



## Комментарии

*Максим Петрович, Наталья Акиндинова*

### **Экономический прогноз на 2008–2009 гг.: два сценария**

---

Еще до августа 2008 г. российский и азиатский фондовые рынки внушали оптимизм, показывая значительный рост на фоне куда менее динамичных фондовых рынков США и других развитых стран. Удорожание капитала было вызвано не его глобальной нехваткой, а ростом недоверия (как оказалось, небеспочвенного) внутри финансовых систем развитых стран, поэтому «горячие деньги» в поиске высоких доходностей попадали в развивающиеся экономики, подпитывая их финансовый и экономический рост. Ожидалось, что стабилизация финансового рынка США будет мягкой и капитал, привлеченный в развивающиеся страны, останется там на более или менее продолжительный срок, не создав существенных проблем ни для финансовых систем, ни для экономик этих стран.

Однако в сентябре разразился масштабный кризис недостаточности ликвидности, который привел к внезапной остановке притока спекулятивного капитала и выводу денег с развивающихся рынков. Стало ясно, что это, в свою очередь, ведет не только к обрушению фондовых рынков и развитию кризиса доверия внутри банковской системы, но и к существенному замедлению темпов роста экономики. К сильному сокращению внешних источников финансирования инвестиций добавилось резкое падение их финансирования за счет кредитов банковской системы. Последствия кризиса не могут существенно сказаться на текущих прогнозах роста экономики лишь при условии, что чрезвычайные меры, предпринимаемые денежными властями и правительством для недопущения банкротства финансовых организаций, будут эффективны. Но в обстоятельствах масштабного недоверия действие даже этих мер оказывается крайне медленным: дополнительная ликвидность плохо «растворяется» в банковской системе, что не исключает замедления темпов роста кредитования, инвестиций и строительства, а следовательно, и экономики в целом. Все это требует пересмотра предпосылок и уточнения прогноза развития экономики России на краткосрочную перспективу (2008–2009 гг.).

#### **Предпосылки прогноза: сценарий первый**

Возможная развилка в мировом экономическом развитии предусматривает два сценария. В первом, **оптимистичном, сценарии** распространение финансового кризиса удастся остановить, предотвратив его превращение в глубокий экономический кризис. Этому могут способствовать, например, координированная деятельность центральных банков ведущих развитых стран и концентрация усилий денежных властей в борьбе с очагом возгорания в каждой отдельно взятой стране, затронутой кризисом.

Финансовый кризис 2007–2008 годов, безусловно, приведет к торможению экономического роста, а ряд стран – к рецессии. Но снижение темпов роста реального ВВП по данному сценарию будет незначительным и непродолжительным. Гораздо ощутимее будут последствия финансового кризиса для отдельных компаний и банков, которые могут быть национализированы. Действия денежных властей, рецепт спасения у которых практически один – мягкая денежно-кредитная политика, не решающая годами накопленных проблем, – не сможет рассеять недоверия между участниками рынка. По всей видимости, должно пройти определенное время, после которого экономику и финансы перестанет лихорадить, а вмешательство в них государства сократится до минимума. В данном сценарии предполагается, что стабилизация



наступит уже в первом квартале 2009 г., а в начале 2010 г. начнется возрождение мировой экономики, которое будет сопровождается усилением доверия к финансовой системе, возвратом темпов роста экономик США и еврозоны к докризисным значениям.

### Внешние условия (два сценария)

	2006 г.	2007 г.	2008 г.		2009 г.	
	Факт		Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий	Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий
<b>Внешние факторы</b>						
Цена на нефть Urals, долл./барр.	61	69	100	95	90	50
Темпы роста мировой экономики, %	5.4	5,2	3,7	3,7	3,8	1,5
Темпы роста мировой торговли, %	9.2	6,8	5,6	5,6	5,8	-2,0
Курс «евро/доллар»	1.26	1,37	1,46	1,25	1,42	1,17
Доходность UST10, %	4.8	4,6	3,8	3,8	4,8	4,8
<b>Внутренние факторы</b>						
Приток прямых иностранных инвестиций, млрд. долл.	27	48	60	60	56	36
Экспорт нефти, млн. тонн	248,4	258,4	259	259	261	261
Экспорт природного газа, млрд. куб. м	202,8	191,9	204	204	217	217
Экспорт нефтепродуктов, млн. тонн	103,5	111,8	114	114	115,4	115,4

Источники: Росстат, МВФ, Центр развития.

### Предпосылки прогноза: сценарий второй

Нельзя, однако, исключать, что в **пессимистичном сценарии** избежать глобального экономического кризиса не удастся. В отличие от кризиса на фондовом рынке 2000–2001 годов текущая ситуация в США затрагивает строительную индустрию, широкие круги населения и, следовательно, может привести к более масштабным (глубоким и продолжительным) негативным последствиям. Естественно, банкротство и ухудшение финансового положения ведущих мировых банков негативно отразятся на состоянии реального сектора. Это может привести к масштабному кризису доверия и постепенному свертыванию сотрудничества с американскими финансовыми институтами.

В этих условиях рефинансировать государственный долг крупнейшей экономики мира будет проблематично, что вызовет неминуемое увеличение налоговой нагрузки на бизнес и население, сокращение государственных расходов. Сокращение потребительских расходов и инвестиций в США станет «холодным душем» для растущего экспорта других стран. В этом случае можно ожидать существенного снижения темпов роста ВВП США и еврозоны в абсолютном выражении уже в 2009 г. (на 1 и 1,5% соответственно). Объем мировой торговли может упасть на 2%. В рамках данного сценария цена нефти может снизиться до 50 долл./барр., приток капитала в Россию – сократиться вдвое, до 36 млрд. долл. Экспорт нефти, газа и нефтепродуктов не изменится, в то время как экспорт металлов и другой продукции может сократиться.



## **Оптимистичный сценарий**

### *ВВП и инвестиции*

В оптимистичном сценарии, по оценкам Центра развития, в результате сокращения темпов роста инвестиций с 21,1% в 2007 г. до 13,2% в 2008-м, рост ВВП в 2008 г. снизится до 7,6% (во втором полугодии – до 6,6–6,9%). В 2009 г. мы ожидаем поддержания темпов роста ВВП на высоком уровне – 7–7,3%, главным образом за счет сохранения темпов роста внутреннего спроса на отечественные товары на фоне сокращения совокупного спроса<sup>2</sup>. Последнее будет объясняться снижением темпов роста кредитования экономики (преимущественно домашних хозяйств), усилением номинальной девальвации рубля, стагнацией чистого притока иностранного капитала, что вызовет двукратное торможение роста импорта по отношению к рекордным темпам 2007 г. По сравнению с официальным прогнозом на 2009–2011 гг. МЭР (август) прогноз темпов роста ВВП в 2008 г. в реальном выражении стал ниже на 0,2–0,3 п.п.

Темп роста инвестиций в основной капитал в 2008 г. замедлится почти в два раза по сравнению с 2007 г., когда темп их роста был самым высоким за всю историю новой России (более чем на 21%). По итогам января-сентября 2008 г. инвестиции выросли на 13,1% (год к году), однако темп их роста начиная с мая замедляется. Если августовский темп роста инвестиций сохранится до конца года, годовой рост данного показателя составит 10–11%. Однако если в конце года произойдет стабилизация ситуации на финансовых рынках, то в ноябре-декабре можно ожидать компенсирующего скачка инвестиционной активности и даже роста инвестиций на 13–14% по итогам года.

Предполагаемая стабилизация на финансовых рынках будет способствовать возврату иностранного капитала в реальный сектор и банковскую систему страны: долгосрочного – из-за высоких (по сравнению с развитыми странами) темпов роста расходов населения, а спекулятивного – из-за высокого уровня накопленных резервов и достаточно высокой инфляции вкуче со стабильным или немного девальвирующим курсом рубля. Кроме того, весьма вероятно увеличение государственных инвестиций. Таким образом, в этом случае возможно поддержание темпов роста инвестиций в 2009 г. на уровне 13–14%. Более высокие темпы роста инвестиций (18–20%) в следующем году, на наш взгляд, маловероятны. Часть компаний, которые сохраняют благоприятную денежную позицию в конце 2008 – начале 2009 гг., будут заниматься скупкой подешевевших активов, и остаток года может уйти на их «переваривание».

### *Цены*

Что касается инфляции, то, по нашим оценкам, правительству, скорее всего, не хватит достаточных мер для ее удержания ни на уровне 10,5 п.п., ни на уровне 12 п.п. К концу года годовые темпы роста потребительских цен замедлятся с 15,4 до 13,3–14% – преимущественно за счет «эффекта базы»: в 2007 г. ускорение инфляции пришлось в основном на последние три месяца. При этом вынужденное ослабление денежной политики и дополнительное рефинансирование банковской системы не являются причинами повышения прогноза по инфляции в нынешнем году – эффект от данной политики скажется преимущественно в 2009 г.

---

<sup>2</sup> Совокупный спрос в данном случае – рост конечных расходов, валового накопления и экспорта без вычета импорта.



В 2009 г. инфляция останется на двузначном уровне. Помимо утвержденного повышения тарифов естественных монополий, опережающего инфляцию, к факторам ускорения инфляции добавятся ослабление денежно-кредитной и бюджетной политики для рефинансирования банковской системы (что, очевидно, было единственным возможным в данном случае выходом) и девальвация рубля на фоне укрепления доллара и оттока капитала из страны. Кроме того, появились признаки того, что импульс, который получила экономика в виде повышения цен на продовольствие и бензин, будет распространен и на другие сектора, включая рыночные услуги и непродовольственные товары. Так, годовые темпы роста инфляции непродовольственных товаров вновь увеличились с 5,8% до 9,2%, при этом предыдущее снижение темпов роста цен на непродовольственные товары с 9 до 6% в условиях укрепления рубля заняло 3,5 года (с 2004 по 2007 гг.). Есть основания ожидать и увеличения темпов роста цен на платные услуги до уровня 2003 г. (18–20%) – за исключением услуг ЖКХ, транспорта и связи.

Сохранение двузначных темпов усиления инфляции необязательно будет означать резкое сокращение темпов роста потребительского спроса на отечественную продукцию: реальные темпы роста эффективного курса рубля остаются на уровне 4–5,5% в год. Вероятное сокращение темпов роста заработных плат и «раздутых» бонусов вряд ли существенно скажется на падении темпов динамики спроса на отечественную продукцию в силу того, что сверхдоходы работников банковской и строительной сфер преимущественно шли на приобретение импортной продукции и на инвестиционные цели.

#### *Доходы населения*

В 2008 г. сохраняются высокие темпы роста доходов населения в номинальном выражении за счет всех основных компонентов – как напрямую финансируемых бюджетом зарплат и пенсий, так и доходов, формируемых в частном секторе. По итогам 2008 и 2009 гг. следует ожидать довольно умеренных темпов роста доходов населения (в пределах 9–10% – год к году), поскольку влияние кризиса 2008 года будет способствовать «сдуванию» наиболее крупных «мыльных пузырей» на рынке труда. В 2009 г. динамику доходов населения поддержит единовременное повышение оплаты труда в бюджетной сфере на 30% с 1 декабря 2008 г. и повышение минимального размера оплаты труда до прожиточного минимума (с 2300 до 4330 руб.) с 1 января 2009 г.

Возобновление сберегательной активности населения, наблюдавшееся весной 2008 г., было прервано дефицитом ликвидности и кризисом доверия в банковской системе. Ситуация больше не позволяет рассчитывать на сохранение склонности к организованному сбережению в банковской системе на уровне 2007 года. По нашей оценке, с учетом рублевой и валютной составляющих прирост депозитов по итогам 2008 г. не превысит 5,2% доходов против 6% в 2007 г. Тем более что большая часть роста депозитов в банковской сфере традиционно приходится на два последних месяца года – период выплат годовых бонусов. Увеличение объема депозитов в иностранной валюте по итогам 2008 г. может быть весьма умеренным: если курс доллара и евро вернется на уровень середины августа, то население, опасаясь валютной волатильности, прекратит играть в «перекладывание» депозитов из валюты в валюту.

Несмотря на замедление роста реальных располагаемых доходов населения, темп роста оборота розничной торговли в оптимистичном сценарии по итогам 2008 г. останется высоким (около 15% – год к году). Его поддержит временный всплеск потребительской активности, связанный со снижением склонности к сбережению, которое вызвано кризисными явлениями в финансовой сфере. Однако этот эпизод «потребительского



бума» будет недолгим и, возможно, последним. За январь-август 2008 г. прирост оборота розничной торговли на 41% был обеспечен расширением кредитов населению. Соответственно, снижение доступности потребительских кредитов, вызванное проблемами в банковской сфере, будет способствовать тому, что в ближайшие месяцы темп роста потребительских расходов сблизится с динамикой реальных располагаемых доходов граждан (как это было до начала бума потребительского кредитования). С учетом этого мы ожидаем, что по итогам 2009 г. темп роста оборота розничной торговли составит 12,5–13,5% (год к году). Дополнительным фактором замедления темпов кредитования населения может стать то, что ввиду значительных валютных рисков частные лица предпочтут брать кредиты в рублях, что традиционно более дорого. Особенно это касается вложений в недвижимость.

### *Бюджет*

Несмотря на широкое использование нового механизма отчислений в государственные нефтяные фонды, в соответствии с которым будет допускаться размещение соответствующих средств в портфелях крупных коммерческих банков, в банковской системе в 2008–2009 гг. может возникнуть дефицит ликвидности. Вероятность наступления сколько-нибудь серьезного дефицита ликвидности до конца 2008 г. мы оцениваем как среднюю: с одной стороны, увеличение лимита временно свободных бюджетных средств, размещаемых на банковских депозитах по результатам аукционов, уменьшение нормативов обязательных резервов, временное снижение пошлин и государственные вливания в фондовый рынок и на поддержку ипотеки способствуют ослаблению этого риска до минимума; с другой стороны, в условиях масштабного недоверия даже эти меры оказывают свое действие крайне медленно – дополнительная ликвидность плохо «растворяется» в банковской системе.

Темп роста активов банковской системы в текущем году замедлится до 30–32%. Это обусловит сокращение объема банковской системы с 61 до 59–60% ВВП (впервые за последние десять лет). В условиях оттока капитала значимость депозитов физических лиц как источника фондирования банков вырастает, что проявится в дальнейшем повышении ставок коммерческих банков на 1–2 п.п. на депозиты сроком до года. Возврата капитала нерезидентов и нового витка роста капитализации банковской системы за счет IPO следует ожидать сразу после стабилизации ситуации на финансовых рынках – по нашим оценкам, это произойдет лишь ближе к концу 2009 г.

Свободные средства, если таковые будут оставаться после возмещения ликвидности, банки будут направлять на расширение именно кредитных операций, предпочитая их вложениям в корпоративные и государственные ценные бумаги. В силу замедления темпов роста ресурсной базы потребительское кредитование населения и предприятий также будет расти медленнее, чем в 2006–2007 гг., однако эти статьи сохранят приоритетную роль в активных операциях. Более того, несмотря на сокращение темпов роста кредитования, доля кредитов в розничном товарообороте может увеличиваться еще на протяжении 2008 г., после чего возможны ее сокращение или стабилизация. В случае стабилизации ситуации темп роста ипотечного кредитования населения в 2009 г. сохранится высоким (более 100% в год): данный сектор будет привлекательным на фоне ожидаемого снижения цен на недвижимость.

### *Устойчивость бюджета*

Ухудшение внешних условий и изменение макроэкономической ситуации в третьем квартале 2008 г., а также принятие пакета антикризисных мер бюджетной и налоговой политики требуют корректировки прогнозных оценок исполнения федерального





бюджета. Однако поскольку итоги исполнения бюджета на 2008 год сейчас уже мало зависят от развития событий до конца года, мы рассматриваем только пессимистичный сценарий.

Сохранение высокой инфляции ведет к увеличению объема нефтегазовых доходов федерального бюджета. По нашей оценке, их уровень в 2008 г. составит 5,3 трлн. руб. (12,2% ВВП) против 4,9 трлн. руб. (11,2% ВВП), по официальной оценке, опубликованной в августе 2008 г.

Падение мировой конъюнктуры (снижение цен на нефть) приводит к уменьшению ожидаемых в 2008 г поступлений от НДС и налога на прибыль. Что касается экспортных пошлин, то в случае, если бы до конца года продолжал действовать обычный порядок с двухмесячным лагом при определении ставок, текущее снижение нефтяных цен отразилось бы преимущественно на доходах будущего года. Однако предусмотренное пакетом экстренных мер правительства временное (до 30 ноября) изменение порядка исчисления экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты обусловит сокращение доходов федерального бюджета в объеме 136 млрд. руб. В результате объем нефтегазовых доходов достигнет по итогам года 10,8% ВВП. Необходимо отметить, что номинальное ослабление рубля относительно доллара в последние месяцы положительно сказывается на рублевой оценке нефтегазовых доходов и поступлений от импортных пошлин.

В результате оценка доходов федерального бюджета на 2008 год в пессимистичном сценарии составляет 10 трлн. руб. (23% ВВП), что продолжает существенно превышать заложенный в Закон о бюджете (с учетом июльских поправок) уровень в 8,9 трлн. руб.

Остальные (за исключением временного снижения экспортных пошлин) антикризисные меры затрагивают расходную часть и направления использования накопленных сбережений федерального бюджета. Поскольку осуществление дополнительных расходов происходит за счет экономии по другим статьям, общие параметры бюджета остаются неизменными. В результате уровень расходов федерального бюджета относительно ВВП в 2008 г. уменьшится до 17,1 с 18,1% ВВП в 2007 г., а ожидаемый по итогам года профицит составит 6% ВВП. Объем накопленных средств Резервного фонда по итогам 2008 г. в рублевой оценке останется близок к утвержденной величине в 3,5 трлн. руб. (8,1% ВВП). С учетом ожидаемых до конца года поступлений объем Фонда национального благосостояния к 1 февраля 2009 г. достигнет 2,8 трлн. руб., или около 6,6% ВВП. Из этих средств до 40% (1,1 трлн. руб., или 2,7% ВВП) предполагается инвестировать внутри страны – преимущественно на долгосрочной основе, так что объем резервных фондов, остающихся в распоряжении Минфина, на конец года превысит 12% ВВП.

Из приведенных значений понятно, что влияние всех последних изменений на баланс федерального бюджета в 2008 г. не является радикальным и устойчивость бюджета остается высокой. Более существенными являются изменения, связанные с общей направленностью бюджетной политики. В ситуации 2008 г. появилась необходимость использования накопленных сбережений государства (в первую очередь свободных остатков бюджета, а затем средств ФНБ) для рефинансирования банковской системы, при том что концепция нефтегазового бюджета, применяемая с 2007 г., предполагала использование нефтегазовых сбережений бюджета лишь для инвестиций в зарубежные активы.

В 2009 г. при оптимистичном сценарии параметры бюджета будут ненамного хуже результатов 2008 г. Прогноз доходной части бюджета в 2009 г. – 21,7% ВВП – выше официального августовского прогноза (21,2% ВВП) за счет нефтегазовой составляющей. Повышению ее удельного веса, как и в 2008 г., будет способствовать



сохранение достаточно высокого инфляционного фона. Динамика общей величины расходов федерального бюджета, предусмотренная подготовленным в августе проектом, предполагает их умеренный рост в 2009 г. Однако из-за более высокого номинального роста ВВП в нашем сценарии соблюдение номинальных параметров федерального бюджета будет означать сохранение общей величины расходов бюджета на уровне 17,1% ВВП. При этом благодаря превышению предусмотренного проектом уровня доходов бюджета максимально допустимый нефтегазовый трансферт будет недоиспользован. Профицит бюджета составит 4,7% ВВП, продолжится накопление средств в резервных фондах.

**Сценарии развития российской экономики**

	2006 г.	2007 г.	2008 г.		2009 г.	
	Факт		Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий	Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий
<b>Национальные счета</b>						
Номинальный ВВП, млрд. руб.	26 781	32 987	43 794	43 450	53 503	48 051
Номинальный ВВП, млрд. долл.	987	1291	1800	1759	2 071	1657
Реальный ВВП, рост в %	6,7	8,1	7,6	7,2	7,2	4,5
Совокупный спрос, %	10,8	13,0	11,7	10,4	10,2	6,2
Совокупный спрос на отечественные товары, %	6,9	7,2	7,0	6,6	7,5	6,6
Внешний спрос, %	7,3	7,4	7,5	7,3	6,8	-0,1
Розничная торговля, рост в %	13,9	15,9	15,0	14,2	13,2	10,5
Инвестиции, рост в %	13,7	21,1	13,2	10,5	13,6	4,7
Экспорт, реал. рост в %	5,8	4,5	4,7	4,9	4,5	2,1
Импорт, реал. рост в %	23,8	30,4	22,9	19,1	14,9	5,5
<b>Денежные агрегаты</b>						
M0 (декабрь к декабрю), %	30,9	32,9	30,0	33,0	30,9	31,9
M2 (декабрь к декабрю), %	38,6	47,5	29,4	29,3	30,9	26,6
M2X (декабрь к декабрю), %	36,3	44,2	37,3	38,3	29,3	26,1
Активы банковской системы, % ВВП	52,1	61,0	60,7	60,2	66,4	63,5
<b>Инфляция</b>						
Инфляция (декабрь к декабрю), %	9	11,8	13,4	13,5	11,0	11,5
Инфляция (среднегодовая), %	9,8	9,0	14,4	14,4	12,1	12,5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	7,8	10,9	10	10	9,3	9,8
<b>Бюджет</b>						
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,4	23,6	23,3	23,0	21,6	19,2
Процентные расходы, % ВВП	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Непроцентные расходы, % ВВП	15,3	17,7	16,5	16,7	16,5	18,4
Профицит (+)/дефицит (-)	7,4	5,4	6,4	6,0	4,7	0,3
Резервный фонд*, млрд. долл.	89,1	156,8	137	130	201	153
Фонд национального благосостояния*, млрд. долл.			120	107	150	69
<b>Платежный баланс</b>						
Экспорт, млрд. долл.	304	354	515	482	507	332
Импорт, млрд. долл.	164	223	296	290	350	302
Счет текущих операций, % ВВП	9,6	5,9	8,5	6,7	5,0	-2,3
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	41,8	83,1	6,4	-25,1	0,3	-26,3



Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	27,2	47,9	60,0	60,0	56,0	56,0
Золотовалютные резервы**, млрд. долл.	304	476	597	518	664	414
<b>Государственный долг</b>						
Государственный внешний долг, % ВВП	5,1	3,4	2,3	2,5	1,7	2,3
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,8	3,4	3,2	3,2	3,2	3,6
Частный внешний долг, % ВВП	22,3	28,5	25,6	26,1	26,4	31,4
<b>Валютный курс</b>						
Курс «рубль/доллар» (среднегодовой)	27,1	25,6	24,3	24,7	25,8	29,0
Курс «рубль/евро» (среднегодовой)	34,1	35,0	36,4	35,7	36,9	34,0
Номинальный эффективный курс рубля (среднегодовой), %	-3,3	0,6	2,1	0,7	2,2	1,1
Реальный эффективный курс рубля (среднегодовой), %	-9,4	-4,2	-5,3	-6,8	-2,5	-4,1
<b>Экзогенные параметры</b>						
Цена на нефть Urals (средняя за год), долл./барр.	60,9	69,3	100,0	95,0	90,0	50,0
Курс «доллар/евро»	1,26	1,37	1,46	1,25	1,42	1,17

\* До 2008 г. - Стабилизационный фонд.

\*\* С учетом переоценки резервов.

Источники: Центр развития, Росстат, МЭР.

### *Двойной профицит сохраняется*

Согласно прогнозам Центра развития снижение инвестиционной активности, постепенное сокращение реальных доходов населения, девальвация рубля, сокращение кредитования, а также коррекция заработных плат высокодоходной части населения вызовут замедление темпов роста импорта с 36,6% в 2007 г. до 18–19% в 2009 г. Объем импорта на конец 2008 г. может составить порядка 290–300 млрд. долл., а в 2009 г. – примерно 350–360 млрд. долл. Рост экспорта с 2009 г. практически прекратится; впоследствии из-за динамики экспортных цен его стоимость начнет сокращаться. Поддержание темпов роста импорта на уровне 15–20% ежегодно приведет к обнулению сальдо текущих операций уже в 2010 г.

Купирование мирового финансового кризиса позволит российским компаниям и банкам возобновить привлечение капитала на внешних рынках, но в незначительных масштабах. Так, мы ожидаем стагнации либо слабого роста чистого притока капитала в частный сектор. Таким образом, в оптимистичном сценарии в 2009 г. ситуация в России будет характеризоваться двойным профицитом в бюджете и платежном балансе.

Уровень золотовалютных резервов, оцениваемый нами на текущий момент в 670 млрд. долл., является более чем достаточным для поддержания стабильного курса рубля. Однако, несмотря на положительное сальдо платежного баланса, в условиях ухудшающегося сальдо текущих операций<sup>3</sup> и высоких цен на нефть Банк России, скорее всего, примет решение о проведении политики слабой управляемой девальвации номинального эффективного рубля (2–3% в год). Такая политика направлена на рост

<sup>3</sup> При нынешних показателях торгового баланса снижение экспортных цен на энергоносители в два раза (что весьма вероятно) может привести к сокращению сальдо текущих операций на 170–200 млрд. долл., что создаст определенные риски для устойчивости рубля в долгосрочном периоде. Данные риски будут существовать до тех пор, пока положительное сальдо торгового баланса будет формироваться исключительно за счет сверхвысоких цен на продукцию энергетического экспорта, т.е. как минимум до 2020–2025 гг.





резервов, сдерживание роста отрицательного сальдо текущих операций, пусть и за счет небольшого увеличения давления на рост цен. В оптимистичном сценарии после отскока доллара назад к уровням 1,45–1,5 долл./евро, курс доллара на конец 2008 года может составить 25,5 руб./долл. (при условии курса евро/долл. на уровне 1.46) или 26,6 руб./долл. (при курсе евро/долл. на уровне 1.42).

### **Пессимистичный сценарий**

#### *ВВП, экспорт, инвестиции*

В пессимистичном сценарии нефтяные цены в конце 2008 – 2009 гг. снижаются до уровня 50 долл./барр. Сжатие объемов мировой торговли и сокращение реального ВВП в развитых странах приводят к резкому падению темпов роста экспорта как в физическом, так и в стоимостном выражении. Стоимость экспорта резко снизится уже в 2009 г. и составит «всего»<sup>4</sup> 320–330 млрд. долл. (по сравнению с 480–490 млрд. долл. в 2008 г.). Стагнация внешнего спроса, а также резкое падение темпов роста инвестиций приведут к тому, что увеличение доходов населения станет своеобразной «подушкой безопасности» для поддержания роста ВВП. Так, если в 2008 г. в пессимистичном варианте мы оцениваем темпы роста ВВП на уровне 7,2% (6% за второе полугодие 2008 г.), то в 2009 г. темп роста ВВП может сократиться до 4,5%. На наш взгляд, это самая низкая оценка для прогноза роста ВВП в 2009 г.

В условиях ожидаемой в данном варианте резкой девальвации валютного курса – до 31 руб./долл. (или на 8–9% в бивалютном выражении) – может начаться, как и в 1998 г., процесс импортозамещения, связанный с факторами ценовой конкурентоспособности отечественных производителей и с сокращением кредитования. Несмотря на замедление расширения совокупного внутреннего спроса с 10,4% в 2008 г. до 6,2% в 2009 г., темп роста совокупного внутреннего спроса на продукцию отечественных предприятий сохранится на уровне 6,6%. Таким образом, темпы роста спроса на товары и услуги отечественных предприятий превысят темпы роста импорта. В среднесрочном периоде экономика сможет успешно перестроиться на «отечественные рельсы» (хотя и с более низкими темпами роста ВВП), если рост инвестиций сохранится на уровне 10–12%. Это возможно в случае, если российская экономика выйдет из мирового кризиса в состоянии, которое позволит привлечь иностранный капитал и инвестиции для более быстрого ее перевооружения. Но в условиях резкого торможения экономического роста, девальвации рубля, а также сокращения инвестиций в реальном выражении вполне вероятно и снижение суверенных рейтингов РФ. В этом случае приток капитала и объемы внешнего кредитования, несмотря на внутреннюю финансовую стабильность, могут сократиться не только в период кризиса, но и после него.

Темп роста инвестиций в пессимистичном сценарии в 2009 г. (и далее на протяжении всего периода кризиса) может составить 4–5%: увеличение инвестиций в долгосрочные проекты будет сдерживаться высокой стоимостью внутренних заимствований, а также значительной, и неопределенной, инфляцией. Даже экспортерам не будет хватать собственных средств: девальвация национальной валюты в данном сценарии не сможет компенсировать двукратного падения цен на вывозимую продукцию и сокращения объемов экспорта.

Что касается темпов роста потребительских цен, то здесь ничего принципиально нового не произойдет: помимо высоких темпов индексации тарифов ЖКХ и заработных плат в данном сценарии борьба с инфляцией осложняется существенной девальвацией

<sup>4</sup> На самом деле это чуть ниже показателя 2007 г., когда экспорт составлял 354 млрд. долл.



национальной валюты. Согласно расчетам Центра развития темп роста потребительских цен в данном сценарии может быть на 0,5–1 п.п. выше, чем в оптимистичном.

#### *Доходы населения и импорт*

В пессимистичном сценарии в 2009 г. более выраженной будет тенденция к замедлению роста реальных располагаемых доходов населения: их рост замедлится до 7–8%. Влияние мирового кризиса на доходы населения будет проявляться через падение динамики доходов в нефтегазовом секторе, строительстве и в секторе рыночных услуг. Несмотря на ухудшение внешней конъюнктуры, накопленные в предыдущие периоды нефтегазовые доходы бюджета позволят произвести выплаты намеченных на этот период социальных расходов бюджета, что поддержит динамику реальных доходов населения на текущем уровне.

Из-за обусловленного проблемами в банковской сфере замедления роста кредитования населения влияние динамики обязательных платежей без учета налогов (основная часть платежей – проценты за кредит) на темпы роста располагаемых доходов населения будет несколько меньшим, чем в оптимистичном сценарии. Еще одной особенностью пессимистичного сценария станут более высокие по сравнению с оптимистичным масштабы валютизации сбережений как в виде наличной валюты, так и в виде валютных банковских депозитов.

Перерастание финансового кризиса в мировой экономический кризис и смещение его эпицентра из США в Европу и Азию (пессимистичный сценарий) вызовут еще большее замедление темпов роста импорта: они упадут в 2009 г. до 4% с 36% в 2008 г., так что в следующем году стоимость импорта едва превысит 300 млрд. долл. Динамика экспорта, следуя за нефтяными ценами, начнет сокращаться и упадет в 2009 г. до 330 млрд. долл. В результате в следующем году можно ожидать значительного роста дефицита счета текущих операций – до 2–2,5% ВВП (и до 5–7% ВВП в среднесрочной перспективе), а также сокращения к концу 2009 г. валютных резервов до 400 млрд. долл.

#### *Денежная политика и займы*

Девальвация рубля до 31 руб./долл. в 2009 г. не является уровнем, соответствующим свободному ценообразованию на валютном рынке. Введение свободно плавающего курса рубля нецелесообразно в условиях, когда большая часть дефицита платежного баланса будет формироваться спекулятивным оттоком капитала: волатильность национальной валюты в этом случае может быть слишком высокой. В подобных условиях существенная девальвация рубля может вызвать тотальное бегство капитала из национальной экономики и еще большую девальвацию рубля. Согласно расчетам Центра развития предпосылки для перехода в свободно плавающему курсу возникнут уже в 2010 г., когда отрицательное сальдо платежного баланса будет формироваться преимущественно под влиянием сальдо текущих операций (более 70%). С другой стороны, если кризис затянется, в 2010 г. могут сложиться предпосылки и для вынужденного перехода к режиму свободно плавающего валютного курса: если 400 млрд. долл. резервов в 2009 г. будет достаточно для удовлетворения спроса на валюту со стороны импортеров (на протяжении как минимум года), то перспектива остаться к концу 2010 г. с резервами объемом менее 300 млрд. долл. может послужить для Банка России поводом «отпустить» курс в «свободное плавание».

В период экономического кризиса и непосредственно после его завершения основным заемщиком на внешних рынках капитала, как это ни парадоксально, станут, на наш взгляд, российские банки, в то время как предприятия будут испытывать серьезные



трудности с привлечением внешних средств. В условиях резкого ухудшения конъюнктуры на мировых товарных рынках в первую очередь пострадает экспортно ориентированный сырьевой сектор. Можно ожидать снижения кредитных рейтингов многих российских компаний, увеличения стоимости внешних заимствований и проблем с рефинансированием внешней задолженности. На таком фоне банковская система может оказаться более выигрышным объектом для инвестирования, так как она позволяет диверсифицировать риски за счет кредитования средних предприятий и населения. В условиях дефицита внешних ресурсов частный сектор сократит вложения в зарубежные активы.

#### *Бюджет устойчив*

В случае реализации пессимистичного сценария общий уровень доходов федерального бюджета сократится в конце 2009 г. до 19,2% ВВП. В данном сценарии нефтегазовые поступления в бюджет существенно уменьшатся из-за соответствующих более низким уровням нефтяных цен ставок экспортных пошлин и НДС. Вместе с тем ослабление рубля к доллару в этом сценарии будет способствовать относительному росту уровня нефтегазовых доходов, а сохранение повышенного инфляционного фона – увеличению остальных бюджетных доходов. В условиях пессимистичного сценария финансирование утвержденного в трехлетнем бюджете номинального объема расходов будет соответствовать их росту до 18,9% ВВП. Тем не менее даже в этих условиях за счет «инфляционной» и «курсовой» премий бюджет останется сбалансированным (профицит в 0,3% ВВП). Нефтегазовый трансферт будет «выбран» при этом полностью (4,9% ВВП), однако прочие источники финансирования (сальдо внутренних заимствований) останутся в пределах ограничения, предусмотренного Бюджетным кодексом (0,6% ВВП).

Даже в этом сценарии совокупный объем суверенных фондов, остающихся в распоряжении Минфина, на конец 2009 г. не опустится ниже уровня 14,5% ВВП. Однако можно ожидать, что к тому времени ограничения по инвестированию этих средств внутри страны будут смягчены еще более существенно. Учитывая, что в данном сценарии потребность в рефинансировании банковской системы из-за значительного ухудшения внешней конъюнктуры и оттока капитала будет возрастать, сохранение накоплений бюджета, сделанных в предыдущие годы, будет только усугублять указанную проблему. Она может быть «расшита» путем ослабления бюджетной политики (увеличения масштабов бюджетного дефицита и использования накопленных сбережений бюджета в экономике как в виде кредитов, так и на безвозвратной основе).