

Квартальное обозрение

КВАРТАЛЬНОЕ ОБОЗРЕНИЕ

ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ

II квартал
2009 г.

ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ

ОСНОВНОЕ		2
О МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ	ВВП и ТОРГОВЛЯ	5
	НЕФТЬ	6
	ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	7
ОБ ЭКОНОМИКЕ РОССИИ	РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	9
	ДЕНЬГИ, КУРС, ИНФЛЯЦИЯ	16
	БАНКИ	23
	НАСЕЛЕНИЕ	25
	ГОСФИНАНСЫ	27
	ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	28

Под редакцией С.В. Смирнова

Основное

Основные итоги

Со времени основного удара «финансовой стихии» по мировой экономике (то есть с момента банкротства Lehman Brothers) прошло уже около десяти месяцев. «Пыль», поднятая обрушением множества бизнесов по всему миру, постепенно осаживается, и нашему взору уже вполне ясно предстает не только картина значительных разрушений, но и тот факт, что многие сооружения и конструкции мировой хозяйственной системы, благодаря активным действиям центральных банков ведущих стран - худо-бедно устояли. В мире уже началась активная «разборка завалов» (чего стоит, например, банкротство GM – «лица» Америки, некогда ее красоты и гордости). И если не будет новых «подземных толчков», скоро начнется и восстановление производства. На эту мысль наводит тот факт, что, хотя в реальном секторе развитых стран пока не видно явных признаков оживления, ожидания экономических агентов (как потребителей, так и предпринимателей) постепенно становятся все более оптимистическими.

За последние три месяца изменилось также восприятие и понимание того, что происходит сейчас в российской экономике. Прежде всего, в этом контексте следует отметить следующие моменты:

- Снялось давление с российского платежного баланса. Этому было две основных причины. Во-первых, нефтяные цены вновь «отросли» практически до 70 долл./барр., в результате чего торговое сальдо прочно обосновалось в положительной области. Во-вторых, компании реального сектора, набравшие займов за рубежом, обнаружили, что иностранные кредиторы вовсе не жаждут получить в собственность их акции, отданные в качестве залогов. Почему-то они не уверены, что смогут на российской почве реализоваться в качестве «эффективных собственников». Пользуясь этим, отечественные компании не стали отдавать свои долги, а стали добиваться их рефинансирования. В результате сначала отток капитала оказался намного меньше, чем можно было ожидать, а к концу 2 кв. даже обозначился чистый приток капитала, привлеченного возобновившейся тенденцией к укреплению рубля;
- Из-за снижения реальных доходов бизнеса и доходов населения, занятого в небюджетном секторе, а также вследствие стагнации или даже спада банковского кредитования, стал сокращаться потребительский и инвестиционный спрос. Производство, однако, снизилось еще сильнее, чем спрос, поскольку производители резко сократили объем своих запасов (сырья, материалов и готовой продукции);
- Хотя те же самые факторы (снижение доходов и отсутствие кредитования) подорвали спрос на импортную продукцию (прежде всего, потребительские товары длительного пользования и инвестиционные товары), процесс импортозамещения пока не начался (в отличие от кризиса 1998 г., когда девальвация почти моментально дала-таки толчок ускоренному развитию отечественных производств);
- Девальвация конца прошлого - начала этого года не слишком значительно повысила конкурентоспособность отечественных производителей, а последовавший за девальвацией период номинального укрепления рубля вообще практически свел весь выигрыш к нулю. Когда девальвация проводилась, она была выгодна банкам, и тогда она способствовала стабилизации этого сектора. Однако реальному сектору (о населении – что и говорить!) она принесла убытки, которые, в свою очередь, содействовали сокращению инвестиционного спроса;
- Кредиты остаются недоступными для компаний реального сектора как потому, что их прибылей зачастую не хватает для уплаты повышенных процентов, так и потому, что коммерческие банки, трезво оценивая риски невозвратов, просто стараются не выдавать новых кредитов – ни по каким ставкам

(программы потребительского кредитования коммерческие банки и вовсе сокращают). Государственные банки, напротив, расширяют кредитование (явно под нажимом Правительства), беря на себя излишние риски;

- Федеральный бюджет недобирает (в сравнении с прошлым годом) доходы, не связанные с нефтью и газом. В то же время, резко выросший бюджетный дефицит стал важным фактором, противодействующим кризисному снижению экономики;
- Падение мировых цен на продовольствие, укрепление рубля, ужесточение денежной политики и приостановка повышения тарифов на услуги естественных монополий привели к замедлению инфляции.

В целом, ситуация в российской экономике стала более определенной. Однако внутренних источников роста в ней пока не просматривается, а сценарий длительной стагнации (в противоположность быстрому восстановлению) выглядит все более и более вероятным.

Основные вызовы и риски

Нельзя сказать, что в России уже теперь видны явные признаки второй «волны» кризиса или даже ее приближения. Однако многие аспекты нынешней политико-экономической реальности имеют некий трудно верифицируемый «неприятный привкус». Возникает ощущение, что ситуация легко может оказаться «хуже, чем кажется».

К числу важнейших негативных факторов, конечно, относится явная «пробуксовка» процессов коммерческого кредитования. Деньги у банков, вроде, есть, а вот кредитование не идет. Попытки «ручного управления» деятельностью банков имеют своим следствием не только исчезновение значительных средств в «черной дыре» экономически неэффективных, хотя и социально важных госкомпаний, но также создают высокую вероятность появления в России банков-«зомби» (на манер японских времен кризиса 1990-х гг.). У этих банков по балансу все было хорошо, вот только «живых» денег не было, а потому и кредиты экономике не выдавались. Японцы лет 10 ждали, когда оно само рассосется. Не рассосалось, пришлось-таки расчищать балансы и фиксировать убытки.

Отсутствие реальных реформ на уровне корпораций, резко контрастируя с ситуацией, допустим, в США, также настораживает. Госкомпании пока никак не проявили своей эффективности и, кроме ставшей «притчей во языцех» зарплаты менеджеров, пришедших из Ростехнологий, ничем не отличились. Удастся ли российским компаниям просто «переждать» и «пересидеть» кризис, так и не озаботившись повышением эффективности своей производственной деятельности? Есть все-таки в этом большие сомнения... Можно спорить, хороша или плоха «в принципе» деприватизация частных компаний, особенно тех, которые оказались в частных руках в результате «неправильной» приватизации. Но нет пока никаких признаков того, что компании, «по жизни» вновь оказавшиеся под государственным контролем (хоть в нефтедобыче и нефтепереработке, хоть в автомобилестроении, хоть в какой другой отрасли), снизили бы издержки, расширили бы номенклатуру продукции или повысили ее качество. Да и вообще сделали бы что-то полезное, кроме того, что перенаправили финансовые потоки в «правильное» русло.

Потом: банки все выше задирают проценты по депозитам для населения. Высокие проценты, как известно, есть следствие и признак высоких рисков. Это одно. И другое: а как, собственно, банки собираются «отбивать» эти проценты при снижающейся инфляции? Кредитов они не выдают, да и где сейчас проекты, которые приносят такую прибыль? Кризис все-таки... Можно надеяться, что все «само» устаканится: мировая экономика вытянет, или инфляция разгонится, или Банк России рубль «уронит». А если нет? Сейчас денежные власти вознамерились административными мерами добиться снижения ставок. Что тут сказать? Может, тогда уж цены и на другие товары устанавливать? Почему нет?

Или еще. Трудно возражать против социальной направленности бюджета. Однако где та грань, за которой социальная направленность превращается в популистскую? По карману ли Правительству быть таким щедрым в условиях кризиса? А есть ли сейчас кто-то в Правительстве, кто не побоится, рискнув своим рейтингом, призвать население «затянуть пояса»? Если нет, тогда может ли бюджетная политика Правительства быть взвешенной и ответственной? А с другой стороны, в случае сокращения госрасходов не подтолкнет ли это российскую экономику к новому падению? Вполне такое может быть... Ситуация, действительно, не из простых, а ясной линии (= политики) не выработано. Может, конечно, и так обойдется. А если нет?

Наконец, снижение инфляции. О необходимости этого давно все говорили, и вот, возможно, дожили. Уместно, однако, вспомнить экономическую теорию, которая утверждает, что при «прочих равных» действия денежных властей однонаправленно действуют (угнетающе или стимулирующе) на инфляцию и на экономический рост. Иными словами, поощряя экономический рост, денежные власти рискуют вызвать ускорение инфляции, а, борясь с инфляцией, рискуют подтолкнуть экономику к рецессии. Денежные власти всегда маневрируют «на грани», но нужно ли именно сейчас в России бороться с инфляцией? Не спровоцирует ли это новый виток спада? И не приведет ли это со временем, страшно сказать, к дефляции? Ведь в цены на многие товары в России заложена такая высокая и до сих пор не снижаемая маржа, что создается впечатление, будто многие бизнесмены предпочтут, скорее, совсем закрыть дело, чем согласиться на обычную для всего цивилизованного мира прибыль 10-15% (зарабатывать «на объемах» в России не любят). Если такое сокращение производства начнется, уменьшится занятость и сократится потребительский спрос. В какой-то момент это все-таки вынудит предпринимателей снизить цену (или выпустить на рынок более качественный товар по прежней цене). А если цены снижаются, покупать «сейчас» не хочется: хочется подождать, пока цена еще больше упадет. А производство, тем временем, приходится сокращать. Занятость и потребительский спрос вслед за этим тоже сворачиваются. А за ними – цены. Ну, и так далее. Называется «дефляционная спираль». Очень неприятная штука. И встречается не только в учебниках...

Короче говоря, слишком много сейчас серьезных и действительно сложных вызовов стоит перед российской экономикой. И слишком мало признаков того, что Правительство способно на что-то большее, чем спасти, например, какой-то никому (с «народнохозяйственной» точки зрения, конечно) ненужный банк, «угрохав» на это несколько миллиардов долларов. Авось, конечно, все обойдется (не с ненужными банками, а с российской экономикой), исключить этого нельзя. Но вот непонятно, что, кроме «авось», может помочь. Грустно, господа!

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			
МВФ	Июль	-2,6	0,8
ОЭСР	Июнь	-2,8	0,9
Всемирный банк	Июнь	-3,0	1,8
Опрос Blue Chip Economic Indicators	Июнь	-2,7	2,0
Опрос The Economist	Июнь	-2,8	1,6
Livingston Survey ¹	Июнь	-2,8	1,9
Опрос National Association for Business Economics	Май	-2,8	2,0
Survey of Professional Forecasters ¹	Май	-2,8	2,0
Опрос Wall Street Journal	Май	-2,7	-
Европейская Комиссия	Май	-2,9	0,9
Евросоюз (16 стран)			
МВФ	Июль	-4,8	-0,3
ОЭСР	Июнь	-4,8	0,0
Всемирный банк	Июнь	-4,5	0,5
European Central Bank	Июнь	-5,1 ÷ -4,1	-1,0 ÷ +0,4
Опрос The Economist	Июнь	-4,1	0,5
Survey of Professional Forecasters ²	Май	-3,4	0,2
Европейская Комиссия	Май	-4,0	-0,1
Япония			
МВФ	Июль	-6,0	1,7
ОЭСР	Июнь	-6,8	0,7
Всемирный банк	Июнь	-6,8	1,0
Опрос Economic Planning Association ³	Июнь	-3,9	1,1
Опрос The Economist	Июнь	-6,7	0,8
Европейская Комиссия	Май	-5,3	0,1
Китай			
МВФ	Июль	7,5	8,5
ОЭСР	Июнь	7,7	9,3
Всемирный банк	Июнь	7,2	7,5
Европейская Комиссия	Май	6,1	7,8
Мир-ВВП⁴			
МВФ	Июль	-1,4	2,5
Всемирный банк	Июнь	-2,9	2,0
Мир-Мировая торговля			
МВФ	Июль	-12,2	1,0
ОЭСР	Июнь	-16,0	2,1
Всемирный банк	Июнь	-9,7	3,8

Примечание. 1. Опрос FRB of Philadelphia. 2. Опрос European Central Bank. 3. Для финансового года. 4. Страновые ВВП «взвешены» по ППС.

Близко «дно» кризиса?

Начало 2009 г. принесло небывалые – для последних 70 лет – сокращения производства по всему миру. Падение ВВП в первом квартале составило: в США – 2,5%, в Евросоюзе – 4,9%, в Японии – 9,1% (все цифры приведены в выражении «год к году»). При этом в Китае рост замедлился до 6,1%, 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 апрель-май 2009 г. падение достигло: в США – 13% (год к году), в Евросоюзе – 20%¹, в Японии – 29% (!). Темпы промышленного роста в Китае составили 8,1% г/г, что, конечно, выше, чем в первом квартале (5,1% г/г), но ведь недавно промышленность здесь росла на 15-18% за год ...

Тем не менее, в последние месяцы экономики ведущих стран, похоже, более или менее стабилизировались на достигнутом в январе-феврале низком уровне. Новой волны спада, сравнимой с падением в конце прошлого – начале этого года, никто не ожидает.

Прогнозы предвещают конец рецессии и начало стагнации

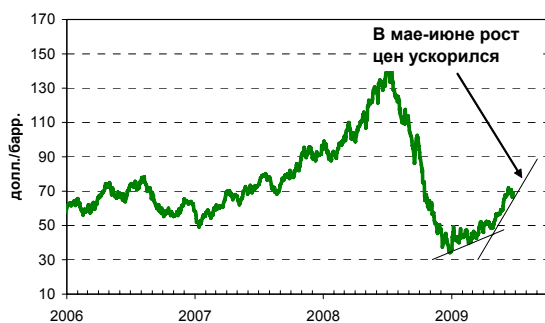
Согласно последним прогнозам, по итогам 2009 г. в экономике США ожидается спад ВВП на 2,6-3,0%, в Евросоюзе – на 4,1-4,8%, в Японии – на 6,7-6,8%. Мировой ВВП, как ожидается, сократится на 1,5-3,0%, а мировая торговля потеряет 10-15% и даже более (самый большой спад за 80 лет). Все эти цифры – ниже, чем были три месяца назад, прежде всего потому, что в них учтены исключительно неблагоприятные итоги первых месяцев текущего года. Прогнозы на 2010 г., напротив, несколько повысились, но все равно предвещают стагнацию. Прирост ВВП составит: в США – 1-2%, в Евросоюзе –

¹ За март-апрель.

около нуля, в Японии – 1,0-1,5%.
Мировой ВВП вырастет в 2010 г. всего на 2-2,5%.

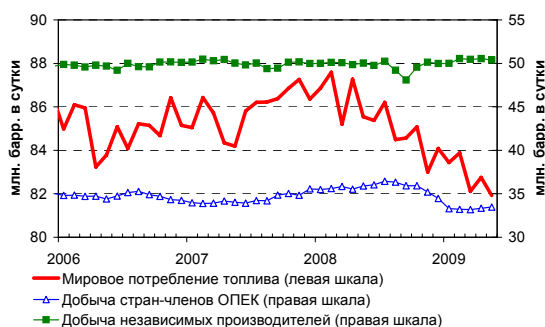
Нефть

Цены на российскую нефть Urals



Источник: Reuters.

Мировое потребление и добыча нефти



Источник: EIA.

Рост нефтяных цен ускорился

В мае-июне рост нефтяных цен ускорился. Стоимость одного барреля российской нефти в этот период достигла 70 долларов. За два месяца цены выросли в 1,4 раза, а в целом за полгода – в 2,2 раза. Такая динамика, по нашему мнению, сильно напоминает формирование очередного пузыря в условиях низких процентных ставок и роста денежной ликвидности вследствие реализации масштабных антикризисных мер, предпринимаемых ведущими мировыми державами.

Мировой экономический кризис привел к резкому сокращению спроса на нефть. По данным EIA, в мае спрос снизился до минимального за последние четыре года уровня и составил 81,93 млн. барр. в сутки (-4,25% г/г). Основной спрос (около 40%) и торговля сконцентрированы в США и Европе. В этих регионах спрос на жидкое топливо по-прежнему снижается.

В тоже время на предложении нефти кризис сказался в меньшей степени. В апреле-мае мировая добыча сырой нефти была на 2% ниже прошлогодних показателей. Сократили добычу, главным образом, страны-члены ОПЕК. Впрочем, в последние месяцы они стали медленно наращивать производство.

Растет вероятность разворота

Дальнейший рост цен и, тем более, сохранение положительного тренда последних двух месяцев, способного вывести нефтяные цены на уровень 120 долл./барр. к концу текущего года, мы считаем маловероятным.

Снижающийся спрос на нефть со стороны мировой экономики – на фоне роста нефтедобычи странами ОПЕК – в лучшем случае приведет к стабилизации цен на текущем уровне. Слабость мировой экономики будет ограничивать рост цен на ресурсы и в ближайшие годы.

Финансовые рынки

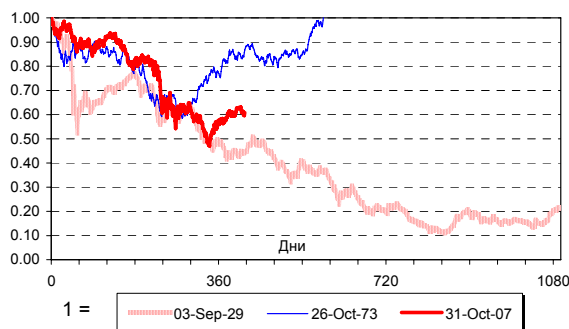
Фондовый рынок

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.

Возобновился приток капитала

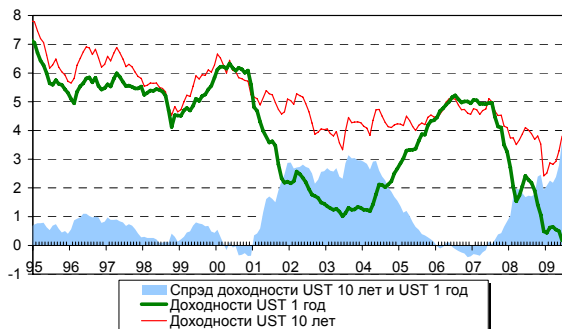
Во втором квартале сохранилась тенденция к росту индекса Dow Jones Industrial. В июне индекс достиг 8799 пунктов. В то же время антикризисные меры денежных властей, предусматривающие масштабные вливания денег в экономику, пока не смогли помочь рынку преодолеть важный уровень сопротивления на 9000-й отметке (на этот уровень рынок упал сразу после банкротства Lehman Brothers).

Динамика акций во второй половине июня-начале июля указывает на стагнацию фондового рынка, что лишний раз свидетельствует о преждевременности разговоров о выходе американской экономики из кризиса.

Однако, даже если рост американских акций возобновится, восстановление рынка до предкризисного уровня можно ожидать не ранее середины 2010 г.

Долговой рынок

Доходность казначейских облигаций США, %



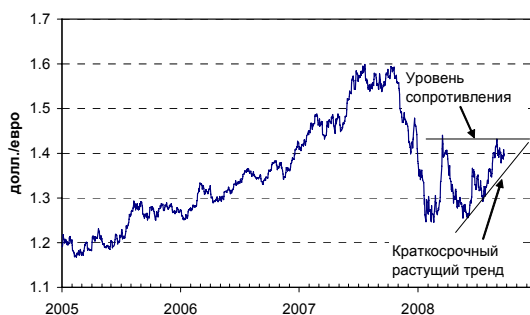
Источники: ФРС США, NBER.

Поле для маневров ограничено

Доходность краткосрочных казначейских обязательств США в июне снизилась до рекордно низкого уровня 0,17% годовых, тогда как доходность долгосрочных (10 летних) облигаций увеличилась за последний месяц и составила 3,8%. По мере выхода американской экономики из кризиса и усиления инфляционных рисков можно ожидать постепенного роста процентных ставок. Этому будет также способствовать рост бюджетного дефицита США. За текущий финансовый год он вплотную приблизился к 1 трлн. долл. и, по оценкам бюджетного управления Конгресса, за следующий год может превысить 1,84 трлн. долл.

Валютный рынок

Динамика курса европейской валюты к доллару



Источник: Reuters, данные приведены на конец месяца.

Доллар ослабил свои позиции

В мае - начале июня курс европейской валюты вырос с 1,32 до 1,43 долл./евро, но затем стабилизировался на уровне 1,4 долл./евро. Дальнейшему росту евро будет препятствовать программа ЕЦБ по выкупу облигаций с покрытием на первичном и вторичном рынках объемом (60 млрд. евро в июле).

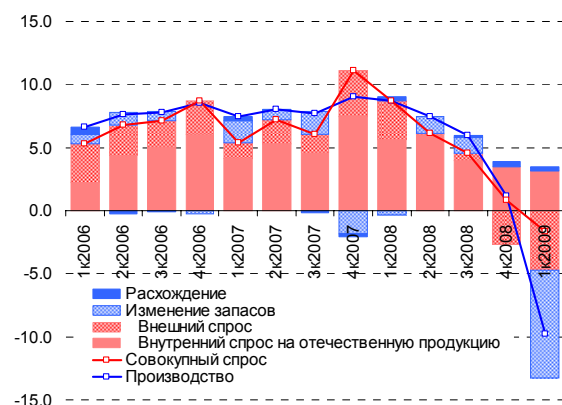
Стабилизации на валютном рынке способствует денежная политика денежных властей США и еврозоны. ФРС и ЕЦБ, снизив базовые ставки до минимальных уровней (соответственно, до 0,25% в декабре 2008 г. и до 1% в мае 2009 г.), по мнению участников рынка, не планируют изменять их в ближайшие месяцы.

Об экономике России

Реальный сектор

ВВП

Вклад компонент спроса в образовании ВВП по использованию (прирост год к году, в %)



Примечание: внутренний спрос на отечественные товары = расходы на конечное потребление + валовое накопление основного капитала – импорт.

Источники: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

Производство ВВП падает, поскольку предприятия приводят запасы в соответствие с сократившимся спросом

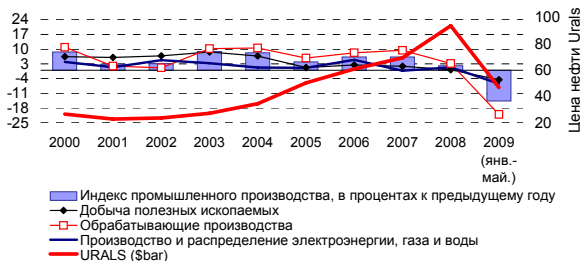
Темпы падения ВВП по производству, тесно связанные с динамикой основных секторов (промышленности, строительства, транспорта и др.), в 1 кв. составили 9,8%, в то время как совокупный спрос (внутренний и внешний) сократился всего на 1,9%. Разница (почти 8 п.п. прироста) была покрыта за счет сокращения запасов материальных оборотных средств.

Наши расчеты показывают, что в период относительно спокойного роста (2003-2005 гг.) норма запасов относительно совокупного спроса (ВВП без учета изменения запасов) не менялась и составляла 23-24% от объема спроса. Однако с 2006 г. в России началось резкое увеличение производства продукции «на склад», вызванное ожиданиями продолжения роста потребления (вследствие роста цен на нефть и развития кредитования). Злую шутку в этом плане сыграли события 2008 г., когда подстегиваемые невероятным ростом цен на нефть производители готовились к очередной фазе роста, обещавшей бурные продажи, а тут... Таким образом, на конец 2008 г., по нашим оценкам, размер запасов составлял порядка уже 28% совокупного спроса. Понятно, что с началом кризиса объем запасов должен был прийти в соответствие с сокращающимся спросом (т.е. уменьшиться), а для этого надо было распродать «излишки» года прошлого.

Фаза сокращения запасов является традиционной для кризисов в развитых экономиках. Наибольшие темпы сокращения запасов, как правило, наблюдаются в период начала спада, поэтому в целом по году эффект от изменения запасов будет меньше, чем в 1 кв. По нашим оценкам, он составит 5-6 п.п. от ВВП. При этом объем производства сократится на 10,7%, а совокупного спроса - на 5,5%.

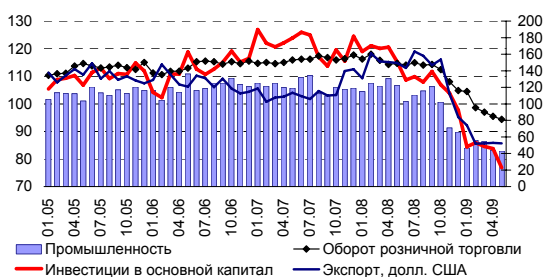
Промышленность

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



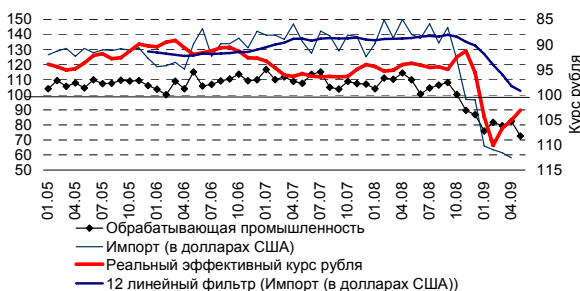
Источники: Росстат, Центр развития.

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



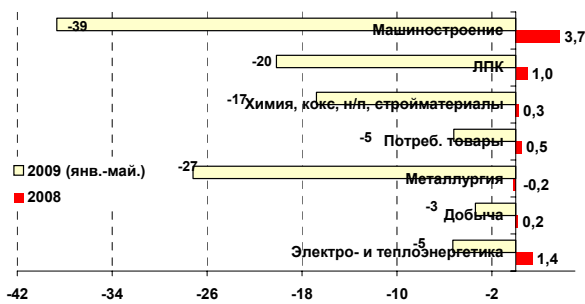
Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

Падение инвестиционного, потребительского спроса и запасов не было компенсировано снижением импорта и бюджетными расходами

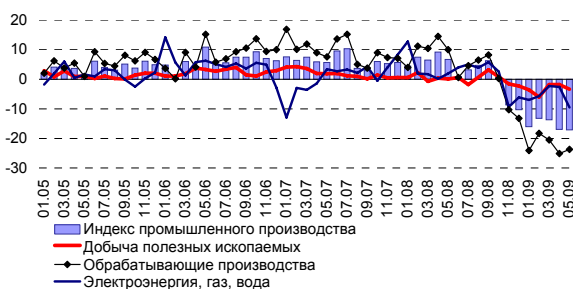
«Пике» мировых нефтяных цен придавило не столько добычу полезных ископаемых, сколько обрабатывающую промышленность, которая испытала на себе одновременное снижение инвестиционного спроса со стороны капиталоемких добывающих отраслей и жилищного строительства, потребительского спроса (из-за падения реальных доходов населения и свертывания программ потребительского кредитования), а также резко возросшие трудности получения банковских кредитов.

Падение инвестиций, потребительских расходов и сокращение прироста запасов, не было компенсировано снижением импорта. Политика расходования средств федерального бюджета тоже не отличалась последовательностью: значительный рост расходов федерального бюджета в феврале-апреле (до 50% год к году) сменился скромным приростом (15%) в мае. В результате промышленный спад был лишь остановлен, но не преодолен.

Сейчас именно рост спроса является важнейшим условием для начала восстановления. Другое необходимое условие для оживления отечественного производства (снижение импорта) пока существует: импорт упал в ходе кризиса примерно на 40% г/г и на фоне «кредитного кранча» не демонстрирует никаких признаков восстановления, несмотря даже на то, что практически вся «подушка», образовавшаяся в результате девальвации рубля уже утрачена. Так, темпы падения реального эффективного валютного курса рубля (важнейшего фактора, определяющего динамику импорта) сократились с 10% г/г в 1 кв. до 3 % (в мае).

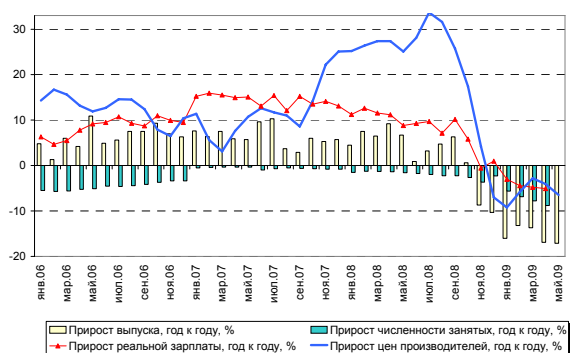
Среди секторов обрабатывающей промышленности в ходе рецессии в наибольшей степени пострадали сектора, которые так или иначе зависят одновременно и от внешнего, и от внутреннего спроса: машиностроение, обслуживающее сырьевиков (здесь

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



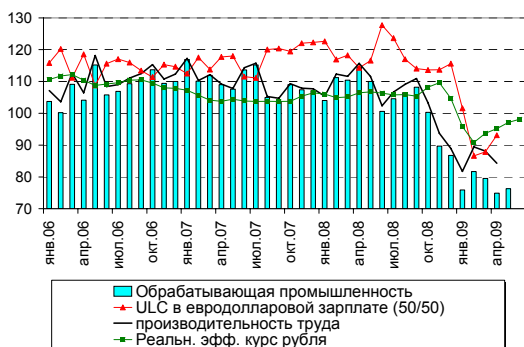
Источники: Росстат, Центр развития.

Динамика показателей промышленности России



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Индикаторы конкурентоспособности: рост производительности труда и удельных трудовых 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.

выпуск упал почти на 40% г/г); металлургия, работающая и на экспорт, и на строительство и машиностроение (почти -30%); лесохимический комплекс (около -20%). Наименьшие темпы падения (до 5%) - у производителей потребительских товаров, в добыче полезных ископаемых и в производстве электроэнергии.

В мае усилилось падение в электроэнергетике. Так ли это плохо?

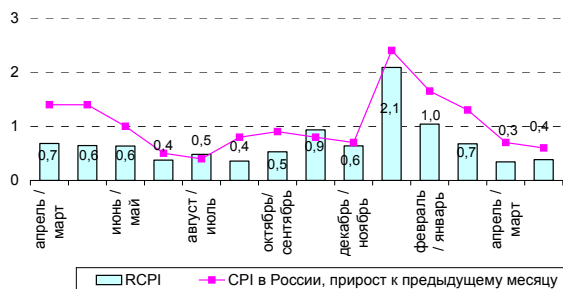
В мае в промышленности произошел своеобразный реверс: некоторое улучшение ситуации в обработке сопровождалось увеличением темпов падения в добыче и электро- и теплоэнергетике. В принципе, это может говорить об отложенном эффекте импортозамещения, а также о снижении материало- и энергоемкости производства вследствие борьбы компаний за снижение своих издержек. Однако для уверенного суждения о наличии в промышленности столь положительных тенденций необходимо подтверждение итогами, по крайней мере, еще двух месяцев наблюдения.

Удельные издержки сокращаются, но недостаточно

Промышленность, как и следовало ожидать, пытается адаптироваться к сокращению спроса снижением издержек. При этом, хотя само по себе наблюдаемое сокращение числа замещенных рабочих мест (минус 9% г/г по последним отчетным данным) при куда более радикальном снижении выпуска (на 15.4% за январь-май) ведет к снижению производительности труда и росту удельных издержек, однако оно в определенной степени компенсируется падением реальной рублевой заработной платы (около 5% г/г) и - что еще более важно - сокращением заработной платы в валютном выражении.² В результате удельные трудовые издержки в валютном выражении в обрабатывающей промышленности в среднем снизились на 12-13% г/г в феврале-марте и на 7% в апреле. Поскольку выпуск продукции сократился сильнее (более чем на 22%)

² Скажем, в обрабатывающей промышленности, для которой ценовая конкуренция с иностранными производителями наиболее значима (в силу относительно низкого качества продукции), заработная плата в долларовом выражении в апреле упала на 27% г/г, а в евро – на 13% г/г.

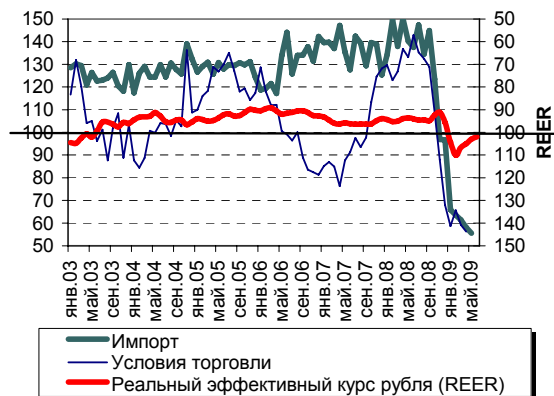
**Индикаторы конкурентоспособности:
прирост относительных цен (RCPI)
в экономике России в 2008–2009гг.**



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.

**Динамика импорта и условий торговли
(рост год к году, ежемесячно, в %)**



Источники: Росстат, Центр развития.

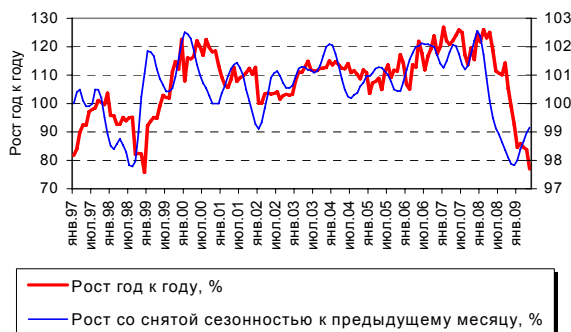
рентабельность обрабатывающей промышленности (около 10%) остается в 1,5-2 раза ниже не только предкризисного уровня, но и ставки по банковским кредитам. Можно, конечно, утешаться тем, что в 1 квартале промышленность показала чистые убытки, а теперь рентабельность вышла в положительную область, однако банковские кредиты для промышленных предприятий остаются практически недоступными, и на это нельзя закрывать глаза.

Поле боя – валютный рынок

Если внутренняя инфляция сейчас замедляется (что хорошо для конкурентоспособности, так как при этом замедляется укрепление реального курса рубля), то наблюдаемая динамика условий торговли (terms of trade) такова, что для восстановления промышленного роста может потребоваться новый раунд девальвации. Даже на фоне некоторого улучшения условий торговли в последние месяцы (вследствие повышения цен на нефть) по итогам всего 2009 г. условия торговли снизятся по крайней мере на 25-30%. Для компенсации этих изменений потребуются значительное ослабление номинального курса рубля. Сможет ли промышленность «ожить» без проведения девальвации? Ведь других быстродействующих факторов, стимулирующих промышленный рост, пока что-то не просматривается...

Инвестиции в основной капитал

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



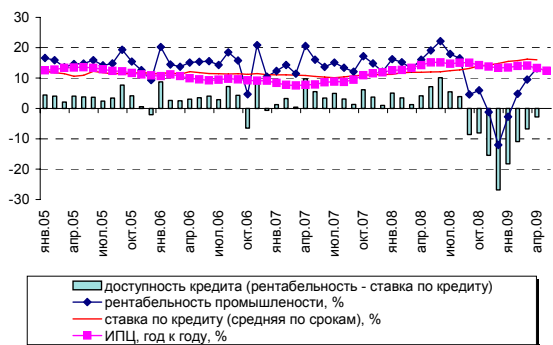
Источники: Росстат, Центр развития.

**Падение инвестиций резко
ускорилось. V-образного сценария
не предвидится**

Недоступность банковского кредитования в условиях сокращения собственных средств привела к ускорению свертывания инвестиций в основной капитал. Темпы их падения выросли с примерно 15% г/г в 1 кв. до 23% г/г в мае. При этом снижению процентной ставки по кредитам (что могло бы стимулировать инвестиции) препятствуют как высокие риски невозвратов, так и высокая инфляция.³ Пока падение инвестиций находится на уровне декабря 1998г. Тогда вскоре началось быстрое

³ Последняя, впрочем, не является определяющей причиной, о чем говорит рост ставки даже на фоне снижающейся инфляции.

Доступность кредита для промышленности



Источники: Росстат, Центр развития.

Динамика инвестиций в основной капитал в первом квартале 2008-2009 гг. (год к году)

	Рост, г/г, реальный в рублях, %		млн. долл.		Рост, г/г в долл., %
	1 кв. 08	1 кв. 09	1 кв. 08	1 кв. 09	
В целом	109,6	95,0	35246	26630	75,6
Сельское хозяйство	108,6	74,8	1269	762	60,0
Добыча полезных ископаемых	100,6	90,7	7623	5504	72,2
Обрабатывающие производства в целом	115,7	97,8	6544	5085	77,7
производство пищевых продуктов	99,9	77,6	1009	659	65,3
лесохимический комплекс	116,4	126,5	1947	1675	86,0
металлургия	112,3	97,4	1600	1244	77,8
машиностроение в целом	146,1	85,1	984	673	68,4
Электро- и теплоэнергетика	135,3	100,6	2402	1937	80,7
Строительство	135,2	97,5	1215	842	69,3
Транспорт и связь	112,5	105,4	8301	6808	82,0
Операции с недвижимым имуществом, аренда и услуги	107,7	76,0	4419	2719	61,5
Социальные услуги в целом	111,5	110,1	2034	1738	85,4
Торговля	114,6	82,1	897	739	82,4

* лесохимический комплекс включает наряду с ЛПК и химией, также кокс и нефтепереработку.
Примечание. Инвестиции по крупным и средним предприятиям.
Источники: Росстат, расчеты Центра развития.

восстановление инвестиций, но сейчас благоприятствующих факторов для такого развития событий нет.

Вследствие наблюдаемого сейчас «урезания» инвестиционных программ многих крупных компаний, падение инвестиций по итогам 2009 г. может достичь 25-30%. Очевидно, что это негативно отразится на динамике машиностроительных отраслей, производства строительных материалов и строительства.

Девальвация больно ударила по закупкам импортного оборудования

О других важных тенденциях в сфере инвестиционной активности можно судить по ставшим недавно доступными детальным данным за 1 кв. 2009 г. В частности, следует отметить большие темпы падения инвестиций в малом и среднем бизнесе: -35% г/г по сравнению с 5% г/г на крупных предприятиях. Максимальные темпы падения инвестиций наблюдались в сельском хозяйстве, в пищевой промышленности и в операциях с недвижимостью (на уровне -25% г/г у крупных предприятий этих секторов).

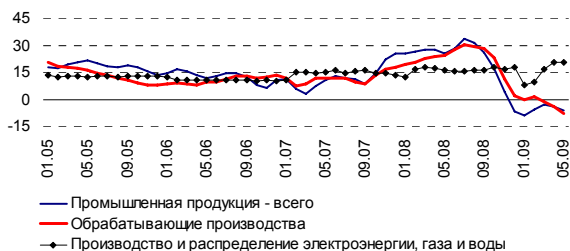
Хотя в ряде крупных секторов (лесохимия, нефтепереработка, электроэнергетика, транспорт и связь, социальная сфера) в реальном (рублевом) выражении инвестиции на крупных предприятиях не сократились и даже выросли (в том числе, вследствие снижения оптовых цен в промышленности), однако в валютном выражении они резко упали. По экономике в целом в секторе крупных предприятий такое падение составило 25%. В результате заметно снизились возможности модернизации предприятий за счет закупок импортного оборудования (особенно это касается сельского хозяйства и пищевой промышленности).

Цены производителей

Цены производителей вновь снижаются. Лидирует - переработка

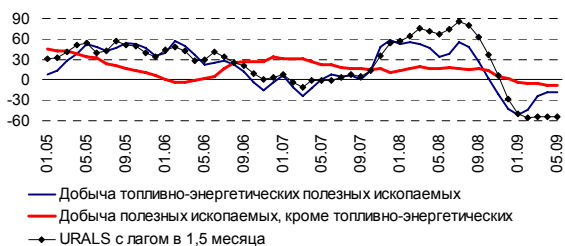
Обозначившаяся в феврале-марте тенденция к росту цен производителей в апреле-мае сменилась их снижением. Если в марте цены в промышленности были ниже уровня прошлого года на 2,8%, то в апреле – на 4,1%, а в мае –

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



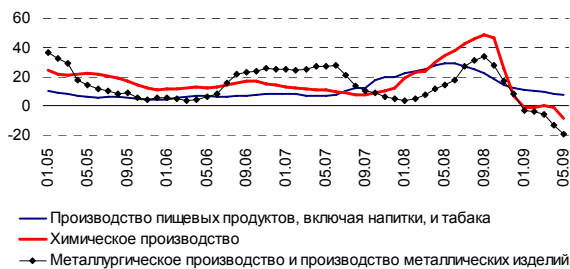
Источник: Росстат.

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



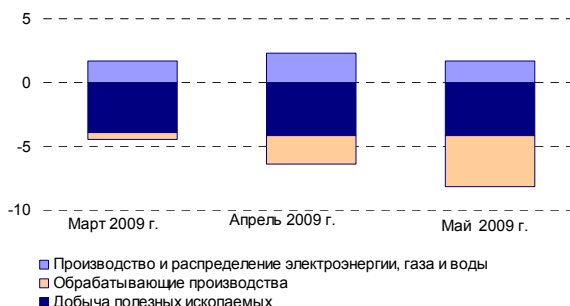
Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

на 6,5% (при этом они оставались выше минимального - январского - значения на 5 и 3 п.п. соответственно). Сложившаяся в апреле-мае ценовая динамика явилась результатом трех разнонаправленных тенденций: а) резкого замедления темпов падения цен в добыче полезных ископаемых (до -17% г/г против -46% г/г в январе); б) ускорения падения цен в обрабатывающих отраслях (до -8% г/г в мае) и в) высоких темпов роста цен в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды (свыше 20% г/г).

Под влиянием дальнейшего сокращения спроса (как внутреннего, так и внешнего) в апреле-мае ускорилось снижение цен на продукцию промежуточного назначения (черные металлы, алюминий, лесные и строительные материалы, химические товары). Максимальное среди всех отраслей экономики падение цен производителей было зафиксировано в нефтепереработке (25-30% г/г). Здесь сказалось заметно меньшее «проседание» цен на нефтепродукты по сравнению с ценами на нефть в активной фазе кризиса. В апреле-мае произошло сближение темпов, и ценовое соотношение (нефтепродукты/нефть) вернулось к докризисному уровню (2,1-2,3 раза против 3,9 в январе-феврале).

Внутренние цены на сырье – в русле мировых тенденций. Только не на газ

В апреле-мае цены российских производителей сырья в основном следовали за динамикой спроса и цен на мировых рынках. При этом дополнительным фактором удорожания руд цветных металлов (на 7% г/г) послужила активная скупка металла правительством КНР. В качестве своего рода компенсации за снижение экспортных цен на газ во 2 кв. (в среднем на 25-30% г/г) значительно (на 35-40% г/г) выросли цены производителей в газодобыче.

Производителям потребительской продукции пока удается повышать цены

В отраслях, ориентированных на конечный потребительский спрос, цены производителей растут. Однако их темпы

постепенно замедляются, и ценовая динамика в этом секторе существенно ниже темпов потребительской инфляции (за исключением производства мотоциклов, велосипедов, мебели и ювелирных изделий).

Во 2-ом полугодии в случае увеличения внешнего спроса можно ожидать роста цен производителей на сырьевые экспортные товары. Напротив, сокращение внутреннего спроса (как производственного, так и потребительского) будет способствовать отрицательной ценовой динамике в обрабатывающих отраслях.

Прибыль

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

	Январь-март 2009 г.	Январь-апрель 2009 г.
Всего*	-69.3	-56.9
Промышленное производство	-74.0	-60.6
Добыча полезных ископаемых	-16.8	-20.2
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	25.7	7.6
Добыча прочих полезных ископаемых	-	-
Обрабатывающие производства	-	-90.8
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	54.1	48.8
Строительство	-93.1	-76.2
Оптовая и розничная торговля; ремонт	-69.8	-59.0
Транспорт и связь	-67.1	-40.3
Прочие	-	-19.3

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

* – означает, что имел место убыток.

Источники: Росстат, Центр развития.

Структура сальдированного финансового результата, в %

	Январь-апрель 2008 г.	Январь-апрель 2009 г.
Прибыль экономики, млрд.руб.*	1801.8	733.5
Структура прибыли экономики, %		
Всего	100.0	100.0
в том числе:		
Промышленное производство	60.5	55.4
из него:		
добыча полезных ископаемых	19.8	26.7
обрабатывающие производства	35.6	7.9
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	5.2	20.8
Строительство	1.3	0.7
Оптовая и розничная торговля; ремонт	23.3	22.0
Транспорт и связь	12.5	17.3
Прочие	2.4	4.6

Примечание. Без сельского и лесного хозяйства.

Источники: Росстат, Центр развития.

Внереализационные убытки тормозят восстановление прибыльности,...

1 квартал 2009 г.⁴ экономика завершила с положительным сальдированным финансовым результатом в размере 366,5 млрд. руб. С поправкой на снижение цен производителей это едва превысило 30% от прибыли соответствующего периода прошлого года. При этом сальдированная прибыль от продаж, по оценкам Центра развития, составила 954 млрд. руб. (не 30%, а свыше 70% от прошлогоднего уровня). Потери в размере 587,5 млрд. руб. были связаны с внереализационной деятельностью, главным образом, с отрицательной валютной переоценкой. Получается, что девальвация, бесспорно, в свое время поддерживавшая банковский сектор, «съела» более 60% прибыли экономики, полученной от реализации продукции.⁵

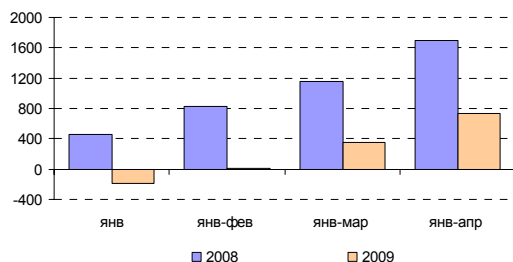
... но рост прибыли продолжается

Апрель увеличил общую прибыль экономики на 377,5 млрд. руб. Это почти 70% к уровню прошлого года в сопоставимой оценке. Следует отметить, что все базовые отрасли показали положительный финансовый результат. По динамике прибыли лидирует транспорт и связь (+35% г/г), благодаря почти 60% повышению тарифов на транспортировку грузов трубопроводным

⁴ Публикация данных о прибыли и убытках сильно задерживается по сравнению с цифрами по другим показателям.

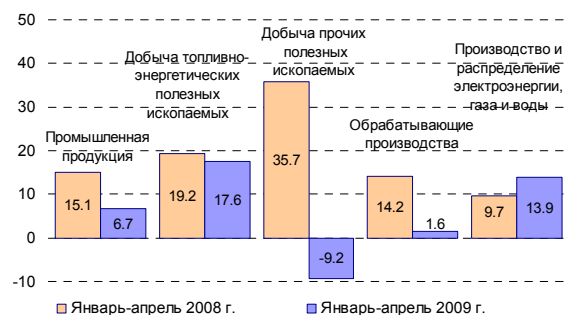
⁵ Для сравнения: в докризисный период внереализационная нагрузка составляла около 10%.

Сальдированный финансовый результат экономики в 2008–2009 гг. (в сопоставимой оценке, млрд. руб.)



Источники: Росстат, Центр развития.

Рентабельность промышленной продукции в январе-апреле, в %



Примечание. Рентабельность рассчитана как отношение сальдированного финансового результата к стоимости отгруженной продукции

Источники: Росстат, Центр развития.

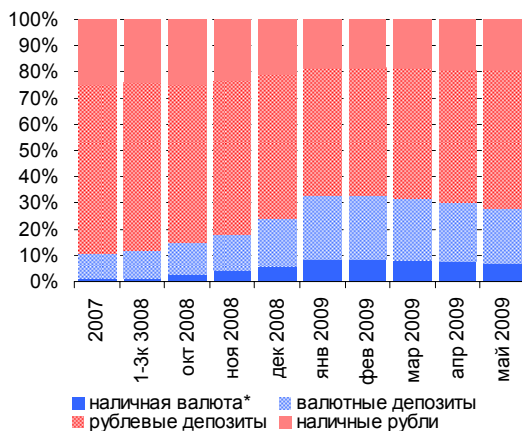
транспортом и высоким темпам роста услуг связи. На втором месте идет производство и распределение электроэнергии, газа и воды (+28% г/г). Росту прибыли здесь способствовало снижение цен на топливно-энергетические ресурсы (на 20% г/г) и индексация тарифов на газ. Медленнее всего (-51% г/г) процесс восстановления прибыльности идет в добыче прочих полезных ископаемых (сказываются крайне низкие цены и продолжающееся падение объемов производства в металлургии), а также в строительстве (в силу снижения платежеспособного спроса населения).

В результате в январе-апреле уровень прибыли в экономике в сопоставимой оценке составил 43% от прошлого года, что на 13 п.п. выше показателя 1 кв.

В ближайшие месяцы можно ожидать дальнейшего роста прибыли и уровня рентабельности. Этому будет способствовать восстановление баланса между понесенными затратами и выпуском продукции, а также уменьшение отрицательного эффекта от девальвации.

Деньги, курс, инфляция
Денежная сфера

Валютизация экономики и структура денежных активов



Примечание: * - оценка Центра развития.

Источники: Банк России, Центр развития.

Банк России «дал укрепиться» рублю...

Этим выстрелом он надеялся одновременно убить двух зайцев: снизить инфляцию и девальютизировать активы экономических агентов. Однако, из двух зайцев был задет только один (инфляция), причем рост реального курса «отрикошетил», попав по реальному сектору.

Валютизации денежных активов окончилась

Что касается девальютизации денежных активов, то она идет очень медленно. Объем валютных активов нефинансового сектора и населения за квартал уменьшился с 33% до 28% показателя М2Х* (он рассчитывается Центром развития), но половину этого снижения можно отнести на простую переоценку стоимости валютных активов в связи с укреплением рубля. Таким образом,

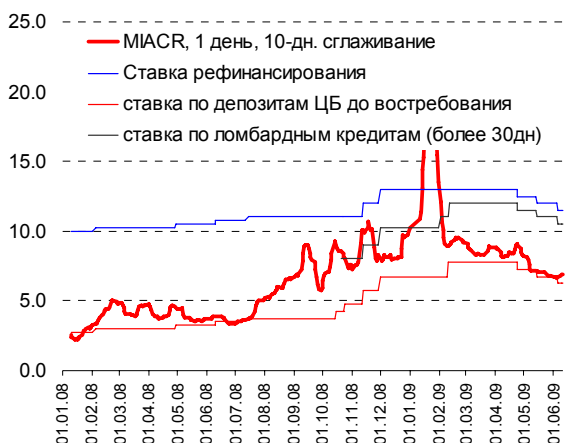
Денежные показатели

	Годовые данные			Текущие тенденции	
	2006	2007	2008	2008	2009
Денежная масса M2				январь - май	
млрд. руб.	8 996	13 272	13 493	13 725	12 861
темпа роста % **	48.8	47.5	1.7	3.4	-4.7
Денежная масса M2X				январь - май	
млрд. руб.	10 149	14 637	16 775	15 396	16 573
темпа роста % **	40.6	44.2	14.6	5.2	-1.2
Денежная масса M2X*				январь - май	
млрд. руб.	10 823	14 882	17 804	15 636	17 847
темпа роста % **	31.2	37.5	19.6	5.1	0.2
M0				январь - май	
млрд. руб.	2 785	3 702	3 795	3 656	3 462
темпа роста % **	38.6	32.9	2.5	-1.2	-8.8
Широкая денежная база				январь - май	
млрд. руб.	4 122	5 513	5 579	5 130	4 712
темпа роста % **	38.7	32.5	11.9	-7.0	-15.5

Примечание: * – показатель M2X* включает в себя валютные депозиты и оценку (Центр развития) наличной валюты, ** – к декабрю предыдущего года.

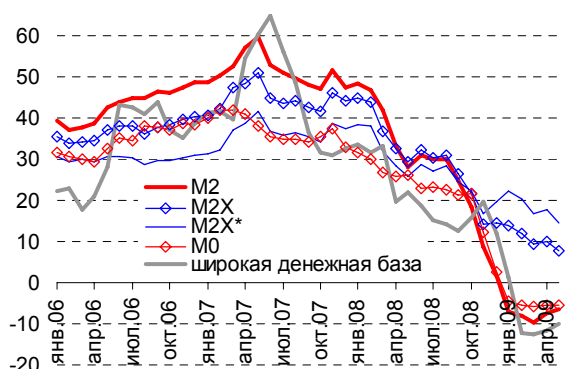
Источники: Банк России, Центр развития.

Динамика процентных ставок



Источники: Банк России, Центр развития.

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.

фактически пока можно говорить не столько о девальютизация денежных активов, сколько о прекращении валютизации. Это также свидетельствует о том, что экономические агенты все еще считают укрепление рубля временным и высоко оценивают риски девальвации рубля (в т.ч. по причине возможного снижения стоимости нефти).

Банк России, продолжая жестко контролировать денежное предложение, понизил процентные ставки,...

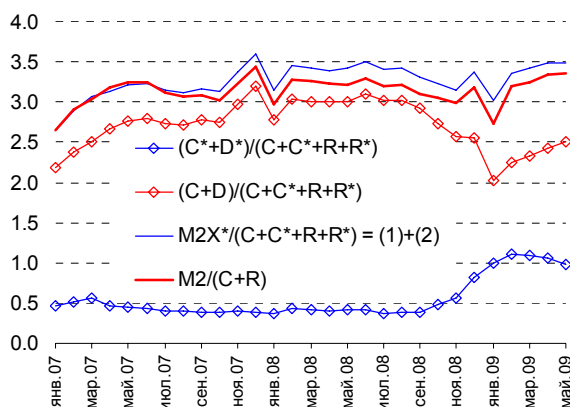
Прекращение (на время?) процесса валютизации позволило Банку России несколько снизить процентные ставки денежного регулирования (до этого он высокими ставками «отвлекал» инвесторов от валютных активов). Поскольку с марта основным источником денежного предложения стал бюджет (с марта по май чистые обязательства Банка России перед Правительством уменьшились на 1,26 трлн. руб.), Банку России пришлось компенсировать бюджетные вливания, сокращая объем кредитов банковскому сектору (впрочем, он мог бы сократить объем кредитов и на большую сумму, тем более что в банковской системе есть избыточная ликвидность). В целом, объем чистых обязательств коммерческих банков перед государственным сектором⁶ остается достаточно стабильным (1,6-1,8 трлн. руб. с конца января). Поскольку в условиях стагнации кредитования и роста ликвидности простое увеличение денежного предложения неэффективно, Банк России попытался сбить ставки, уменьшив ставку рефинансирования и ставку кредитования банков.

...но кредитование все равно сокращается

Однако, несмотря на все принятые Банком России меры (снижение ставок, поддержание достаточно большого объема кредитования банковской системы) и рост депозитов населения, объемы кредитования реального сектора стагнируют, а населения – и вовсе уменьшаются. Свободная ликвидность идет на межбанковский рынок, а также возвращается в Банк России (величина депозитов и корсчетов в Банке России на

⁶ В данном случае – Минфин, Банк России и государственные нефинансовые предприятия.

Динамика различных денежных мультипликаторов



Примечание: С – наличные деньги, R – обязательные резервы, D – депозиты, * – денежные показатели в иностранной валюте, M2 – денежная масса, M2X* включает в себя валютные депозиты и оценку (Центр развития) наличной валюты.
Источники: Банк России, Центр развития.

1 июня составила 1,7 трлн. руб, на 400 млрд. руб. больше, чем в конце марта).

Спрос на деньги стагнирует

Таким образом, жесткая денежная политика Банка России способствует сохранению номинальных объемов совокупной денежной массы M2X и M2X* (эти показатели включают в себя валютные активы) на уровне начала года. В то же время, медленная девальютация способствует некоторому росту рублевых показателей массы (M0 и M2).

Банку России удалось вернуть доверие вкладчиков

Судя по имеющимся данным, уже с марта доверие вкладчиков к банковской системе постепенно восстанавливается. Это является как заслугой самого Банка России, так и Агентства по страхованию вкладов, до сих пор не допустивших дефолтов по вкладам, а также следствием полуторократного роста уровня депозитных ставок по банковской системе (с 7% до 11%).

После того как в январе уровень классического денежного мультипликатора⁷ достиг минимального уровня (2,72) он к началу июня поднялся до 3,35, что уже больше рекордных⁸ показателей 2007 г.. (3,25), даже с поправкой на различия в нормативах обязательных резервов.

Валютный курс

Свободное плавание по-русски

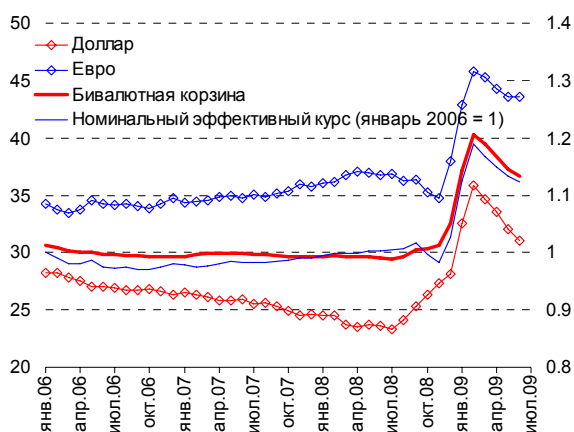
Существенный рост цен на нефть снял давление с платежного баланса и предоставил Банку России целый спектр возможных решений: от таргетирования некоего «слабого» курса рубля для поддержки производителей до укрепления рубля или перехода к режиму свободного плавания в целях борьбы с инфляцией. Банк России, по традиции, сформировавшейся еще с 2003 г., выбрал второй путь.

Казалось бы, все логично: растут цены на нефть, есть небольшой приток

⁷ Здесь имеется в виду отношение рублевой денежной массы (M2) к рублевой денежной базе (C+R). Термин «классический» используется по той причине, что в развивающихся странах имеет смысл также рассматривать другие мультипликаторы, связанные с показателем M2X.

⁸ С исключением традиционных декабрьских всплесков.

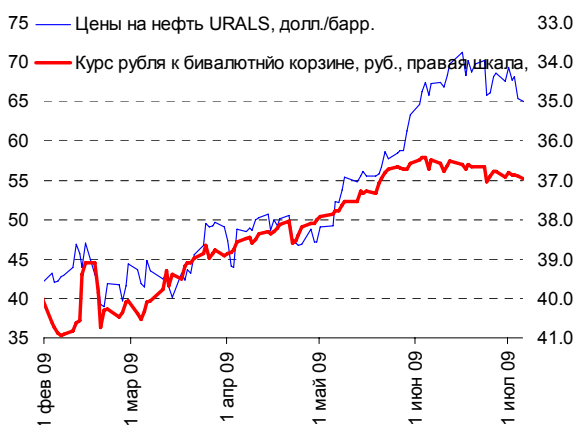
Динамика* доллара, евро, бивалютной корзины ЦБР и номинального эффективного курса рубля***. (4)**



* Среднемесечные значения обратных курсов.
 ** Оценка Центра развития.
 *** Рост курса соответствует девальвации.
 (4) За июнь оценка Центра развития

Источники: Банк России, Центр развития.

Динамика бивалютной корзины ЦБР и цен на нефть URALS (дневные данные)



Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

иностранного капитала – вот рубль и растет. Однако в конце мая - начале июня, несмотря на продолжение роста цен на нефть, рубль вдруг проделал разворот «кругом» и начал девальвировать. Это не вписывается в рамки первоначальных рассуждений, сводивших все дело к нефтяным ценам, но четко согласуется с тем фактом, что: с конца мая предложение валюты вдруг иссякло. Почему?

В апреле-мае объем увеличения международных резервов с учетом курсовых переоценок составил всего 6-7 млрд. долл. (без учета переоценок объем резервов вырос на 20 млрд. долл.). Однако сейчас данный показатель не учитывает объемы покупки валюты Банком России у Правительства и у коммерческих банков, поскольку имеющаяся у них валюта сейчас уже включена в статистику международных резервов, публикуемую Банком России, несмотря на то, что фактически эти запасы ему не принадлежат. Эти объемы валюты отражаются в депозитах Правительства или валютных корсчетах банков в Банке России). Согласно статистике Минфина, за апрель-май из средств Резервного фонда было продано 24,4 млрд. долл., и еще порядка 15-20 млрд. долл. (по оценке ЦР) было продано коммерческими банками с валютных корсчетов (это произошло не без нажима со стороны Банка России, который за два месяца сократил кредитование⁹ банков почти на 1,1 трлн. руб.).¹⁰ Таким образом, общая величина приобретения составила гораздо больше – 40-50 млрд. долл. всего за два месяца. Но при этом если, продажа валюты Минфином происходила, по логике,

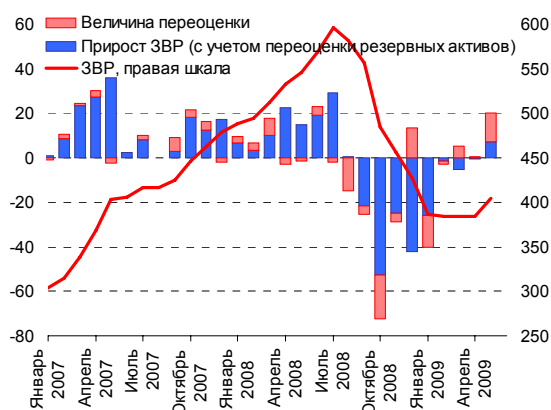
⁹ Здесь имеются в виду все требования к коммерческим банкам, которые включают в себя РЕПО.

¹⁰ Очевидно, что Банк России скорее всего не сокращал бы кредитование банков, если бы эти деньги шли на кредитование экономики. Однако в действительности у банков было много рублевой и валютной ликвидности, которая хранилась в Банке России и в экономике не растворялась. Безусловно, проводя сокращение кредитов, Банк России не заставляет избавляться от валютной ликвидности. Однако среди 20 крупнейших банков, у которых в апреле-мае сократились кредиты Банка России (на их долю пришлось 90% сокращения), только 3 банка располагали рублевой позицией (корсчета+депозиты в Банке России), достаточной для погашения. У других 17 банков рублевая позиция составляла не более 10% от суммы кредита, тогда как валютные авуары в Банке России были значительны. Таким образом, политика сокращения кредитов по факту практически безальтернативно приводила к уменьшению именно валютной ликвидности.

¹¹ Валютные средства Резервного фонда размещены непосредственно в Банке России. При передаче их от Минфина Банку России никакой продажи не должно было происходить: Банк России просто мог вернуть Правительству часть его депозита (Резервный фонд) рублями, при этом перечислив часть валюты с депозита Правительства непосредственно в собственные резервы.

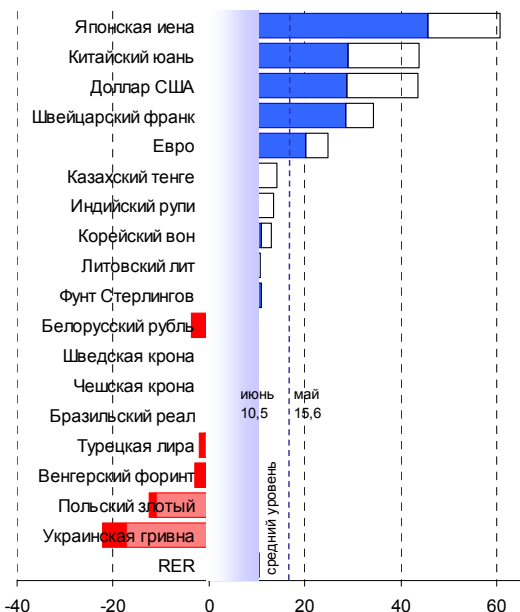
¹² Начиная с третьей декады мая объем задолженности коммерческих банков перед Банком России уменьшился всего на 300 млрд. руб. При этом треть сокращения была компенсирована разместившим свои депозиты Минфином. Таким образом, давление на валютную позицию банков уменьшилось.

Динамика международных резервов Банка России (млрд. долл.)



Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Динамика среднемесячных номинальных курсов валют основных стран-торговых партнеров* к рублю к августу 2008 г. (июнь, март 2009, %)



Примечания: «-» — девальвация курса, «+» — укрепление. Темным показано значение показателя за июль, светлым цветом — за март в том случае, если показатель (по модулю) рос.

* — на которых приходится более 1% внешнеторгового оборота.

Источники: Банк России, Центр развития.

«мимо рынка»¹¹ и не влияла на рыночное предложение валюты, то продажа валюты коммерческими банками шла через рынок. Получилось, что Банк России стимулировал предложение валюты путем ужесточения условий кредитования банков, и сам же у них ее выкупал. Говорить о свободном курсообразовании в данных условиях вряд ли неуместно.

В июне предложение валюты резко сократилось: сказалось относительно небольшое сокращение требований Банка России к коммерческим банкам¹², а Минфин и вовсе не продавал валюту. Объем покупки валюты Банком России в июне, по нашим оценкам, не превышал 0,5-1,5 долл./в неделю.

Таким образом, можно предполагать, что в апреле-мае действия самого Банка России оказались (невольнo?) основным фактором укрепления рубля (а вовсе не так, что он только «дал рублю укрепиться»). Судя по последующей динамике рубля, Банк России немного (на 5-7%) «переусердствовал».

Реальный эффективный курс вернулся на рубежи начала 2008 г.

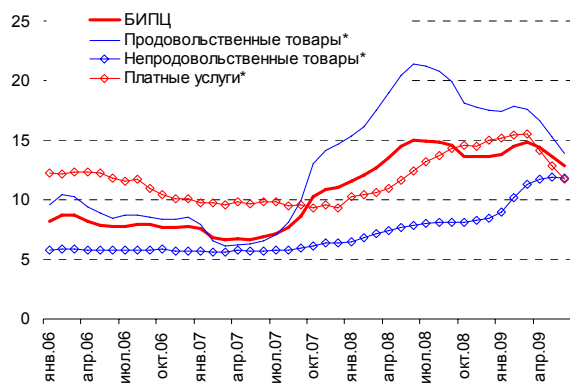
Произошедшая во 2 кв. ревальвация рубля к бивалютной корзине существенно изменила отношение стоимости рубля к валютам торговых партнеров из СНГ. По сравнению с августом прошлого года (последний «докризисный» месяц) реальный курс рубля укрепился по отношению белорусскому рублю и казахскому тенге на 2%, по отношению к украинской гривне на 13,5%. Реальный эффективный курс рубля с начала ревальвации (с марта) укрепился на 5-5,5%, практически возвратившись на рубежи начала 2008 г. — как раз того периода, когда, по нашим оценкам, совокупный спрос на отечественную продукцию (без учета роста запасов) перестал расти.

Инфляция

Инфляция замедлилась

После небольшого периода ускорения в 1 кв. текущего года, вызванного, главным образом, девальвацией рубля, повлекшей за собой удорожание непродовольственных товаров, во 2 кв.

Динамика элементов БИПЦ* (год к году, в %)



* по расчетам Центра развития. БИПЦ не учитывают изменение цен на плодоовощную продукцию, яйцо, меха и меховые изделия, бензин, услуги ЖКХ и РЖД, образования и дошкольного воспитания, а также санаторно-оздоровительные услуги.

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Вклад факторов в инфляцию (с начала года, в п.п.)

ИПЦ	2006	2007	2008	2009
	06	07	08	09
Вклады факторов, п.п				
Инфляция	6.2	5.7	8.7	7.4
Продовольственные товары*	1.8	1.1	3.1	1.9
Непродовольственные товары**	0.7	0.8	1.2	2.4
Услуги***	0.7	1.0	1.1	0.7
Базовая инфляция (ЦР)	3.2	2.8	5.4	5.0
Небазовая инфляция (ЦР)	3.0	2.9	3.3	2.4
Плодоовощная продукция	1.2	1.5	1.4	0.9
Услуги ЖКХ	1.4	1.1	1.3	1.4
Прочее	0.3	0.3	0.6	0.1

* не учитывает изменение цен на плодоовощную продукцию и яйцо, ** – бензин и меха и меховые изделия, *** - услуги ЖКХ, РЖД, образовательные услуги и услуги дошкольного воспитания, санаторно-оздоровительные услуги.

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

темпы роста цен вновь стали замедляться.

В июне темпы инфляции составили 11,9% г/г (7,4% с начала года), при этом темпы базовой инфляции (по методологии Центра развития)¹³, опустились ниже уровня начала года и составили 12,7% г/г (+6,2 с начала года).

Наблюдаемое сокращение базовой инфляции является следствием замедления инфляции услуг, непродовольственных товаров (по причине укрепления Банком России рубля), но главным образом – торможения роста цен на продовольствие.

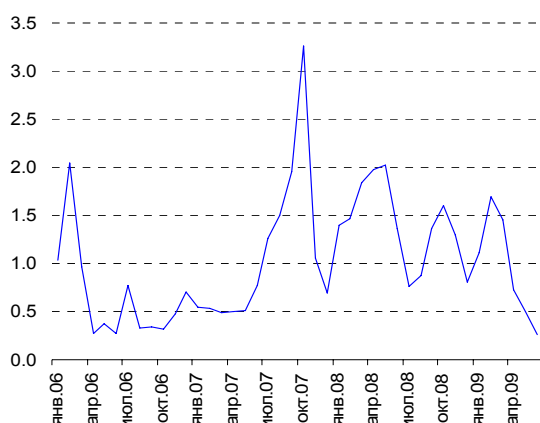
Текущие темпы роста цен на продовольствие опустились на исторические минимумы

Базовая инфляция продовольственных товаров снизилась с 17,6% г/г в феврале до 13,9% в июне. Большая часть этого стремительного сокращения, объясняется высокой базой прошлого года: до июня прошлого года продолжался фронтальный рост цен на продовольствие, поскольку российская экономика приспособилась к новым мировым ценам на продовольствие. На этом потенциал снижения цен можно было бы считать исчерпанным (как мы и думали ранее), однако произошло резкое замедление не только годовых, но и текущих темпов роста базовых продовольственных цен: весь 2 кв. происходило замедление темпов, и в итоге они упали с 0,8% в марте до 0,26% в июне, что является историческим рекордом.

Основных источников этого замедления было три. Первый – падение цен на мировых рынках в конце 2008 г., которое затронуло среди прочего и продовольствие. В связи с этим цены российских с/х производителей и цены в пищевой промышленности существенно сократились (чего, впрочем, не произошло в рознице, где цены падают очень постепенно). Однако, действие

¹³ Базовая инфляция по методологии Росстата не включает в себя цены на плодоовощную продукцию, бензин, услуги ЖКХ, РЖД и часть услуг связи. Базовая инфляция по методологии ЦР *дополнительно* не использует цены на яйца, меха и меховые изделия, услуги образования и дошкольного воспитания, санаторно-оздоровительные услуги. Основанием для модернизации методологии является наличие явной сезонности в перечисленных компонентах на протяжении последних 5 лет.

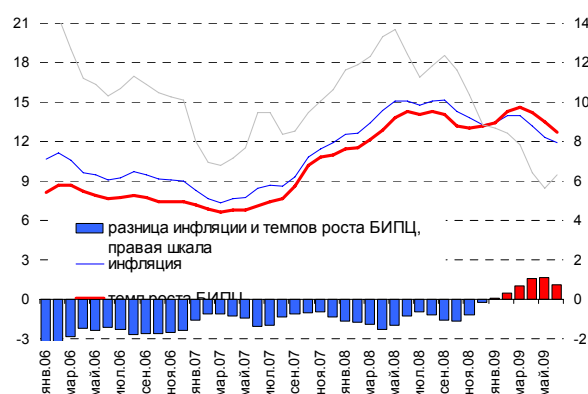
Месячная динамика продовольственной инфляции* (мес./мес., в %)



* не учитывают изменение цен на плодоовощную продукцию и яйцо.

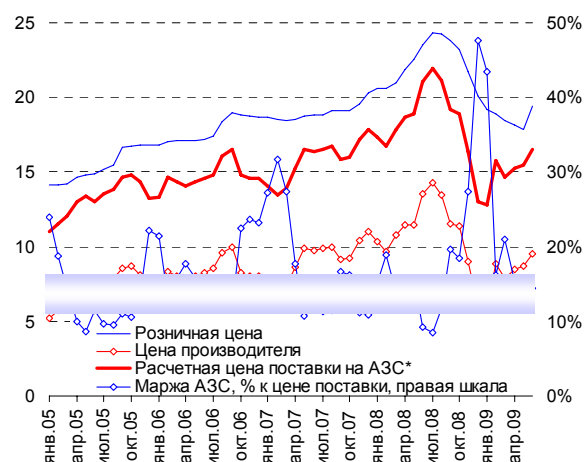
Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Динамика элементов ИПЦ, БИПЦ* и неБИПЦ(сезонных, административных событийных факторов)* (год к году, %)



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Динамика цен на бензин марки АИ-92 (в среднем по России, руб./литр)



* включая акциз, НДС и транспортировку бензина до АЗС.

** с учетом налога на прибыль, без учета административных расходов.

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

этого фактора по мере возобновления спекулятивного(?) роста мировых цен на продовольственные товары окончится и сменится ростом. Что-то похожее уже произошло с ценами на бензин (см. далее).

Второй вероятный источник низкой инфляции – замедление роста номинальных доходов населения и сокращение спроса. В этом случае период низкой инфляции может продлиться достаточно долго, а продолжительный кризис, не исключено, может даже привести к дефляции.

Третья теоретически возможная причина замедления инфляции – достаточно жесткая денежная политика Банка России, проводимая с конца предыдущего года.

Небазовая инфляция начала рост

Возобновившийся с середины мая рост цен на бензин, а также вторая индексация цен на газ и ж/д перевозки обусловили рост небазовой инфляции.

Рост цен на бензин стал логичным завершением периода существования «ножниц» оптовых и розничных цен на бензин. Как известно, в конце прошлого года, когда произошло обвальное падение мировых цен на нефть, отпускные цены на бензин сократились в два раза, а розничные цены снизились незначительно, что привело к небывалому росту маржи АЗС. Однако затем мировые цены на нефть и тесно коррелирующие с ними (при пересчете мировых цен в рубли) цены производителей на бензин стали расти. В мае маржа АЗС, наконец, достигла нормального уровня. Начиная с июня, динамика потребительских цен на бензин будет в основном определяться конъюнктурой мирового рынка нефти и курсом рубля.

Правительство сделало серьезный шаг

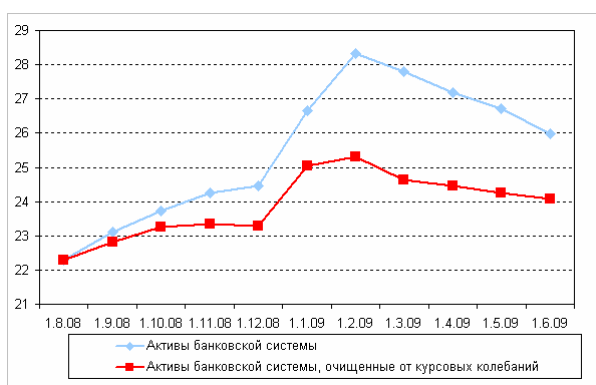
В 2009 г. Правительство разрешало дилемму «тарифы-инвестиции» естественных монополий в пользу последних, поскольку надеялось хоть как-то сдержать и без того значительный секвестр инвестиционных программ естественных монополий.

В 2010 г. ситуация изменится: МЭР объявил о намерении существенно (в 2

раза) понизить темпы роста тарифов естественных монополий (по сравнению как с 2009 годом, так и первоначальными планами). Известно, какое большое воздействие на текущие темпы инфляции могут оказать ценовые ожидания. Кажется, в Правительстве решили воспользоваться этим приемом.

Банки

Динамика активов российской банковской системы (трлн. руб.)



Источники: Банк России, Центр развития.

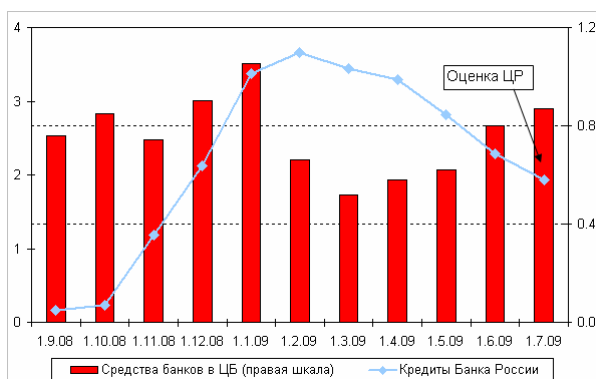
Активы банковской системы продолжают снижение

Во 2 кв. 2009 г. в банковской системе продолжился процесс приспособления к новым условиям хозяйствования, сложившимся к январю-февралю. «Внешняя» среда при этом характеризовалась возросшими кредитными рисками, прекращением оттока капитала, а также завершением фазы девальвации рубля. Результатом адаптации стало постепенное сокращение совокупных активов банковской системы, что в первую очередь явилось реакцией на резко снизившуюся кредитоспособность российской экономики, а также осознание долгосрочного характера текущего кризиса. За 2 кв., по нашей оценке, активы банков, очищенные от курсовых колебаний, снизились на 3,5-4%.

Бегство банков от рисков: эпизод I

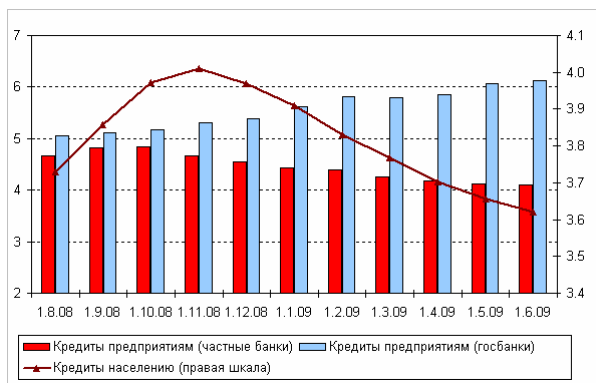
В условиях высоких кредитных и рыночных рисков коммерческие банки предпочитают накапливать ликвидность на счетах в Центробанке. Причем, этот процесс происходит на фоне снижения кредитования банковской системы со стороны Банка России. Так, с марта по июнь среднедневная сумма остатков на корреспондентских и депозитных на счетах в Центральном банке выросла на 50%, а объем кредитов Центробанка в пассивах уменьшился примерно на 40%. Стоит особо подчеркнуть весьма существенный спрос банковского сообщества на относительно «длинные» деньги Банка России (об этом свидетельствует значительное превышение спроса над предложением на аукционах по размещению полугодовых и годовых кредитов на фоне сокращения спроса на пятинедельные кредиты).

Динамика взаимных обязательств Банка России и банковской системы (трлн. руб.)



Источники: Банк России, Центр развития.

Динамика кредитов предприятиям и населению (трлн. руб.)

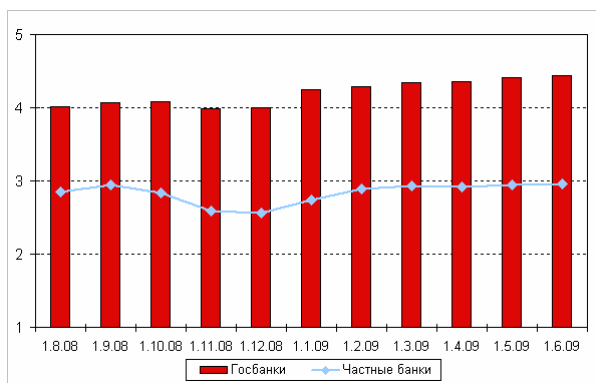


Источники: Банк России, банковская отчётность, Центр развития.

Бегство банков от рисков: эпизод II

Общая величина кредитов экономике фактически стагнирует, но налицо разнонаправленная динамика кредитования со стороны коммерческих банков и госбанков.¹⁴ Если госбанки «в приказном порядке» вынуждены наращивать свои кредитные портфели, то банки, проводящие рыночную политику и опирающиеся на собственные оценки рисков, как правило, их сокращают. Кредиты населению сокращаются ещё более быстрыми темпами, что связано с негативными ожиданиями банкиров относительно развития кризиса и его влияния на доходы домохозяйств.

Динамика депозитов физлиц (трлн. руб.)

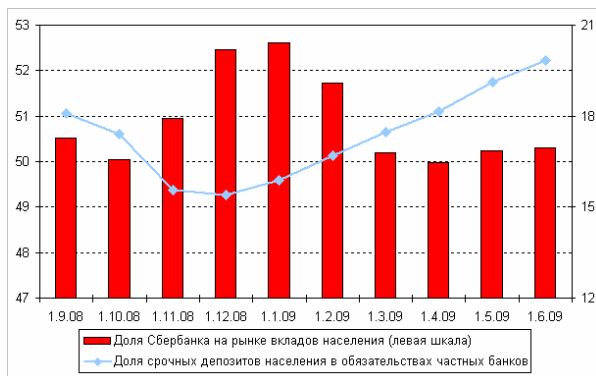


Источники: Банк России, банковская отчётность, Центр развития.

Вклады населения: скрытая угроза

В условиях снижения устойчивости пассивной базы для банков чрезвычайное значение приобретают средства населения. Анализ балансовой отчётности банков показывает, что с момента начала кризиса доля срочных депозитов населения в совокупных обязательствах частных банков возросла с 18,1% до 19,8%. При этом доля средств физлиц в балансах увеличилась у 112 из 160 проанализированных крупнейших частных банков. Изучение динамики вкладов физлиц показывает довольно равномерное распределение прироста депозитов физлиц по банковской системе. Это является следствием как низкой информированности вкладчиков относительно финансового состояния банков, так и существованием системы страхования вкладов. В результате при выборе банка население во многом ориентируется на размер ставки по вкладам, что подтверждается динамикой доли Сбербанка на рынке вкладов, которая стала уменьшаться, когда банки начали процесс существенного повышения ставок. Следствием этой «гонки ставок» может стать высокая концентрация вкладов населения в банках, которые при ухудшении общего состояния российской экономики окажутся неплатежеспособными. В случае обострения кризиса это грозит не только дополнительными расходами государства на их возмещение, но и ростом социальной напряжённости.

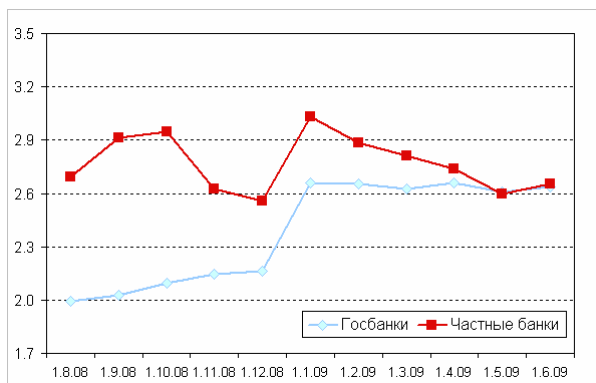
Динамика доли Сбербанка на рынке депозитов физлиц и доли депозитов населения в обязательствах частных банков (%)



Источники: банковская отчётность, Центр развития.

¹⁴ К числу госбанков в данном случае относятся: Сбербанк, Газпромбанк, Россельхозбанк, Банк Москвы и группы ВТБ. Отчётность Внешэкономбанка недоступна.

Расчётные счета и депозиты предприятий (трлн. руб.)



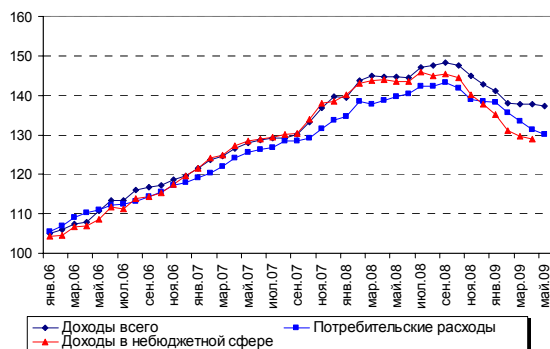
Источники: банковская отчетность, Центр развития.

Back in the USSR?

Снижение объёмов кредитования предприятий со стороны частных банков демонстрирует всё более явное разделение российской экономики на государственную и рыночную, существующие как бы в «параллельных вселенных». При этом рыночная часть экономики имеет тенденцию к сокращению, что наглядно демонстрируется динамикой остатков на расчётных и депозитных счетах в банках. Если объём средств предприятий в госбанках возрастает, то в частных банках он, напротив, снижается (например, остатки на расчётных счетах (без учёта депозитов) в частных банках в апреле-мае снизились на 6,3%). Если сопоставить эту тенденцию с динамикой кредитования в банковской системе, то можно говорить о постепенном, но последовательном её огосударствлении.

Население

Доходы* и потребительские расходы населения в реальном выражении (со снятой сезонностью, среднее за 2005 г. = 100%)



*Официальные цифры, характеризующие динамику реальных располагаемых доходов населения, в феврале-апреле указывали на то, что их уровень «отскочил» выше уровней тех же месяцев прошлого года, и лишь в мае падение составило 1,3% год к году. Такой неожиданный результат можно объяснить особенностями учета в составе доходов операций населения с наличной валютой, которые в последние месяцы отличаются большой волатильностью.

В силу этого для получения примерной оценки динамики реальных доходов населения мы намерены временно (!) использовать альтернативный расчетный индекс, учитывающий лишь влияние основных компонент и факторов, определяющих динамику доходов: а именно официальной зарплаты, пенсий, уровня занятости и задолженности по оплате труда. В последние полтора года такой расчетный индекс лучше, чем официальный показатель реальных располагаемых доходов, объяснял динамику потребительских расходов населения. В мае он указывал на снижение доходов на 5,1% по сравнению с уровнем прошлого года.

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Бюджет «вытягивает» доходы населения

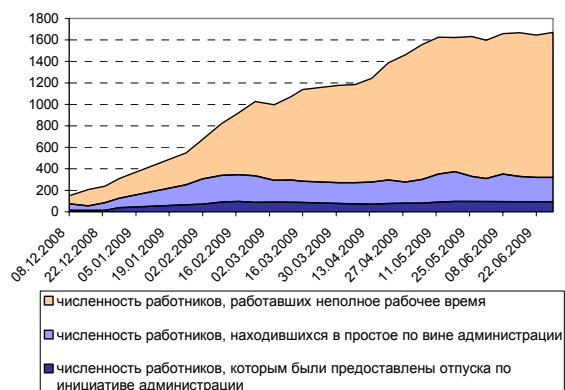
В течение второго квартала динамика реальных доходов населения (по оценке Центра развития) «застыла» примерно на уровне февраля-марта 2009 г. с исключением сезонного фактора.

При этом продолжилось снижение доходов, получаемых в небюджетном секторе экономики, вызванное падением в реальном выражении среднего уровня зарплат и занятости, хотя и меньшими темпами, чем в первом квартале. В апреле индекс реальных доходов в небюджетном секторе вернулся к значениям, характерным для середины 2007 г.

В этих условиях главным фактором, способствовавшим стабилизации доходов населения, продолжало оставаться увеличение расходов бюджета, «компенсировавшее» снижение доходов, получаемых в небюджетном секторе экономики.

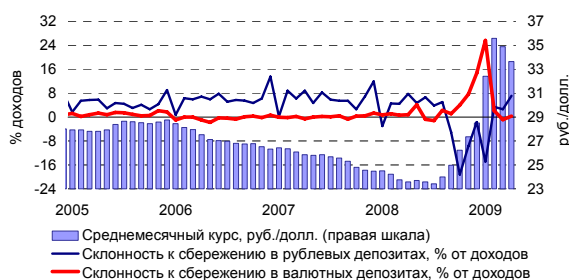
Несмотря на стабилизацию общего уровня доходов населения растущий разрыв в динамике доходов, получаемых в «бюджетном» и «небюджетном» секторах экономики, содержит в себе

Распространение форм «скрытой» безработицы, тыс. человек



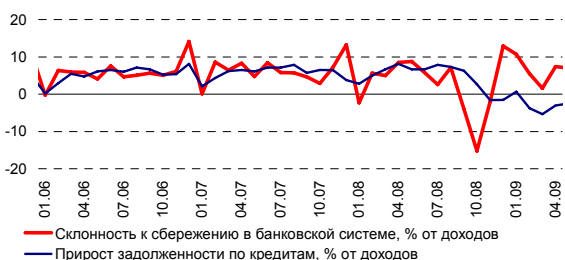
Источник: Росстат.

Валютная структура банковских сбережений населения



Источники: Банк России, Росстат.

Прирост банковских депозитов и кредитов населению, % доходов



Источники: Банк России, Росстат.

риск дальнейшего снижения доходов.

Неполная занятость вместо открытой безработицы

Во втором квартале сохранялся умеренно высокий уровень безработицы (8,6% по данным за май). При этом с исключением сезонного фактора масштабы безработицы в этот период продолжали увеличиваться.

Поощрение государством политики удержания избыточной занятости привело во втором квартале к увеличению численности работников, занятых неполное рабочее время на 49% (с 0,9 млн. человек на конец марта до 1,3 млн. человек на конец июня). Подобная практика на предприятиях реального сектора экономики затрудняет сокращение неэффективных издержек и препятствует финансовому оздоровлению предприятий.

Снижение потребления

Несмотря на относительную стабильность динамики доходов населения снижение общего объема потребительских расходов в течение второго квартала продолжилось.

Новой тенденцией второго квартала стала разнонаправленная динамика отдельных компонентов потребительского спроса. Расходы населения на продовольственные товары, по-видимому, достигли нижней точки в марте, а в апреле-мае началось их слабое восстановление (на 0,2-0,3% в месяц со снятой сезонностью). Таким образом эти два месяца было «отыграно» около 0,5 п.п. из 5 п.п. падения от максимального уровня сентября 2008 г.

При этом динамика спроса на непродовольственные товары в течение первых двух месяцев второго квартала еще не свидетельствовала о переломе тенденции. Рост этого показателя при исключении сезонного фактора в мае (на 1,2 %) не компенсировал его резкого падения в апреле (на 3,5%) и таким образом уровень расходов на непродовольственные товары оставался ниже, чем по итогам первого квартала. Суммарное падение уровня потребления непродовольственных товаров относительно сентября 2008 г. по итогам мая составило 10,3 %.

Новой негативной тенденцией второго квартала стало резкое сжатие спроса населения на платные услуги (в апреле-мае их падение ускорилось до 1,5 и 2,8% в месяц против 0,5-1% в месяц в течение первого квартала). В результате этой динамика платных услуг во-многом обусловила и в целом отрицательный наклон кривой потребительских расходов.

Структура изменения различных компонентов потребительских расходов населения позволяет предположить, что поддержка доходов бюджетников и пенсионеров в период кризиса могла способствовать оживлению спроса на продовольственные товары. е негативная динамика доходов населения в небюджетных секторах экономики вместе с сокращением объемов банковского кредитования продолжают ограничивать спрос на непродовольственные товары и платные услуги.

Валютизация остановилась, банковские сбережения растут

Во втором квартале сбережения населения в банковской системе продолжили рост. Прекращение валютизации способствовало восстановлению склонности к сбережению на рублевых депозитах. Однако в целом, сформировавшаяся в ходе первой волны кризиса диверсифицированная структура сбережений населения по валютам продолжала сохраняться несмотря на колебания курса.

Государственные финансы

Динамика нефтегазовых доходов бюджета ухудшилась

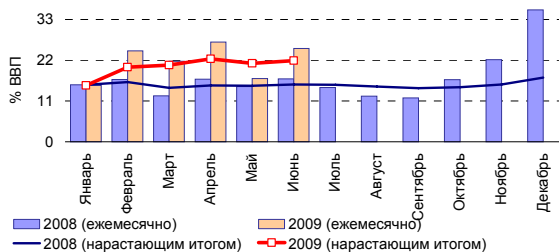
В то время как в первом квартале 2009 г. на уровень доходных поступлений в бюджет еще влияли результаты прошлого года, во втором квартале проявились истинные масштабы потерь от кризиса. Объем нефтегазовых доходов федерального бюджета (без учета доходов от инвестирования средств Резервного фонда и ФНБ) по сравнению с объемом аналогичных доходов, полученных во втором квартале 2008 г., упал в номинальном выражении

Исполнение федерального бюджета

% ВВП	июн.08	июн.09	янв.-июн. 08	янв.-июн. 09
Доходы – всего	19,0	16,7	23,2	18,1
ФНС	6,9	6,9	10,3	7,8
ФТС	11,1	7,2	11,5	7,5
Другие	1,0	2,6	1,4	2,8
Расходы – всего	17,2	25,5	15,9	22,4
На обслуживание госдолга	0,3	0,3	0,4	0,5
Непроцентные	17,0	25,2	15,5	21,9
Профицит/Дефицит (-)	1,8	-8,8	7,3	-4,3
Сальдо внешнего долга	-0,2	-0,1	-0,5	-0,3
Сальдо внутреннего долга	0,6	2,2	0,2	0,0
Приватизация и др. внутренние источники, включая курсовую разницу	-0,5	-1,3	-0,2	0,3
Прирост остатков	-1,8	7,9	-6,8	4,2

Источник: Минфин России.

Непроцентные расходы федерального бюджета, % ВВП



Источник: Минфин России.

Исполнение региональных бюджетов

% ВВП	Май 2008	Май 2009	янв.-май. 08	янв.-май. 09
Доходы – всего	14,0	13,1	16,0	16,1
Налоговые доходы	10,5	8,9	11,8	10,5
Неналоговые доходы	1,1	1,3	1,3	1,1
Прочие	2,4	2,9	2,9	4,5
Расходы – всего	12,8	14,5	12,1	14,3
На обслуживание госдолга	0,0	0,0	0,0	0,0
Непроцентные	12,8	14,5	12,1	14,3
Профицит/Дефицит (-)	1,2	-1,4	3,9	1,8

Источник: Минфин России.

на 34%¹⁵. При этом в апреле-июне наблюдалась высокая волатильность поступления в бюджет нефтегазовых доходов.

Непроцентные расходы финансируются неравномерно

В втором квартале исполнение непроцентных расходов федерального бюджета происходило неравномерно, в соответствии с динамикой доходных поступлений. Однако в целом Минфин стремился поддерживать их общий уровень около 22% ВВП.

Региональные бюджеты стали дефицитными

Состояние бюджетной сферы регионов во втором квартале резко ухудшилось. В мае сокращение объема собственных доходов год к году составило 35%, и только благодаря росту трансфертов из центра общее снижение доходов было не столь масштабным. В этих условиях региональным властям пришлось ускорить процесс адаптации расходов к снижению доходной базы – прирост расходов год к году в мае составил всего 4% против 16% в апреле. Общей тенденцией стало финансируемые возросших расходов на оплату труда и прочих расходов за счет сокращения бюджетных инвестиций – примерно на четверть в номинальном выражении к уровню прошлого года.

Внешняя торговля и платежный баланс

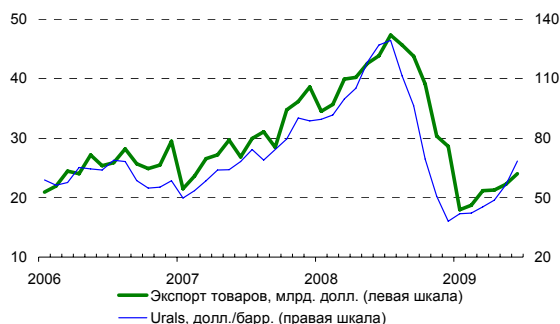
Внешняя торговля

Нефтяные цены поддержали экспорт

Высокая доля топлива (более 62%) в российском экспорте определяет сильную зависимость от конъюнктуры товарных рынков. Во втором квартале начавшийся рост нефтяных цен сопровождался снижением цен на газ, а также сокращением физических объемов экспорта газа из-за сжатия спроса на него в Европе. Это некоторое время

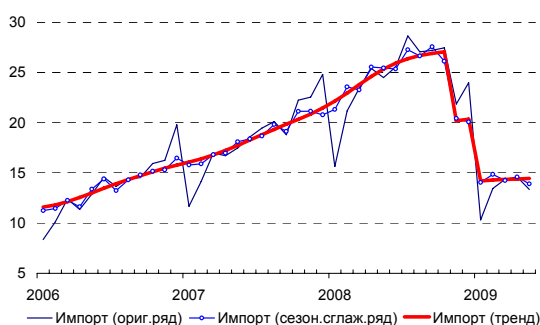
¹⁵ При исключении фактора изменения порядка уплаты НДС.

Экспорт товаров и нефтяные цены



Источники: Банк России, Reuters.

Импорт товаров (млрд. долл.)



Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

сдерживало рост стоимостных объемов российского экспорта, однако в мае-июне тенденция к его росту стала очевидной. В целом за 2 кв. 2009 г. экспорт составил 68 млрд. долл. (-46% г/г), но темпы его падения оказались меньше, чем были в 1 кв. (-48% г/г).

В дальнейшем динамика российского экспорта будет определяться, главным образом, изменением его физических объемов. При сохранении текущих нефтяных цен до конца года стоимость экспорта в целом за 2009 г. может превысить 310 млрд. долл.

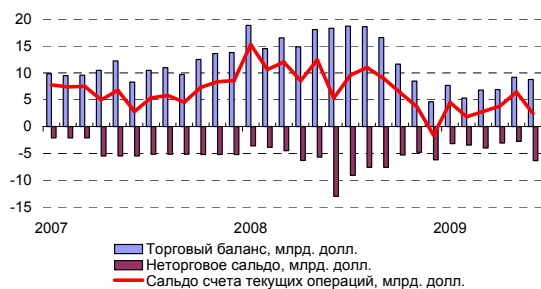
Импорт растет, но медленно

В отличие от экспорта восстановление импорта после его падения в начале года идет очень медленно (в среднем на 1,4% в месяц), гораздо медленнее, чем ожидалось кварталом ранее. Рост импорта сдерживается вялым кредитованием, падением доходов населения и предприятий.

В результате во втором квартале стоимость импорта сократилась до 44 млрд. долл. (на 42% г/г против 36% кварталом ранее), а в целом за год при существующих тенденциях вряд ли превысит 195 млрд. долл.

Платежный баланс

Сальдо счета текущих операций (млрд. долл.)



Источники: Банк России, оценка Центра развития.

Сформировался устойчивый профицит текущих операций

Рост экспорта товаров во втором квартале на фоне стагнации импорта привели к формированию устойчивого торгового профицита (в среднем около 8 млрд. долл. в месяц).

С другой стороны, рост нефтяных цен сопровождается улучшением результатов финансовой деятельности компаний, что ведет к увеличению инвестиционных (от участия в капитале) выплат нерезидентам. Причем размер этих выплат в совокупности со снижением получаемого процентного дохода от размещенных за рубежом активов российских денежных властей (обратная сторона сокращения международных резервов) превышает положительный эффект от увеличения торгового сальдо.

Таким образом, с учетом сокращения «прочих» неторговых операций профицит счета текущих операций за

апрель-июнь сократился во 2 кв. до 8 млрд. долл., т.е. опустился ниже кризисного уровня предыдущих двух кварталов (9 млрд. долл. в каждом), и оказался в три-пять раз ниже докризисных квартальных значений прошлого года.

При стабильных ценах на нефть (на уровне 70 долл./барр.) за 2009 г. счет текущих операций может превысить 70 млрд. долл. (6% от ВВП). Однако такие цены вовсе нельзя считать «гарантированными» (слабость мировой экономики вполне может сыграть злую шутку с ценами на сырьевых рынках), тогда как импорт может вырасти как в силу сезонного фактора (обычно стоимостной объем импорта во втором полугодии больше чем в первом), так и вследствие постепенного расширения кредитования (если таковое все же начнется). Поэтому в краткосрочной перспективе нельзя исключать риск потери устойчивости текущего счета платежного баланса.

Чистый отток капитала частного сектора прекратился

В мае-июне приток капитала в страну превысил отток. Согласно оценкам Банка России, если в апреле еще наблюдался чистый отток капитала на уровне около 2 млрд. долл., то в мае он сменился аналогичным по масштабам притоком, а в целом за 2 квартал чистый приток капитала частного сектора составил 7 млрд. долл.

Все предпосылки для чистого притока капитала во 2-ом квартале были сформированы еще в феврале-марте. В тот период коммерческие банки использовали накопленные иностранные активы для погашения внешних долгов. Правда, во 2-ом квартале банки последовали примеру предприятий, которые с самого начала кризиса практически не платили по долгам, добиваясь их реструктуризации, и тоже минимизировали платежи по внешнему долгу. Так или иначе, проблема частного внешнего долга, похоже, потеряла свою остроту.

Чистый отток капитала предприятий реального сектора, наблюдавшийся до этого три квартала подряд, во 2-ом квартале вновь сменился притоком. Наряду с ростом обязательств произошло

Чистый приток капитала и валютные резервы (млрд. долл.)



Примечание: прирост международных резервов очищен от курсовых колебаний евро.

Источник: Банк России.

резкое сокращение вложений корпоративного сектора в зарубежные активы. В основном это связано со сменой «знака» чистых ошибок и пропусков: колебания достигали от -8 млрд. долл. в 1 кв. до +6 млрд. долл. во 2 кв. Если нивелировать эти колебания, то масштабы оттока капитала, по-прежнему, остаются высокими (17 млрд. долл.). Так что говорить о переломе негативной тенденции в динамике финансовых потоков предприятий пока все-таки преждевременно. Тем более, что уровень ошибок и пропусков указывает на высокую степень условности многих оценок.

В условиях укрепления рубля население вновь стало постепенно продавать наличную валюту, но пока не спешит полностью расстаться с приобретениями, сделанными в период девальвации рубля. Объемы продаж во 2 квартале оказались сопоставимыми с покупкой валюты в 1 квартале, в то время как 27 млрд. долл., купленные в конце прошлого года, по-прежнему находятся на руках у населения.

В случае стагнации нефтяных цен во втором полугодии, вероятность ухода спекулятивного капитала возрастает. Однако масштабы чистого оттока частного капитала до конца года вряд ли превысят 10 млрд. долл. в среднем за месяц. По итогам года они составят около 90 млрд. долл.

Устойчивый приток валюты по счету текущих операций и финансовому счету частного сектора привели к тому, что давление на платежный баланс прекратилось. Сокращение международных резервов Банка России, имевшее место в 1 квартале, сменилось во 2 квартале ростом (21 млрд. долл., из них 8 млрд. долл. за счет увеличения иностранных обязательств Банка России). До конца 2009 г. - при существующих ценах на нефть - дальнейшего сокращения резервов не ожидается.

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
Мирошниченко Дмитрий	Об экономике России: Банки
Петроневиц Максим	Об экономике России: ВВП; 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 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.