятным развитием событий, по нашему мнению, является сценарий стагнации (бокового тренда) или слабого роста, когда рынок постепенно будет сближаться с долгосрочным растущим трендом.

Долговой рынок

Доходность казначейских облигаций США, %

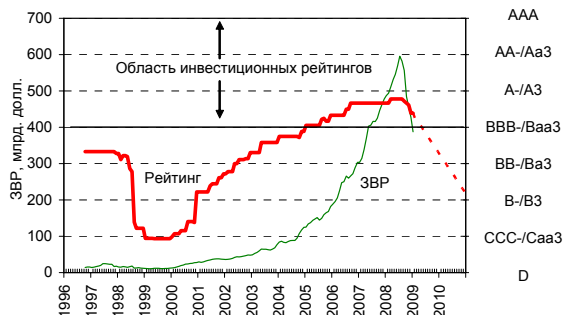


Источники: ФРС США, NBER

Краткосрочные ставки близки к нулю

Агрессивное снижение ставки ФРС привело к тому, что в настоящее время доходность по краткосрочным облигациям Казначейства США приблизилась к нулевой отметке, а доходность долгосрочных (10 летних) облигаций находится на минимальном уровне за последние 55 лет. Фактически доходность перестала быть ориентиром рынка, и инвесторы, в первую очередь, обращают теперь внимание на ликвидность и надежность финансовых инструментов. По мере выхода американской экономики из кризиса и усиления инфляционных рисков можно ожидать роста процентных ставок.

Динамика суверенного рейтинга и резервов



Источники: Fitch, S&P, Moody's, Банк России, Центр развития

Суверенный рейтинг России снижается

С конца сентября прошлого года международные рейтинговые агентства постепенно понижали долгосрочный рейтинг России в иностранной валюте, прежде всего, вследствие стремительного сокращения международных резервов (с конца августа 2008 г. по конец января 2009 г. они уменьшились на 200 млрд. долл. или почти на треть). Другой причиной снижения рейтингов стал внешний долг частного сектора (в т.ч. краткосрочный), который в условиях девальвации сильно вырос в рублевом эквиваленте. При неблагоприятном развитии событий уже этой осенью суверенный долгосрочный рейтинг России в иностранной валюте может опуститься ниже инвестиционного уровня («BBB-»/«Baa3»).

Валютный рынок

Динамика курса европейской валюты к доллару



Источники: Reuters, расчеты Центра развития (с учетом динамики ЭКЮ и немецкой марки).

В условиях кризиса любовь к доллару растет

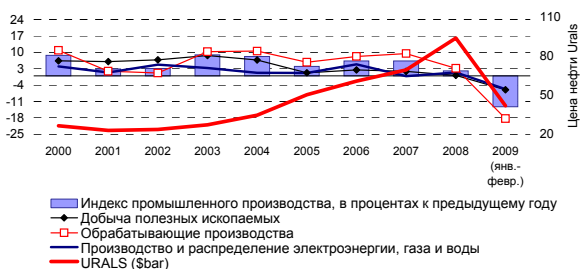
В феврале – начале марта 2009 г. курс евро стабилизировался на уровне чуть выше 1,25 за доллар, вернувшись к показателям ноября прошлого года. Планы ФРС США по покупке долгосрочных гособлигаций на сумму 300 млрд. долл. в течение ближайших шести месяцев привели к ослаблению доллара (прямого кредитования федерального бюджета со стороны ФРС в США не было с 1951 г., поэтому «сиюминутно» решения ФРС были истолкованы рынком как показатель слабости американской экономики). Однако дальше включается «кризисная логика». Она сводится к тезису: «если в США – плохо, у других будет еще хуже». Кроме того, предполагается, что американская экономика быстрее выйдет из кризиса за счет активных мер американских властей. Поэтому любая попытка играть на повышение европейской валюты (напомним, в середине 2008 г. она находилась вблизи своего исторического максимума 1,6 доллара/евро), вероятнее всего, будет обречена на провал. С другой стороны, в ближайшие годы вряд ли стоит рассчитывать на ослабление евро ниже 1 доллара/евро.

Об экономике России

Реальный сектор

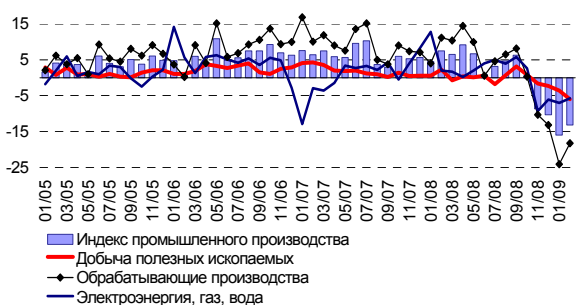
Промышленность

Динамика промышленного производства – до и после кризиса (прирост год к году, в %)



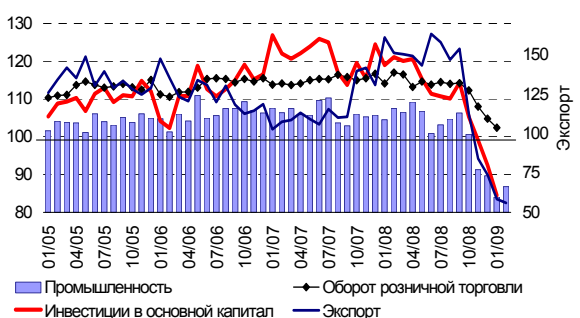
Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

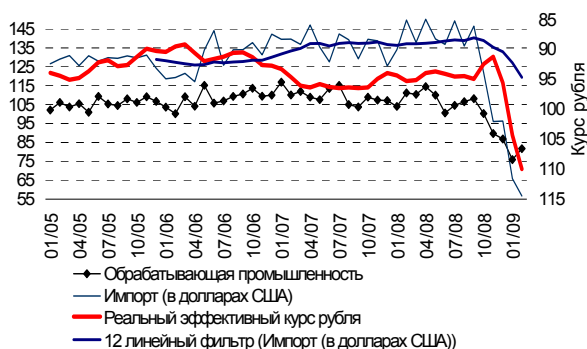
Двузначный спад производства из-за слабого спроса

Спрос на промышленную продукцию обвалился еще в октябре 2008 г., синхронно с другими кризисными экономиками мира. Об этом, в частности, говорит заметное снижение оптовых цен, которые в октябре снизились гораздо сильнее, чем это можно было бы объяснить динамикой нефтяных цен. Однако в связи с активным пополнением товарных запасов в октябре статистика производства зафиксировала слабо положительные темпы роста (0,6% год к году).

В ноябре возможности работы на склад иссякли, и началось фронтальное и глубокое снижение промышленного выпуска. Удивляться этому не приходится: российские экспортные отрасли тесно интегрированы в мировую экономику и не могли не отреагировать на глобальную рецессию. За ними потянулись их «отрасли тыловики» (производители оборудования), а также отрасли, ориентированные на потребительский рынок. При этом последние отреагировали на кризис заметно слабее: в конце концов, кризис - кризисом, а кушать хочется всегда (вследствие этого производство продуктов питания менее всего подвержено циклическим спадам). Кроме того, в условиях высоких девальвационных и инфляционных ожиданий, господствовавших в конце 2008 г. – начале 2009 г., «бегство в товары» подогрело спрос на непродовольственные товары (вот только сбережений прошлых лет, если их начать тратить, надолго не хватает).

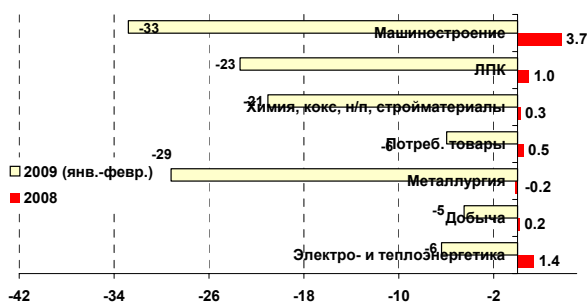
В целом по промышленности темпы падения были наибольшими в декабре – январе, когда производство снижалось в среднем на 15% год к году или примерно на 2 п.п. со снятой сезонностью. В феврале намечилось некоторое торможение спада: с учетом календарного фактора падение замедлилось до 10% год к году, а со снятой сезонностью темпы снижения

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



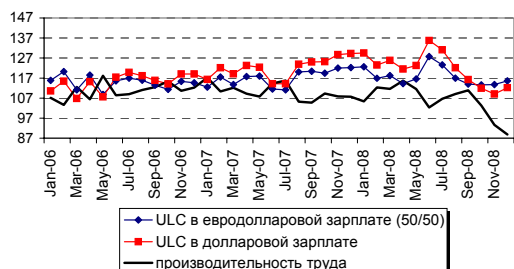
Источники: Росстат, Центр развития.

**Прирост выпуска в 2008–2009 гг.
в секторах промышленности (год к году, в %)**



Источники: Росстат, Центр развития.

**Индикаторы конкурентоспособности:
рост производительности труда и удельных
трудových издержек (ULC) в обрабатывающей
промышленности России, г/г, %**



Примечание. Показатель ULC (Unit Labour Cost) – частное от деления роста заработной платы на рост производительности труда.

Источники: Росстат, расчеты Центра развития.

сократились почти вдвое. Впрочем, считать, что отныне ситуация будет постепенно выправляться, особых оснований нет.

В январе – феврале 2009 г. наибольший спад – на уровне почти 50% год к году – наблюдался в производстве электрооборудования. На 30-35% сократился выпуск в металлургии, производстве стройматериалов, производстве химической продукции, обработке древесины и производстве транспортных средств (при этом производство легковых автомобилей обвалилось на 75%). В меньшей степени кризисное падение затронуло добычу полезных ископаемых, нефтепереработку, электроэнергетику и пищевую промышленность. Здесь снижение составило в среднем около 5%.

Импортозамещения не будет?

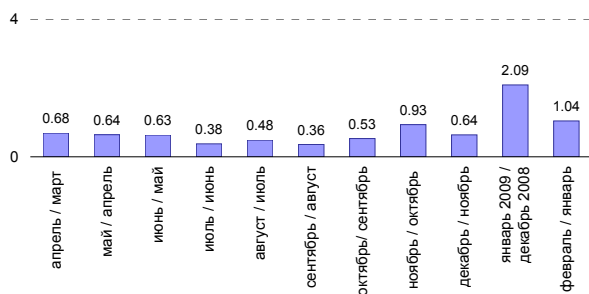
В 1998-1999 гг. вызванный девальвацией рубля бурный процесс импортозамещения, сыграл ключевую роль в относительно быстром выходе экономики из кризиса. Сейчас, на фоне одновременного быстрого обесценивания национальных валют большинства стран – торговых партнеров России, ослабление реального эффективного курса рубля многократно уступает масштабам прошлого кризиса.¹ Существует ли в этих условиях надежда на то, что импортозамещение вновь «вытянет» российскую экономику из кризиса? С одной стороны, сокращение импорта, действительно, довольно существенно: в январе-феврале – примерно на треть к предыдущему году. Вот только вряд ли это целиком определяется с девальвацией рубля. Скорее, сжатие импорта связано со стагнацией спроса и кредитования, а эти факторы затрагивают не только импортеров, но и отечественных производителей. Поэтому больших шансов на интенсивное импортозамещение (а значит, и быстрое восстановление экономики) сейчас нет.

Конкурентоспособность российской промышленности падает из-за высокой инфляции и медленного снижения издержек

Устойчивому повышению

¹ С августа 1998 г. по январь 1999 г. реальный эффективный курс рубля снизился на 85%, а с ноября 2008 г. по март 2009 г. – не более чем на 15%.

Индикаторы конкурентоспособности: прирост относительных цен (RCPI) в экономике России в 2008-2009гг.



Примечание. Показатель RCPI (Relative Consumer Price Index) – разница между темпами роста индекса цен в России и у «портфеля» ее торговых партнеров (взвешивание произведено по долям 27 стран, определяющим 75% торгового оборота России. Доли взяты из выборки, применяемой ЦБ РФ для расчета показателей реального эффективного курса рубля в 2008 г.).

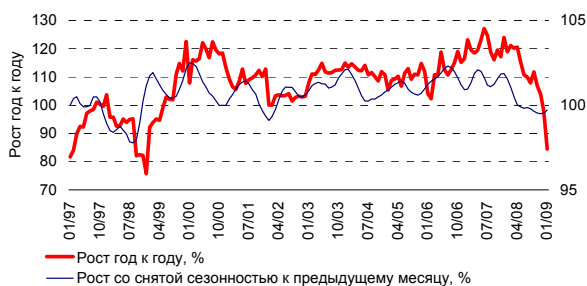
Источники: Росстат, Банк России, расчеты Центра развития.

конкурентоспособности российских производителей за счет девальвации рубля, прежде всего, препятствует значительно более высокий – в сравнении с другими странами - уровень российской инфляции. Обычно за месяц Россия опережает своих конкурентов по темпам инфляции на 0.5-0.9 п.п. и даже более. При сохранении этих тенденций «запас» конкурентоспособности, набранный за счет полуторократной номинальной девальвации в конце 2008 г. – начале 2009 г., будет полностью «проеден» за полгода-год.

Другим важнейшим показателем конкурентоспособности является динамика удельных трудовых издержек в валютном выражении. Их темпы роста уже к ноябрю замедлились примерно в три раза по сравнению с докризисным уровнем (с 30% до примерно 10% год к году). Однако удельные издержки в России все равно растут быстрее, чем было у стран-конкурентов из Восточной Европы, Балтии, Азии даже в докризисный период.

Инвестиции в основной капитал

Динамика инвестиций в основной капитал в целом по экономике



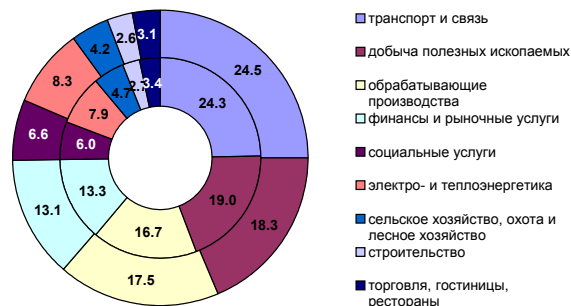
Источники: Росстат, Центр развития.

Падение инвестиций: дна пока не видно

Рост инвестиций в основной капитал стал замедляться еще до начала мирового кризиса. Уже в январе-сентябре 2008 г. из-за раскручивания инфляции и роста политической неопределенности темп прироста инвестиций снизился в полтора раза по сравнению с 2007 г. (до 16,5% год к году).

В октябре темп роста инвестиций составил в годовом выражении 5,3%. А дальше инвестиционная динамика последовательно ухудшалась: в ноябре инвестиции снизились на 0,9% год к году, в декабре - на 7,5%).

Структура инвестиций в основной капитал в экономике России в январе-сентябре 2007-2008 гг. (в %)



Источник: Росстат.

В наибольшей степени инвестиционный спад затронул сельское хозяйство, пищевую промышленность, добывающие производства, торговлю и строительство.² Рост инвестиций в некоторых других отраслях (лесохимический комплекс, металлургия, транспорт) определялся длительным

² В торговле и строительстве инвестиционный спад начался еще в третьем квартале. Эти сектора явно были «перегреты» в эпоху сырьевого и кредитного бума.

Индекс роста инвестиций в основной капитал в 2008 г. (год к году)

	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	Объем
					инвестиций, млн. долл., 2008 г. в целом
В целом	1,10	1,12	1,12	1,01	249 953
Сельское хозяйство	1,05	1,00	0,96	0,90	9 748
Добыча полезных ископаемых	1,02	1,12	1,07	0,93	41 823
Обрабатывающие производства в целом	1,13	1,11	1,24	1,04	41 400
производство пищевых продуктов	0,94	0,96	0,93	0,93	6 057
лесохимический комплекс	1,22	1,35	1,25	1,12	16 810
металлургия	1,09	1,26	1,40	1,08	10 175
машиностроение в целом	1,41	1,15	2,30	0,95	4 945
Электро- и теплоэнергетика	1,31	1,10	1,17	1,01	22 119
Строительство	1,48	1,46	0,51	0,96	6 026
Транспорт и связь	1,05	1,16	1,13	1,07	64 587
Операции с недвижимым имуществом, аренда и услуги	1,11	1,14	1,12	0,93	29 290
Социальные услуги в целом	1,08	1,22	1,18	1,05	24 245
Торговля	1,25	1,17	0,58	0,93	5 686

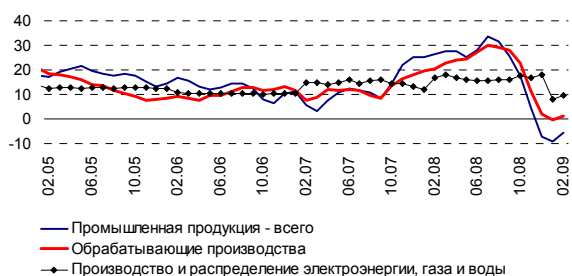
Примечание. Инвестиции по крупным и средним предприятиям.
Источники: Росстат, расчеты Центра развития с использованием дефлятора инвестиций для экономики в целом.

характером начатых инвестпрограмм.

В начале 2009 г. падение инвестиций продолжилось, приняв характер обвала: инвестиции в январе-феврале сократились почти на 15% (год к году). Скорого восстановления их роста ожидать не приходится: спад производства привел к появлению незагруженных мощностей, а финансовые ресурсы будут ограничены из-за снижения текущей прибыли, необходимости погашения накопленной задолженности и трудностей с получением новых кредитов, особенно долгосрочных.

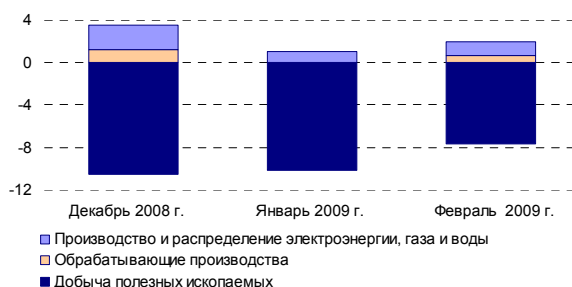
Цены производителей

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



Источник: Росстат.

Вклад в прирост (снижение) цен производителей промышленной продукции (год к году, проц. пунктов)



Источники: Росстат, Центр развития.

Цены производителей падали из-за обвала цен на мировых рынках

Кризисный обвал мировых цен на нефть и металлы вызвал падение цен производителей соответствующих товаров и на российском рынке. В итоге в январе 2009 г. цены производителей в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых снизились по сравнению с предыдущим годом на 51%, в производстве нефтепродуктов – на 25%, в добыче металлических руд – на 13%, в металлургии – на 7%.

В отраслях, ориентированных на конечный спрос, падения уровня цен производителей не было, но вследствие сокращения спроса здесь наблюдалось замедление роста цен. В частности, в пищевой промышленности рост цен производителей в январе 2009 г. составил 11% (год к году), в производстве машин и оборудования – 15% (в сентябре 2008 г. было 22%).

Последующая стабилизация мировых цен на нефть содействовала росту внутренних цен производителей, в результате чего в марте 2009 г. «отставание» от соответствующего периода 2008 г. в добыче топливно-энергетических ископаемых было сокращено до 24% (год к году).

Вклад в прирост (снижение) цен производителей обрабатывающих производств (год к году, проц. пунктов)

	Декабрь 2008 г.	Январь 2008 г.	Февраль 2008 г.
Обрабатывающие производства	1,9	-0,2	1,3
в том числе:			
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	0,6	2,0	1,2
Текстильное и швейное производство	0,0	0,1	0,1
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	0,0	0,0	0,0
Обработка древесины и производство изделий из дерева	0,0	0,1	0,0
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	0,1	0,4	0,2
Производство кокса и нефтепродуктов	-0,9	-3,7	-0,9
Химическое производство	0,1	-0,1	-0,1
Производство резиновых и пластмассовых изделий	0,1	0,1	0,1
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	0,0	-0,2	-0,2
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	0,5	-0,5	-0,5
Производство машин и оборудования	0,3	0,5	0,6
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	0,2	0,2	0,1
Производство транспортных средств и оборудования	0,5	0,5	0,2
Прочие производства	0,3	0,5	0,4

Примечание. Взвешено по структуре отгруженной продукции.
Источники: Росстат, Центр развития.

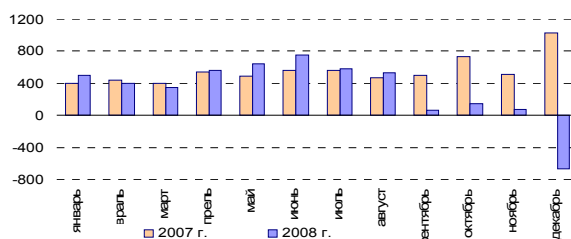
Напротив, ситуация на мировом и внутреннем металлургическом рынке остается неблагоприятной, и цены продолжают падение: в добыче – на 30%, в производстве металлов – на 6% (год к году).

Значительная зависимость цен российских производителей промышленной продукции от конъюнктуры мировых рынков сырья и их существенно менее значительная зависимость от конъюнктуры внутреннего российского рынка позволяет утверждать, что на темпы потребительской инфляции динамика цен производителей особого воздействия не окажет.

Прибыль

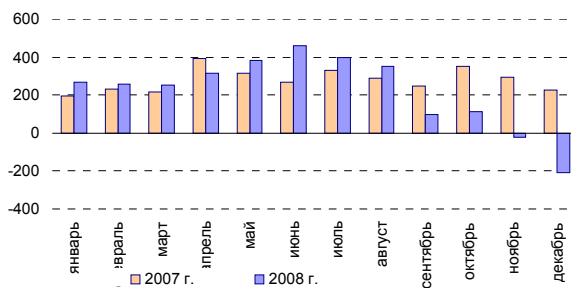
Наиболее пострадавшие в конце 2008 года - промышленность и торговля

Сальдированный финансовый результат экономики в 2007–2008 гг. (в сопоставимой оценке, млрд. руб.)



Источники: Росстат, Центр развития.

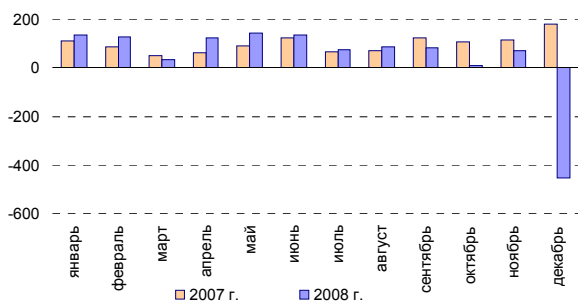
Сальдированный финансовый результат промышленности в 2007–2008 гг. (в сопоставимой оценке, млрд. руб.)



Источники: Росстат, Центр развития.

В 2008 г. сальдированный финансовый результат экономики составил 4 трлн. млрд. руб., снизившись в реальном выражении почти на 40%, в долларах США – на 24% (год к году). Слом тенденции произошел в сентябре под влиянием падения спроса и цен на мировых рынках сырья, с одной стороны, а с другой – опережающего роста затрат на сырье, материалы и топливо, которые приобретались по более высоким (по сравнению с сентябрьскими) ценам. Вследствие «ножниц цен» убытки промышленности составили в 4 кв. 112 млрд. руб. Еще больше были потери в торговле: -375 млрд. руб. При этом только за один месяц (декабрь 2008 г.) торговля «проела» 44,5% всей прибыли, заработанной в январе-ноябре. В условиях снижения платежеспособности потребителей и чрезвычайно низкой доступности кредитов существенным источником средств для приобретения товаров у производителей стала накопленная в торговле прибыль, обеспечившая почти 18% декабрьского оборота оптовой торговли.

Сальдированный финансовый результат торговли и ремонта в 2007–2008 гг. (в сопоставимой оценке, млрд. руб.)



Источники: Росстат, Центр развития.

Сальдированный финансовый результат: прирост (снижение) в реальном выражении (год к году, в %)

	Январь-октябрь 2008 г.	Январь-ноябрь 2008 г.	Январь-декабрь 2008 г.
Всего*	-11,5	-18,3	-41,1
Промышленное производство	1,9	-8,3	-20,6
Добыча полезных ископаемых	0,2	-8,6	-21,2
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	-2,0	-10,4	-24,3
Добыча прочих полезных ископаемых	22,5	8,0	0,7
Обрабатывающие производства	2,2	-7,9	-20,4
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-41,9	-43,8	-29,4
Строительство	15,6	12,4	4,0
Оптовая и розничная торговля; ремонт	6,7	1,8	-52,1
Транспорт и связь	-19,0	-19,8	-29,3
Прочие	-106,4	-108,8	-102,1

Примечание. Без сельского и лесного хозяйства, дефлировано индексами цен производителей промышленной продукции, прирост (снижение) – к соответствующему периоду прошлого года.

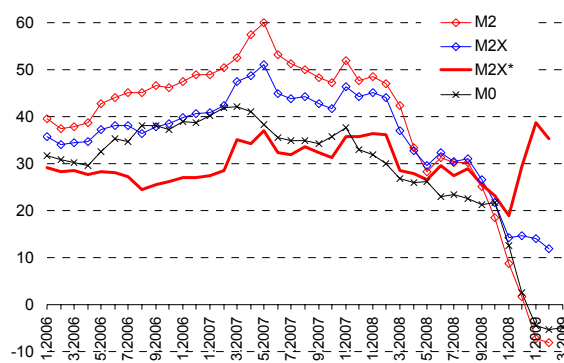
Источники: Росстат, Центр развития.

В 1 квартале 2009 г. сальдированный финансовый результат экономики будет формироваться под влиянием разнонаправленных факторов. Росту прибыли будут способствовать: стабилизация цен на нефть и металлы на мировом рынке; произошедшая девальвация рубля, усиливающая конкурентные позиции отечественных производителей; опережающие темпы снижения переменных издержек относительно динамики выручки; снижение (вплоть до отмены) вывозных пошлин на ряд экспортируемых товаров; снижение налоговой нагрузки; господдержка банковской системы и градообразующих и ведущих предприятий и отраслей. Среди факторов, способствующих росту убытков можно выделить: сокращение спроса и объемов производства товаров и услуг в натуральном выражении; сокращение экспортных поставок; низкая доступность кредитов для пополнения оборотных средств.

В целом, вряд ли можно ожидать восстановления докризисного уровня рентабельности, поскольку он был основан на «пиковых» нефтяных ценах, которые сейчас кажутся недостижимыми. Однако уже во 2 квартале российская экономика вполне может перестать быть убыточной.

Деньги, курс, инфляция
Денежная сфера

Скользящие годовые темпы роста основных показателей денежной массы, % г/г



Примечание: * - показатель M2X* включает в себя валютные депозиты и оценку (Центр развития) наличной валюты.

Источники: Банк России, Центр развития.

Курс инъекций (ликвидности) для коммерческих банков

Всего за 3 месяца (август-октябрь) в банковскую систему денежные власти направили 2,3 трлн. руб. Согласно официальной легенде, эти деньги были выделены на поддержание ликвидности в условиях оттока вкладов населения. Однако не странно ли было выдавать такую астрономическую сумму и одновременно использовать практически все имеющиеся инструменты (снижение нормы обязательных резервов по всем видам обязательств, смягчение условий предоставления ликвидности, организация беззалоговых аукционов, увеличение депозитов Правительства на счетах банков) - при том, что весь объем

Денежные показатели

	Годовые данные			Текущие тенденции	
	2006	2007	2008	2008	2009
Денежная масса M2				январь - февраль	
млрд. руб.	8 996	13 272	13 493	13 080	12 021
темпа роста % **	48.8	47.5	1.7	-1.4	-10.9
Денежная масса M2X				январь - февраль	
млрд. руб.	10 149	14 637	16 775	14 650	16 394
темпа роста % **	40.6	44.2	14.6	0.1	-2.3
Денежная масса M2X*				январь - февраль	
млрд. руб.	11 977	16 247	21 020	16 461	22 259
темпа роста % **	27.1	35.7	29.4	1.3	5.9
М0				январь - февраль	
млрд. руб.	2 785	3 702	3 795	3 488	3 302
темпа роста % **	38.6	32.9	2.5	-5.8	-13.0
Широкая денежная база				январь - март	
млрд. руб.	4 122	5 513	5 579	4 871	4 299
темпа роста % **	38.7	32.5	11.9	-11.6	-22.9

Примечание:

* - показатель M2X* включает в себя валютные депозиты и оценку (Центр развития) начлиной валюты,
 ** - к декабрю предыдущего года.

Источники: Банк России, Центр развития.

депозитов населения был равен только 6 трлн. руб.? В реальности депозиты за сентябрь-октябрь сократились на 450 млрд. руб. (менее 8%), а из 2,3 трлн. полученных банками денег более 1,3 трлн. было потрачено на увеличение чистых валютных активов. Всего банковская система с августа по февраль приобрела порядка 90-95 млрд. долл., из них 60 млрд. до начала девальвации.

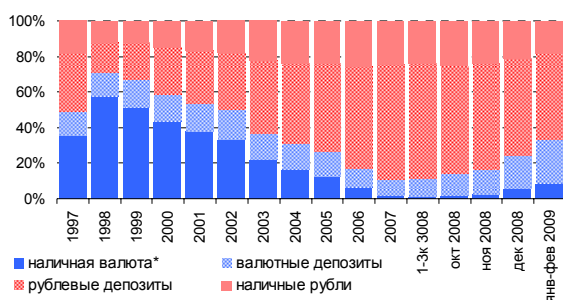
В ноябре бегство вкладчиков окончилось, но Банк России продолжил свои вливания, выдав еще 1,7 трлн. руб., из которых 1,1 трлн. «осело» на депозитах в ЦБ. Возникает даже предположение, что Банк России, кредитуя банки, просто предоставил им возможность несколько улучшить свои балансы перед началом девальвации. Впрочем, поддержание стабильности банковской системы является одной из задачей Банка России – если бы деньги не дали тогда, их, скорее всего, пришлось бы давать в текущем году, только – после девальвации - больше.

Вливания ликвидности - большие, а рост рублевого предложения - низкий

Несмотря на экстраординарное смягчение денежной политики, основную часть предоставленной рублевой ликвидности банки тут же прямым образом возвращали Банку России - в обмен на валюту. В результате темпы роста денежных агрегатов к концу 2008 г. упали практически до нуля. Так, прирост узкой денежной базы за 2008 год составил всего 2,9% (широкая денежная база выросла на 11,9%).

Более того, с конца января Банк России начал проводить сверх жесткую денежную политику, направленную на остановку девальвации валютного курса (и зарабатывания на ней). Он резко ограничил объем своего кредитования по сделкам РЕПО, а также увеличил стоимость этих заимствований, одновременно подняв процентные ставки по рублевым депозитам (что имело целью создание стимулов для работы с рублевыми, не с валютными инструментами). Данная политика привела к абсолютному падению многих индикаторов денежного предложения по отношению к тому же периоду прошлого года.

Валютизация экономики и структура денежных активов

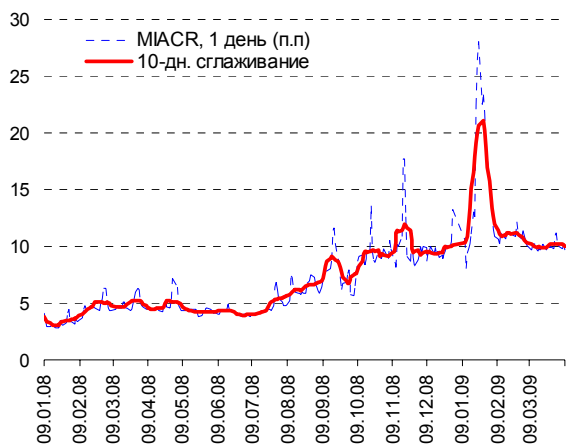


Примечание: * - оценка Центра Развития

В предположении, что в январе 2009 г. населением было куплено 8,1 млрд. долл.

Источники: Банк России, Центр развития.

**Динамика процентных ставок
на межбанковском рынке**



Источники: Банк России, Центр развития.

Валютизация денежных активов и спрос на деньги

Динамика денежных активов свидетельствует об активной их валютизации. Так, при сокращении в годовом выражении рублевого показателя M2 (-8,1%) годовой прирост M2X (денежная масса с учетом валютных депозитов) составил +11,9 %, а M2X* (M2X плюс покупка наличной валюты, оценка Центра Развития) составляет более 30% (все цифры даны за период февраль 2009/февраль 2008). В результате за октябрь-январь доля валютных денежных активов с учетом запасов наличной валюты, по нашей оценке, подскочила с 11% до 33%.

Таким образом, приходится говорить не о резком снижении спроса на деньги, а лишь о его перераспределении в пользу валюты. Это означает, что сбережения населения все еще велики, и в ближайшее время даже жесткая денежная политика Банка России не сможет затормозить инфляцию.

Банку России не удается восстановить процессы кредитования реального сектора

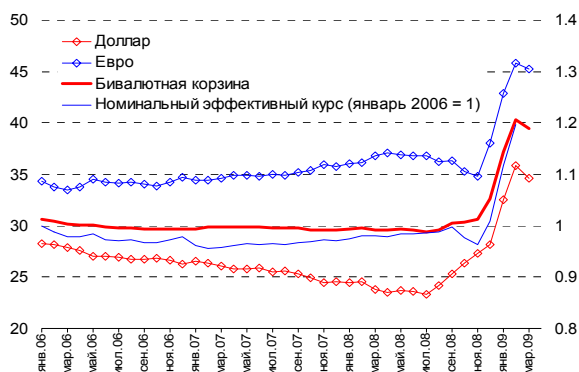
Девальвация рубля и последовавшая за ней сверхжесткая денежная политика сильно увеличили дефицит свободных рублевых средств в экономике. Кратное сокращение объемов предоставления ликвидности на аукционах РЕПО и повышение их стоимости сильно снизили доступность денег. Девальвация рубля, пока она шла, сделала бессмысленным любое другое вложение денег, кроме валюты. Следствием этого стал резкий рост в январе процентных ставок на межбанке (в отдельные дни января до 30%), а также финансовая нецелесообразность любого вида кредитования в экономике. Сейчас, после окончания девальвации, межбанковский рынок успокаивается и по величине ставок возвращается к до-девальвационному уровню. Это является необходимым условием для возобновления кредитования, но явно недостаточным. «Перезапуску» кредитования мешает как общий убыточный фон в реальном секторе, так и отсутствие четких перспектив выхода предприятий из кризиса.

Попытка же Правительства сильно

накачать деньгами потребительский спрос (для стимулирования роста реального сектора) может споткнуться о валютизацию в виде покупки активов или импортных товаров. Поэтому фактически любая попытка дать деньги экономике обречена на стимулирование игры против резервов Банка России, а не на стимулирование экономического роста. Поскольку с марта основным каналом денежного предложения стал бюджет (эмиссионное финансирование за счет резервного фонда), Банку России придется компенсировать бюджетные вливания, сокращая объем кредитов банковскому сектору (планируемого повышения нормы обязательных отчислений для этого будет явно недостаточно). В условиях надвигающегося кризиса плохих долгов сделать это будет непросто.

Валютный курс

Динамика* доллара, евро, бивалютной корзины ЦБР и номинального эффективного курса рубля*****



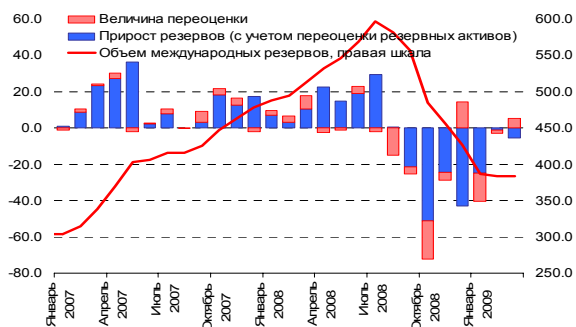
* Среднемесячные значения обратных курсов

** Оценка Центра развития

*** рост курса соответствует девальвации.

Источники: Банк России, Центр развития.

Динамика международных резервов БР (млрд. долл.)



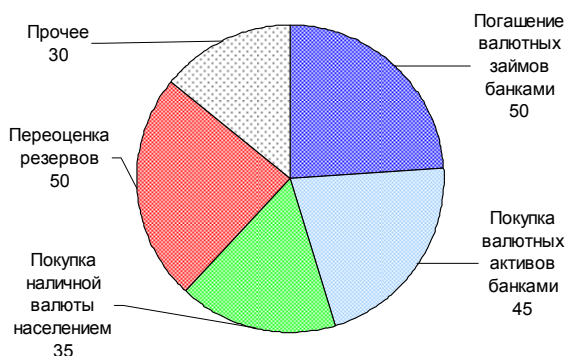
Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Как Банк России девальвацию проводил

В самом начале кризиса Банк России пытался поддерживать рубль, несмотря на радикальные изменения в платежном балансе, вызванные масштабным падением мировых цен на основные товары российского экспорта и неожиданным для большинства экспертов бегством международных инвесторов со всех развивающихся рынков, в том числе из России. С середины июля до середины ноября Банк России потратил порядка 80-85 млрд.долл. резервов, из которых, как уже отмечалось, более 60 млрд. долл. были куплены банками на деньги предоставленные денежными властями на поддержание стабильности банковского сектора.

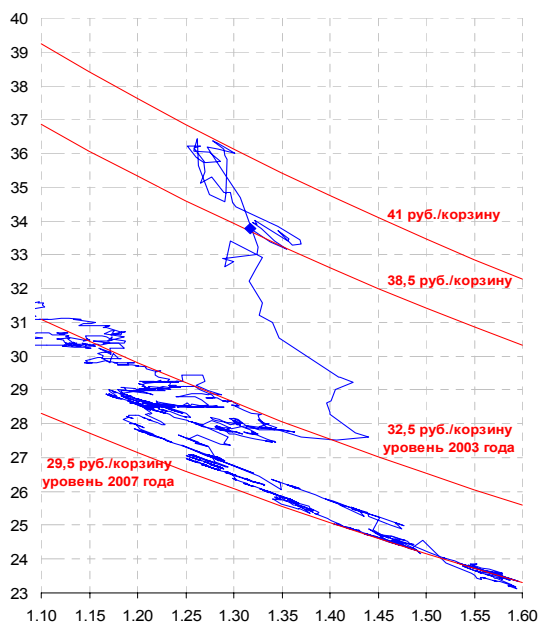
В условиях, когда на приток капитала рассчитывать могли только отъявленные оптимисты, а международных резервов в перспективе едва хватало на погашение частного долга, условием их сохранения оказалось обеспечение притока валюты за счет сальдо текущих операций. В условиях существенного падения цен на экспорт, сопоставимое по масштабам сокращение дебета СТО было возможно за счет сокращения импорта. Добиться этого сокращения можно было только путем девальвации рубля.

Примерная структура расходования международных резервов (1 авг. 2008 - 1 фев. 2009 г.), млрд. долл.



Источники: Банк России, Центр развития.

Курс рубля, евро к доллару и стоимость бивалютной корзины (руб./долл. и евро/долл.)



Источники: Банк России, Центр развития.

Красные линии («изокурсы») отражают такие сочетания курсов доллара по отношению к рублю и евро, при котором стоимость бивалютная корзины не меняется, т.е. являются подобием кривых безразличий или изоквант.

С середины ноября Банк России приступил к «плавной девальвации» рубля. Она завершилась в январе 2009 г. установлением верхней границы «коридора» для бивалютной корзины на уровне 41 руб. (см. график). Всего за это время рубль был девальвирован на 43% к доллару и на 23% к евро. При этом международные резервы сократились на 210 млрд. долл., причем активными покупателями валюты в этот период были население (35 млрд. долл.) и банки, которые выкупили порядка 95 млрд. долл. (50 млрд. долл. на погашение долгов и около 45 млрд. долл. на увеличение валютных активов)³.

Как уже говорилось, для остановки девальвации Банк России пошел на сверхжесткие меры. Угрозы г-на Улюкаева еще больше поднять ставки предоставления ликвидности в случае продолжения атак на рубль, а также отсутствие у частного сектора собственных средств для «пробития» верхней границы коридора возымели свое действие: девальвация рубля прекратилась.

Управляемое плавание – дубль второй?

Текущий приток спекулятивного капитала, который, по нашим оценкам, имел место в феврале-марте, сделал возможным укрепление рубля. Этот приток капитала может быть вызван (пока что) высокими депозитными ставками и (пока что) жесткой позиции Банка России в отношении девальвации. Если позиция Центрального банка в отношении рубля станет менее твердой, капитал может быстро уйти. В условиях неопределенности относительно будущих экспортных доходов и капитальных потоков Банк России, естественно, будет препятствовать быстрому укреплению рубля. В последнее время он проводит активные операции по покупке валюты, *постепенно*, с небольшим шагом, ее укрепляя. Сокращение резервов за март на фоне небольшого укрепления рубля, вероятно, объясняется тем, что в январе Банк России занял короткие деньги (5-10

³ Еще 50 млрд. долл. приходится на переоценку резервов в связи с удешевлением евро по отношению к доллару, 30 млрд. долл. – на прочие операции

Изменение курсов валют основных* стран-торговых партнеров к рублю (авг. 2008 - март 2009, в среднем за месяц, %)



Примечание: «-» – девальвация курса, «+» – укрепление;
* - на которых приходится более 1% внешнеторгового оборота.
Источники: Банк России, Центр развития.

млрд. долл.), а в феврале-марте их отдавал. С учетом этой «поправки» и поправки на переоценку резервных активов сальдо изменения резервов за февраль-март находилось в околонулевой зоне.

Немного о гонке девальваций

Несмотря на существенную девальвацию рубля к бивалютной корзине, ослабление эффективного курса составило всего 17,6%, по причине почти аналогичной девальвации валют многих основных стран – партнеров (Украина, Польша, Беларусь, Турция, Корея, Индия, Англия, Бразилия). Реальный эффективный курс рубля с начала девальвации уменьшился всего на 10,5%, возвратившись, таким образом, на рубежи трехлетней давности. Так что проведенная девальвация вряд ли сослужит существенным подспорьем реальному сектору.

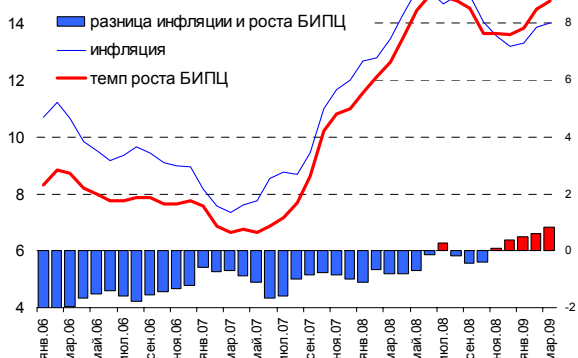
Инфляция

Инфляция продолжает расти

После небольшого периода замедления, вызванного, главным образом, сокращением цен на нефтепродукты, инфляция с начала 2009 года возобновила свой рост. Если в конце 2008 года её темпы снизились до 13,3% год к году (с 15% в августе-сентябре прошлого года), то к концу 1 кв. 2009 г. они вновь превысили отметку 14% г/г за счет существенного ускорения базовой инфляции (до 14,8% г/г)⁴.

Текущий рост базовой инфляции по большей части является следствием девальвации рубля, которая по мере распродаж накопленных запасов все сильнее сказывается на ценах непродовольственных товаров. В недалеком будущем к факторам роста базовой инфляции могут добавиться эффект ценовых ожиданий, рост издержек по причине удорожания импортных комплектующих и энергозатрат, рост социальных расходов Правительства.

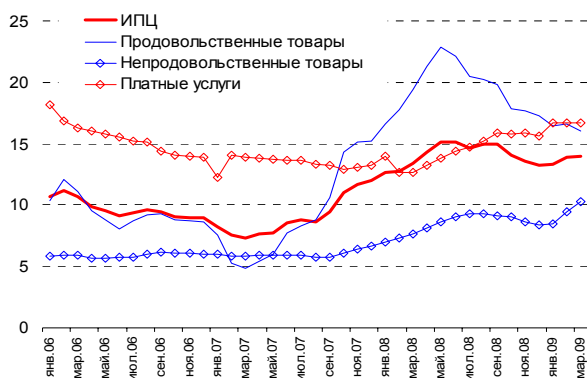
Динамика базовой инфляции (БИПЦ) и индекса потребительских цен (год к году, %)



Источник: Росстат.

⁴ Базовая инфляция, как и общая, несколько снизилась в сентябре 2008 года. Это сокращение преимущественно объяснялось тем, что рост мировых цен на продовольствие (окт. 2007-май 2008) начал «уходить» из расчета погодового индекса. По нашей оценке, темпы роста цен на продовольствие (г/г) к лету снизятся до 15%.

Динамика элементов ИПЦ (год к году, в %)



Источник: Росстат

Инфляция потребительских цен и ее составляющие (накопленным итогом с начала года, в %)

	янв.- март 06	янв.- март 07	янв.- март 08	янв.- март 09
Инфляция	5.0	3.4	4.8	5.5
Продовольственные товары	6.2	2.5	6.2	5.1
Непродовольственные товары	1.3	1.1	2.0	3.7
Услуги	8.0	8.1	7.5	8.4
Базовая инфляция*	2.8	1.7	3.2	4.3
Справочно:				
плодоовощная продукция	29.2	11.3	20.5	14.8
бензин	1.9	-0.9	3.2	-8.1
услуги ЖКХ	15.5	12.8	13.5	16.9
услуги РЖД	-1.1	9.9	7.2	2.8

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

Источники: Росстат, Банк России, Центр развития.

Правительство на перепутье: сдерживать инфляцию за счет регулируемых цен или нет?

Начиная с ноября прошлого года наметилась тенденция к сдерживанию инфляции за счет регулируемых цен. Это, в частности, проявилось в том, что темпы роста индекса базовых цен стал устойчиво превышать темпы инфляции. Рост тарифов РЖД с начала года составил всего 2,8%, а цены на бензин упали под правительственным давлением еще на 8,1% (с пика – уже на 23%). Снижение цен могло бы быть еще сильнее, если бы не были полностью проиндексированы тарифы ЖКХ и электроэнергии.⁵ Мы считаем, что потенциал замедления инфляции за счет сдерживания регулируемых цен и снижения цен на бензин уже практически исчерпан, поэтому ускорение инфляции в недалеком будущем практически неизбежно.

Такие факторы, как девальвация рубля, удорожающая потребительский импорт, рост социальных расходов бюджета, вероятный рост тарифов РЖД, стабилизация цен на бензин, по итогам 2009 г. могут привести к инфляции 16-18% (год к году), что существенно превышает все прогнозы и декларации денежных властей.

Банки

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

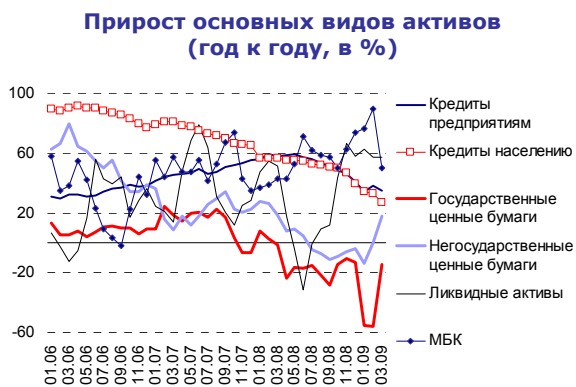
	2007 г.		2008 г.	
	3 кв	4 кв	3 кв	4 кв
Активы	100	100	100	100
Кредиты предприятиям	44,7	46,3	49,0	44,6
Кредиты населению	16,1	16,1	17,8	15,5
Госбумаги	3,1	2,9	1,9	0,9
Корпоративные бумаги	7,4	7,3	4,9	4,5
МБК	8,0	7,0	8,8	8,9
Ликвидные активы	7,2	9,9	7,6	11,5
Прочие активы	13,5	10,5	10,0	14,0
Пассивы	100	100	100	100
Капитал	13,8	13,3	12,8	13,6
Средства физических лиц	25,5	25,6	24,0	21,1
Средства предприятий	34,1	35,0	36,6	31,3
МБК	12,7	14,0	14,7	13,0
Долговые обязательства	5,3	5,8	5,0	4,1
Прочие пассивы	8,6	6,3	6,9	16,9

Источники: Банк России, Центр развития

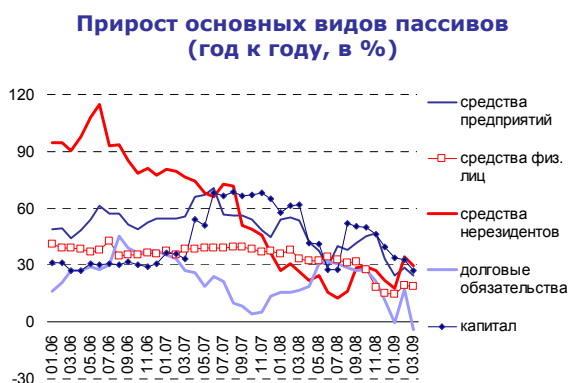
Переоценка валютных позиций – главный фактор изменения величины банковских активов

Несмотря на слабую общеэкономическую конъюнктуру, вплоть до января 2009 г. наблюдался рост активов банковского сектора. Он был вызван двумя основными причинами: частично – небольшим увеличением объема рублевых активов, а в главном – переоценкой валютных позиций в ходе проведенной Банком России «плавной девальвации». В феврале курс рубля стабилизировался и даже несколько укрепился, и это привело к тому, что объем активов российских банков снизился на 560,3 млрд. руб. (-1,9%). Учитывая укрепление рубля в марте, по итогам первого квартала размер активов,

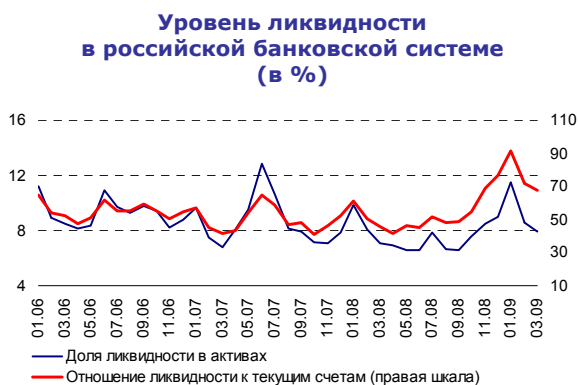
⁵ Это может связано с необходимостью выполнения инвестиционной программы в энергетике.



Источники: Банк России, Центр развития



Источники: Банк России, Центр развития



Источники: Банк России, Центр развития

по нашим оценкам, останется на уровне, существовавшем в начале года (28 трлн. руб.). Значительное реальное уменьшение активов будет скомпенсировано переоценкой валютных позиций (ее размер составит 870 млрд. руб.).

Сокращение объемов кредитования

Хотя объем выданных рублевых кредитов неуклонно рос вплоть января 2009 г. (в том числе, за счет правительственных кредитов крупным предприятиям через госбанки), в феврале он снизился на 200 млрд. руб., а по итогам квартала сократится на 1,2% по сравнению с концом 2008. С учетом спада в валютном кредитовании (-3,5% по итогам квартала), вызванного, как снижением курса бивалютной корзины, так и рефинансированием части этих кредитов в рублях, совокупный объем выданных кредитов также снизится до отметки 19,1 трлн. руб. (-1,5% за три месяца).

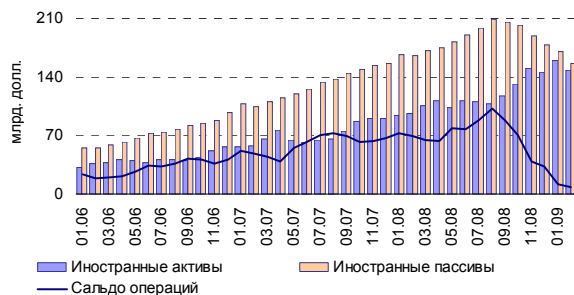
Банк России как кредитор «последней руки»

Тремя основными источниками пассивов у российских банков являются полученные МБК, депозиты населения и предприятий и кредиты Банка России. Последний источник приобрел особую роль во время кризиса (за сентябрь 2008 – январь 2009 г. Банк России выдал банкам 3,5 трлн. руб.), но с начала февраля, когда ситуация относительно нормализовалась, банки начали возвращать полученные кредиты. Если на начало 2009 года их объем составлял 3,37 трлн. руб., то за февраль он сократился на 206,1 млрд. руб., а к концу квартала уменьшится еще на 300 млрд. руб. (таким образом, снижение за квартал составит 8%). Кредиты, полученные от других банков, вырастут за три месяца на 4% (до уровня 3,7 трлн. руб.), но это произойдет только за счет переоценки валютных кредитов в январе (объем рублевых МБК практически не меняется на протяжении двух последних месяцев, а объем кредитов в валютном эквиваленте снижается).

Население возвращает в банки часть денег, снятых в период девальвации

В 4 кв. 2008 и январе 2009 года курсовая переоценка давала ощутимую

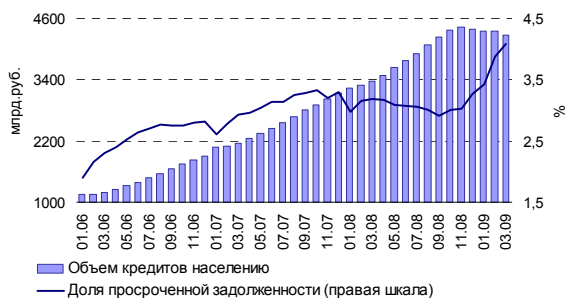
Иностранные операции российских банков



Источники: Банк России, Центр развития

прибавку к темпам роста валютных вкладов, но все же во время кризиса она не компенсировала массовый отток рублевых сбережений населения. Теперь часть вкладчиков, привлеченная более выгодными условиями по вкладам, надеясь на стабилизацию рубля, возвращается в банки. По итогам февраля впервые, начиная с августа 2008 года, вырос объем рублевых депозитов (прирост составил 63,1 млрд. руб. или 1% от совокупного объема депозитов). С другой стороны, часть снятых в период девальвации средств уже использована населением для погашения кредитов или вложена в различные товарные активы (автомобили, бытовая техника, ювелирные украшения из золота) с целью уберечь их от инфляции. В силу этих причин, а также наблюдаемого в последнее время укрепления рубля по отношению к бивалютной корзине, по итогам первого квартала 2009 года валютные депозиты населения не превысят 2 трлн. руб. При этом совокупный объем депозитов за этот же период вырастет на 5% и достигнет 6,2 трлн. руб.

Динамика кредитов населению и просроченной задолженности по ним



Источники: Банк России, Центр развития

Рост просроченной задолженности

Наиболее важная на данный момент проблема в банковском секторе связана с нарастанием объема просроченных платежей по кредитам. В январе и феврале темпы роста просрочки увеличивались до 17% в январе и 19% в феврале. По нашим оценкам, к концу марта объем просроченной задолженности может достигнуть 700 млрд. руб. (таким образом, рост за квартал составит 66%). Фактически сейчас сложно найти причины, по которым эта тенденция поменялась бы в ближайшей перспективе. Поэтому проблема просрочки вполне может перерасти в проблему плохих долгов, которая может остро проявиться уже летом 2009 г.

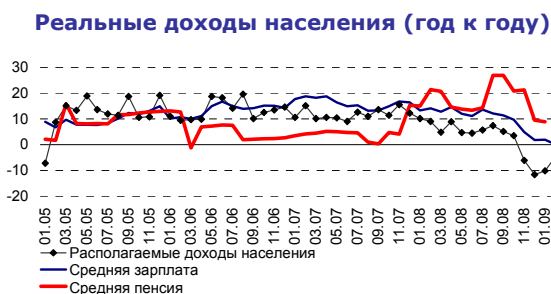
Банки теряют прибыль

В 4 квартале 2008 г. прибыль банков составила 52 млрд.руб. (еще во 2 квартале она была втрое выше)

В январе 2009 года, несмотря на кризис, банки получили рекордную прибыль: 67 млрд. руб. Она, впрочем, в основном была «бумажной», поскольку возникла в

результате курсовой переоценки валютных позиций. Уже в феврале банки были вынуждены потратить часть прибыли на пополнение резервов на возможные потери. Одновременно вместе со стабилизацией рубля исчезла возможность курсового дохода. В марте банки могли заработать на росте котировок ценных бумаг, однако укрепление рубля действовало в противоположную сторону. В результате по итогам 1 квартала прибыль банков, по нашим оценкам, составит 63 млрд. руб.

Население



Источник: Росстат.

Реальные доходы - в отрицательной зоне, но зарплата пока растет

Драматическое снижение доходов населения началось с ноября 2008 г. По итогам прошедшего года доходы населения увеличились всего на 2,7% в реальном выражении, тогда как по итогам первых трех кварталов прирост составлял 6,6%.

В первую очередь пострадали доходы населения от собственности и предпринимательской деятельности, скрытые формы оплаты труда и бонусы. Из-за их снижения в декабре 2008 г. доходы населения упали на 11,6%. В первые два месяца 2009 г. темпы падения реальных доходов населения замедлились. По итогам 1 кв. квартала 2009 г. мы оцениваем потери в 4,8-5,0% к 1 кв. прошлого года

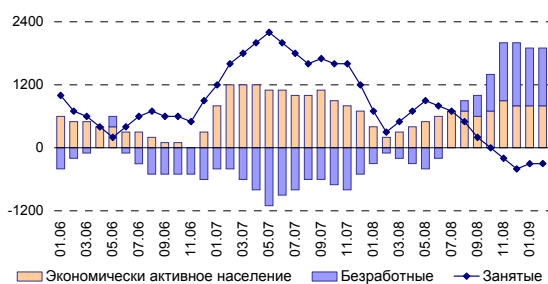
В то же время, темпы повышения зарплат оставались положительными в реальном выражении (в феврале +0,1%), в первую очередь благодаря проведенной в декабре индексации зарплаты работников бюджетной сферы.

Ухудшение динамики роста зарплат в негосударственном секторе экономики сопровождается ростом задолженности по оплате труда, вызванной ухудшением финансового состояния предприятий.

Безработица выросла умеренно

До начала кризиса уровень безработицы составлял 5,6% от численности рабочей силы. К февралю 2009 г. безработица

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



Источник: Росстат.

выросла до 8,5%⁶, что, тем не менее, значительно ниже максимума 1999 г. (14,7%) и даже 1995 г. (9,2%).

Снижение занятости - наряду с сокращением средней зарплаты и ростом задолженности - способствовало уменьшению совокупного объема оплаты труда (главного компонента доходов населения). С другой стороны, подводя итоги 1 квартала, можно сказать, что «коррекция» оплаты труда и занятости в ходе кризиса была умеренной. В бюджетном секторе уровень оплаты труда вырос не только в номинальном, но и в реальном выражении. К тому же, с начала 2009 г. был увеличен МРОТ. Это обеспечило «уровень поддержки» для зарплат в частном секторе экономики.

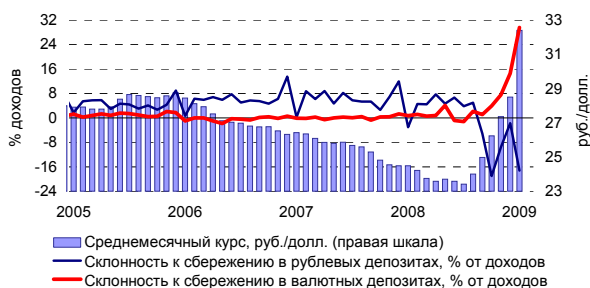
Адаптация потребления происходит медленно

Несмотря на снижение доходов, реальный прирост потребительских расходов как в 4 квартале 2008 г., так и в январе 2009 г. оставался положительным. Одновременно по отношению к тем же периодам прошлого года росла склонность к потреблению (соответственно, склонность к сбережениям падала), причем в конце прошлого - начале этого года спрос на потребительские товары был кратковременно поддержан ростом инфляционно-девальвационных ожиданий населения.

В феврале произошел переход к снижению реальных потребительских расходов (год к году). В итоге, по нашим оценкам, в 1 кв. оборот розничной торговли оказался ниже уровня того же периода предыдущего года. Поскольку в первой половине 2008 г. потребительский рынок был несколько перегрет (о чем свидетельствовало, например, ускорение роста цен в тот период), а в адаптации уровня потребления к падению доходов и доступности кредита на рубеже годов наблюдалась определенная задержка, мы полагаем, что снижение оборота розничной торговли - в отличие от других макропоказателей - еще не

⁶ Данные о занятости и безработице по методологии МОТ носят парадоксальный характер. Из них следует, что в конце 2008-начале 2009 гг. занятость снижалась в меньшей степени, чем росла безработица, результатом чего стало увеличение численности экономически активного населения.

Валютная структура банковских сбережений населения



Источники: Банк России, Росстат.

достигло своего «дна» и будет нарастать в течение еще нескольких месяцев.

«Проедание» и валютизация сбережений

После начала кризиса сокращение объема рублевых сбережений происходило как за счет их «проедания», так и за счет перевода средств в наличные и безналичные валютные активы. За последние три месяца 2008 г. прирост наличной иностранной валюты на руках у населения (по данным платежного баланса) составил 27 млрд. долл. Валютные вклады в долларовом выражении увеличились на 22 млрд. долл. за тот же период. За январь население приобрело еще около 8 млрд. долл. наличных и на 8,8 млрд. долл. увеличило валютные вклады. После завершения периода девальвации процесс валютизации сбережений населения, естественно, прекратился. Умеренное укрепление рубля к бивалютной корзине, наблюдавшееся в марте, пока не привело к массовому возврату средств в рубли, поскольку в России по-прежнему сохраняется высокая неопределенность относительно будущей динамики валютного курса.

Масштабный отток вкладов населения, наблюдавшийся в октябре 2008 г., а затем - в январе 2009 г., не привел к краху банковской системы благодаря массивной поддержке, оказанной Банком России и правительством банковскому сектору (прежде всего, крупнейшим «полугосударственным» банкам). А с февраля начался умеренный рост вкладов, и угроза «набега вкладчиков» перестала быть актуальной.

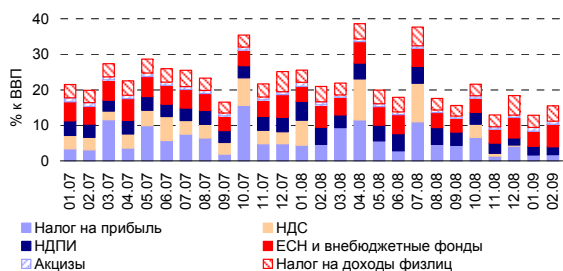
В целом, в ходе первой волны кризиса структура сбережений населения стала более диверсифицированной и устойчивой к валютным рискам.

Государственные финансы

Падение доходов бюджета оказалось устойчивым

Доходы консолидированного бюджета в результате кризиса резко снизились, что проявилось уже в конце 2008 г. Если по итогам трех кварталов 2008 г. наблюдался номинальный прирост

**Налоговые поступления
в консолидированный бюджет**



Источник: Минфин России.

Исполнение консолидированного бюджета

% ВВП	IV кв. 2007	IV кв. 2008	2007	2008
Доходы – всего	45,9	32,0	40,7	37,4
Налоговые доходы	32,9	22,3	29,9	26,3
Неналоговые доходы	13,0	9,3	10,8	10,7
Прочие	0,1	0,4	0,1	0,4
Расходы – всего	47,8	43,9	34,6	32,7
На обслуживание госдолга	0,4	0,0	0,5	0,0
Непроцентные	47,4	43,9	34,0	32,7
Профицит/Дефицит (-)	-1,9	-11,9	6,2	4,7

Источник: Минфин России.

Исполнение федерального бюджета

% ВВП	мар.08	мар.09	янв.-мар. 08	янв.-мар. 09
Доходы – всего	17,1	17,2	22,1	21,0
ФНС	6,5	8,6	9,0	8,9
ФТС	9,9	8,1	11,4	8,0
Другие	0,7	0,6	1,6	4,1
Расходы – всего	13,3	23,4	15,2	21,6
На обслуживание госдолга	0,9	1,2	0,6	0,8
Непроцентные	12,4	22,2	14,6	20,9
Профицит/Дефицит (-)	3,8	-6,2	6,8	-0,6
Сальдо внешнего долга	-0,4	-1,1	-0,2	-0,5
Сальдо внутреннего долга	-0,9	-0,7	0,5	-0,4
Приватизация и др. внутренние источники, включая курсовую разницу	-0,3	-9,0	-0,4	8,4
Прирост остатков	-2,2	17,0	-6,8	-6,9

Источник: Минфин России.

доходов на 37%, то в четвертом квартале доходы сократились на 22% год к году. Сопоставимые масштабы падения сохранились и в первом квартале 2009 г.

В первую очередь вследствие ухудшения финансового состояния предприятий-налогоплательщиков пострадали поступления от налога на прибыль и НДС (при этом одной из причин их снижения стал рост задолженности). Резко сократились нефтегазовые налоги: НДС (он с минимальным отставанием реагирует на снижение мировых цен на нефть) и экспортные пошлины (в результате перехода к расчету ставок, исходя из цены нефти за один, а не за два предыдущих месяца).

Напротив, динамика поступлений от налогов на фонд оплаты труда и доходы населения пока не сильно ухудшилась. Хотя рост доходов в номинальном выражении осенью резко замедлился, и с ноября началось их реальное сокращение относительно прошлого года, динамика официальных зарплат, с которых в основном и уплачиваются НДФЛ и ЕСН, оставалась положительной как в конце 2008 г, так и первом квартале 2009 г.

Помимо этих налогов, бюджет поддержали поступления от налогов на импорт (НДС и пошлин), которые оставались высокими благодаря сохранению в положительной области динамики потребительского спроса. Сыграла свою роль и девальвация, выигрыш от которой отчасти заместил в бюджете доходы, выпавшие в результате сокращения стоимостных объемов импорта.

В начале 2009 г. бюджетный кризис обострился. Согласно предварительным данным о поступлениях в федеральный бюджет за январь-март 2009 г., налоговые доходы, собираемые ФНС, были на 32% ниже, чем в первом квартале 2008 г. (если исключить влияние возвращения от квартального к ежемесячному графику уплаты НДС). Доходы от таможен также упали более чем на 30% ниже уровня января 2008 г. При этом пока не проявился эффект от снижения ставки налога на прибыль. Когда этот фактор начнет действовать, доходы федерального бюджета могут

сократиться еще сильнее.

Выбор сделан в пользу высоких расходов и дефицита

Несмотря на снижение доходов, расходная часть консолидированного бюджета в четвертом квартале 2008 г. исполнялась исправно. При этом все снижение пришлось на федеральный бюджет, где часть расходов, запланированных на 2008 г., осталась недофинансированной по причинам организационного характера.

Региональные бюджеты, испытавшие не менее драматическое падение доходов, чем у федерального центра (налоговые доходы, являющиеся основой региональных бюджетов, сократились с 12,6% ВВП до 8,7% ВВП), смогли удержать расходы на стабильном уровне (непроцентные расходы составили 19,5% ВВП в 4 кв. 2008 г. против 19,6% ВВП в 4 кв. благополучного 2007 г.).

В результате в 4 кв. 2008 г. на 41% сократился профицит консолидированного бюджета, накопленный за предыдущие 9 месяцев. При этом в регионах он был «проеден» полностью и по итогам года баланс получился отрицательным.

Весь первый квартал 2009 г. шел пересмотр расходной части федерального бюджета, в результате которого планируемый номинальный объем расходов увеличился с 9,0 до 9,7 трлн. руб., а часть первоначально запланированных расходов бюджета была заменена «антикризисным» пакетом.

«Заморозка» федеральных расходов в период пересмотра бюджета-2009 оказалась кратковременной. По итогам января-марта их уровень достиг 21,6% ВВП против 15,2% ВВП в 1 кв. 2008 г. (в номинальном выражении они увеличились на 34%).

В отличие от федерального центра региональные бюджеты в начале 2009 г. испытали сокращение расходов, особенно болезненное после их бурного роста в прошлом году.

Резервный фонд распечатан

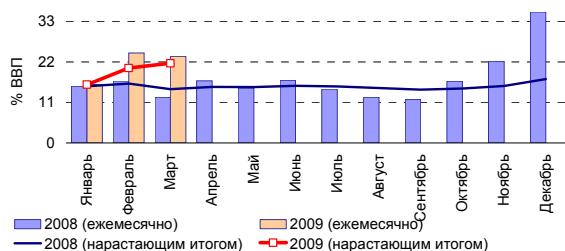
В 1 кв. 2009 г. началось расходование средств Резервного фонда на покрытие дефицита федерального бюджета,

Исполнение региональных бюджетов

% ВВП	IV кв. 2007	IV кв. 2008	2007	2008
Доходы – всего	16,1	13,6	14,9	14,5
Налоговые доходы	12,6	8,7	10,9	10,0
Неналоговые доходы	2,2	1,5	2,0	1,4
Прочие	1,3	3,4	2,0	3,0
Расходы – всего	19,7	19,5	14,8	14,6
На обслуживание госдолга	0,1	0,0	0,1	0,0
Непроцентные	19,6	19,5	14,7	14,6
Профицит/Дефицит (-)	-3,6	-5,9	0,1	-0,1

Источник: Минфин России.

Непроцентные расходы федерального бюджета, % ВВП



Источник: Минфин России.

Исполнение региональных бюджетов

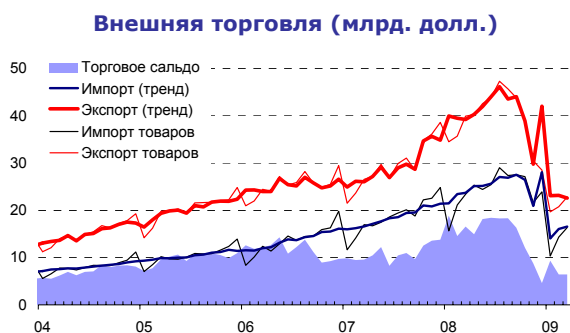
% ВВП	янв. 2008	янв. 2009
Доходы – всего	15,7	11,7
Налоговые доходы	8,4	7,3
Неналоговые доходы	1,8	1,6
Прочие	5,5	2,7
Расходы – всего	6,6	6,3
На обслуживание госдолга	0,0	0,0
Непроцентные	6,6	6,3
Профицит/Дефицит (-)	9,2	5,3

Источник: Минфин России.

который по итогам квартала (без учета средств, поступивших в январе от инвестирования средств Резервного фонда и ФНБ)⁷, составил 331 млрд. руб.

Внешняя торговля и платежный баланс

Внешняя торговля



Экспорт падает из-за снижения мировых цен и мирового спроса

Перелом долгосрочной тенденции к росту стоимостных объемов *экспорта* произошел еще в третьем квартала прошлого года. Своего «пика» (47 млрд. долл.) экспорт достиг в июле 2008 г. В январе, т.е. всего через полгода, его объем упал до 20 млрд. долл.

Нынешнее падение стоимостных объемов превзошло сокращение экспорта в конце 1998 г. Ключевым фактором такой динамики стало снижение цен на нефть и сокращение физических объемов экспорта топлива и металлов в связи со снижением спроса на мировых рынках.

В феврале-марте динамика экспорта следовала за слаборастущими ценами на нефть при низких физических объемах торговли. Как следствие, за 1 кв. 2009 г. стоимость экспорта российских товаров сократилась до 60 млрд. долл. (на 45% г/г), что соответствует 240 млрд. долл. в годовом выражении.

Импорт падает из-за стагнации кредитования и девальвации рубля

Начиная с ноября прошлого года, стоимость импорта ежемесячно снижалась к аналогичному периоду предыдущего года (такого не было со времен кризиса 1998 г.). В январе 2009 г. стоимость импорта едва превысила 10 млрд. долл., сократившись на 34% г/г. Несмотря на сезонный рост в феврале-марте, относительно прошлого года ситуация не улучшилась. С другой стороны, ожидать дальнейшего сворачивания импорта тоже не приходится. По нашим оценкам, при нынешнем курсе рубля можно считать, что импорт сжался практически до предела (в период кризиса 1998 г. падение импорта достигало 57%, но и



⁷ Эти средства не учитываются при расчете дефицита, подлежащего финансированию из Резервного фонда, поскольку они являются частью доходов Резервного фонда и ФНБ.

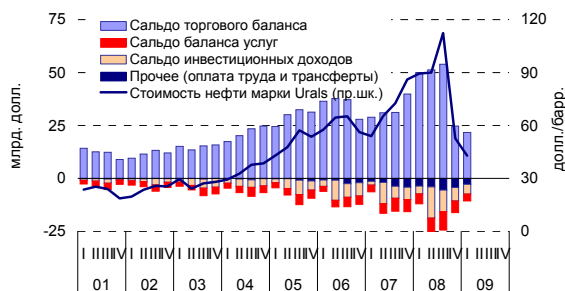
девальвация тогда была куда более значительной).

Главной причиной сокращения спроса на импортные товары длительного пользования (автомобили, машины и оборудование), по нашему мнению, наряду с девальвацией, было ужесточение условий кредитования и сокращение доходов экономических агентов (населения и предприятий).

В результате в январе-марте стоимость импорта сократилась до 38 млрд. долл. (на 36% год к году), а в целом за год стоимостной объем импорта вряд ли превысит 200 млрд. долл.

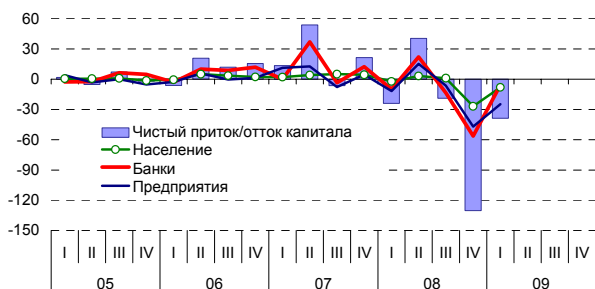
Платежный баланс

Сальдо текущих операций и нефтяные цены



Источники: Банк России, Reuters.

Сальдо финансового счета и резервы (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

Профицит СТО быстро тает

Ухудшение конъюнктуры мировых товарных рынков в полной мере отразилось на состоянии платежного баланса России уже в 4 кв. прошлого года. Падение экспорта при относительно стабильном импорте привели к тому, что приток валюты по текущим операциям упал до 9 млрд. долл. за квартал, минимального уровня за последние пять лет. В 1 кв. 2009 г. профицит счета текущих операций (СТО) составил 11 млрд. долл., что почти в три с половиной раза меньше, чем за аналогичный период прошлого года.

«Тихой гавани» для иностранных инвесторов из России не вышло

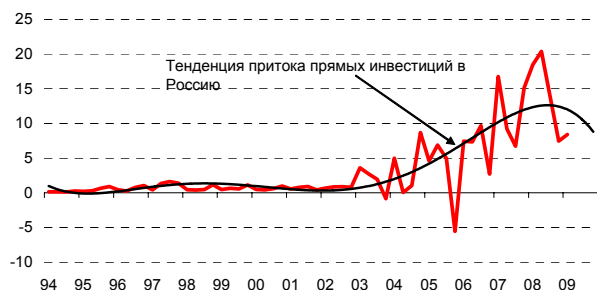
За 4 кв. 2008 г. из России «ушло» 131 млрд. долл., что для всех было довольно неожиданно, поскольку в 2007 – начале 2008 гг. Россия стала одним из самых привлекательных объектов для иностранных инвесторов. Впрочем, в последние месяцы чистый отток капитала резко снизился. Если в пиковые периоды (октябрь и декабрь 2008 г.) он составлял в среднем 50 млрд. долл. в месяц, в январе, по нашим оценкам, составил 39 млрд. долл., то в феврале-марте можно говорить о небольшом чистом притоке (до 1 млрд. долл. в месяц). На данный момент дополнительных стимулов для бегства капитала из России, по нашему мнению, нет.

Сальдо прямых и портфельных инвестиций предприятий в Россию и за рубеж, накопленным итогом с 1994 г. (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

Прямые инвестиции в Россию (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

«Серый» отток капитала предприятий, % внешнеторгового оборота



Источник: Банк России.

Российские предприятия «уходят» в тень

Чистый отток капитала *реального сектора*, достигнув своего пика в конце прошлого года, в 1 кв. 2009 г. составил 25 млрд. долл. В то время, как сальдо прямых и портфельных инвестиций (в Россию и за рубеж), как и ожидалось, оказалось практически «нулевым», в динамике «прочих инвестиций» проявились тревожные сигналы.

С одной стороны, объем выданных ссуд и займов российским предприятиям не изменился. Это может объясняться как рефинансированием платежей по внешнему долгу (новые займы или полученная рассрочка), так и увеличением просроченной задолженности. Поскольку из СМИ известно лишь о некоторых случаях проведения переговоров по поводу реструктуризации платежей (Русал, Мечел, МТС, Уралхим, Миракс) - да и то лишь частичной реструктуризации - мы не исключаем роста неплатежей по внешнему долгу.

С другой стороны, сумма просроченных выплат может быть существенно меньше. Во-первых, аффилированные кредиторы (как прямые инвесторы, так и оффшорные) могут урегулировать долги без огласки в СМИ. Во-вторых, значительная часть внешнего долга составляет задолженность в национальной валюте перед нерезидентами (в долларовом эквиваленте - около 80 млрд. на начало года, или 17% задолженности предприятий и банков). Эти долги обесцениваются за счет девальвации рубля, и их своевременное погашение может быть вполне посильным для российских компаний.

В то же время необходимо подчеркнуть, что интенсивность «серого» оттока капитала (сумма отдельных статей платежного баланса, таких как «невозврат экспортной выручки», «прочие активы», а также «чистые ошибки и пропуски») вследствие мирового кризиса резко возросла. В 1 кв. 2009 г. она достигла 25% внешнеторгового оборота против 21% в предыдущий квартал и 10% за январь-сентябрь 2008 г.

В абсолютном выражении пик «серого»

оттока, по нашему мнению, уже пройден, и в целом за год мы ожидаем отток капитала в объеме 80 млрд. долл. (что в процентном отношении примерно соответствует уровню 1998-1999 г.). С учетом 25 млрд. долл. «китайского кредита», полученного Роснефтью и Транснефтью, чистый отток капитала предприятий в 2009 г. может составить 55 млрд. долл.

Надолго ли хватит валютных резервов Банка России?

Чистый отток капитала частного сектора в 1 кв. (39 млрд. долл.) в совокупности с дефицитом финансового счета *госсектора* (около 4 млрд. долл.) при незначительном профиците счета текущих операций стали определяющим фактором снижения валютных резервов денежных властей на 31 млрд. долл. (главным образом, в январе, тогда как в феврале-марте резервы выросли на 5 млрд. долл.).

В условиях близких к нулевому профициту счета текущих операций и в случае возобновлении чистого оттока капитала на уровне 5 млрд. долл. в месяц мы ожидаем сокращения резервов до конца года еще примерно на 50 млрд. долл. Альтернативой этому может стать девальвация рубля.

Команда Центра развития

Акиндинова Наталья	Об экономике России: Население, Госфинансы
Балашова Елена	Об экономике России: Цены производителей, Прибыль
Вильф Виктория	Об экономике России: Население
Ивликова Наталья	Об экономике России: Госфинансы
Минзулин Евгений	Об экономике России: Банки
Мионов Валерий	Об экономике России: Промышленность, Инвестиции в основной капитал
Петроневиц Максим	Об экономике России: Деньги, курс, инфляция
Пухов Сергей	Об экономике России: Внешняя торговля и платежный баланс О мировой экономике: Нефть О мировой экономике: Финансовые рынки
Смирнов Сергей	Основное Об экономике России: ВВП О мировой экономике: ВВП и торговля

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.