



Еженедельный выпуск

НОВЫЙ КУРС

⊕ 25

3 -9 июля 2010 г.

Под редакцией С.В. Алексашенко

ХРОНИКИ 2

РЫНКИ 6

НЕДВИЖИМОСТЬ 8

**ПРОЖЕКТОР
МОДЕРНИЗАЦИИ** 9

**КОММЕНТАРИИ О
ГОСУДАРСТВЕ И
БИЗНЕСЕ**

*Объемы экспорта
снижаются, импорт
устойчиво растет* 14

*Точка бифуркации совсем
рядом* 15

*Насколько новые риски
мировой экономики
значимы для России,
или Viva Italia!* 17

НОВЫЙ КУРС ⊕ 25

Хроники

Инфляция на дне

Свежие данные по инфляции, опубликованные Росстатом, не свидетельствуют о каких-либо переломах в динамике. Текущие темпы роста базовых цен не превышают 0,25% в месяц или 3% годовых, что является рекордным для России уровнем.

Кроме того, тот факт, что уровень цен на небазовые (т.е. исключенные из базовой корзины) товары в декабре, как правило, не превышает июньского, позволяет осуществить первую оценку (не прогноз!) инфляции на конец года. Так, при сохранении текущих темпов роста базовых цен (0,25% в месяц) и годовом росте небазовых цен на 12,1% инфляция по итогам года составит 5,6%, что даже ниже текущего правительственного прогноза¹.

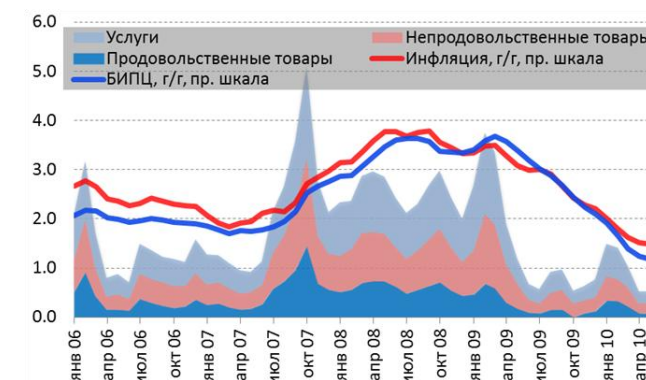
Мы не исключаем, что темпы роста базовых цен могут повыситься в оставшееся до конца года время; первый звоночек уже есть – цены на охлажденное мясо, похоже, растут в среднем на 0,5% второй месяц подряд, что свидетельствует о росте доходов населения. Свою негативную роль может сыграть и рост цен на зерно вследствие засушливого лета. Однако пока наши ожидания годовой инфляции сохраняются на уровне ниже 6%.

План по доходам перевыполнен

По предварительным данным Минфина, за первое полугодие 2010 года доходы федерального бюджета составили 3,995 трлн. руб. (57,5% к годовым ожиданиям), объем расходов составил 4,44 трлн. руб. (44,8% к сумме, утвержденной законом), дефицит составил 439,9 млрд. руб., сократившись, по сравнению с итогами исполнения бюджета за январь-май на 23,4 млрд. руб. Сокращение дефицита обусловлено перечислением в бюджет прибыли Банка России за 2009 год в объеме более 188 млрд. руб.

¹ Для выхода на нижнюю планку Правительственного плана (6%) – темпы роста базовых товаров должны вырасти практически полторакратно – до 0,35%, на верхнюю (7%) – до 0,55% в месяц.

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



Примечание: динамика цен продовольственных товаров не учитывает изменение цен на плодоовощную продукцию и яйцо, непродовольственных – бензин и меха и меховые изделия, темп роста цен услуг – услуги ЖКХ, РЖД, образовательные услуги и услуги дошкольного воспитания, санаторно-оздоровительные услуги.

- правая шкала представляет темпы прироста в годовом исчислении (г/г) ИПЦ и БИПЦ

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

По сравнению с прошлым годом, доходы федерального бюджета выросли на 26%, в реальном выражении их рост составил около 20%. Однако по сравнению с докризисным временем доходы федерального бюджета в номинальном выражении отстают от соответствующего показателя 2008 года на 8,6%, а в реальном выражении - более чем на 25%. Данные о собранных налогах за шесть месяцев, особенно НДС, не позволяют сравнить уровень экономической активности с докризисным, поскольку изменились сроки, периодичность (НДС) и ставки (налог на прибыль), однако, то, что их уровень остается существенно ниже показателей 2008 года не вызывает сомнений.

Пришло время занимать?

По данным Минфина, объем рублевого рынка государственных ценных бумаг на 1 июля 2010 года составил 1911,6 млрд. руб. С начала 2010 года этот показатель вырос на 75 млрд. руб. За счет размещения ОФЗ и ГСО в первом полугодии было привлечено около 216 млрд. руб. Расходы на погашение составили 142,6 млрд. руб. Таким образом, чистое привлечение средств Минфином с внутреннего рынка в первом полугодии составило около 73 млрд. руб. В то же время, расходы на обслуживание внутреннего государственного долга в первом полугодии составили 91,5 млрд. руб. Таким образом, «чистые доходы» федерального бюджета от рынка ОФЗ-ГСО в первом полугодии составили (-18,5 млрд. руб.).

В соответствии с Законом о федеральном бюджете на 2010-2012 годы, Минфин имеет право в 2010 году разместить рублевых облигаций на сумму 844 млрд. руб., (в соответствии с поправками к бюджету, лимит размещения увеличен до 934,3 млрд. руб.) погашение долга составит 275,7 млрд. руб., расходы на обслуживание запланированы в объеме 304 млрд. руб. Таким образом, планировалось, что за год федеральный бюджет получит с внутреннего рынка примерно 265 млрд. руб. Однако более высокие, чем заложено в бюджет, мировые цены на нефть привели к формированию значительных дополнительных доходов бюджета, что в отсутствие механизма накопления средств в резервном фонде заставило Минфин тратить дополнительные доходы и ограничить внутренние заимствования. Возможно, ситуация изменится во второй половине года. Так, замминистра финансов Д. Панкин заявил, что Минфин не намерен использовать до конца года средства Резервного фонда для финансирования расходов бюджета. Мы не думаем, что чиновник уверен в том, что цены на нефть и дальше будут расти, значит, бюджету не останется ничего иного, как выйти на рынок заимствований.

Мы поддерживаем такую позицию Минфина, поскольку видим в среднесрочной перспективе гораздо больше рисков снижения цен на нефть, нежели их повышения. А, значит, средства Резервного фонда могут еще пригодиться.

ВТБ пошел на шоппинг

На прошлой неделе появились сообщения о планах ВТБ по приобретению кэптивного банка РЖД - «Транскредитбанка» (ТКБ).

Представляется, что «добавленная стоимость» этой сделки весьма и весьма сомнительна. Прежде всего вызывает недоумение официальная формулировка цели приобретения банка, а именно, выход на рынок розницы, прежде всего экспресс-кредитования в магазинах. Во-первых, складывается впечатление, что руководство ВТБ забыло о существовании в рамках группы специализированного розничного банка – ВТБ-24, который активно работает на розничном рынке. Во-вторых, «Транскредитбанк» не занимается розничным бизнесом, объем его операций на этом сегменте в семь (!) раз меньше, чем у ВТБ-24. Розничные продукты ТКБ традиционно ориентированы исключительно на сотрудников РЖД, и нельзя даже сказать, что технологически и организационно банк вообще готов выйти за пределы отрасли. Каким же образом в случае совершения сделки будет решаться неизбежная и очень болезненная проблема разграничения зон бизнеса между двумя организациями?

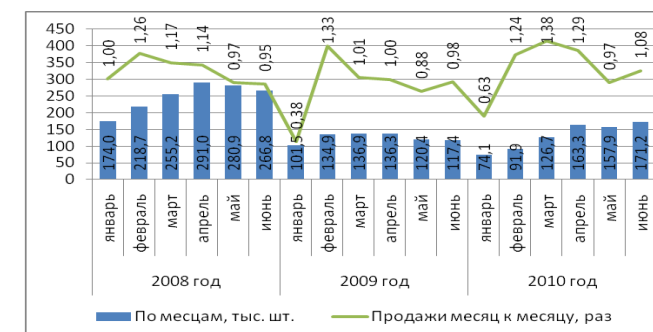
Кстати, об организации. Не так давно ВТБ затеял новую перестройку на марше, в очередной раз кардинально перелицевав ключевой для себя корпоративный блок. Нам сложно понять, как организация, в которой настолько не выстроена внутренняя система управления, сможет успешно инкорпорировать столь специфический банк как ТКБ. Тем более что до сих пор сохраняется мало для кого понятное обособленное существование банка «ВТБ Северо-Запад». Но, судя по комментариям боссов ВТБ, эти вопросы вряд ли сильно их заботят. И впрямь, шоппинг ведь должен быть лёгким и приятным.

Впрочем, может быть в этом и состоит смысл сделки. Ведь в ней участвуют две стороны, помимо покупателя есть еще и продавец, которому до зарезу нужны деньги...

Утилизация обеспечила рост

Российский рынок легковых автомобилей по итогам первого полугодия показал положительную динамику, превысив уровень шести месяцев прошлого года, однако, нам кажется, говорить об устойчивом восстановлении спроса еще рано. Из проданных в

Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей в 1-м полугодии 2008-2010 гг. (помесячно)



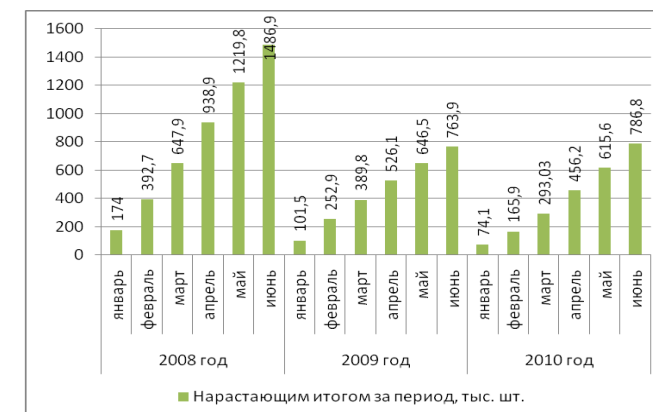
Источник: Ассоциация Европейского Бизнеса, составлено Центром развития.

первом полугодии текущего года 786,8 тыс. шт. 81 тысяча пришлось на программу утилизации, за вычетом которых объемы продаж останутся существенно ниже уровня шести месяцев 2009 года (763,3 тысяч), не говоря уже об уровне 2008 года - 1486,9 тысяч.

В целом за 2010 год Минпромторг прогнозирует рост продаж автомобилей на отечественном рынке на 15%, но нам представляется, что итоговый результат может оказаться и выше. Если только АвтоВАЗ сможет до конца года произвести весь объем автомобилей, спрос на которые возник благодаря программе утилизации. Дело в том, что к 22 июня дилеры выдали потребителям все 200 тысяч сертификатов, финансирование которых было предусмотрено федеральным бюджетом, а купить населению удалось всего лишь 40% от этого количества. Правительство уже приняло решение о выделении на программу утилизации еще 10 млрд. рублей (200 тысяч сертификатов), и если АвтоВАЗу удастся аккумулировать 70%-80% спроса со стороны обладателей сертификатов, то перед ним встанет непростая задача по поставке автомобилей в торговую сеть.

Кроме того мы ожидаем резкого всплеска продаж с августа-сентября, когда российские дилеры получают автомобили, заказанные в марте-мае, т.е. ровно тогда, когда они ощутили нарастание спроса со стороны населения.

Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей в 1-м полугодии 2008-2010гг. (нарастающим итогом за период)



Источник: Ассоциация Европейского Бизнеса, составлено Центром развития.

Рынки

Китайский спрос поддержал нефтяные котировки

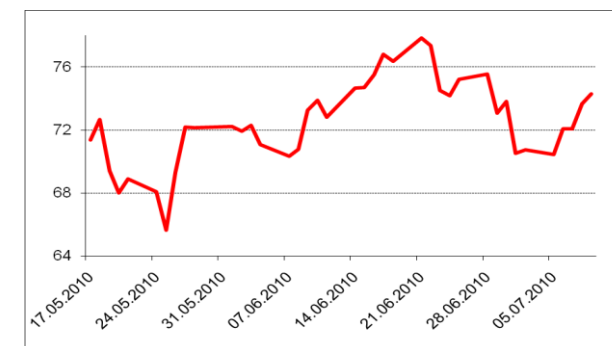
На прошедшей неделе стоимость нефти Urals колебалась в диапазоне 70-74 долл./барр., не выходя за рамки сформировавшегося еще полгода назад бокового тренда. Однако мы склонны предположить, что стабильность нефтяных цен сегодня опирается исключительно на китайский фактор. Действительно, Китай – единственный из крупных импортеров нефти быстро растет и радует рынок своими прогнозами о росте потребления нефти в будущем.

Однако исключительно ожидания роста китайского спроса не в состоянии привести к устойчивому росту цен на нефтяном рынке. Ключевым импортером сырой нефти является Европа, со стороны которой спрос с текущего уровня потребления 14,3 млн. барр. в сутки в краткосрочной перспективе (в течение ближайших месяцев) может увеличиться лишь на 0,64 млн. барр., по оценке Министерства энергетики США. Бюджетные и финансовые проблемы в Европе будут оказывать негативное влияние на спрос. При этом резервные мощности ОПЕК позволяют в кратчайшее время нарастить добычу на несколько миллионов баррелей в сутки и компенсировать сокращение предложения со стороны других производителей или увеличение спроса со стороны азиатских стран.

Валютный рынок относительно стабилен

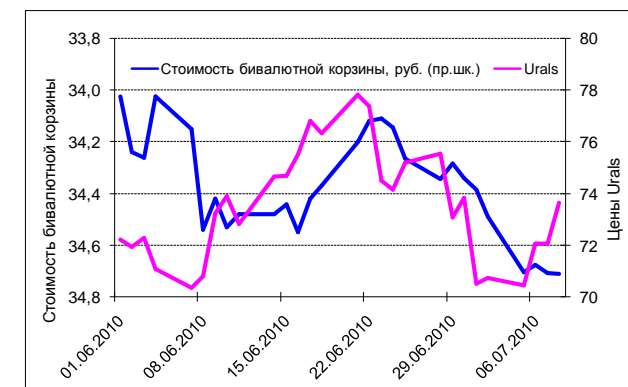
За прошедшую неделю бивалютная корзина (БВК) незначительно подорожала до уровня 34,55 рубля, неделю назад ее стоимость составляла 34,49 руб. Можно констатировать, что с 20-х чисел мая рубль совершает колебания в диапазоне 34,0-34,7 руб./БВК, что, в целом, выглядит несколько странным с учетом устойчиво положительного счета текущих операций и положительного притока капитала в Россию. Впрочем, резервы Банка России не растут, что свидетельствует о равновесии на валютном рынке. Похоже, интенсивность оттока капитала из России не снижается.

Динамика цен на российскую нефть, долл./барр.



Источник: Reuters.

Динамика бивалютной корзины, руб.



Примечание: увеличение стоимости БВК означает девальвацию рубля к доллару и евро.

Источники: Банк России, Reuters.

Отсутствие плохих новостей оживило рынки

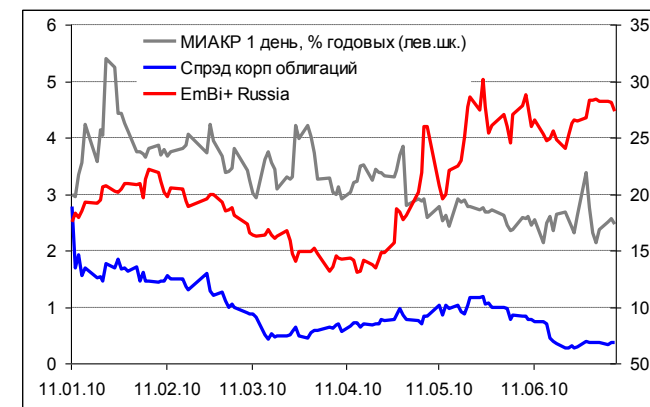
В течении последней недели происходила положительная переоценка рисков по вложениям в суверенный долг развивающихся стран в целом и Россия в частности. Показатель EMBI+Russia за неделю снизился с 284 до 264. Отсутствие негативных новостей и ряд позитивных новостей - оптимизм в оценках мирового экономического роста МВФ, сокращение запасов нефти в США сверх ожидаемых уровней, а также ожидания по росту спроса на сырьевые товары - способствовали возобновлению роста фондовых индексов.

За прошедшую неделю фондовый индекс S&P Global характеризующий цену акций как на развитых, так и на развивающихся рынках, вырос на 4,5%.

Российские финансовые рынки на прошедшей неделе также демонстрировали стабильность. На низком уровне остаются ставки однодневного кредитования МИАКР. Спрэды между доходностью рублевых корпоративных облигаций и ОФЗ за неделю практически не изменились и остаются на невысоком уровне. По состоянию на 8 июля данный показатель составлял 36 базисных пунктов., в конце мая этот показатель достигал 118 б.п. Доходности корпоративных облигаций за прошедшую неделю практически не изменились, оставаясь на уровне 7,64-7,68%, доходность ОФЗ колебалась в диапазоне 7,31-7,33%.

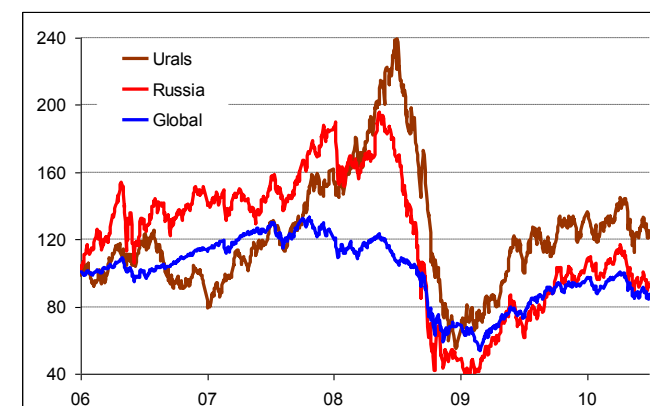
Вместе с мировыми фондовыми индексами на прошедшей неделе росли и российские фондовые индексы. Индекс РТС вырос за неделю на 6%, чему способствовал рост цен на нефть и позитивное отношение международных инвесторов к фондовым рынкам.

Спрэды российских облигаций, б.п.



Источники: Банк России, Cbonds.ru.

Динамика фондовых рынков



Источник: S&P. Расчеты Центра развития. Данные нормированы к показателям на начало января 2006 года.

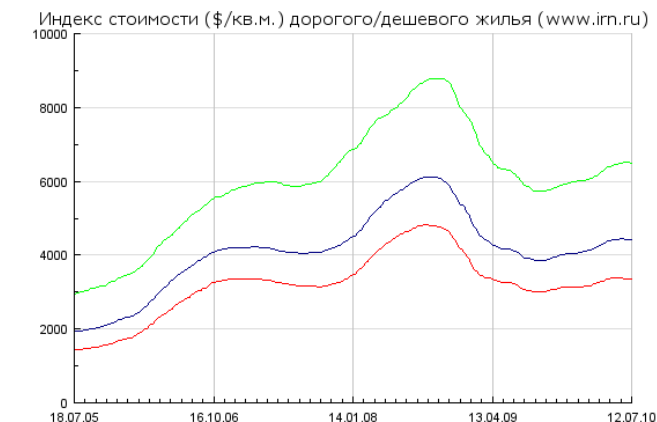
Недвижимость

Цены на московские квартиры начинают медленно снижаться

Реализация отложенного в период кризиса спроса, похоже, закончилась. Рост долларовых цен, наблюдаемый с осени прошлого года, в начале июня 2010 г. стал ослабевать. Средний уровень цен на жилье в г. Москве, рассчитываемый аналитическим центром ИРН, по состоянию на 12 июля составил 4407 долл./м², снизившись за неделю на 0,2%. При этом в динамике качественного и современного жилья наметилось снижение, тогда как цены на низкокачественное старое жилье стали снижаться еще раньше. Также за неделю снизилось количество предложений по продаже московских квартир (согласно данным портала недвижимости Restate на 7 июля). Снижение долларовых цен может быть вызвано наступившим летним сезоном и снижением активности участников рынка недвижимости.

Как правило, на изменение спроса и предложения первым начинает реагировать наиболее волатильное дешевое жилье. Нельзя исключать, что текущая ситуация на рынке дешевого жилья может перерасти в начало понижательной коррекции. Если к осени государство не начнет реально стимулировать спрос на дешевое жилье, а банки не запустят массовую ипотеку, то вполне возможно к концу года на рынке недвижимости падение цен усилится.

Средние цены на жилье в г. Москве



Примечание: зеленая линия – дорогое жилье (20% самых дорогих квартир), красная – дешевое жилье (20% самых дешевых квартир), синяя – общегородской индекс (100% квартир).

Источник: группа компаний «Индикаторы рынка недвижимости ИРН».

Прожектор Модернизации

Не нужно завидовать государственным чиновникам

Правительство России утвердило Программу по повышению эффективности бюджетных расходов на период до 2012 года (Программу). Рожденный в недрах Минфина документ прошел через сложнейшую процедуру согласования, основным оппонентом выступало Минэкономразвития. При этом, важные противоречия не были преодолены, просто некоторые «сюжетные линии» не попали в окончательную версию документа.

В первой части Программы перечисляются принципы ответственной бюджетной политики, соблюдение которых необходимо для повышения эффективности деятельности публично-правовых организаций. В качестве первого принципа приводится консервативность и надежность экономических прогнозов и предпосылок, положенных в основу бюджетного планирования. Как известно, от этого принципа только что, при подготовке проекта федерального бюджета на 2011-2013 годы отказались.

В соответствии с Программой, начиная со следующего года большая часть расходов федерального бюджета должна состоять из Государственных программ и подпрограмм. При этом, в предыдущих редакциях Программы предполагалось, что ФЦП будут существовать только в течение непродолжительного переходного периода. Согласовать такое положение с Минэкономразвития не удалось. В результате термин ФЦП вообще исчез из текста Программы, он употребляется только в Плане мероприятий по реализации программы. В данном плане в полной мере реализован принцип «разделяй и властвуй». Главным ответственным за реализацию раздела Плана по государственным программам назначено Минэкономразвития, выступавшее главным оппонентом при принятии Программы. Теперь неясно какое место в новой парадигме бюджетного планирования займут ФЦП, скорее всего они будут переименованы в Государственные программы (в крайнем случае в подпрограммы). Одновременно, принципы их составления будут подкорректированы тем же Минэкономразвития (вероятно в направлении превращения их в полноценные Госпрограммы, включающие все виды расходов, в том числе заработную плату). В том числе, Минэкономразвития.



▲ Работа над программой завершена

▼ Не ясна роль ФЦП в новой структуре расходов бюджета

▼ Министерам сложно разработать Госпрограммы за короткий срок

Проводить бюджетную реформу решено в чрезвычайно сжатые сроки. Положение о Государственных программах (которых никто не видывал) и оценке их эффективности Минэкономразвития, совместно с другими министерствами, должно подготовить к концу II квартала текущего года (вероятно материал уже готов, чем короче срок исполнения, тем проще что-нибудь написать). На основе разработанной Минэкономразвития методики, федеральные органы власти должны в кратчайшие сроки подготовить Государственные программы и подпрограммы, в четвертом квартале эти программы будут утверждаться. Не подготовишь программу – перестанешь быть органом власти.

В общем, не нужно завидовать государственным чиновникам.

Приключение МЕЖДУПРОМышленностьюиБАНКом

Дефолт Межпромбанка по облигациям стал реальностью. Собственно говоря, мало кто сомневался, что так оно и случится. Единственное, что могло помочь держателям облигаций – получение банком денег от государства – не случилось и ... теперь остается только гадать, что будет дальше. Впрочем, вариантов немного, но они есть. Но, обо всем по порядку.

О проблемах Межпромбанка не знал только ленивый, и большинство банков закрыли на него свои лимиты еще несколько месяцев назад. Однако банк продолжал сдавать образцово-показательную отчетность в Центральный банк. И самым странным образом регулятора практически не волновало то, что банк длительное время не мог расплатиться с ним по предоставленным в разгар кризиса беззалоговым кредитам. Но всему приходит конец. В данном случае мы подозреваем, что решающим фактором, ускорившим ход событий, стала несговорчивость владельца банка, который неправильным образом истолковал заинтересованность одной из государственных компаний в его судостроительных активах. Он почему-то решил, что с государством можно поторговаться, что государство согласится заплатить ему рыночную цену, да ещё и премию за контроль приплатит. Но такие сделки государство совершает далеко не со всеми. Решив, что не стоит зря тратить время на переговоры, государство, похоже, попросило Банк России проявить неуступчивость в переговорах с банком относительно очередного продления кредита, за чем очевидно должен был последовать отзыв лицензии у банка. Дальше шла вполне понятная схема: требования банка к судостроительным активам выкупались бы в процессе работы ликвидационной комиссии по смешным ценам и предъявлялись бы к заемщикам, которые, в свою очередь, также



✓ О неплатежеспособности МПБ
Банк России узнал последним

✓ Государство приучило
крупный бизнес жить «по
понятиям»

✓ О мотивах действий госорганов
остаётся только гадать

должны были бы стать банкротами, и вынуждены были бы распродать активы. Понятно, что покупатель не мог быть случайным.

По всей видимости, владелец банка в какой-то момент понял, что потеря активов неизбежна и ценой чего-то купил временную паузу. Кредит Банка России продлен на шесть месяцев, залогом по нему выступили судостроительные активы, которые (кстати, чтобы не было сомнения в их будущей судьбе), как было заявлено, переходят под управление той самой государственной компании. В течение полугода следует ожидать, что ситуация каким-то образом разрешится. При этом пока ясно одно: судостроительные активы уходят к государству. Остальное

Вариант 1. Через шесть месяцев банк не находит денег для расплаты с Банком России, который выставляет залог на аукцион и продает за не очень большие деньги (ведь больших у госкомпании нет). Банк России несет убытки, но кого это волнует, и огорченный этим отзывает лицензию у Межпромбанка.

Вариант 2. Государство решает не «вешать лося» на Банк России, и здесь на помощь может прийти государственный банк (например, ВТБ) и прокредитовать госкомпанию на 33 млрд. руб. плюс проценты, чтобы Банк России вернул выданный кредит. За эти шесть месяцев надзорный орган (тот же Банк России), может быть, осознает то, что все активы Межпромбанка являются сомнительными, и всё-таки отзовёт у него лицензию.

Вариант 3. Владелец Межпромбанка продает банк за 100 рублей уполномоченной госкорпорации, ВЭБу, который имеет богатый опыт работы в таких ситуациях (Связь-банк, Глобэкс). Банк России размещает в ВЭБе 10-тилетний депозит, и ВЭБ выкупает у Банка России кредит Межпромбанка, становясь счастливым обладателем залогов – тех самых судостроительных активов.

При желании можно понапридумывать еще несколько схем, которые обеспечат нужный результат, но уже жалко на это тратить время. Отметим лишь одно: несложно заметить, что ни в одной из этих схем не фигурирует МежпромбанкПлюс (розничная сестра МПБ), который активно привлекал средства населения и ... правильно! – кредитовал ими Межпромбанк. Вот здесь, походу, и зарыта собака: уж очень не хочется Центральному банку допускать банкротство не самого мелкого розничного банка (примерно 3,4 млрд. руб. средств населения по состоянию на 1 июня), хотя и понятно – АСВ готово заплатить его вкладчикам. То ли там много крупных вкладчиков (лимит ответственности АСВ – 700 тысяч рублей), то ли политически это неверно – в разгар выхода из кризиса

поднять волну беспокойства у вкладчиков, но пока решено сохранить Межпромбанк функционирующим.

Впрочем, это уже ничего не изменит: государство получит то, на что нацелилось.

Сколково – кремниевая долина по-русски

Внесенный в Государственную думу президентский пакет законопроектов о создании в подмосковном Сколково инновационного центра принят в первом чтении. По сути дела закон предполагает создание особой экономической зоны с уникальным для России статусом, где резидентам этой зоны будут даны послабления не только в части таможенно-налоговых платежей, но и во взаимоотношениях с государством.

Для реализации проекта будет создана управляющая компания, которая будет наделена отдельными полномочиями органов местного самоуправления и государственной власти, в её собственности будут все земельные участки и жилые помещения на территории Сколково. Участники проекта будут арендовать недвижимое имущество, ставки по которому пока не определены. На территории проекта планируется создать специальные территориальные подразделения федеральных органов государственной власти.

Законопроектом предусмотрено освобождение участников проектов на десять лет от уплаты НДС, налога на прибыль и имущество, также предусмотрены пониженные ставки страховых взносов во внебюджетные фонды, в частности для пенсионного фонда до 14%, а в Фонд социального страхования и Фонд обязательного медицинского страхования платить будет не нужно. Предусмотрено возмещение затрат из федерального бюджета по уплате таможенных платежей на имущество, ввозимое на территорию России для реализации проекта. Компенсировать выпадающие доходы фондам планируется за счёт средств Федерального бюджета, путем ежегодных трансфертов.

Также согласно законопроекту на территории проекта не будут применяться требования законодательства о градостроительной деятельности, для целей государственного кадастрового учёта недвижимости и государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним предусматривается использование документов выдаваемых управляющей компанией. Всего на территории Сколково планируется построить только малоэтажного жилья не менее 1 млн. кв.м на площади до 100 гектаров. Комплекс будет



▲ Сколково в законе...

▼ Правда, с существенными преференциями не только для инноваций...

▼ Но и для жилищного строительства!

построен на территории городского поселения Новоивановское и городского поселения Одинцово, вблизи деревни Сколково, в восточной части Одинцовского района Московской области, в 2 км к западу от МКАД на Сколковском шоссе.

С одной стороны, такой центр важен и нужен. С другой стороны, если государство согласно с тем, что действующая система административного регулирования (оставим налоги в стороне) и регулирования градостроительной деятельности препятствуют развитию бизнеса, то какой смысл сохранять их на всей остальной территории страны? Кроме того, не понятно, почему для строительства центра выбрана самая дорогая земля, практически в Москве, да ещё которую (по слухам) придется выкупать у частных лиц?

Комментарии о Государстве и Бизнесе

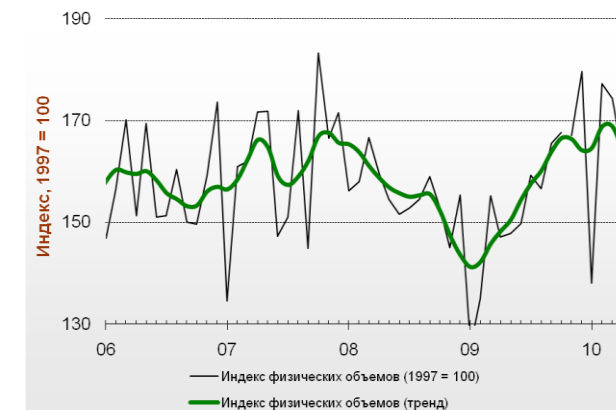
Объемы экспорта снижаются, импорт устойчиво растет

С учетом данных платежного баланса и расчетов Центра развития, стоимость экспорта в июне не превысила 31 млрд. долл., в то время как импорт вплотную приблизился к 20 млрд. долл.

Снижение стоимости экспорта в июне было вызвано двумя факторами. Во-первых, в этом месяце сказалось майское снижение нефтяных цен с 85 долл./барр. (3 мая) до 66 долл./барр. (25 мая). Во-вторых, физические объемы российского экспорта, достигнув локальных максимумов в феврале текущего года, последующие месяцы устойчиво снижались. Так, например, после снятия сезонности и случайных выбросов, значение тренда в динамике физических объемов экспорта в мае снизилось до 163 б.п., т.е. на 3,8% от максимальных февральских показателей (в этот период объемы экспорта, по нашему мнению, вышли на докризисный уровень), т.е. более чем на 1% в месяц. Можно, конечно, утешать себя мыслью, что одновременно со снижением экспорта, увеличивается потенциал его роста, т.е. использование этого потенциала может ускорить рост российской экономики во втором полугодии. В лучшие годы физические объемы российского экспорта увеличивались на 10-12% в год (2000 г., 2002-2004 гг.). С учетом этого до конца года можно рассчитывать на ежемесячный прирост физических объемов экспорта вплоть до 1,5%. Однако для реализации такого оптимистического сценария должен проявиться значительный дополнительный спрос на сырье на мировом рынке. Пока же, на фоне борьбы с бюджетными дефицитами и постепенным сворачиванием антикризисных мер ожидать этого не стоит.

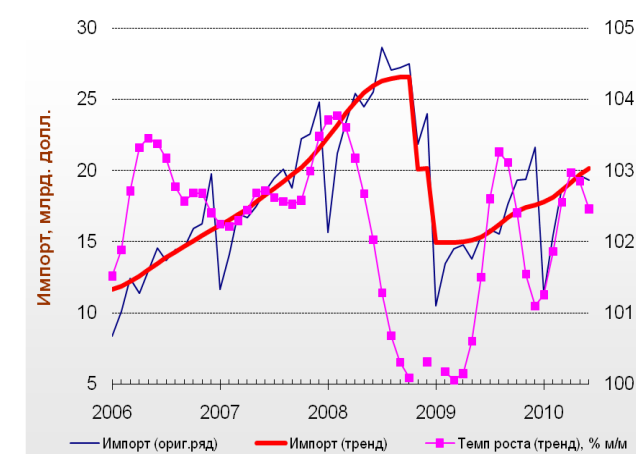
Мы уже неоднократно ранее писали об устойчивом росте импорта, июнь не стал исключением. Более того, в мае-июне стоимость импорта оказалась выше прошлогодних значений на 35% против 29% в марте и в апреле. Впрочем, анализ тенденции роста (после снятия сезонности и случайных колебаний) позволяет надеяться, что дальнейшего ускорения импорта не произойдет. Но, даже если импорт вовсе перестанет расти и замрет на июньском уровне до конца года (что является крайне маловероятным сценарием), то его стоимость по итогам года достигнет 235 млрд. долл., рост на 23% г/г.

Физические объемы экспорта



Источники: ФТС России, расчеты Центра развития.

Стоимость импорта



Источники: ФТС России, Банк России, расчеты Центра развития.

Быстрое сжатие торгового сальдо - с 16 млрд. долл. в месяц в первом квартале до 11 млрд. долл. в июне – не может не внушать тревогу. Конечно, сам по себе размер положительного торгового сальдо еще достаточно велик, даже при отрицательном сальдо неторговых операций в 6-7 млрд. долл. в месяц его размер достаточен для того, чтобы обеспечивать стабильность платежного баланса. Но ... мы уже отметили, что дальнейший рост российского экспорта зависит от внешних обстоятельств, в то время как рост импорта определяется исключительно внутренними факторами. А российская экономика уже наглядно демонстрировала, что тенденцию к быстрому росту импорта может прервать только девальвация.

Сергей Пухов

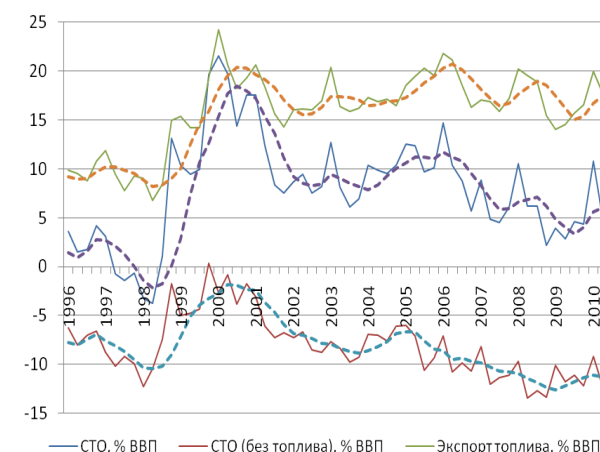
Точка бифуркации² совсем рядом

Согласно оценке Банка России, профицит счета текущих операций во втором квартале составил 16,9 млрд. долл., примерно 5% ВВП. При этом зарегистрирован чистый приток капитала в размере 4,6 млрд. долл.

Приток валюты по текущим операциям связан, главным образом, с экспортной выручкой. Однако третий квартал подряд стоимость экспорта изменяется в узком коридоре 92-96 млрд. долл. Примерно две трети из этого объема приходятся на топливо (60-62 млрд. долл. или 17-20% ВВП), половина которого направляется в Европу, где спрос на углеводородное сырье остается низким. На фоне стагнации экспорта рост импорта и дефицит по неторговым операциям (услуги, доходы и трансферты), который практически достиг докризисного уровня (20 млрд. дол. в квартал), могут привести к тому, что сальдо счета текущих операций (СТО) при текущей цене на нефть обнулится уже в IV квартале (в зависимости от темпов роста физических объемов экспорта).

Действительно, предположим, что экспорт до конца года ежеквартально растет на 4,5%, а 30%-ный рост импорта сохранится до конца года. Тогда торговое сальдо с 37 млрд. долл. во II кв. снизится до 23 млрд. долл. в IV кв. 2010 г., и при стабильном по объему отрицательном сальдо неторговых операций (20 млрд. долл.) профицит счета текущих

Сальдо счета текущих операций, % ВВП



Примечание: второе полугодие – прогноз Центра развития
Источники: ФТС России, Банк России, Росстат, расчеты Центра развития.

² Смена установившегося режима работы системы; критическое состояние системы, при котором система становится неустойчивой относительно флуктуаций и возникает неопределенность: станет ли состояние системы хаотическим или она перейдет на новый, более дифференцированный и высокий уровень упорядоченности.

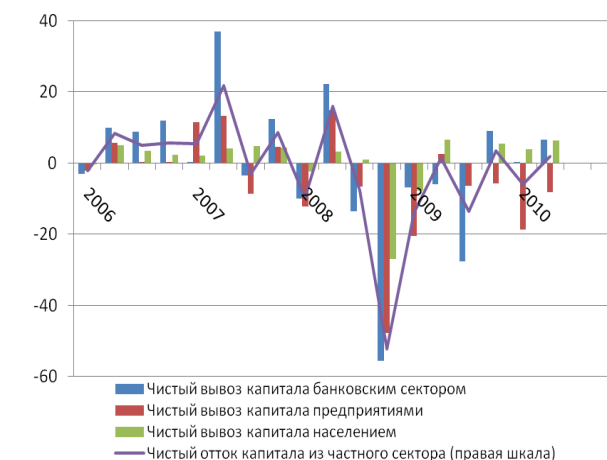
операций не превысит 3 млрд. долл. в последнем квартале текущего года. Это означает, что во втором полугодии этого года СТО входит в зону риска (для российской экономики это менее 2-3% ВВП). Как мы уже отмечали (Новый курс №13), показательным индикатором приближения к такой зоне риска может служить превышение отрицательного «ненефтегазового сальдо СТО» (т.е. без учета топлива) планки в 13% ВВП. По нашим оценкам, ненефтегазовое сальдо СТО во II квартале 2010 г. превысило 12% ВВП, а это значит, что угроза девальвации рубля, которую мы оценивали как реальную на стыке 2011-2012 годов, может материализоваться гораздо раньше, уже в конце текущего года.

Конечно, есть еще чистый приток капитала, который во II кв. составил 4,6 млрд. долл. Но стоит обратить внимание на два момента. Во-первых, его величина мала по сравнению с докризисным периодом (до 20-50 млрд. долл. в квартал). Более того, если из этого вычесть положительное сальдо реинвестированных доходов (начисленных для получения и к выплате) в размере 2-3 млрд. долл.³, то непосредственно чистый приток капитала становится микроскопически малым и сопоставимым с погрешностью расчета платежного баланса. Во-вторых, чистый приток капитала образовался благодаря банковской системе, которая активно сокращает свои обязательства перед нерезидентами. В то же время нефинансовый сектор четвертый квартал подряд выводит капитал за границу (от 6 до 19 млрд. долл. в квартал с учетом чистых ошибок и пропусков, что свидетельствует о стремлении российского бизнеса максимально вывести свои активы из-под юрисдикции российского законодательства. В ближайшее время не следует ожидать интенсивного притока капитала – низкие ставки МБК на уровне 2-3%, избыточная ликвидность в банковской системе и более свободно плавающий, чем до кризиса, курс рубля вряд ли привлекут спекулянтов. Ну, и еще одно замечание, при 30%-ном росте импорта нынешний объем притока капитала «съедается» за квартал. Таким образом, тенденция к сокращению профицита СТО усиливается, и не исключено, что точка бифуркации может оказаться гораздо ближе, чем это кажется денежным властям.

Сергей Пухов

³ В данном случае речь идет не о реальных финансовых потоках, а о бухгалтерской проводке, согласно которой, например, доходы в виде нераспределенной прибыли, подлежащие выплате нерезидентам, одновременно приводят к уменьшению счета текущих операций и к увеличению прямых иностранных инвестиций в страну.

Чистый приток капитала, млрд. долл.



Источник: Банк России.

Насколько новые риски мировой экономики значимы для России, или Viva Italia!

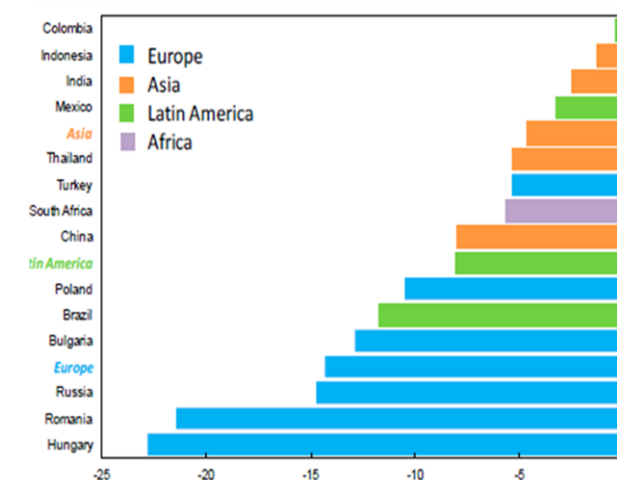
7 июля МВФ выпустил два новых документа, выходящих ежеквартально – прогноз развития мировой экономики и доклад о глобальной финансовой стабильности. Оба доклада посвящены хрупкому и неравномерному восстановлению мировой экономики и связанным с этим рискам.

Новый прогноз мирового роста составляет 4,5% в 2010 и 4,25% в 2011 году, при этом по сравнению с апрельским он лучше примерно на 0,5 п.п., что отражает повысившуюся экономическую активность в первой половине 2010 года. Однако при этом отмечается, что риски замедления роста в последнее время заметно увеличились, что проявляется и в росте цен на традиционные надежные активы (казначейские облигации США, облигации Германии и золото) при падении цен акций, и в росте сводных индикаторов волатильности по сравнению с периодом до майских потрясений, и в усилении корреляции спредов по свопам кредитного дефолта (СКД) европейских банков и спредов по суверенным СКД, что объясняется, в частности, значительными объемами суверенного долга на балансе банков. Отмечается также, что банки, особенно европейские, стали снова с меньшей готовностью предоставлять кредиты друг другу, за исключением кредитов с самыми короткими сроками.

Для российской экономики на этом фоне есть плохие и хорошие новости.

К плохим новостям можно отнести то, что Россия по глубине падения фондовых индексов – на 15% к концу июня 2010 г. по сравнению с апрельским пиком находится среди наиболее пострадавших из развивающихся стран (См. Рис. справа). Этот факт еще более огорчает, если рассматривать динамику фондовых индексов как опережающий индикатор. Кроме того, в июне укрепился проявившийся еще в мае резкий спад (по сравнению с началом года) в фондировании экономик развивающихся стран на внешних рынках капитала (о чем мы писали в комментарии в Новом курсе №23), который грозит превратиться в тенденцию и неблагоприятно повлиять на динамику кредитования внутри России – посредством ограничения возможностей перекредитования для российских компаний реального сектора и привлечения длинных пассивов для банков (См. рис. ниже).

Динамика фондовых индексов развивающихся стран, пик апреля 2010г. - 28 июня 2010г., % прироста



Источник: МВФ.

В то же время, есть и хорошие новости. Во-первых, судя по имеющейся информации пик погашения долгов пятью крупнейшими должниками из Европы (ЕС-5⁴) приходится на вторую половину 2010 г. (около 300 млрд. евро, в том числе в третьем квартале около 190 млрд. евро), а далее объемы погашений заметно уменьшатся – с примерно 220 млрд. евро в первой половине 2011г. до 160 млрд. евро – во второй половине 2012г.⁵

Во-вторых, проведенные нами первичные расчеты показали, что зависимость российской экономики и стран СНГ от пораженных долговым кризисом экономик не столь велика, а значит, угроза заражения долговым кризисом по внешнеторговым каналам может быть взята под контроль.

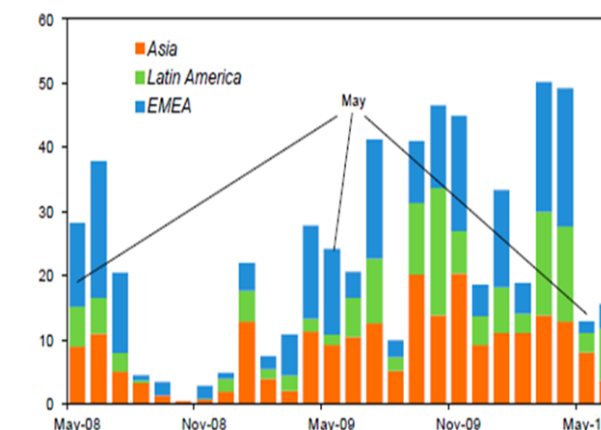
Таблица 1. Основные направления экспорта из стран СНГ в 7 стран с высокой долговой нагрузкой, в 2009 г., в % от всего экспорта страны СНГ

	из Армении	из Азербайджана	из Беларуси	из Казахстана	из Молдовы	из России	из Таджикистана	из Туркменистана	из Украины	из Узбекистана
PIIGS (всего)	2,1	29,4	1,0	18,7	12,2	8,8	4,7	6,3	6,3	1,5
Португалия	0,0	0,2	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5
Италия	1,0	25,8	0,9	15,5	10,8	7,1	4,7	6,2	4,4	1,0
Ирландия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Греция	0,0	1,2	0,0	1,3	1,3	0,6	0,0	0,0	0,5	0,0
Испания	1,1	2,2	0,0	1,3	0,1	1,0	0,0	0,0	1,3	0,0
США	9,7	11,9	0,2	1,4	1,3	2,7	1,3	9,8	2,9	3,5
Великобритания	0,2	1,3	3,8	2,9	4,7	2,4	0,0	9,4	1,0	1,6
В целом 7 стран	12,1	42,6	4,9	23,0	18,2	13,9	6,0	25,4	10,2	6,6

Примечание: без учета неуказанных направлений торговли.

Источник: ИТС, расчеты "Центра развития".

Объемы внешних привлечений развивающихся стран в форме облигаций и акций, млрд. долл. США



Примечание. EMEA: Европа, Средний Восток, Африка.

Источник: МВФ (по данным Dealogic).

⁴ ЕС-5 – Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания.

⁵ По данным Bloomberg.

Среди стран СНГ лишь две – Азербайджан и Казахстан дополняют «группу внешнеторгового риска» в связи с долговым кризисом в Европе, куда входят в основном африканские страны. Эти два соседа России от 19% до 30% своего экспорта направляют в пораженные долговым кризисом страны ЕС-5, а в остальных странах, в том числе в России, доля «рискованного, то есть неустойчивого» экспорта меньше 10%, и лишь в Молдове она составляет 12% (См. таблицу 1).

При этом, если учесть экспорт стран СНГ в США и Великобританию, тоже имеющих высокую долговую нагрузку, то в группу внешнеторгового риска среди стран СНГ можно, помимо отмеченных выше двух стран, отнести еще Туркменистан, если исходить из критерия риска в размере 20% экспорта в проблемные страны.

Таблица 2. Основные направления импорта в страны СНГ из 7 стран с высокой долговой нагрузкой, в 2009г., в % от всего импорта страны СНГ

	в Армению	в Азербайджан	в Беларусь	в Казахстан	в Молдову	в Россию	в Таджикистан	в Туркменистан	в Украину	в Узбекистан
PIIGS (всего)	5,2	2,6	3,3	7,5	9,8	7,1	0,4	3,6	4,0	2,0
Португалия	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Италия	3,6	2,1	2,5	6,7	7,1	4,9	0,4	3,5	2,8	1,9
Ирландия	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,0
Греция	1,0	0,1	0,0	0,0	1,6	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0
Испания	0,6	0,2	0,6	0,4	0,9	1,4	0,0	0,0	0,8	0,0
США	3,3	4,3	1,5	4,9	1,4	5,4	1,7	6,6	3,3	1,4
Великобритания	0,8	4,5	0,9	2,5	1,5	2,2	0,3	1,0	1,6	0,9
В целом 7 стран	9,3	11,4	5,7	14,8	12,7	14,7	2,5	11,2	8,9	4,3

Примечание: без учета неуказанных направлений торговли.

Источник: ИТС, расчеты Центра развития.

Угроза заражения долговым кризисом по каналам импорта, на наш взгляд, еще менее актуальна, так как, во-первых, в случае чего «экспортировать» значительную девальвацию через импортные потоки из семи стран должников могут лишь США и Великобритания, располагающие собственными валютами, а во-вторых, суммарная доля

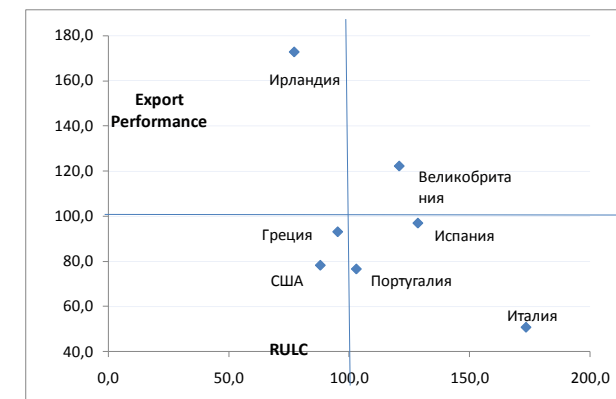
стран из ЕС-5, США и Великобритании в импорте стран СНГ заметно ниже 20%, составляя максимум около 15% для Казахстана (См. таблицу 2).

Тем не менее, для России мониторинг ситуации в странах-должниках крайне важен, и здесь следует в числе прочего опираться на совсем недавно опубликованную ОЭСР (в рамках нового долгосрочного прогноза мировой экономики) «свежую» динамику основных показателей макроэкономической конкурентоспособности этих стран. Мы берем из этой базы для анализа период функционирования модели мировой экономики, приведшей к нынешнему кризису и начавшей формироваться в середине 1990-х годов прошлого века. Улучшение индикаторов конкурентоспособности в этот период, во-первых, может рассматриваться как своего рода дополнительный задел для преодоления кризиса, который при оценке ситуации надо учитывать наряду с индикаторами текущего положения проблемных экономик, а во-вторых, просто говорит о достаточно высокой адаптивности экономических механизмов стран, оказавшихся в состоянии улучшать конкурентоспособность в течение достаточно длительного периода. Конечно, эти индикаторы далеко не единственные и возможно не главные при оценке текущей ситуации, но их нельзя и сбрасывать со счетов, так как в целом ряде научных работ, выполненных исследовательскими подразделениями международных организаций и университетов, была показана положительная связь между улучшением индикаторов конкурентоспособности и положительной динамикой внешнеторговых показателей страны и экономического роста.

В связи с этим можно отметить, что, по нашим расчетам, на основе данных ОЭСР, с точки зрения наращивания экспортной конкурентоспособности (Export Performance) в период 1995-2009 гг. наибольших успехов достигла Ирландия (См. рисунок справа), использовавшая рост импортного потенциала своих торговых партнеров почти на 80%, а наибольший неуспех показала Италия (минус 50%), а также Португалия и США (минус 20%).

С точки зрения динамики такого показателя конкурентоспособности как относительные удельные трудовые издержки (RULC) можно отметить, что у стран – должников за анализируемый период они резко выросли, прежде всего, у Италии, в значительно меньшей мере – у Испании и Великобритании (причем последняя резко их снижает в период 2007-2009гг.). В этот же период относительные удельные трудовые издержки снизились у США, Ирландии и Греции.

Динамика индикаторов конкурентоспособности стран с высокой долговой суверенной нагрузкой, 1995=100%



Примечание: Эффективность экспорта (Export Performance-EP) – соотношение между фактическими объемами экспорта товаров и услуг в ту или иную страну и размерами экспортного рынка. Размер экспортного рынка в свою очередь определяется взвешенной средней объемов импорта в каждой из стран, куда экспортер ввозит свой товар или услуги (используются веса 2005г.). ОЭСР дает годовые приросты EP, мы в данном случае переводим все к базе 1995г.

RULC- относительные удельные трудовые издержки (ULC) в валютном выражении - динамика ULC страны, деленная на их динамику у портфеля основных торговых партнеров в соответствии с их удельным весом во внешней торговле страны. ULC- соотношение динамики роста заработной платы в валютном выражении и производительности труда.

Источник: ОЭСР, расчеты Центра развития.

В целом, среди стран-должников с точки зрения индикаторов конкурентоспособности экономика Ирландии и в гораздо меньшей степени США и Греции выглядят, на наш взгляд, наименее проблемными. Наиболее проблемна с этой точки зрения экономика не Греции, которая у всех на слуху, а Италии, куда Россия направляет 7% своего экспорта и ввозит оттуда около 5% своего импорта.

Так и хочется сказать: Viva Italia! Берлускони держись!

Валерий Миронов, Ольга Пономаренко

Команда Центра развития

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Виктория Вильф

Виталий Дементьев

Наталья Ивликова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Евгений Минзулин

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Юлия Николаева

Максим Петрович

Ольга Пономаренко

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495) 625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

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

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