



«НОВЫЕ ШОКИ» В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ И КОРРЕКТИРОВКА МАКРОПРОГНОЗОВ НА 2007-2008 ГГ.

В последние два месяца почти одновременно произошло несколько событий, которые заставляют еще раз «перепроверить» макроэкономические прогнозы на 2007-2008 гг. К ним относятся: приостановка масштабного притока иностранного капитала; возникновение дефицита ликвидности в банковском секторе; достаточно неожиданное ускорение инфляции; замедление экономического роста (прежде всего в промышленности).

О притоке капитала

Ипотечный кризис в США, случившийся летом этого года, и последовавшая за ним турбулентность мировых финансовых рынков замедлили приток иностранного капитала в Россию: во-первых, по причине роста стоимости капитала; во-вторых, из-за сокращения его предложения. Некоторые крупные российские компании перенесли проведение запланированных IPO на 2008 г., те же, кто провел IPO осенью 2007 г., смогли, как ОГК-4, привлечь лишь 2/3 от планировавшейся суммы. Если в первом полугодии текущего года чистый приток капитала составил 66 млрд. долл. (при этом необходимо учитывать, что в эту сумму включен «эффект "ЮКОСа"», который аккумулировал российский и иностранный капитал на сумму около 34 млрд. долл.), то во втором полугодии, скорее всего, можно ожидать чистого оттока капитала в размере 17 млрд. долл. Тем не менее, несмотря на кризис, в целом за год чистый приток иностранного капитала в российскую экономику увеличится с 40 до 50 млрд. долл.

В среднесрочном периоде (с 2008 г. до 2012 г.) мы ожидаем некоторого усиления притока иностранного капитала и его стабилизации на уровне 60-65 млрд. долл. в год. Этому будут способствовать повышение краткосрочной финансовой устойчивости экономики (в результате продолжения роста золотовалютных резервов), существенный объем уже проинвестированных иностранных средств (в том числе на строительство автомобильных заводов), отложенные «до лучших времен» IPO и др. В дальнейшем объемы иностранного капитала, привлекаемого частным сектором экономики, перестанут увеличиваться из-за циклического замедления роста мировой экономики и торговли (начало этого замедления заметно уже сейчас).

Кроме того, в условиях стабилизации цен на товары углеводородного экспорта и сокращения до отрицательных величин сальдо СТО может резко увеличиться объем капитала, привлекаемого государственным сектором, – как для выравнивания платежного баланса, так и для покрытия вероятного в этих условиях дефицита бюджета.



О дефиците ликвидности

Вероятность наступления кризиса ликвидности в банковской системе в краткосрочном периоде (т.е. в 2007 г.) весьма невелика, особенно после довольно энергичных мер, принятых Банком России и Правительством¹⁷.

Для решения проблемы с ликвидностью Банк России с 11 октября 2007 г. по 15 января 2008 г. снизил обязательные резервные требования на 1 п.п. - до 3,0% - по обязательствам перед физическими лицами в валюте РФ и до 3,5% - по прочим обязательствам. По нашим оценкам, этот шаг позволит обеспечить банковскому сектору дополнительный приток свободной ликвидности в размере около 70 млрд. руб. Напомним, что в последний раз ЦБР изменял нормативы обязательных резервов 1 июля текущего года, когда норма резервирования была повышена на 0,5 п.п. по рублевым обязательствам кредитных организаций перед физическими лицами и на 1,0 п.п. по прочим обязательствам. Вообще в мировой практике изменение резервных требований признается грубым инструментом регулирования ликвидности банковской системы и не используется в целях краткосрочного управления ликвидностью. Регулировать краткосрочный спрос на ликвидность целесообразнее с помощью встроенного механизма усреднения резервов на протяжении определенного периода. Учитывая эффективное использование кредитными организациями указанного механизма, Центробанк с 1 ноября 2007 г. повысил коэффициент усреднения обязательных резервов с 0,3 до 0,4.

Помимо изменения нормативов обязательных резервов в целях повышения уровня ликвидности банковского сектора Центральный банк расширил ломбардный список Банка России, снизив на две ступени требования к уровню международного рейтинга эмитента. Стоит отметить, что необходимость расширения круга ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения по операциям рефинансирования, назрела давно.

Наряду с описанными выше мерами ЦБР снизил процентные ставки по сделкам «валютный своп» с 10 до 8%.

Помимо действий Центробанка, направленных на повышение уровня ликвидности, Минфин России также принял меры, которые будут способствовать насыщению экономики до конца текущего года дополнительными объемами денежных средств. Так, 25 октября Правительство утвердило увеличение расходов бюджета до конца 2007 г. более чем на 1 трлн. руб., в том числе 640 млрд. руб. должны пойти на капитализацию институтов развития.

В среднесрочном периоде кризис ликвидности также маловероятен. Ему будут препятствовать:

- сохранение высоких цен на товары российского экспорта, что обеспечит существенный спрос на рубли;

¹⁷ См. также комментарий Максима Петровича «Дефицит ликвидности: его источники, возможный масштаб и вероятность наступления кризиса» в этом выпуске обозрения.



- весьма вероятное понижения ставок на мировых финансовых рынках, которое облегчит привлечение денег из-за рубежа (не только прямых иностранных инвестиций);
- сокращение избыточного количества наличности на руках у населения (чему будут способствовать поддержание инфляции и процентных ставок на текущем, или чуть выше, уровне);
- незначительный внешний государственный долг РФ. В условиях отрицательного сальдо СТО, недостаточности притока капитала и дефицита бюджета Правительство вполне может пойти на увеличение государственных иностранных заимствований.
- уменьшение темпов укрепления рубля, которое стимулирует некоторый переток наличных рублевых сбережений в иностранную валюту;
- снижение политической неопределенности после выборов Президента весной 2008 г.

В крайнем случае, при возникновении ситуации острой недостаточности ликвидности Правительство может пойти на увеличение бюджетных расходов на 0,2% ВВП, в том числе за счет капитализации институтов развития. Согласно нашим расчетам это должно решить проблему.

Впрочем, принимая во внимание высокую зависимость денежной системы российской экономики от конъюнктуры на мировых товарных и финансовых рынках, угроза стабильности банковской системы России, хотя и незначительная, по-прежнему существует.

Об инфляции

Снижение инфляции до параметров, предусмотренных долгосрочной концепцией МЭРТ, маловероятно. Согласно предположениям Центра развития в среднесрочном периоде темп роста потребительских цен не опустится ниже 8–8,5% в год. Увеличение значения этого показателя по сравнению с предыдущими нашими прогнозами на 1-1,5 п.п. связано прежде всего с тем, что произошедшее повышение цен на продовольственные товары будет еще долго - посредством «инерционного выравнивания ценовых пропорций» - подгонять к ним цены по широкому спектру потребительских товаров отечественного производства.

Перечислим основные факторы, препятствующие замедлению инфляции (в порядке убывания их влияния):

- сохранение опережающих темпов индексации тарифов естественных монополий и ЖКХ, которые составят 17% ежегодно. Также вероятно повышение тарифов на транспорт пропорционально темпам инфляции, т.е. на 9-10% (вместо планировавшихся 7-8,5%);
- сохранение высоких темпов роста заработной платы (20-25% ежегодно) в номинальном выражении, которые обеспечат устойчивое удорожание платных услуг населению (за исключением ЖКХ) минимум на 10-11% ежегодно;



- замедление, после значительного повышения в 2007 г., роста цен на продовольственные товары, в том числе под воздействием снижения темпов роста цен на мировых рынках. С другой стороны, этому может препятствовать существенная локальная монополизация региональных рынков продовольствия. Тем не менее темпы повышения цен на продовольственные товары существенно не уменьшатся и составят к 2010 г. не менее 6-7% в год¹⁸;
- прекращение укрепления валютного курса рубля (с 2009-2010 гг.). Вклад этого фактора может составить 0,2-0,5 п.п. общего уровня инфляции.

Наиболее серьезным негативным последствием сохранения существенного инфляционного фона будут высокие процентные ставки по кредитованию предприятий и населения. Они не позволят, на наш взгляд, выйти на тот инвестиционный «скачок», ожидания которого время от времени муссируются в масс-медиа.

Мы предполагаем, что в текущем году инфляция составит 10,5-10,8%. Однако, если население решит потратить скопившуюся у него на руках избыточную рублевую ликвидность (около 300-350 млрд. руб.) – например, в связи с ожиданиями продолжения роста цен, - избыточный спрос спровоцирует новую волну повышения цен по широкому спектру потребительских товаров. В этом случае инфляция по итогам 2007 г. превысит 11%.

Макроэкономические прогнозы

В третьем квартале мы повысили прогноз темпов роста ВВП до 7,5% за 2007 г. и до 6,9% за 2008 г. Ускорение темпов роста ВВП в 2007 г. мы связываем прежде всего с рекордными темпами роста товарооборота (около 15,6%; +1.8 п.п. к предыдущему прогнозному значению). Источниками подобного изменения являются существенный рост экономики, располагаемых доходов населения, высокие номинальные объемы замедляющегося потребительского кредитования, а также резкое смягчение бюджетной политики в четвертом квартале текущего года (напомним, что расходы бюджета предполагается увеличить более чем на 1 трлн. руб.). Темпы роста инвестиций в основной капитал, как мы и прогнозировали, действительно замедлились с 22% за январь-июль до более консервативных 16-17% за год. Тем не менее, согласно нашим оценкам, в 2008 г. будут проведены все отложенные - по причине ипотечного кризиса - IPO и размещения облигаций, что сделает темпы роста инвестиций, на наш взгляд, сопоставимыми с показателями 2007 г. Тем не менее при прогнозе на следующий год мы исходим из консервативных оценок – около 15%.

¹⁸ В 2006 г. инфляция по продовольственным товарам составила 8,6%; рост цен на них к декабрю 2006 г. за девять истекших месяцев 2007 г. уже достиг 8,1%.


Динамика, прогноз и изменение прогноза основных макропоказателей в 2005-2008 гг.

	Годовые данные		Январь-сентябрь		Прогноз		Изменение прогноза за 3 месяца	
	2005 г.	2006 г.	2006 г.	2007 г.	2007 г.	2008 г.	2007 г.	2008 г.
ВВП - реальный рост, %	6,4	6,7	6,3	7,4	7,5	6,9	+0,2	+0,4
Номинальный ВВП - объем, млрд. руб.	21620	26781	19236	22945	31589	35993	+1,2%	+0,5%
Индекс промышленного производства - реальный рост, %	4	3,9	4,2	6,6	6,5	6,0	-0,5	-1,5
Розничный товарооборот, %	12,8	13,9	13,3	14,8	115,6	114,4	+1,8	+1,2
Инвестиции в основной капитал - реальный рост, %	10,9	13,7	11,8	21,2	16,9	15,1	0,0	+4,1
Реальный располагаемый доход, %	11,1	10	10,6	12,4	11,6	11,5	+1,1	+0,8
Средняя заработная плата, долл.	302	397	372	496	523,1	658,8	+3,3%	+6,2%
Инфляция, %	10,9	9	7,2	7,5	10,6	8,5	+2,3	+1,2
Валютный курс, руб./долл.	28,8	26,3	26,8	24,9	24,6	23,6	-0,7	-1,8
Курс «евро/доллар»	1,19	1,32	1,27	1,42	1,45	1,5	-	-
Денежная масса М2, %	38,6	48,8	28,2	27,8	44	31,7	+5,0	+3,2
Профицит федерального бюджета, % ВВП	7,5	7,5	8,8	7	4,5	3,3	-1,0	+0,1
Экспорт (ФОБ), млрд. долл.	243,8	303,9	223,8	248,8	345	353,3	+7,9	+1,9
Импорт (ФОБ), млрд. долл.	125,4	164,7	112,6	154,6	220,3	290,6	+0,3	+22,2
Торговый баланс, млрд. долл.	118,4	139,2	111,2	94,2	124,7	62,7	+7,6	-20,3
Сальдо текущих операций, млрд. долл.	84,4	95,3	79,7	57,1	95	33	+26,7	+3,2
Валютные резервы, млрд. долл.	175,9	295,6	258,7	415,3	424,1	511,1	-16,6	-20,8
Средняя цена нефти Urals, долл./барр.	50,5	60,9	62,5	64	67	65	+2,0	0,0

Источники: Росстат, Банк России, ГТК России, Reuters. расчеты Центра развития.

Увеличение инвестиций и сохранение высоких темпов роста располагаемых доходов населения и товарооборота обеспечат более высокие темпы роста ВВП в 2008 г., чем мы прогнозировали три месяца назад. Темпы роста ВВП составят порядка 7%, причем львиная доля увеличения внутреннего спроса будет обеспечена за счет роста импорта (+22,2 млрд. долл. к предыдущему прогнозу), который может составить по итогам 2008 г. 290 млрд. долл. Не последнюю роль в этом будет играть продолжение укрепления курса рубля до 23-23,5 руб./долл. в связи с девальвацией доллара. На этом фоне мы снизили прогноз по темпам роста промышленного производства до 6,5% в текущем и до 6% - в 2008 г. (-0,5 и -1,5 п.п. к предыдущему прогнозу соответственно).

Инфляция в текущем, впрочем, как и в следующем году, будет выше на 1,3-1,5 п.п. по сравнению с предыдущими прогнозами. Основные причины – сохранение относительно высоких темпов роста продовольственных товаров на мировых рынках, высокий уровень региональной монополизации рынков, а также индексация опережающими темпами услуг естественных монополий.

Максим Петровевич, Мария Крымская