

Квартальное обозрение

КВАРТАЛЬНОЕ ОБОЗРЕНИЕ

ТЕКУЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ

**III 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 | 17 |
| | БАНКИ | 21 |
| | НАСЕЛЕНИЕ | 22 |
| | ГОСФИНАНСЫ | 24 |
| | ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС | 25 |

Под редакцией С.В. Смирнова

Основное

Основные итоги

Мировая экономика постепенно оживает. Российской экономике от этого тоже становится легче. Установившийся комфортный уровень цен на энергоносители и металлы, растущий – неожиданно быстро – экспортный спрос стабилизировали платежный баланс, а с ним и валютный курс. Увеличились нефтегазовые доходы бюджета. Падение мировых цен на продовольствие способствовало снижению внутренней инфляции, что дало Банку России повод для снижения процентных ставок. Банковский сектор, по-прежнему уклоняющийся от участия в российских проектах, находит возможности для вложения средств за границей, что помогает ему пережить «трудные времена».

Иными словами, почти все хорошее, что наблюдается сейчас в российской экономике, приходит к нам извне. А вот смогла ли российская экономика «внутри себя» абсорбировать тот сильнейший негативный шок, который пришел к нам – тоже из-за рубежа – год назад? Приходится констатировать, что пока этого не произошло.

- Зарплаты и занятость в небюджетном секторе продолжают снижаться при одновременном росте склонности населения к сбережениям (что бывает всегда, когда растет неопределенность). В результате сокращается потребительский спрос, который является важнейшей основой стабильного экономического роста;
- Инвестиции в основной капитал, несмотря на значительное падение, пока не дошли до своего «дна», поскольку крупные компании, откладывая до лучших времен новые инвестпроекты, одновременно стремились завершить старые. Теперь, по мере их завершения, спад инвестиционной активности будет становиться глубже (в качестве нижнего ориентира здесь можно взять сектор малых предприятий, где сокращение инвестиций примерно на 10-15 п.п. превышает их сокращение в среднем по экономике);
- Государственные расходы, увеличившись по сравнению с прошлым годом примерно на 5% от ВВП, стали важнейшим фактором поддержки российской экономики «на плаву». Однако за это пришлось заплатить довольно большую цену, поскольку государственные финансы оказались разбалансированы. И дело здесь не в значительном дефиците федерального бюджета, финансируемого за счет резервных фондов (в конце концов, «зачатка» для того и создается, чтобы потратить ее, когда придет «черный день»), но, прежде всего, в серьезном – и еще не до конца проявившемся – кризисе региональных бюджетов;
- Импортзамещение так и не началось. Конечно, шансы на такое развитие событий с самого начала не были слишком велики, поскольку при полуторократной девальвации рубля относительно доллара, которая всем запомнилась, максимальное снижение реального эффективного курса рубля не превысило 20%. А сейчас от девальвационной «подушки» и вовсе осталось меньше 8%, что заведомо не может дать серьезного выигрыша в уровне конкурентоспособности. Более того, импорт, который резко сократился после девальвации рубля и перекрытия кредитного «вентилем» на рубеже годов, в последние месяцы, не смотря ни на что, растет чрезвычайно быстро;
- Кредитные портфели банковского сектора сокращаются, причем это происходит как в частных банках, так и в банках с государственным участием (несмотря даже на то, что последним Правительство неоднократно *предписывало* расширять кредитование реального сектора). В условиях повышенных и неопределенных рисков это говорит об адекватности поведения российских банков. И это – «хорошая новость». А «плохая новость» заключается в том, что, во-первых, без банковского кредитования невозможно оживление внутреннего спроса, а во-вторых, – без него невозможна эффективная монетарная политика Банка России (полученные от

него деньги коммерческие банки трансформируют не в кредиты внутри страны, а в валютные инструменты за рубежом).

Основные вызовы и риски

Оживление мировой экономики, по общему мнению, будет очень скромным. Возможно оно даже больше будет походить на стагнацию. В последнем случае наращивание внешнего спроса может очень скоро прекратиться, что резко замедлит темпы восстановления российской экономики, так как внутренние факторы пока носят негативный характер. В более долгосрочном плане есть два дополнительных важных риска, связанных с мировой экономикой. Один из них порождается весьма вероятным продолжением девальвации американского доллара и, в более общем плане, - значительной волатильностью мировых валютных рынков. Второй - возникает в связи с трудностями «выхода из игры» центральных банков ключевых экономических держав, сделавших в ходе борьбы с кризисом огромные финансовые инъекции в экономику своих стран (если их своевременно не стерилизовать, станет реальным раскручивание инфляционного «маховика»).

В Россию нарастающая нестабильность мирового валютного рынка может быть в полной мере экспортирована, если Банк России действительно перейдет к политике свободного плавания рубля (сейчас он как бы «тестирует» этот режим, а окончательно перейти к нему собирается в течение трех лет). Более того, в России курсовая волатильность будет усилена обычными для нефтяного рынка широкими колебаниями цен на нефть. Учитывая отсутствие опыта по хеджированию валютных рисков даже у крупных российских компаний, негативные последствия от перехода к политике свободного плавания могут быть достаточно серьезными.

Что касается текущей денежной политики Банка России, то к ней тоже есть вопросы. Сейчас Банк России приступил к снижению процентных ставок, то есть смягчил свою денежную политику. Возможно, тут сказались «понукания» со стороны Правительства, которое в какой-то момент озаботилось тем, чтобы банковские кредиты выдавались по менее высоким ставкам, и посчитало, что эту проблему проще решить, используя методы «ручного управления» (официально Банк России ссылается не на эти благопожелания, а на замедление инфляции). Одновременно Банк России продолжает достаточно жестко контролировать предоставление ликвидности банковскому сектору, апеллируя к тому, что банки не кредитуют российский реальный сектор, а вкладывают деньги в валютные активы. Сложность заключается в том, что раньше политика Банка России была достаточно рыночной и достаточно последовательной: высокими ставками, уровень которых более или менее отражал имеющиеся риски, он отвлекал средства от валютных инструментов и привлекал их к рублевым. А теперь? Теперь он одной рукой смягчает денежную политику, а другой - ужесточает. Как Банк России - и российская экономика - будут выпутываться из этого противоречия?

Наиболее краткосрочные риски в российской экономике (буквально до конца текущего года) связаны с бюджетом. В четвертом квартале может произойти два неприятных события: во-первых, резкий рост расходов федерального бюджета, чреватый ускорением инфляции; во-вторых, кризис региональных бюджетов, связанный с нежеланием регионов сокращать траты, несмотря на отсутствие необходимых для этого финансовых ресурсов. Этот кризис может вылиться или в дополнительный трансфер из федерального бюджета с соответствующим увеличением дефицита (см. первый пункт), или в сокращение расходов (что сопряжено с риском обострения социальной напряженности), или в возникновение неплатежей (если коммунальные услуги будут потреблены, но не будут оплачены).

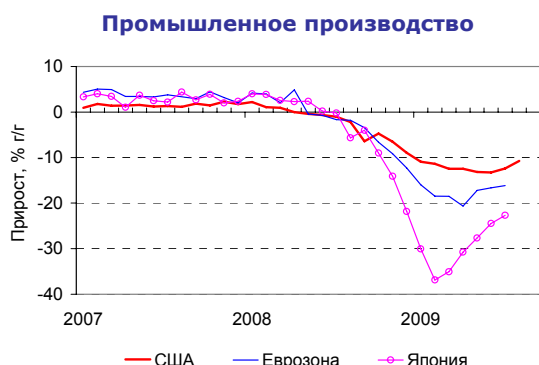
Нельзя также не отметить обострение проблем в таких ключевых отраслях как машиностроение и сельское хозяйство. В машиностроении - в отличие от других отраслей промышленности - в ходе кризиса заметно выросли удельные трудовые издержки (Unit Labor Costs, ULS), что говорит о дальнейшем (а казалось бы - куда дальше?) снижении конкурентоспособности отечественного машиностроения. В сельском хозяйстве складывается серьезнейшая ситуация со сбором нового урожая

зерновых. На середину сентября не просто было собрано меньше зерна (на 20% г/г), но и обмолочено меньше посевных площадей (примерно на 15% г/г). В целом, это логично: в прошлом году был рекордный урожай и высокие цены на зерно, в этом году и урожай меньше, и цены ниже, поэтому производителям зерна *выгодно* уменьшать предложение своей продукции. Однако для пищевой промышленности и для всего произведенного ВВП последствия сокращения сельхозпроизводства будут очевидно негативными (для ВВП – до 0,5 п.п.).

Наконец, следует обратить внимание на то, что все экономические агенты в России пока избегают фиксировать свои убытки, возникшие в ходе кризиса, девальвации и проч. Это вполне объяснимо, но без этого нельзя перейти к стабильному росту (в частности, потому, что нельзя правильно оценить риски). Поэтому пока о быстром восстановлении российской экономики остается только мечтать. В ближайшее время такое развитие событий представляется откровенно маловероятным.

О мировой экономике

ВВП и торговля



Источники: FRS; ECB; METI. Расчеты: Центр развития.

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

| Страна/ Источник прогноза | Дата | 2009 | 2010 |
|--|-------|---------------|---------------|
| США | | | |
| Опрос The Economist | Окт. | -2,6 | 2,5 |
| МВФ | Окт. | -2,7 | 1,5 |
| Опрос Blue Chip Economic Indicators | Сент. | -2,5 | 2,5 |
| ОЭСР | Сент. | -2,8 | - |
| Опрос FRB of Philadelphia ¹ | Авг. | -2,6 | 2,3 |
| Еврозона (16 стран) | | | |
| Опрос The Economist | Окт. | -3,8 | 1,2 |
| МВФ | Окт. | -4,2 | 0,3 |
| Европейская Комиссия | Сент. | -4,0 | - |
| ОЭСР | Сент. | -3,9 | - |
| ECB | Сент. | -4,4÷ -3,8 | -0,5÷ +0,9 |
| Опрос ECB | Авг. | -4,5 | 0,3 |
| Япония | | | |
| Опрос The Economist | Окт. | -5,7 | 1,4 |
| МВФ | Окт. | -5,4 | 1,7 |
| ОЭСР | Сент. | -5,6 | 0,7 |
| Опрос Economic Planning Association ² | Сент. | -2,9 | 1,1 |
| Китай | | | |
| МВФ | Окт. | 8,5 | 9,0 |
| Азиатский банк развития | Сент. | 8,2 | 8,9 |
| Мир-ВВП³ | | | |
| МВФ | Окт. | -1,1 | 3,1 |
| Мир-Мировая торговля | | | |
| МВФ | Окт. | -11,9 | 2,5 |

Примечание. 1. Survey of Professional Forecasters. 2. Для финансового года. 3. Страновые ВВП «взвешены» по ППС.

«Дно» пройдено,..

Низшая точка кризисного падения, по всей видимости, была пройдена ведущими странами еще весной или в начале лета. В Японии, где в первом квартале спад ВВП достигал 12,4%, во втором квартале наблюдался *рост* ВВП на 2,3%. В США и Еврозоне падение во втором квартале продолжилось, но радикально более низкими темпами: в США темпы сокращения ВВП уменьшились с 6,4% до 1%, в Еврозоне – с 9,5% до 0,5%.¹

Еще более отчетливо перелом конъюнктуры виден в промышленности. Этот сектор, как всегда, сильнее чем экономика в целом отреагировал на циклический кризис, но и выходит из него быстрее. За июль-август 2009 г. промышленный рост составил: в США - 3% к среднемесячному уровню второго квартала, в Японии - 29%(!). В Еврозоне пока было зафиксировано падение, но только на 0,6%% (после падения на 10% в первом квартале).² Темпы промышленного роста в Китае выросли в июле-августе до 11,6% г/г против 8,1% во втором квартале и 5,1% в первом.

...начинается стагнация

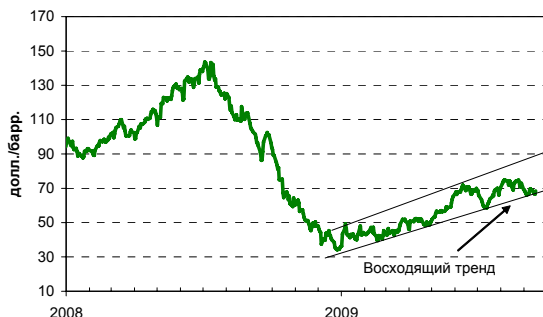
По итогам 2009 г. в экономике США ожидается спад ВВП на 2,6-2,8%, в Еврозоне – на 3,9-4,2%, в Японии – на 5,4-5,7%. Мировой ВВП, как ожидается, сократится примерно на 1,0%, а мировая торговля - на 12%. Все эти цифры – несколько *выше*, чем были три месяца назад, поскольку в них учтен перелом к лучшему, который по мнению большинства экспертов уже произошел. Прогнозы на 2010 г., однако, все равно предвещают не быстрый восстановительный рост, а что-то, больше похожее на стагнацию. Прирост ВВП составит: в США – не больше 2,5%, в Еврозоне – 0,3-1,0%, в Японии – 1,0-1,5%. Мировой ВВП и мировая торговля вырастут в 2010 г. всего на 2,5-3%.

¹ Все цифры в этом и в следующем абзаце, если не оговорено другое, приведены в годовом исчислении и после устранения сезонности.

² По Еврозоне - за июль по сравнению со среднемесячным уровнем второго квартала.

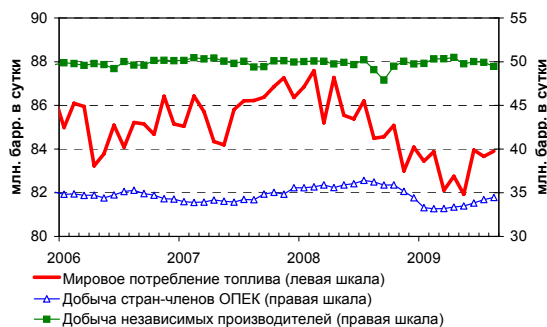
Нефть

Цены на российскую нефть Urals



Источник: Reuters.

Мировое потребление и добыча нефти



Источник: EIA.

Цены стабилизировались

С точки зрения технического анализа, в настоящее время на нефтяном рынке можно усмотреть две тенденции. С одной стороны, можно говорить о стабильности цен (боковом тренде) на протяжении последних двух месяцев, когда нефтяные котировки находились в пределах 64-74 долл./барр. (колебания не превышали $\pm 7\%$ от среднего уровня). С другой стороны, если вести отсчет от первых месяцев текущего года (именно тогда произошел очевидный перелом тенденции), цены оказываются на линии восходящего тренда с перспективой роста до 90 долл./барр. к концу года. Какая из этих двух тенденций возобладает в краткосрочной перспективе?

С одной стороны, постепенное восстановление мировой экономики - на фоне массивных инъекций ликвидности со стороны ведущих мировых Центробанков - подталкивает цены вверх. С другой стороны, запасы сырой нефти и нефтепродуктов сейчас превышают «комфортный» (средний за последние 5 лет) уровень, причем по некоторым видам углеводородов они находятся на максимуме за последнюю четверть века (точнее, с января 1983 г.). Столь значительные запасы указывают на превышение предложения над спросом, что, естественно, сдерживает рост цен. Существуют также опасения (распространенные как среди экспортеров, так и среди импортеров нефти), что более высокие цены на нефть могут «загубить» рост мировой экономики, а с ним - и спрос на углеводороды.

Так или иначе, ОПЕК, похоже, вполне устраивает нынешний уровень цен около 70 долл./барр. На сентябрьской конференции стран-членов ОПЕК было решено сохранить существующие квоты на добычу нефти. Следующая конференция стран-членов ОПЕК состоится только в декабре.

Финансовые рынки

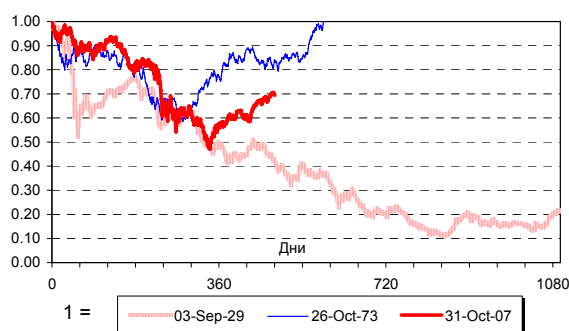
Фондовый рынок

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.

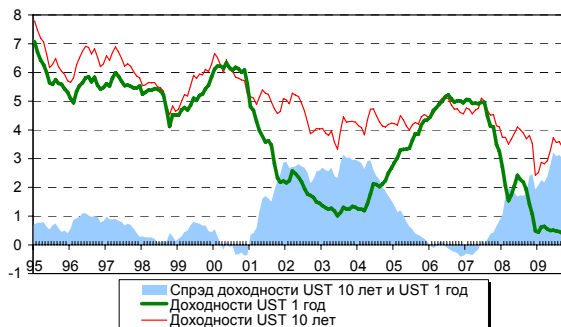
Инвесторы настроены на рост

Индекс американского фондового рынка Dow Jones Industrial в третьем квартале продолжал двигаться в восходящем коридоре, превысив в сентябре уровень 9800 пунктов.

Ожидания роста американской экономики в совокупности со значительными вливаниями ликвидности со стороны денежных властей США (по оценкам экспертов, общий размер финансовой помощи составил около 12 трлн. долл.) способствовали росту фондовых рынков. При сохранении текущих тенденций – и сохранении политики низких процентных ставок – восстановление докризисных уровней может произойти уже через год.

Долговой рынок

Доходность казначейских облигаций США, %



Источники: ФРС США, NBER.

Спрэды достигли максимума

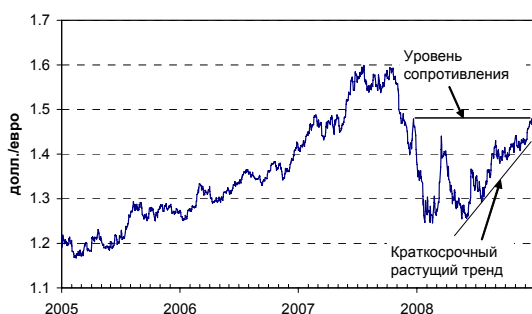
В июле спред в доходности краткосрочных и долгосрочных облигаций Казначейства США впервые за шесть лет превысил 3 п.п. В 2003 г. как раз при таком спреде начался рост краткосрочных ставок, вслед за которым (спустя чуть более полугода) наступил этап последовательного ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США. Причем тогдашние действия ФРС по повышению ставки сейчас оцениваются как запоздалые, едва ли не ставшие главной причиной раздувания «пузыря» на рынке ипотечного кредитования.

Несмотря на это, на последнем своем заседании (23 сентября) Комитет по управлению операциями на открытом рынке не только оставил процентную ставку без изменения (на уровне 0-0,25% годовых), но заявил, что ставки

еще неопределенно долгое время (for an extended period) будут находиться на низком уровне. Было обозначено, что ФРС будет стремиться к постепенному свертыванию мер денежного стимулирования экономики, но конкретные шаги в этом направлении пока не прописаны. Не запоздает ли на этот раз ФРС с повышением ставок? Ведь это чревато раздуванием нового «пузыря»? Интрига сохраняется...

Валютный рынок

Динамика курса европейской валюты к доллару



Источник: Reuters, данные приведены на конец месяца.

Евро устойчиво растет

После многомесячного ралли курс европейской валюты все же не смог с первой попытки преодолеть отметку 1,48 долл., которая наблюдалась ровно год назад. Впрочем, это вовсе не означает, что тенденция к росту евро прекратилась.

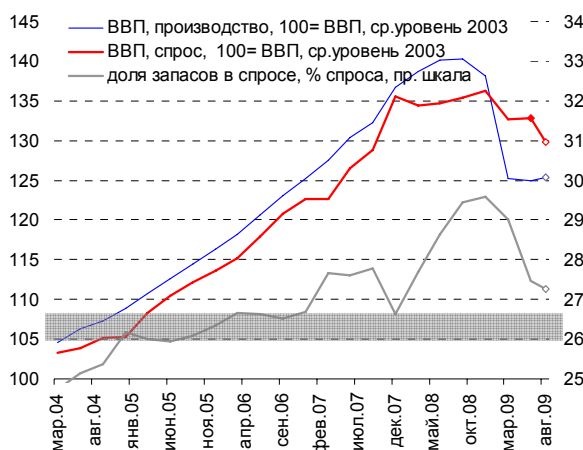
Низкие процентные ставки в США позволяют использовать доллар в сделках carry trade (покупке наиболее ликвидных и/или активно растущих активов на мировых сырьевых и фондовых рынках на взятые под низкий процент доллары - с предварительной их конвертацией в другие валюты). Поэтому при сохранении нынешней политики ФРС можно ожидать, что на валютных рынках продолжатся тенденции последних месяцев. С другой стороны, переход ФРС к ужесточению денежно-кредитной политики (или даже намек на это), может спровоцировать операции по закрытию позиций carry trade. В этом случае тенденция ослабления доллара сменится на противоположную.

Об экономике России

Реальный сектор

ВВП

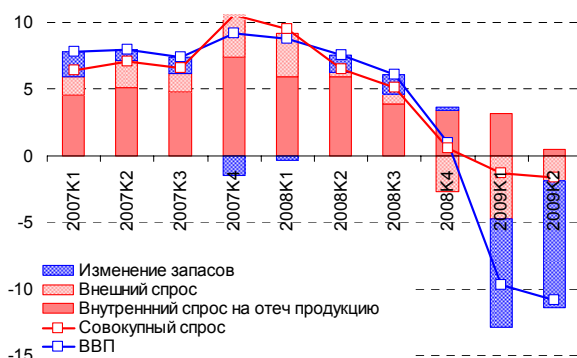
Динамика ВВП, совокупного спроса и нормы запасов



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

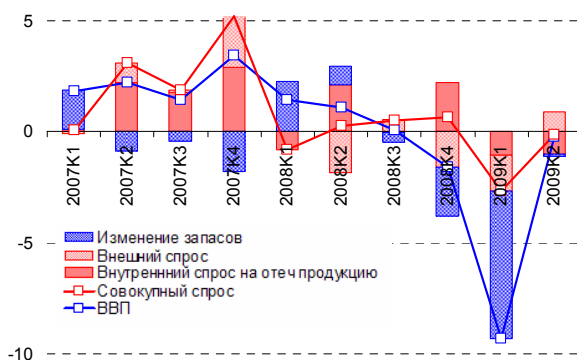
Источники: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

Вклад компонент спроса в образование ВВП по использованию (прирост год к году вверху и прирост кв/кв внизу, в %)



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

Источники: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.



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

Источники: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

Рецессия после обвала?

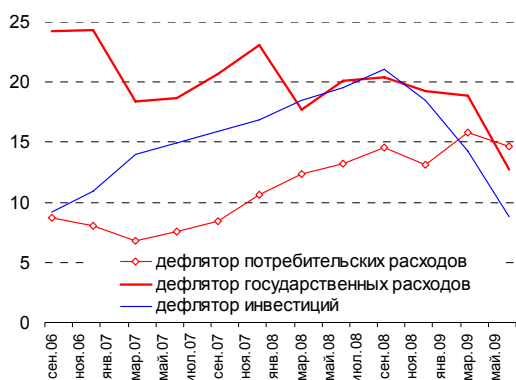
Данные Росстата свидетельствует о том, что во втором квартале 2009 г. как ВВП, так и совокупный спрос стагнировали: сезонно сглаженные темпы роста ВВП относительно первого квартала составили -0,2%, а совокупного спроса +0,1%.³ Снижение запасов во втором квартале продолжилось более быстрыми темпами, чем в первом, что сократило соотношение между уровнем запасов и совокупным спросом практически до докризисных значений. По нашему мнению, если уровень запасов в дальнейшем и будет снижаться, то весьма незначительно. Иными словами, влияние данного фактора на динамику ВВП исчерпано.

Казалось бы, затухание спада ВВП и спроса, а также нормализация уровня запасов указывают на перелом кризисной тенденции, на готовность экономики к рестарту. Однако, увы, есть нюансы...

Детальный анализ динамики совокупного спроса показывает, что во втором квартале стагнация, последовавшая за «обвалом», главным образом объясняется достаточно неожиданным всплеском объемов экспорта (с учетом услуг)⁴, в то время как внутренний спрос продолжает сокращаться (-9,2% г/г), причем это сокращение не компенсируется даже ускоренным снижением импорта.⁵ В результате динамика внутреннего спроса на отечественные товары остается негативной (-1,0 ... -1,5% к предыдущему кварталу или -4 ... -6% в годовом выражении).

Таким образом, во втором квартале состоялся «размен» внешнего спроса на внутренний (первый начал восстанавливаться, второй продолжил сокращаться). В этом не было бы ничего страшного, если бы не то обстоятельство, что потенциал наращивания экспорта в условиях слабости мировой экономики весьма ограничен⁶, тогда как глубина падения внутреннего спроса, наоборот, не имеет сколь-либо ясных границ. Пока внутренний спрос не только не нащупал своего «дна», но не проявляет даже

**Дефляторы компонент ВВП
(% к соответствующему кварталу
предыдущего года)**



Источник: расчеты Центра развития, Росстат.

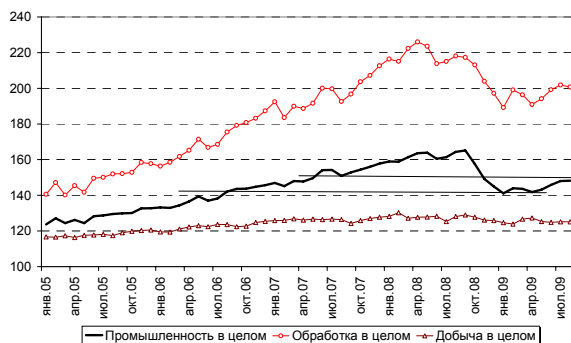
признаков замедления спада.

Поэтому, хотя сокращение запасов как фактор падения ВВП, по всей видимости, себя исчерпало (в краткосрочной перспективе это может выразиться в некоем «отскоке» ВВП), фактор падения спроса, связанный с уменьшением доходов основных экономических агентов, далеко еще не отыгран.

Следует также обратить внимание на дефлятор госрасходов. Его значение во втором квартале снизилось с 19% до 12% г/г и пришло в соответствие с дефлятором потребительских расходов (вплоть до начала 2009 г. дефлятор госрасходов в 1,5-2 раза превышал дефляторы потребительских расходов и инвестиций). Завышенность дефлятора госрасходов в «тучные годы» может служить косвенным указанием на то, что бюджетные расходы тогда осуществлялись по неоправданно высоким ценам и потому были неэффективны.

Промышленность

Рост секторов промышленности, со снятой сезонностью, дек. 2002=100%



Источники: Росстат, Центр развития.

Восстановление промышленности, начавшееся во втором квартале, остается неустойчивым

В июле – августе темпы падения промышленности по сравнению с тем же периодом прошлого года заметно уменьшились и составили -11.8% г/г (в первом и втором кварталах было, соответственно, -14.3% и -15.4%). Более того, если устранить сезонность из месячных данных, можно даже говорить о некотором росте промпроизводства в последние месяцы. Пока, впрочем, этот рост очень неустойчив. В августе он составил всего 0.1% к предыдущему месяцу, хотя в июне и июле он превышал 1,5%.

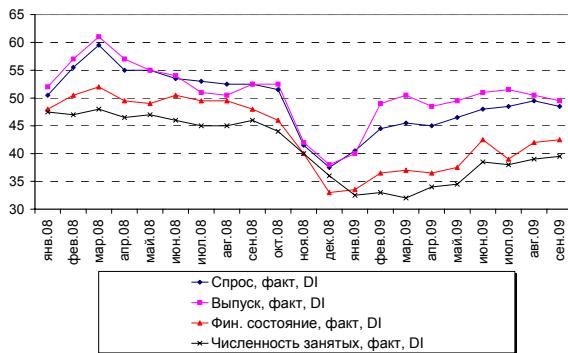
³ Оценка Центра Развития. Погрешность оценки составляет +/-0,3п.п. Здесь и далее приведены оценки с учетом сезонного сглаживания.

⁴ Прямые данные Росстата по счету использования ВВП говорят о том, что падение экспорта во втором квартале усилилось, что противоречит и оценкам ГТК, и нашим оценкам. Учитывая, что расчетный индекс чистого экспорта, построенный по данным использования ВВП оказывается существенно ниже фактического, приводимого Росстатом в этом же документе (это традиционное расхождение Росстата: темп роста чистого экспорта Росстат рассчитывает остатком, а не из данных экспорта и импорта), а использование оценки экспорта Центра Развития нивелирует эту ошибку, мы будем использовать нашу оценку экспорта до официального пересмотра квартальных данных Росстата.

⁵ В июле, по оценке Центра Развития, снижение физического объема импорта товаров и услуг превысило 40% г/г.

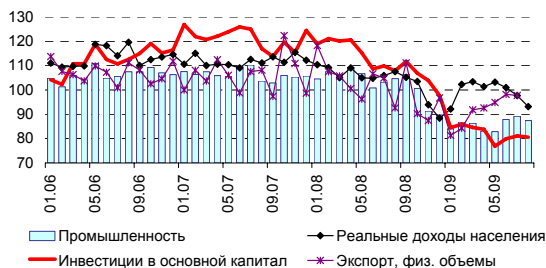
⁶ В частности, рост экспорта металлов может быть ограничен по времени продолжительностью действия программ поддержки автопрома в Европе

**Опросы промышленных предприятий:
фактическое состояние, диффузные индексы**



Источник: Росстат, Центр конъюнктурных исследований ИСИЭЗ ГУ-ВШЭ, расчеты Центра развития.

Рост промышленности, внутреннего спроса и экспорта (год к году, в %)



Источники: Росстат, Центр развития (ПРДН).

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



Источники: Росстат, Центр развития.

За три месяца относительной стабильности промышленность России ликвидировала часть своего провального падения, наблюдавшегося в конце прошлого – начале этого года, и теперь по объему своего выпуска вышла на уровень двухлетней давности.

При этом перспективы дальнейшего восстановления неясны. Опросы Росстата и Центра конъюнктурных исследований ИСИЭЗ ГУ-ВШЭ⁷ показывают, что в сентябре 2009 г. – на фоне стагнирующего производства и явного ухудшения финансового состояния – ухудшилась и фактическая динамика спроса (диффузный индекс спроса снизился на 1 пункт до 48,5).⁸ Замедление роста спроса в краткосрочном плане вполне может привести к еще большему замедлению роста производства или даже к его снижению.

Следует также подчеркнуть, что «база» промышленного восстановления довольно узка, поскольку почти исключительно опирается на восстановление физических объемов сырьевого экспорта. В то же время, в двух ключевых для внутреннего рынка секторах – в пищевой промышленности и в производстве машин, оборудования и транспортных средств – можно отметить ухудшение положения⁹. Негативное влияние на динамику производства оказывает как продолжающееся давление избыточных запасов, так и снижение потребительского и инвестиционного спроса вследствие сокращения реальных доходов и «пробуксовки» банковского кредитования.

Обрабатывающая промышленность в эпицентре кризиса

Динамика обрабатывающего сектора имеет наиболее высокую волатильность. И дело не только в глубоком кризисе машиностроения, металлургии и

⁷ Опросы 600 предприятий.

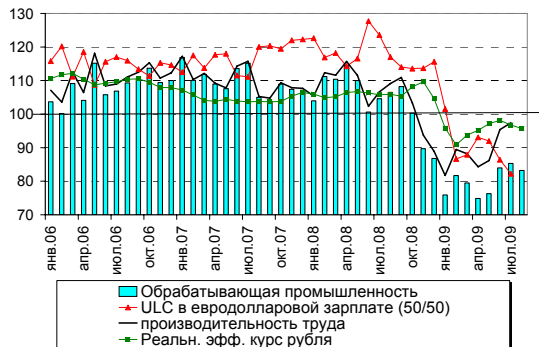
⁸ Диффузный индекс (DI) = доля респондентов, говорящих о росте показателя в этом месяце по сравнению с предыдущим месяцем, плюс 0,5 доли респондентов, говорящих о неизменности показателя (все со снятой сезонностью). Для DI значение 50 – «граница» начала роста

⁹ В частности, полный провал наблюдался в августе в таком ключевом секторе как производство легковых автомобилей (-85% г/г).

¹⁰ С эконометрической точки зрения они представляют собой наиболее значимый фактор, влияющий на динамику российской промышленности.

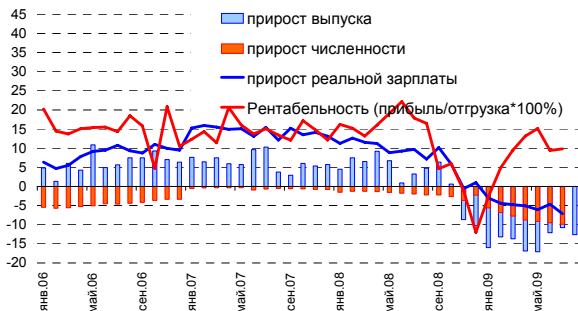
¹¹ Заработная плата в валютном выражении снизилась в январе-июле текущего года по отношению к тому же периоду прошлого года во всех крупных секторах: от минус 13-15% в текстильной промышленности и электроэнергетике до минус 27-30% в производстве строительных материалов и металлургии.

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



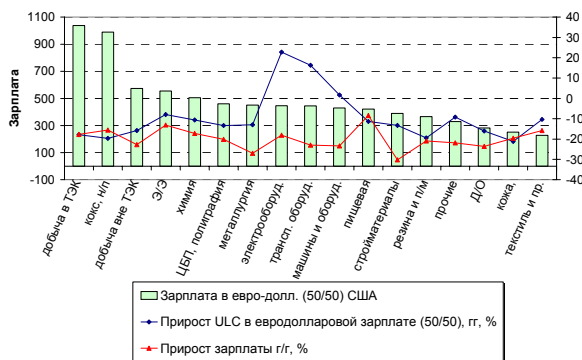
Примечание. Показатель ULC (Unit Labour Cost) – частное от деления роста заработной платы на рост производительности труда.
Источники: Росстат, расчеты Центра развития.

Динамика показателей промышленности России



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Динамика заработной платы и удельных трудовых издержек в валютном выражении (ULC), прирост год к году, %, в секторах российской промышленности в январе-июле 2009 г.



Источник: Росстат, Банк России, расчеты Центра развития.

лесопромышленного комплекса (за январь-август они упали на 38%, 23% и 19% г/г, соответственно). Дело также в том, что переход промпроизводства от роста в мае-июле к стагнации в августе (все - со снятой сезонностью) произошел на фоне замедления темпов в добыче и резкого падения в пищевой промышленности, производстве стройматериалов, транспортных средств и оборудования.

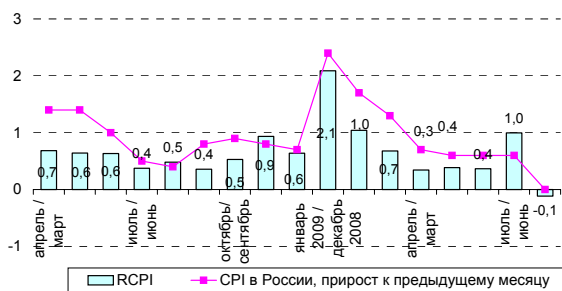
Удельные трудовые издержки сокращаются, но снижение зарплат уменьшает потребительский спрос

На фоне замедления спада промышленного производства и стабилизации темпов сокращения численности занятых в промышленности постепенно начал восстанавливаться прошлогодний уровень производительности труда. Если в начале года производительность снизилась на 11% г/г (выпуск уже упал, а занятость – еще нет), то в июле отставание от прошлого года сократилось до 2% (выпуск остается более или менее на одном уровне, а «лишние» рабочие места мало-помалу приводятся в соответствие со снизившимся производством).

В июле-августе началась новая волна сокращения заработной платы. На фоне заметного ослабления реального эффективного курса рубля это привело к новому витку сокращений удельных трудовых издержек в валютном выражении (ULC).¹⁰ Так, в июле снижение ULC достигло 16% г/г против 10-11% в апреле-мае.¹¹ Впрочем, в машиностроении ULC выросли - из-за непропорционально (в сравнении с динамикой занятости и зарплаты) глубокого падения производства. Это приводит к заключению, что именно машиностроение в российской экономике остается средоточием неэффективности и нуждается в реструктуризации с целью снижения издержек и усиления инновационной составляющей.

Оценивая, каковы «антикризисные» последствия сокращения зарплат, следует помнить две вещи. Во-первых, что для конкурентоспособности имеет значение не само по себе сокращение трудовых издержек, а то, как оно соотносится с ростом производительности труда и динамикой реального эффективного курса (иными словами,

**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.).

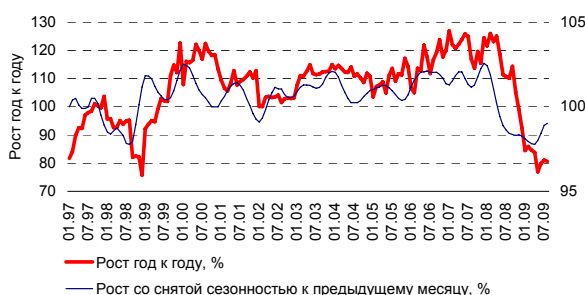
Источники: Росстат, Банк России, расчеты Центра развития.

ULC). На фоне замедления внутренней инфляции, в том числе по сравнению с торговыми партнерами, относительно которых в августе цены в российской экономике впервые за многие месяцы снизились, в последние месяцы наблюдается некоторое ускорение падения реального эффективного курса рубля. Однако, его падение - на 5% год к году – весьма невелико, чтобы быть реальным стимулом для производства. Во-вторых, снижение заработной платы при невозможности нового значительного сокращения численности занятых (из-за страхов перед негативными социальными последствиями), неблагоприятно влияет на потребительский спрос.

Инвестиции в основной капитал

Начатые инвестпроекты завершаются, новые откладываются

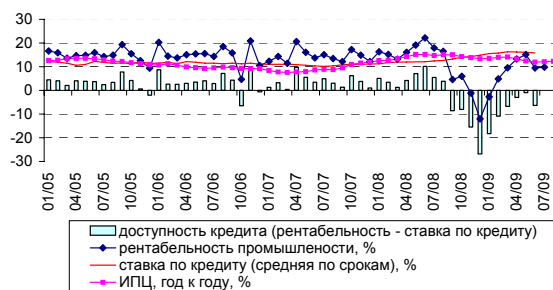
Динамика инвестиций в основной капитал в целом по экономике



Источники: Росстат, Центр развития.

В июле – августе темпы падения инвестиций в основной капитал по отношению к тому же периоду прошлого года составили минус 18.0% (минус 16.6% и минус 20.0% в первом и втором кварталах, соответственно).¹² При этом продолжилось падение инвестиций со снятой сезонностью (около 1% в месяц), хотя и меньшими темпами, чем во втором квартале (около 2% в месяц).

Доступность кредита для промышленности



Источники: Росстат, Центр развития.

Снижение трудовых издержек вернуло рентабельность - после серьезного падения в июне - к уровню 9-10%, чего, однако, в большинстве случаев явно недостаточно для того, чтобы расплачиваться по банковским кредитам. По-прежнему кредиты доступны лишь для самых высокодоходных секторов (добыча полезных ископаемых, производство кокса и нефтепродуктов, электроэнергетика), а остальные имеют уровень рентабельности гораздо ниже среднего и соответственно, не могут полноценно финансировать инвестиции.

Инвестиционная «яма» начала образовываться не сразу. В первом квартале 2009 г. инвестиции в основной капитал у крупных и средних

¹² Расчет на основе индексов Росстата «месяц к месяцу».

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

| | Рост, г/г, реальный в рублях, % | | | | млн. долл. | | Рост, г/г в долл., % |
|---|---------------------------------|----------|----------|----------|------------|-----------|----------------------|
| | 1 кв. 08 | 2 кв. 08 | 1 кв. 09 | 2 кв. 09 | 1 пол. 08 | 1 пол. 09 | |
| В целом | 109,6 | 110,8 | 95,0 | 86,9 | 57357 | 39428 | 68,7 |
| Сельское хозяйство | 108,6 | 99,0 | 74,8 | 71,8 | 2708 | 1539 | 56,8 |
| Добыча полезных ископаемых | 100,6 | 111,0 | 90,7 | 83,2 | 34 | 22 | 64,8 |
| Обрабатывающие производства в целом | 115,7 | 109,7 | 97,8 | 86,0 | 10677 | 7023 | 65,8 |
| производство пищевых продуктов | 99,9 | 94,9 | 77,6 | 87,0 | 9757 | 6366 | 65,2 |
| лесохимический комплекс | 121,5 | 133,3 | 120,3 | 100,6 | 920 | 656 | 71,4 |
| металлургия | 112,3 | 124,5 | 97,4 | 81,9 | 9779 | 6652 | 68,0 |
| машиностроение в целом | 146,1 | 113,5 | 85,1 | 79,9 | 1551 | 1068 | 68,8 |
| Электро- и теплоэнергетика | 135,3 | 109,0 | 100,6 | 116,6 | 55 | 25 | 45,6 |
| Строительство | 135,2 | 144,3 | 97,5 | 84,7 | 8 | 3 | 37,0 |
| Транспорт и связь | 112,5 | 115,3 | 105,4 | 94,9 | 225 | 204 | 90,9 |
| Операции с недвижимым имуществом, аренда и услуги | 107,7 | 112,5 | 76,0 | 80,2 | 301 | 144 | 48,0 |
| Социальные услуги в целом | 111,5 | 120,6 | 110,1 | 77,7 | 988 | 1096 | 111,0 |
| Торговля | 114,6 | 115,9 | 82,1 | 43,8 | 992 | 606 | 61,1 |

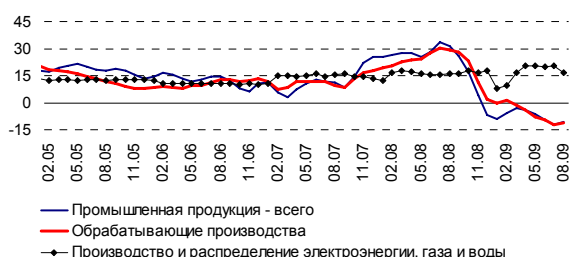
* лесохимический комплекс включает наряду с ЛПК и химией, также кокс и нефтепереработку.
 Примечание. Инвестиции по крупным и средним предприятиям.
 Источники: Росстат, расчеты Центра развития.

предприятий сократились всего на 5% при том, что ВВП упал на 10%, а промышленное производство примерно на 15%. По всей видимости, это было связано с необходимостью завершить начатые в докризисный период инвестиционные проекты.

Со второго квартала инвестиционная активность у «крупняка» начала резко снижаться, оставаясь при этом выше, чем в малом и среднем бизнесе. Особенно резко ухудшилась динамика инвестиций в торговле, металлургии и строительстве. Инерционный рост продолжился лишь в лесохимическом комплексе и электроэнергетике.

Цены производителей

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.

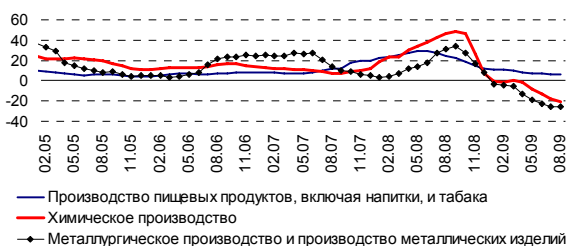
Цены производителей сырьевых товаров продолжают падать

В июне-августе тенденция к снижению цен производителей сохранилась. На конкретные цифры повлиял «эффект базы»: аналогичный период прошлого года был отмечен максимальными с начала 2005 г. темпами роста промышленных цен. При этом если в добыче топливно-энергетических ресурсов после ускоренного снижения цен в июне-июле (на 23-27% г/г) в августе наблюдался заметный их рост, то в добыче прочих полезных ископаемых и переработке в июле-августе был достигнут глобальный минимум ценовой динамики: соответственно, -13% и -12% г/г. В августе замедлились темпы роста цен в производстве электроэнергии, газа и воды - на 3-4 п.п. относительно предыдущих месяцев.

Вялый внутренний спрос тормозит рост цен на промышленные товары промежуточного назначения

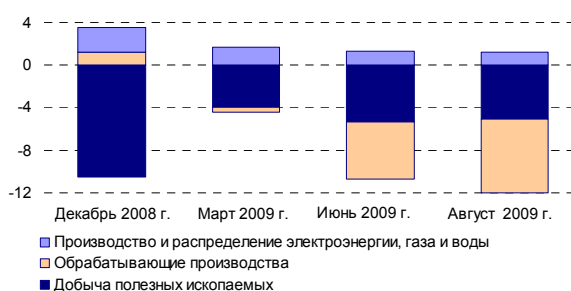
Несмотря на обозначившийся в начале третьего квартала рост экспортных цен и наращивание объемов экспортных поставок (в частности, нефтепродуктов, железорудного сырья, основных цветных металлов, азотных удобрений и др.), динамика цен производителей в соответствующих отраслях пока не демонстрирует заметных признаков оживления. Исключением является производство ряда цветных (кроме алюминия) и драгоценных металлов, где

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

цены производителей в августе на 40-50% превысили прошлогодний уровень. Благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура пока не поддерживается внутренним спросом.

Производители конечной продукции все равно повышают цены

В третьем квартале (как и во втором) цены на продукцию инвестиционного машиностроения (за исключением транспортных средств) продолжали расти, хотя их темпы существенно замедлились. Подобная динамика наблюдалась и в производстве товаров конечного потребительского спроса, хотя здесь цены производителей были в среднем ниже темпов инфляции (за исключением производства ювелирных изделий).

До конца года при сохранении положительной динамики внешнего спроса можно ожидать роста цен производителей на сырье и продукцию невысокой степени переработки. Вялый внутренний спрос (как инвестиционный, так и потребительский) будет способствовать дальнейшему замедлению роста цен в производстве конечной продукции.

Прибыль

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

| | Январь-март 2009 г. | Апрель-июнь 2009 г. | Июль 2009 г. |
|--|---------------------|---------------------|--------------|
| Всего* | -69.3 | -29.7 | -49.2 |
| Промышленное производство | -74.0 | -41.8 | -49.8 |
| Добыча полезных ископаемых | -16.8 | -18.5 | -5.7 |
| Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых | 25.7 | -13.0 | 6.7 |
| Добыча прочих полезных ископаемых | - | -49.0 | -73.7 |
| Обрабатывающие производства | - | -51.4 | -66.7 |
| Производство и распределение электроэнергии, газа и воды | 54.1 | - | - |
| Строительство | -93.1 | -19.4 | -32.7 |
| Оптовая и розничная торговля; ремонт | -69.8 | -16.9 | -0.6 |
| Транспорт и связь | -67.1 | 15.4 | -59.1 |

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.

Сначала рост прибыли ускорился (за счет уменьшения негативного эффекта от девальвации)

Во втором квартале 2009 г.¹³ сальдированный финансовый результат экономики (с поправкой на динамику цен производителей) достиг 70% от уровня прошлого года (против 30% в первом квартале). При этом по сравнению с первым кварталом сальдированная прибыль от продаж, согласно оценкам Центра развития, выросла лишь на 12%, тогда как итоговый финансовый результат увеличился почти в 3,5 раза. Это означает, что восстановление прибыльности осуществлялось, главным образом, за счет резкого уменьшения отрицательного эффекта от девальвации и снижения внереализационной нагрузки (в среднем по промышленности ее

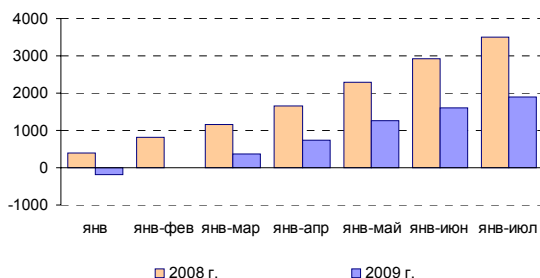
¹³ Публикация данных о прибыли и убытках сильно задерживается по сравнению с цифрами по другим показателям.

Структура сальдированного финансового результата, в %

| | Апрель-июнь 2008 г. | Апрель-июнь 2009 г. | Июль 2009 г. |
|--|---------------------|---------------------|--------------|
| Прибыль экономики, млрд.руб.* | 1899.6 | 1243.3 | 296.0 |
| Структура прибыли экономики, % | | | |
| Всего | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| в том числе: | | | |
| Промышленное производство | 60.7 | 50.2 | 59.0 |
| из него: | | | |
| добыча полезных ископаемых | 20.1 | 20.3 | 35.1 |
| обрабатывающие производства | 40.8 | 28.0 | 25.5 |
| производство и распределение электроэнергии, газа и воды | -0.2 | 1.9 | -1.6 |
| Строительство | 2.0 | 2.3 | 2.5 |
| Оптовая и розничная торговля; ремонт | 21.1 | 25.0 | 21.9 |
| Транспорт и связь | 10.4 | 17.0 | 11.5 |
| Прочие | 5.8 | 5.5 | 5.1 |

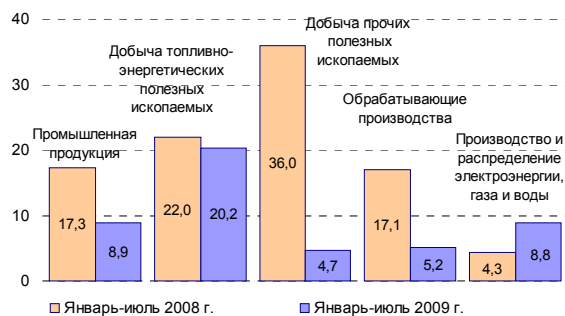
Примечание. Без сельского и лесного хозяйства.
Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

Рентабельность промышленной продукции в январе-июле, в %



Примечание. Рентабельность рассчитана как отношение сальдированного финансового результата к стоимости отгруженной продукции
Источники: Росстат, Центр развития.

уровень уменьшился с 60% в первом квартале до 23% во втором).¹⁴

Наиболее медленно прибыльность восстанавливалась в обрабатывающих отраслях и в добыче прочих полезных ископаемых (здесь сальдированный финансовый результат «дошел» примерно до 50% г/г), более успешно - в добыче топлива, строительстве и торговле (до 80% г/г и выше). В отрасли «транспорт и связь» имел место абсолютный прирост прибыли (на 15% г/г).

А затем замедлился

Для большинства базовых отраслей основной прирост прибыли пришелся на первые два месяца второго квартала. В конце второго - начале третьего квартала было отмечено существенное замедление роста прибыли. В июне сальдированный финансовый результат экономики оказался ниже майского на 157 млрд.руб.¹⁵ Основной вклад в это снижение внесли: производство нефтепродуктов, химия, металлургия, торговля и транспорт (суммарные потери этих отраслей по сравнению с маем достигли 166 млрд.руб.). В июле снижение прибыли продолжилось, но более медленными темпами: на 46 млрд. руб. по сравнению с июнем. Дальнейшее ухудшение имело место в производстве нефтепродуктов, торговле и транспорте. Смягчению ситуации способствовало восстановление (хотя и не в полной мере) прибыльности в химии и металлургии. В июне-июле лишь две отрасли (добыча топливно-энергетических ресурсов и производство продуктов питания) сохранили высокие показатели прибыльности, показав (несмотря на высокую базу сравнения) абсолютный прирост в реальном выражении к уровню прошлого года.

Восстановление производственного спроса (пока, главным образом, благодаря внешним рынкам) наряду со снижением процентных ставок по кредитам будет способствовать в ближайшие месяцы росту итогового финансового результата. Напротив, вялый потребительский спрос, вероятно,

¹⁴ Докризисный уровень внеоперационной нагрузки составлял около 10%.

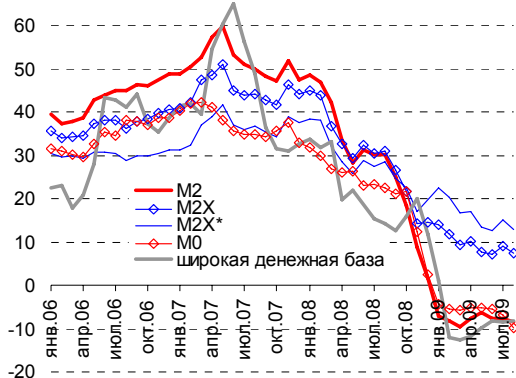
¹⁵ Для обеспечения месячной сопоставимости разница в объемах прибыли приводится без сельского и лесного хозяйства.

сможет поддержать достигнутую прибыльность лишь в производстве товаров первой необходимости.

Деньги, курс, инфляция

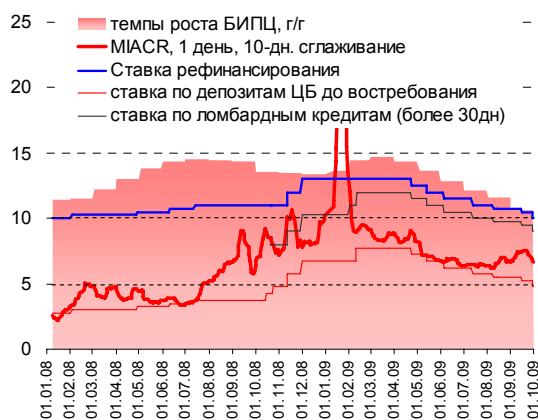
Денежная сфера

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



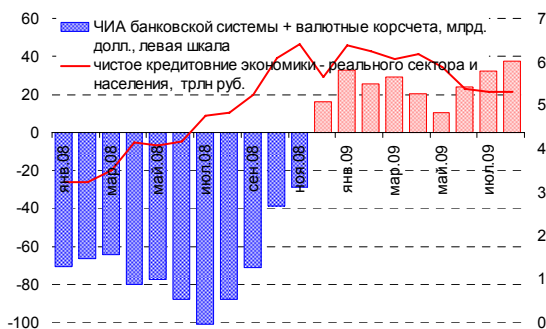
Примечание: * – показатель M2X* включает в себя валютные депозиты и оценку (Центр развития) наличной валюты.
Источники: Банк России, Центр развития.

Динамика процентных ставок и инфляции



Источники: Банк России, Центр развития.

Кредитование внутренней и внешней экономик банками



Источники: Банк России, Центр развития.

Монетарная политика Банка России оказалась «в западне»

Денежная политика в третьем квартале практически не отличалась от политики в предыдущие три месяца. Банк России продолжал жестко контролировать объем денежного предложения, снижая объем кредитования банковской системы (зная, что банки предпочитают вкладываться в иностранные активы). В то же время, для стимулирования кредитования он пытался снизить процентные ставки в экономике, используя для этого механизм снижения ставок по своим монетарным инструментам. Так, за третий квартал - вслед за снижением инфляции - Банк России трижды снижал ставку рефинансирования, доведя ее с 11,5% до 10,5%. Нельзя однако забывать, что, как ни парадоксально, снижение внутренних процентных ставок в условиях сохранения значительных внутренних рисков, может стимулировать отток капитала за рубеж. Раньше Банк России боролся с оттоком, повышая ставки и увеличивая тем самым привлекательность рублевых инструментов. А что будет теперь?

Пока никакого положительного эффекта действия Банка России не дают. Коммерческие банки как не кредитовали российскую экономику, так и не кредитуют (несмотря даже на административные усилия по «принудительному кредитованию»). Российские банки по-прежнему испытывают проблемы с хорошими активами для кредитования, и потому вынуждены либо кредитовать иностранный сектор (даже вопреки динамике рубля и снижающимся валютным депозитам), либо использовать инструменты хранения ликвидности, предоставленные Банком России.

В условиях, когда банки де-факто работают в убыток (так как процентные ставки за рубежом или по денежным инструментам малы), имея целью только

«пережить зиму», ликвидность банкам нужна лишь для того, чтобы «переждать». При этом в достаточных количествах ее продолжает поставлять население, привлеченное высокими ставками по депозитам.

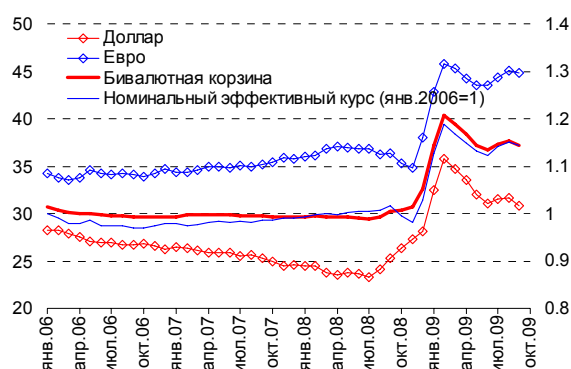
Таким образом, приходится констатировать, что Россия оказалась в инвестиционной ловушке, и монетарная политика здесь бессильна.

Что же может в этих условиях делать Банк России? По крайней мере, три вещи. Во-первых, следить, чтобы банки не начали строительства пирамид, когда высокие доходы по депозитам выплачиваются за счет средств новых вкладчиков. Во-вторых, способствовать избавлению банков от плохих активов (они будут сдерживать рост в фазе восстановления экономики). В-третьих, снижать ставки.

Кроме того, не следует в этих условиях укреплять курс. Некоторое увеличение денежного предложения не окажет сейчас влияния на инфляцию, поскольку банки не кредитуют, а население не торопится наращивать потребительский спрос. И вовсе не потому, что денег нет!

Валютный курс

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



* Среднемесячные значения обратных курсов

** Оценка Центра развития

*** рост курса соответствует девальвации

(4) за сентябрь оценка Центра развития

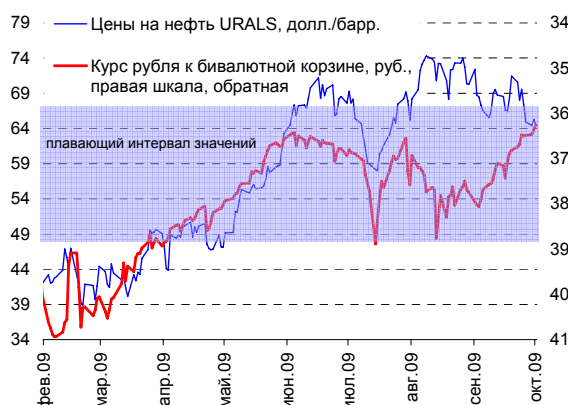
Источники: Банк России, Центр развития.

Свободное плавание продолжается

В третьем квартале Банк России продолжил проведение политики свободного плавания рубля. В августе-сентябре он допускал значительные колебания валютного курса (в пределах 10% стоимости бивалютной корзины), не проводя масштабных интервенций. Об этом говорит тот факт, что с февраля по сентябрь объем международных резервов (с поправкой на изменение стоимости резервных активов) колебался в узком коридоре от 392 до 409 млрд. долл.¹⁶. Одинаково спокойно Банком России были восприняты колебания рубля не только вслед за изменениями цен на нефть, но и интенсификация спроса на валюту со стороны коммерческих банков в тот момент, когда в августе ряд экспертов предложил дополнительно девальвировать рубль на 20-40% для поддержания промышленности.

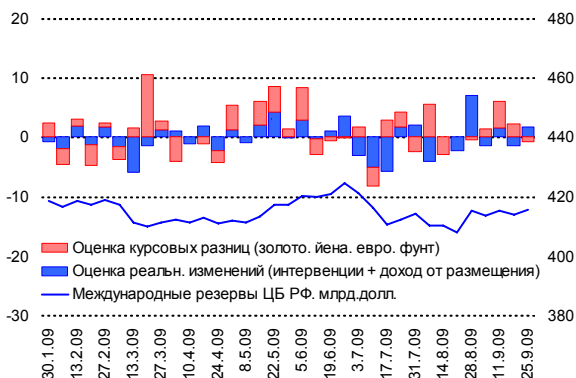
¹⁶ В ценах резервных активов на начало 2009 г.

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



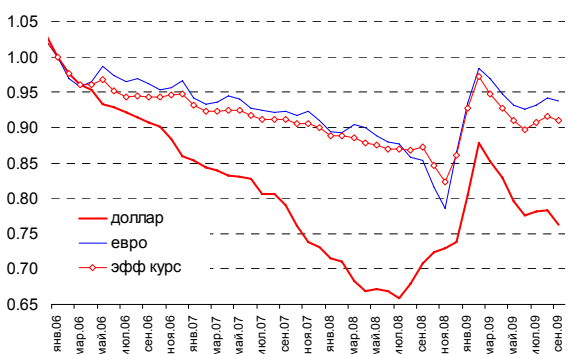
Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Еженедельная динамика международных резервов Банка России (млрд. долл.)



Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Динамика реального курса рубля к доллару, евро, и корзине валют стран-торговых партнеров



Источники: Банк России, оценка Центр развития (сентябрь).

Банк России рассеял все иллюзии (если они у кого-то были) и показал, что не собирается «дуть против ветра» и искусственно (с точки зрения платежного баланса) поддерживать спрос на валюту. В этих условиях стоимость бивалютной корзины вернулась к уровню начала лета, когда уровень нефтяных цен был немного ниже нынешнего.

В течение третьего квартала Банк России всего три раза выходил с интервенциями: в середине июля, в середине августа (на уровне 38,9 руб. за корзину) и в конце сентября (на уровне 36,2 руб.). Действия Банка России, как и уровни поддержки, вполне согласуются с описанием валютной политики в «Основных направлениях...».

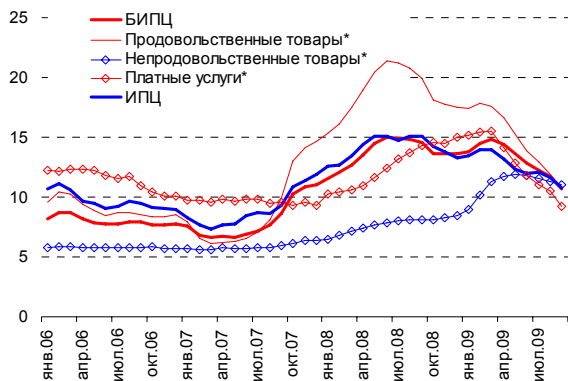
Напомним, что согласно этому документу, Банк России установил так называемый «плавающий интервал значений стоимости бивалютной корзины» шириной 3 руб. В рамках этого интервала Банк России не проводит никаких специальных интервенций, кроме плановых. При достижении рублем одной из границ Банк России начинает проводить граничные интервенции, одновременно *сдвигая* границы интервала и уровень поддержки в соотношении 5 коп. на каждые 0,7 млрд. долл. интервенций.

Реальный эффективный курс вернулся на рубежи начала 2008 г.

Несмотря на то, что средний уровень реального эффективного валютного курса в третьем квартале практически не изменился, в обрабатывающей промышленности всё явственнее ощущается снижение конкурентоспособности российской продукции на внутреннем рынке. Особенно это заметно по отношению к товарам из Китая, чья национальная валюта привязана к доллару. Поскольку тенденция к снижению стоимости доллара на мировых рынках продолжается, его реальный курс ослабевает по отношению к рублю гораздо быстрее, чем курс к бивалютной корзине или к евро.

Инфляция

Динамика элементов БИПЦ* и ИПЦ (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.

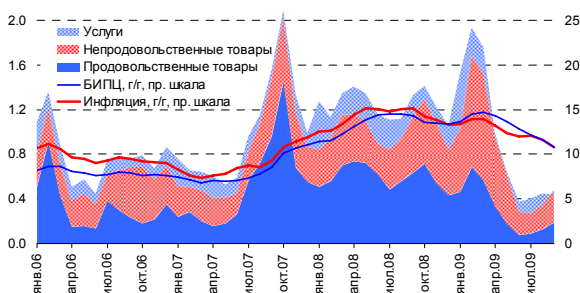
Вклад факторов в инфляцию (с начала года, в п.п.)

| ИПЦ | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------------------|------|------|------|------|
| | 06 | 07 | 08 | 09 |
| Вклады факторов, п.п | | | | |
| Инфляция | 7.1 | 6.7 | 9.7 | 8.1 |
| Продовольственные товары* | 2.4 | 2.1 | 4.0 | 2.1 |
| Непродовольственные товары** | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 2.7 |
| Услуги*** | 0.8 | 1.2 | 1.4 | 0.9 |
| Базовая инфляция (ЦР) | 4.2 | 4.3 | 7.0 | 5.7 |
| Небазовая инфляция (ЦР) | 2.9 | 2.4 | 2.7 | 2.4 |
| Плодоовощная продукция | 0.9 | 0.7 | 0.5 | 0.5 |
| Услуги ЖКХ | 1.5 | 1.2 | 1.3 | 1.5 |
| Прочее | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.5 |

* 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.

Динамика ИПЦ и БИПЦ, и вклад различных компонент в рост БИПЦ (2006-2009)*, п.п.



Примечание: * 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. -разница в темпах инфляции и агрегата, полученного покомпонентным суммированием находится в пределах 0,1п.п. и объясняется изначальным округлением данных Росстата. - правая шкала представляет темпы в годовом исчислении

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Инфляция снижается не только под влиянием сезонных факторов

Как и в прошлом году, стагнация потребительских цен и снижение цен продовольственных товаров в августе-сентябре объясняется сезонным сокращением цен на плодоовощную продукцию. С исключением этого фактора темпы роста цен на продовольствие в сентябре составили 0,4%, а общий темп роста потребительских цен 0,45%. На данный момент мы считаем фазу снижения плодоовощных цен законченной и ожидаем их умеренного роста (на 5-10%) до конца года.

Тем не менее, по отношению к прошлому году инфляция продолжает сокращаться. В сентябре она составила 10,9% г/г или 8,1% к декабрю прошлого года. Это уже близко к рекордным показателям сентября 2006 г., когда инфляция была зафиксирована на уровне 7,2 к декабрю предыдущего года.

Темпы роста базовой инфляции (БИПЦ), рассчитанные по методологии Центра развития, в третьем квартале стабилизировались и составили 0,43% в месяц. Нужно отметить некоторое ускорение роста БИПЦ за счет цен на продовольственные и непродовольственные товары, которое компенсируется снижением темпов роста цен на услуги (в сентябре в этом секторе вообще наблюдалась дефляция). Однако само это ускорение происходит на фоне столь низких темпов роста базовых цен (они уже пятый месяц находятся на уровне меньше 5,3% в годовом исчислении), что говорить о какой-либо угрозе ускорения инфляции просто преждевременно. Наоборот, существует потенциал снижения инфляции с текущих уровней 10,7-10,8% г/г примерно до 6-7% г/г.

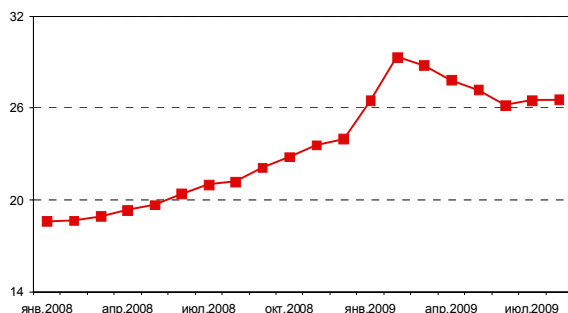
По итогам 2009 г. мы ожидаем замедления инфляции до 10% г/г, что ниже нижней границы прогнозов Банка России или МЭР (11%). Единственное, что может помешать осуществлению этого прогноза – продолжение бурного

¹⁷ Мировые цены на сахар с начала года выросли более чем на 80%, но все еще в 3 раза ниже своего максимума (он был достигнут в 1974 г.).

роста цен на сахар¹⁷ или неожиданные изменения цен на нефть.

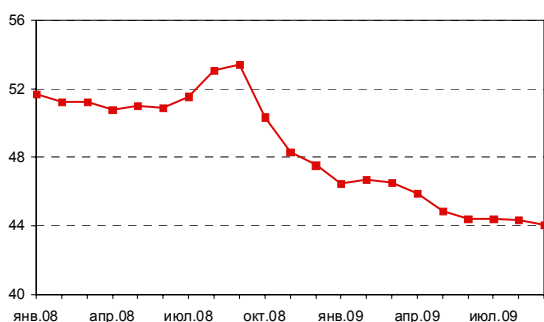
Банки

Динамика активов банковской системы, очищенных от курсовых колебаний (трлн. руб.)



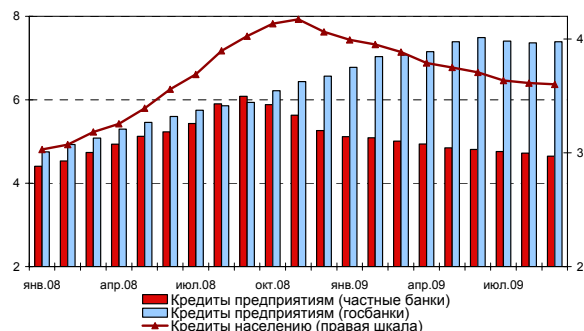
Источники: Банк России, Центр развития.

Доля частных банков в активах банковской системы (%)



Источники: Банковская отчётность, Центр развития

Динамика кредитов предприятиям и населению, очищенных от курсовых колебаний (трлн. руб.)



Источники: банковская отчётность, Центр развития.

Активы банковской системы стабилизировались

В третьем квартале 2009 г. в банковской системе продолжился процесс стабилизации в новых условиях хозяйствования. Внешняя среда при этом характеризуется сохранением высоких кредитных рисков на фоне некоторого оттока капитала и роста российского экспорта. Результатом адаптации к этим условиям стала стабилизация совокупных активов банковской системы и даже их небольшой рост. За третий квартал, по нашей оценке, активы банков, очищенные от курсовых колебаний, выросли на 1,0-1,5%. При этом росли активы как государственного сектора банковской системы, так и частного.

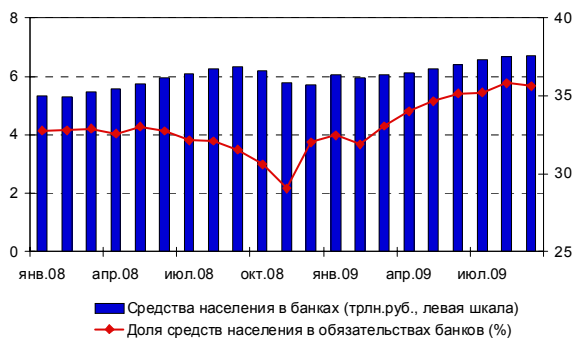
Процесс снижения доли частных банков замедлился

Начавшийся год назад процесс резкого снижения доли частных банков в совокупных активах банковской системы в последние месяцы существенно замедлился. При этом большую долю прироста активов частных банков обеспечили «дочки» иностранных банков и кэптивные банки экспортёров. Можно также предположить, что госсредства, вливаемые в банки, контролируемые государством, хоть и медленно, но все же перетекают в частный сектор российской экономики.

Кредитное сжатие продолжается

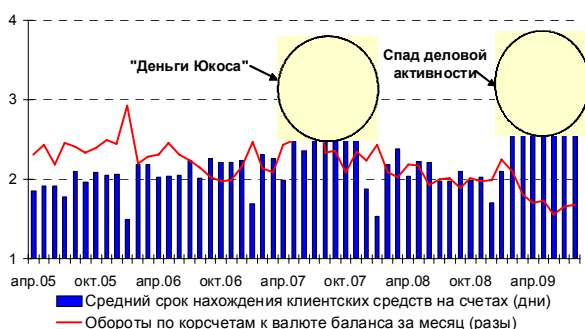
Тем временем, стагнация объёмов кредитования, предоставленного нефинансовому сектору российской экономики, сменилась на понижательный тренд. За июль-август объём совокупного кредитного портфеля банков сократился на 1%. При этом стоит отметить, что в данном процессе поучаствовали не только частные банки, но и государственные, несмотря на директивные указания Правительства о необходимости наращивания объёмов кредитования. Кредиты населению в 3 кв. также сокращались, но несколько более низкими темпами, нежели кредиты предприятиям. При этом стоит отметить, что частные банки, в отличие от

Динамика средств физлиц



Источники: банковская отчетность, Центр развития.

Интенсивность операций по счетам в госбанках



Источники: банковская отчетность, Центр развития.

государственных, сокращали портфели кредитов физическим лицам менее интенсивно, чем юридическим.

Вклады населения: банки подсаживаются «на иглу»

В условиях снижения устойчивости пассивной базы чрезвычайно высокое значение для банков приобретают средства населения. Анализ балансовой отчетности банков показывает, что с момента начала кризиса доля средств физлиц в совокупных обязательствах банковской системы (без учёта кредитов Банка России) возросла с 31,5% до 35,6%, в том числе у частных банков – с 24,5% до 29,2%. Жизненную важность этого источника пассивов для банков подчёркивает то, что ставки по депозитам физических лиц продолжают находиться на стабильно высоком уровне.

«Пuls» деловой активности слабеет

В третьем квартале продолжилось снижение деловой активности. Отражением этого факта явилось, в частности, увеличение среднего срока нахождения средств на расчётных счетах предприятий (более чем в полтора раза по сравнению с нормальным докризисным уровнем). Это указывает на возникновение неких «пауз» в хозяйственной деятельности, немислимых в условиях нормальной конъюнктуры. Кроме того, можно констатировать снижение поступлений на корсчета банков, что говорит о росте «плохих» или необслуживаемых долгов на банковских балансах.

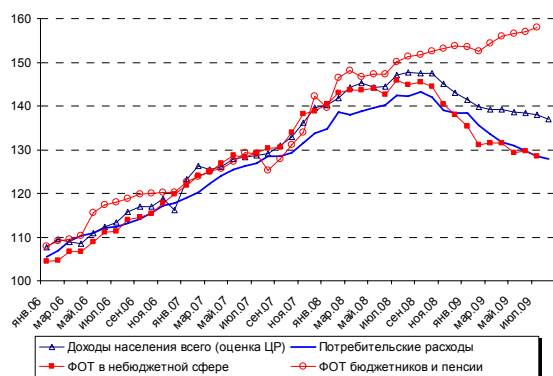
Население

Потребительские расходы населения падают. Вслед за доходами в «небюджетном» секторе

Тенденции третьего квартала показывают, что надежды на стабилизацию доходов населения путем повышения выплат бюджетникам и пенсионерам пока не оправдались.

За период с начала кризиса (то есть по сравнению с сентябрем 2008 г.) прирост доходов в виде пенсий и оплаты труда в бюджетной сфере в реальном выражении составил 4%. За тот же период трудовые доходы в небюджетной сфере упали в реальном выражении на 12%, причем

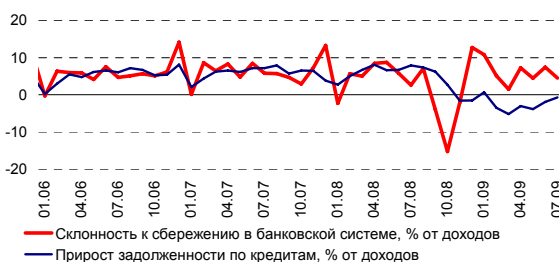
Доходы* и потребительские расходы населения в реальном выражении (со снятой сезонностью, среднее за 2005 г. = 100%)



*В силу того, что официальные данные Росстата о динамике реальных располагаемых доходов населения продолжают оставаться плохо интерпретируемыми, для получения примерной оценки динамики реальных доходов населения мы продолжаем 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 августе он указывал на снижение доходов на 7,2% по сравнению с уровнем прошлого года.

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Прирост банковских депозитов и кредитов населению, % доходов



Источники: Банк России, Росстат.

признаков стабилизации их динамики пока не видно. В результате общий индекс реальных доходов населения тоже продолжает снижаться.

Характерно, что потребительские расходы населения, в целом, следуют за изменением доходов именно в «небюджетном» секторе. Это объясняется двумя факторами. Во-первых, доля доходов, получаемых в виде оплаты труда в бюджетной сфере и пенсий, не превышает 20% от общего объема доходов. Поэтому их удельный вес просто недостаточен, чтобы переломить действие тенденций, формирующихся в небюджетном секторе экономики. Во-вторых, пенсионеры имеют относительно низкую склонность к потреблению по сравнению с другими группами населения. Это связано как с высокой склонностью к сбережению (в силу свойственной населению старших возрастов меньшей склонности к риску), так и с более низкой доступностью для них банковских кредитов.

По этим причинам политика, направленная на поддержание доходов бюджетников и пенсионеров, оказывается неэффективной с точки зрения гальванизации потребительского спроса.

Сбережения – вверх, кредиты - вниз

В третьем квартале сбережения населения в банковской системе продолжали расти. В результате по отношению к доходам склонность населения к сбережению вернулась примерно на докризисный уровень. В то же время прирост задолженности по кредитам населению остается отрицательным (банки выдают меньше кредитов). И та, и другая тенденция способствует сокращению объема ресурсов, направляемых населением на потребление.

Сокращение занятости в небюджетном секторе продолжается

Отмеченная выше устойчивая тенденция к снижению общего объема реальных доходов, генерируемых в небюджетном секторе экономики, связана как со снижением среднего уровня зарплат (в реальном выражении при сохранении номинального роста), так и с

сокращением занятости. Численность занятых¹⁸ в небюджетных секторах, производящих товары, в июле 2009 г. снизилась на 10% г/г, а в секторах, производящих небюджетные услуги – на 6% г/г. Постепенная адаптация занятости к снижению объемов производства временно снижает объем получаемых населением доходов и потребительский спрос, но это «путь, который должен быть пройден», поскольку только так может быть улучшено финансовое состояние предприятий.

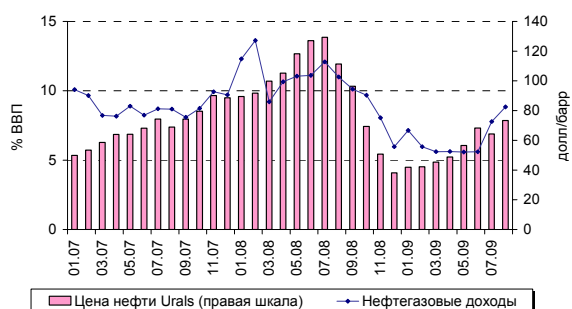
Государственные финансы

Исполнение федерального бюджета

| % ВВП | авг.08 | авг.09 | янв.-авг.08 | янв.-авг.09 |
|---|--------|--------|-------------|-------------|
| Доходы – всего | 18,5 | 17,8 | 24,1 | 17,8 |
| Федеральная налоговая служба | 6,8 | 7,3 | 11,2 | 7,7 |
| Федеральная таможенная служба | 10,9 | 9,4 | 11,5 | 7,8 |
| Другие | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 2,3 |
| Расходы – всего | 12,7 | 26,0 | 15,3 | 22,5 |
| На обслуживание госдолга | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,5 |
| Непроцентные | 12,3 | 25,6 | 14,9 | 22,0 |
| Профицит/Дефицит (-) | 5,8 | -8,2 | 8,8 | -4,7 |
| Сальдо внешнего долга | 0,0 | -0,1 | -0,3 | -0,2 |
| Сальдо внутреннего долга | -2,2 | 1,2 | -0,2 | 0,4 |
| Приватизация и др. внутренние источники, включая курсовую разницу | 1,3 | 1,4 | 0,0 | 1,0 |
| Прирост остатков | -4,9 | 5,6 | -8,2 | 3,5 |

Источник: Минфин России.

Нефтегазовые доходы федерального бюджета и цена нефти



Источник: Минфин России.

Федеральный бюджет – рост нефтегазовых поступлений

В третьем квартале благодаря росту нефтяных цен и восстановлению физических объемов экспорта нефти объем нефтегазовых доходов федерального бюджета резко вырос. По отношению к ВВП он вернулся практически на уровень середины 2007 г., когда были примерно такие же цены на нефть. Рост нефтегазовых поступлений фактически «спасает» бюджет, по-прежнему страдающий от недобора ненефтегазовых поступлений. При этом заметных позитивных тенденций в динамике ненефтегазовых поступлений пока не наблюдается.

... и форсированный рост расходов

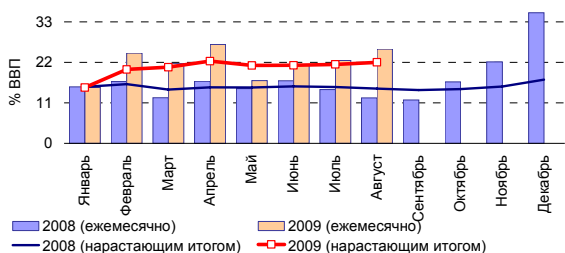
Расходование средств федерального бюджета в течение третьего квартала пошло с опережением графика (+38% г/г за январь-август в номинальном выражении против +30% согласно Закону о бюджете). В итоге, Минфин продолжает поддерживать общий уровень расходов около 22% от ВВП, что выше, чем в те же месяцы 2008 г. более чем на 5% от ВВП. Несмотря на столь активную бюджетную экспансию заметных позитивных сдвигов в экономической динамике пока не видно.

«Запас прочности» региональных бюджетов практически исчерпан

Несбалансированность региональных бюджетов к концу третьего квартала вовсе не «рассосалась». Собственные

¹⁸ На основании данных о числе замещенных рабочих мест на крупных и средних предприятиях

Непроцентные расходы федерального бюджета, % ВВП



Источник: Минфин России.

Исполнение региональных бюджетов

| % ВВП | июл.08 | июл.09 | янв.-июль 08 | янв.-июль 09 |
|-----------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Доходы – всего | 21,2 | 19,6 | 16,3 | 15,9 |
| Налоговые доходы | 16,7 | 13,2 | 11,9 | 10,4 |
| Неналоговые доходы | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 1,1 |
| Прочие | 3,2 | 5,3 | 3,1 | 4,4 |
| Расходы – всего | 14,1 | 15,5 | 13,0 | 14,7 |
| На обслуживание госдолга | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Непроцентные | 14,1 | 15,5 | 13,0 | 14,7 |
| Профицит/Дефицит (-) | 7,2 | 4,1 | 3,3 | 1,1 |

Источник: Минфин России.

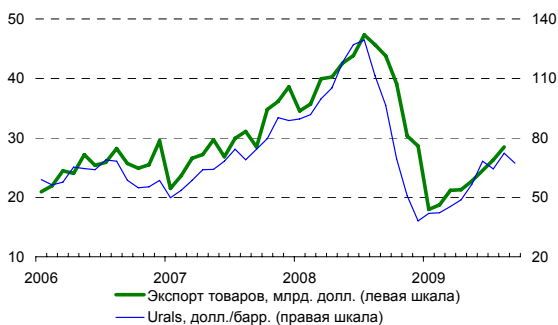
(налоговые и неналоговые) доходы консолидированных бюджетов регионов сократились по итогам января-августа на 17,6% г/г, и нет никакой тенденции к улучшению ситуации.

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

Внешняя торговля и платежный баланс

Внешняя торговля

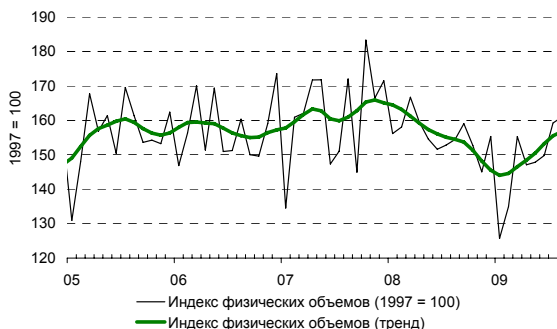
Экспорт товаров и нефтяные цены



Примечание: стоимость экспорта за август-сентябрь – оценка Центра развития.

Источники: Банк России, Reuters, расчеты Центра развития.

Физические объемы экспорта



Экспорт восстанавливается

Постепенный выход мировой экономики из кризиса на фоне стимулирующей политики денежных властей ведущих мировых держав способствует восстановлению мирового спроса и благоприятной конъюнктуры на товарных рынках. В результате стоимость российского экспорта - после обвального падения в конце прошлого года – с тех пор ежемесячно растет. В третьем квартале объем российского экспорта составил около 81 млрд. долл.

В условиях стабильных нефтяных цен в последние месяцы наблюдается тенденция роста физических объемов экспорта (около 1,5% в месяц с устраненной сезонностью). Если существующая динамика роста экспорта сохранится, уже в начале следующего года физические объемы экспорта достигнут своих рекордных уровней.

«Локомотивом» роста экспорта стал экспорт газа. В августе его объемы превысили прошлогодний уровень почти на 20% (правда, в сентябре рост

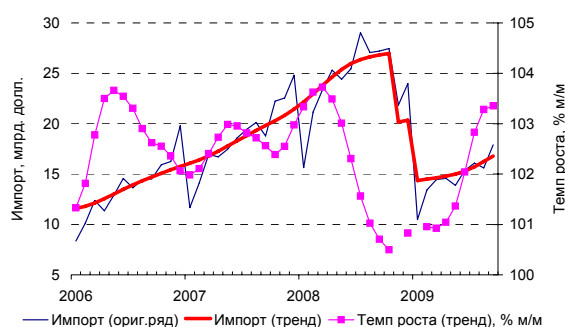
опустился ниже 4% г/г). Рост в физическом выражении также демонстрирует экспорт нефти (около +6% г/г в августе и в сентябре) и угля (+27% в августе и +44% в сентябре).

Впрочем, в настоящее время не только топливо пользуется повышенным спросом. Растет экспорт черных металлов (плоского проката), цветных металлов, лесопиломатериалов и удобрений. С учетом сложившейся тенденции мы ожидаем, что индекс физических объемов экспорта по итогам 2009 г. лишь незначительно уступит прошлогоднему уровню. Снижение составит не более чем на 2-3%, тогда как за семь месяцев текущего года оно достигало 7% г/г. При этом стоимостной объем экспорта может составить 310 млрд. долл. (472 млрд. долл. в 2008 г.).

Тенденция к восстановлению импорта сохраняется

В третьем квартале стоимость импорта превысила 49 млрд. долл. При этом тенденция к росту стоимости импорта, после его резкого сжатия в ноябре прошлого года (на 25%) и в январе 2009 г. (почти на 30%), несколько ускорилась: ежемесячный прирост (с устранением сезонности) составил 2,8-3,4% против 1-2% в апреле-июне.¹⁹ Несмотря на сжатие кредитования и падение доходов рост импорта не замедляется. Если в четвертом квартале 2009 г. не произойдет резкого торможения импорта, стоимость импорта в целом за 2009 г. превысит 190 млрд. долл. Снижение стоимости импорта почти на треть по сравнению с предыдущим годом будет вызвано, главным образом, падением физических объемов. Снижение импортных цен, по нашим оценкам, не превысит 5%.

Импорт товаров



Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

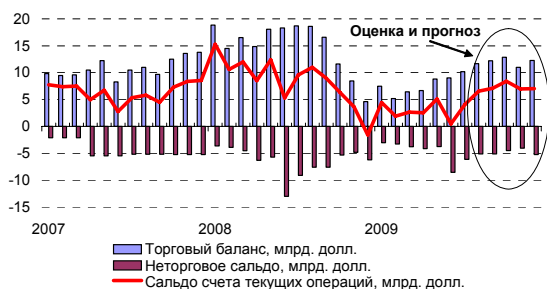
Платежный баланс

Профицит текущих операций постепенно растет

Последние месяцы торговый профицит ежемесячно увеличивался, и в июле он впервые с ноября прошлого года превысил 10 млрд. долл. При нынешнем уровне мировых цен мы до конца года не

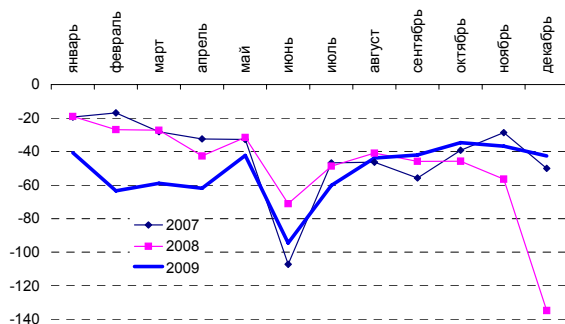
¹⁹ При росте «месяц к месяцу» импорт сократился «год к году» за счет резкого спада в конце прошлого – начале нынешнего года.

Сальдо счета текущих операций (млрд. долл.)



Источники: Банк России, оценка Центра развития.

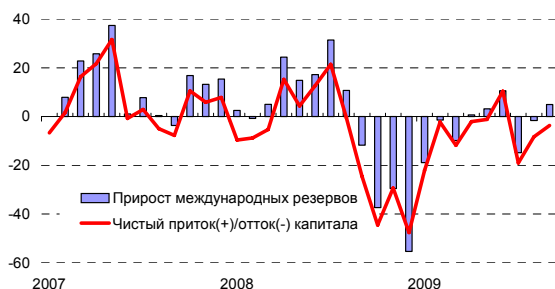
Доля неторгового дефицита относительно сальдо торгового баланса, %



Примечание: октябрь-декабрь 2009 г. – оценка и прогноз.

Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

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



Примечание: прирост международных резервов очищен от курсовых колебаний евро.

Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

ожидаем существенного снижения торгового сальдо. Это объясняется, с одной стороны, устойчиво высокими темпами роста физических объемов экспорта, а с другой - снижением внутреннего спроса, которое в условиях кредитного сжатия и падения доходов, будет сдерживать импорт.

Традиционно отрицательное сальдо неторговых операций текущего счета, половина из которого составляют инвестиционные доходы, по всей видимости, достигло во втором квартале внутригодового пика. До конца года оно вряд ли превысит 5-6 млрд. долл. в месяц, поскольку стабилизация международных резервов и доходности их размещения способствует поддержанию устойчивого притока процентных доходов по линии государства. Выплаты нерезидентам в виде доходов от участия в капитале российских компаний вряд ли будут увеличиваться при сохранении нефтяных цен на текущих уровнях.

Таким образом, профицит счета текущих операций, снизившийся во втором квартале до 8 млрд. долл., в третьем и/или четвертом квартале может возрасти как минимуму в два раза, что в целом за год выведет на цифру порядка 60 млрд. долл. (чуть более 5% ВВП).

Банки выводят капитал

В условиях стабильного притока валюты по текущему счету в третьем квартале возобновился чистый отток капитала из частного сектора. За три месяца он составил около 32 млрд. долл. (примерно столько же было выведено из страны в первые три месяца текущего года).

На этот раз главным «возмутителем спокойствия» стал банковский сектор, на который пришлось 80% всего оттока капитала. Банки, наращивая пассивы и получая средства от возвращаемых клиентами кредитов, явно не хотят брать на себя новые риски, предпочитая более низкодоходные, но менее рискованные активы за рубежом.

Предприятия реального сектора в третьем квартале не только реструктурировали внешние долги, но смогли привлечь новые. В частности, в третьем квартале возросли прямые инвестиции (правда, скорее, за счет

кредитов прямых инвесторов). Но вместе с увеличением притока капитала усилился отток. Если интенсивность оттока капитала в зарубежные активы сохранится на уровне 20% относительно внешнеторгового оборота (т.е. на среднем уровне за 2007-2008 гг.), чистый отток капитала из реального сектора может составить порядка 3 млрд. долл. в месяц.

Население - в условиях слабого роста обменного курса рубля - предпочло воздержаться от активных операций с наличной валютой.

В итоге, при сохранении Банком России своей курсовой политики, допускающей значительные колебания курса рубля, до конца года чистый отток капитала из частного сектора будет незначительным. Его объем в целом за год составит порядка 70 млрд. долл., что примерно в два раза ниже прошлогоднего уровня. В этих условиях сокращение резервов, наблюдавшееся в третьем квартале, сменится адекватным ростом в конце года.

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.