



СЦЕНАРНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ НА 2008-2011 ГГ.

1. Основные «развилки» в сценариях на 2008-2011 гг.

1.1. Развитие мировой экономики

Высокий уровень цен на базовые ресурсы (нефть и продовольственные товары) в условиях ожидаемого снижения темпов роста потребительского спроса может существенно сократить прибыль производителей, что повлечет за собой более глубокую и продолжительную рецессию мировой экономики. Так, в рамках сценарного анализа мы будем придерживаться двух вариантов развития.

Сценарий А (отложенная рецессия)

Американской экономике удастся предотвратить развитие рецессии, в результате чего темпы ее роста на протяжении прогнозного периода остаются на уровнях, сопоставимых или чуть ниже 2004-2007 гг. Тем не менее проблемы американской экономики остаются нерешенными, что обуславливает наращивание груза проблем в 2008-2010 гг.. При этом кризис неизбежно происходит в 2011 г. Цены на нефть (Urals) находятся на высоком уровне - 85-110 долл./барр., доллар к концу 2010 г. постепенно ослабевает по отношению к евро до уровня 1,75-1,85 долл./евро. В 2011 г. происходит кризис американской экономики, который затрагивает экономики азиатских стран и Европы, что приводит к снижению темпов роста мирового товарооборота, повышению курса доллара до 1,5 долл./евро и падению цен на нефть до 75 долл./барр.

Сценарий Б (базовый, рецессия в 2008-2009 гг.)

Американской экономике не удастся решить возникшие проблемы, что предопределяет развитие рецессии в 2008-2009 гг., под влиянием которой оказываются не только США, но и Европа, Китай и Япония. Темпы роста мировой экономики начинают восстанавливаться только в 2010 г. - с 0,5-1 до 2-3%. Цены на нефть в результате уменьшения спекулятивной составляющей быстро снижаются, но остаются на достаточно высоких уровнях - 50-70 долл./барр. В этом сценарии мы предполагаем прекращение девальвации американской валюты и стабилизацию ее курса на уровне 1,4-1,5 долл./евро.

1.2. Динамика мировых цен на нефть

Изменение уровня цен на нефть в 2008-2011 гг., как и в прошлом году, при действующем механизме отчислений в государственные нефтяные фонды не будет слишком значимо влиять на темпы роста физических объемов российского ВВП. Гораздо большее влияние на российскую экономику будут оказывать такие внешние факторы, как приток/отток иностранного капитала и спрос на товары российского неэнергетического сектора. Динамика цен на нефть может оказать влияние на эти ключевые факторы через состояние мировой экономики и финансовых рынков.

Кроме того, от динамики цен на нефть во многом будут зависеть значения важнейших макроэкономических показателей: стоимостного объема экспорта, предложения валюты на внутреннем рынке, динамики доходов всех секторов экономики (предпринимательского, бюджетного, домохозяйств), давления на резервы Банка России, на курс рубля, цены импорта и т.д. Далее, в случае долгосрочного стремительного роста цен на нефть многое будет зависеть от



того, выберет ли Правительство РФ путь ускоренного увеличения потенциала добычи ресурсов либо потратит сверхдоходы на диверсификацию экономики, развивая топливный сектор только в мере, необходимой для поддержания устойчивости платежного и денежного балансов.

Иными словами, от уровня цен на нефть зависит конкретная модель роста экономики: соотношение внешнего и внутреннего спроса, конкурентоспособность отечественной и импортной продукции, инфляция, валютный курс и др. Более того, динамикой цен на нефть будут во многом определяться те вызовы, с которыми столкнутся денежные власти России – как в бюджетной, так и в денежной сферах. Успешная адаптация российской экономики к тому или иному уровню нефтяных цен во многом будет зависеть от адекватности и своевременности действий Правительства и Банка России.

1.3. Перспективы наращивания экспорта

От динамики цен на нефть и другую сырьевую продукцию – традиционные товары российского экспорта – в существенной мере зависит стоимостной объем экспорта, но не динамика его физических объемов. Прирост экспорта физического объема нефти, газа и нефтепродуктов ограничивается пропускной способностью «трубы»; с другой стороны, не следует ожидать существенного сокращения спроса на эти продукты.

Сценарные условия для прогнозов на 2008-2011 гг. – экспорт топливно-энергетических товаров

	2006 г. (факт)	2007 г. (оценка)	Прогноз			
			2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Экспорт нефти, млн. тонн	248,4	255,0	262	267	272	274
Экспорт природного газа, млрд. куб. м	202,8	188,2	204	217	223	231
Экспорт нефтепродуктов, млн. тонн	103,5	111,0	113	114	118	120

Источники: МЭРТ, Центр развития.

Существенное сокращение спроса в результате мировой рецессии могут испытать продукты нетопливного экспорта, в особенности металлургии. Российская металлургия сталкивается с квотированием своего экспорта в США и Европу (которые защищают собственных металлургов), а Китай ускоренными темпами наращивает собственные мощности. Так, согласно предпосылкам Центра развития в случае реализации рецессионных сценариев развития мировой экономики рост неэнергетического экспорта в физическом выражении может остановиться либо уйти «в минус». Но даже в относительно инерционном сценарии (А) экспорт не будет «локомотивом» для российской экономики – он будет расти медленнее, чем отечественное производство на внутренний рынок.

1.4. Изменение конкурентоспособности и перспективы импортозамещения

Мы не верим в переход российской экономики к инновационной модели развития уже в 2008-2011 гг., поэтому не ожидаем в эти годы прорыва в области технологической



конкурентоспособности. Ценовая конкурентоспособность, поскольку она определяется динамикой реального эффективного курса рубля, тоже радикально не изменится. Ближе к 2009-2010 гг. должен поменяться вектор курсовой динамики: после длительного периода укрепления реального эффективного курса рубля начнется его ослабление (в том числе вследствие уменьшения разности между растущей мировой и снижающейся российской инфляцией). В итоге изменение реального эффективного курса рубля за весь период 2008-2011 гг. по своей величине окажется сопоставимым с годовым изменением в 2000-2006 гг. Иными словами, этот фактор сам по себе не должен сильно повлиять на динамику физических объемов российского товарного импорта, все последние годы росшего примерно на 27-35% в год. Исключение может составить лишь сценарий Б, в котором резкая разнонаправленная динамика цен на нефть и притока/оттока капитала обуславливает весьма неравномерную динамику валютного курса и темпов роста импорта в физическом выражении.

Высокие темпы роста импорта могут также поддерживаться усилением притока иностранного капитала: прямые инвестиции зачастую расходуются именно на приобретение иностранного оборудования, а приток капитала в банковский сектор во многом направляется на кредитование розничных покупок импортных товаров и услуг населением.

Тем не менее мы считаем весьма вероятным резкое замедление роста физических объемов импорта в случае сокращения доходов государства и экспортного сектора экономики (например, понижения цен на нефть) либо уменьшения сальдо текущих операций, которое не будет компенсировано чистым притоком капитала. При стабильных ценах на нефть это может случиться уже в 2010-2011 г. - повышение цен на нефть лишь ненамного отсрочит наступление данного события.

1.5. Инвестиционный климат и возможности притока капитала

Бурный рост иностранных инвестиций в первой половине 2007 г. показал, что иностранные инвесторы резко повысили свои оценки инвестиционного климата в России. Поскольку в 2008-2011 гг. достаточно динамичное относительно других стран развитие российской экономики продолжится, можно ожидать дальнейшего повышения суверенных рейтингов РФ, а с ними и оценки России как подходящего объекта для инвестирования. Однако «узким местом» в притоке прямых иностранных инвестиций может оказаться не дефицит спроса «на Россию» со стороны международных инвесторов, а ограниченность числа проектов, которые Россия может им предложить. По-настоящему крупных компаний, способных заинтересовать иностранных инвесторов, в РФ не так много. Другим фактором, ограничивающим приток капитала, может стать приближающийся (а возможно, уже наступивший) мировой финансовый кризис. Дефицит ликвидности на мировом рынке капитала в третьем квартале 2007 г., ставший следствием ипотечного кризиса в США, на какое-то время привел к формированию чистого оттока капитала из России по каналу банковского сектора и предприятий. Следовательно, ухудшение ситуации на мировом рынке капитала может сопровождаться аналогичной тенденцией в финансовом счете платежного баланса РФ.



Резюмируя сказанное, мы будем предполагать, что в сценарии отложенной рецессии (А) в 2008-2010 гг. будет происходить увеличение объема чистого притока иностранного капитала до 200 млрд. долл., после чего в 2011 г. он сократится до уровня 2007 г. (70-80 млрд. долл.) вследствие рецессии. В сценарии Б мы предполагаем, что приток капитала в 2008 г. сократится, а в 2010-2011 гг. будет колебаться около нулевой отметке, после чего начнется восстановление объемов притока капитала.

Сценарные условия для прогнозов на 2008-2011 гг.

	2006 г. (факт)	2007 г. (оценка)	Прогноз			
			2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Среднегодовая цена нефти Urals, долл./барр.:						
сценарий А (отложенная рецессия)	60,94	69,5	85	95	105	75
сценарий Б (базовый)			70	60	55	60
Чистый приток иностранных инвестиций, млрд. долл.:						
сценарий А (отложенная рецессия)	41,987	82,2	110-120	150-160	190-200	70-80
сценарий Б (базовый)			20-30	-10,,10	-10,,10	50-60
Курс «доллар/евро»:						
сценарий А (отложенная рецессия)	1,26	1,37	1,55	1,65	1,75	1,50
сценарий Б (базовый)			1,30	1,20	1,15	1,15
Темпы роста мировой торговли, %:						
сценарий А (отложенная рецессия)	9,2	6,6	7	5,5	6	3,0
сценарий Б (базовый)			3	1,5	2	2

Источники: Банк России, Росстат, Центр развития.

2. Результаты моделирования в базовом сценарии (Б) и сценарии отложенной рецессии (А)

2.1. Динамика валютного курса в сценариях

Динамика валютного курса рубля по отношению к доллару в сценариях определяется двумя группами факторов. В первую группу факторов входят показатели платежного баланса: сальдо текущих операций, которое в существенной степени зависит от сальдо экспорта и импорта товаров и услуг, и приток/отток капитала. Эти факторы определяют динамику уровня номинального курса рубля⁷ относительно других валют. Второй фактор – динамика курса евро по отношению к доллару - определяет динамику курса рубля к доллару относительно уровня номинального курса рубля.

Согласно основным направлениям денежной политики Банка России на 2008 год в среднесрочном периоде будет соблюдаться приоритет «цели по снижению инфляции над другими целями», для выполнения которой «в полном объеме... потребуются перейти к режиму плавающего валютного курса». В этом случае Банк России может пойти на более сильное укрепление реального курса рубля, чем в 2007 г. Так, заявленные допустимые интервалы укрепления

⁷ Уровень номинального курса рубля по смыслу синонимичен понятию номинального эффективного курса, но отличается от принятого в Банке России порядка расчета.



реального курса рубля в 2008 г. составляют до 10% против 5,5% в 2007 г., что подтверждает возможность проведения более мягкой валютной политики.

В базовом сценарии, который характеризуется рецессией и снижением цен на нефть до уровня 55 долл./барр., предполагается постепенная девальвация рубля к концу 2011 г. до уровня 30,5-31,5 руб./долл. (при курсе 1,15 долл./евро, что соответствует 27,5-28,5 руб./долл. при неизменном курсе евро⁸). Приоритет задачи снижения инфляции, положительное сальдо текущего баланса и сальдо операций с капиталом будут способствовать укреплению валютного курса рубля в 2008 г. на 8-10% в реальном выражении. После чего сокращение сальдо текущих операций и, возможно, околонулевой чистый приток капитала будут обуславливать плавный переход от режима укрепления рубля к режиму его управляемой девальвации как в реальном (с 2011 г.), так и в номинальном (с 2010 г.) выражении.

В сценарии отложенной рецессии (сценарий А), который характеризуется в 2008-2010 гг. активным ростом мировой экономики и высоким спросом на энергоносители, укрепление валютного курса будет более интенсивным. Высокий уровень чистого притока капитала (100-200 млрд. долл. ежегодно) определит достаточный уровень ликвидности в экономике, при наличии которого инструменты сдерживания денежного предложения Банка России будут малоэффективны. В этих условиях Центральный банк в целях замедления инфляции может пойти на сильное укрепление валюты⁹, в результате чего укрепление эффективного курса рубля к концу 2010 г. может составить 5-7% в номинальном выражении и более 15% - в реальном.

В данном сценарии вероятная рецессия в 2011 г. оказывает более резкое и негативное влияние на экономику России, чем в 2008 г. Это объясняется следующими факторами. Во-первых, к 2011 г. Россия может быть в большей степени вовлечена в мировые потоки капитала, которые, в случае возникновения кризиса, могут прийти в страну в гораздо меньшем объеме либо начать уходить с внутривалютного рынка. Во-вторых, резкое снижение цен на нефть может существенно сократить сальдо торгового баланса, что может привести к уменьшению золотовалютных резервов на 150 млрд. долл., или на 16% относительно их общей величины на конец 2010 г. В этом случае вектор валютной политики может существенно развернуться и обусловить в течение года 10-15% девальвации номинального рубля, увеличивая темпы роста потребительских цен.

Таким образом, в случае сильного двойного профицита платежного баланса переход к плавающему валютному курсу обозначает размен текущих темпов роста потребительских цен на повышение их уязвимости от конъюнктуры мирового рынка энергоресурсов и финансового рынка в будущем и поэтому вряд ли показан.

2.2. Платежный баланс

Прогноз платежного баланса состоит из двух крупных частей: прогноза счета текущих операций и счета движения капитала. Счет текущего капитала преимущественно задается экзогенным образом,

⁸ По отношению к уровню на конец 2007 г.

⁹ Так как сдерживание валютного курса рубля на более низком уровне может привести к избыточному росту предложения денег и, соответственно, инфляции.



так как лишь немногие его компоненты поддаются прогнозированию с приемлемой степенью точности. Даже те показатели, которые могут быть приемлемо оценены в условиях стабильной экономики (например, приток капитала в банковскую систему), в условиях рецессии прогнозировать сложно, поскольку должны быть учтены настроения инвесторов и глубина падения финансовых рынков.

Что касается прогноза счета текущих операций, то точность этого показателя намного выше. Величины экспорта и импорта в существенной степени зависят от динамики цен на энергоресурсы, динамики курса рубля и объемов внутреннего инвестиционного и потребительского спроса. Сальдо доходов также в значительной степени является детерминированным. Тем не менее следует с осторожностью относиться к прогнозам замедления динамики импорта, так как данный эффект ни разу не наблюдался в экономике России после кризиса 1998 года¹⁰, что исключило возможность проверки различных моделей изменения импорта в условиях невысоких темпов роста доходов населения, девальвации валютного курса и растущего потребительского кредитования населения¹¹.

В базовом сценарии мы прогнозируем замедление темпов роста потребительского кредитования населения с 60 до 30-35% вследствие повышения процентных ставок в экономике и ограничений в банковской системе¹² по объему привлекаемых ресурсов. Замедление темпов роста кредитования одновременно со снижением темпов роста заработной платы вызовет сокращение потребительского спроса. Падение цен на нефть может привести к уменьшению притока иностранных инвестиций в добывающие отрасли, что сократит инвестиционный спрос. Тем не менее это сокращение будет невелико – так, темпы роста совокупного внутреннего спроса, согласно оценкам Центра развития, снизятся с 13 до 9%. Поэтому существенное укрепление рубля в 2008 г. (на 8-10% в реальном выражении) будет способствовать сохранению высоких темпов роста импорта - на уровне 20-25%, после чего они замедлятся до показателей 2000-2002 гг. (до 13-17%).

Несмотря на возникновение отрицательного сальдо счета текущих операций и торгового баланса уже с 2010 г., обеспеченность резервами останется на приемлемом уровне. Так, обеспеченность импорта резервами сократится с 25 до 11 месяцев, а обеспеченность импорта и частных иностранных заимствований - с 9,5 до 4,5 месяца, но оба показателя все равно останутся на уровне, достаточном для избежания серьезной девальвации рубля в среднесрочном периоде. Заметим, что в условиях отсутствия спекулятивной составляющей в ценах на нефть риски резкого падения объемов экспорта снизятся, а потому необходимость накопления существенного объемов золотовалютных резервов становится менее насущной. В этом случае часть средств золотовалютных резервов, по аналогии с китайским опытом, можно пустить на инвестирование внутри либо за пределами страны. Наконец,

¹⁰ Падение объемов импорта в 1998 и 1999 гг. было вызвано 4-5-кратной девальвацией рубля, вероятность повторения которой в течение следующих 4-5 лет маловероятна.

¹¹ Как показывает опыт, наиболее точным прогнозом начиная с 2004 г. было бы: «Импорт будет расти с темпом не менее 30%, несмотря ни на что». Такая позиция имеет под собой экономические обоснования и до сих пор подтверждалась историей.

¹² Кроме наиболее крупных банков – Сбербанка, ВТБ и др.



проблему небольшого отрицательного сальдо текущих операций не стоит преувеличивать – отрицательное сальдо на уровне 4-5% ВВП характерно для многих развитых стран.

Последствия отложенной рецессии (сценарий А) для российской экономики могут быть более значительны. Во-первых, по причине более высокого уровня цен на нефть: чем они выше, тем больше доля экспорта, которая зависит исключительно от спекулятивной составляющей, а следовательно, является неустойчивой. Во-вторых, с течением времени сальдо торгового баланса будет стремиться к нулю, что означает, что все большая доля импорта автоматически будет покрываться за счет спекулятивной составляющей цен на энергоресурсы. Уменьшение цен на нефть в этом случае не только сократит объемы экспорта, но и приведет к образованию дефицита торгового баланса на сопоставимую величину. В-третьих, российская экономика все глубже встраивается в мировой финансовый рынок. И если сейчас эта зависимость не столь велика, о чем свидетельствуют мнения экспертов и незначительные объемы оттока капитала, то в будущем она может усилиться, особенно в банковском секторе. В этом случае нехватка ликвидности на мировом фондовом рынке может спровоцировать более значимый ее отток с российского.

Так, к концу 2010 г. объемы экспорта российской экономики достигнут рекордных 530 млрд. долл. Тем не менее высокие темпы укрепления рубля, приток капитала и рост доходов населения будут способствовать увеличению объемов импорта до сопоставимого с объемами экспорта уровня. Объем золотовалютных резервов увеличится до 800 млрд. долл., уровень обеспеченности импорта составит 21 месяц, а импорта и частного внешнего долга – более 6 месяцев.

И вместе с тем возникновение рецессии в 2011 г. неизбежно приведет к снижению цен на нефть – по крайней мере, за счет спекулятивной составляющей, которая, по разным оценкам, составляет до 30-40% стоимости нефти. В этом случае 30%-ное падение цен на нефть может стоить более 120 млрд. долл. экспорта. Рецессия также вызовет ослабление притока капитала, за тем исключением, что в этом случае на каждый 1 п.п. ВВП оно будет стоить не 13 млрд. долл., а в 2-2,5 раза больше. Дефицит торгового баланса составит при этом несколько меньшую величину – порядка 70 млрд. долл.; его должны смягчить замедление темпов роста и уменьшение инвестиционного импорта по причине сокращения притока капитала. Сокращение золотовалютных резервов составит рекордные 140-160 млрд. долл. за один год. Таким образом, любая нестабильность в мировой экономике в данном сценарии может развернуть вектор монетарной и валютной политики на 180 градусов, что не будет способствовать повышению устойчивости российской экономики в среднесрочном периоде. Кроме того, более высокие темпы увеличения цен на нефть в ближайшие годы только усугубят эту зависимость.

2.3. Инфляция и денежные показатели

Повторимся: согласно основным направлениям денежно-кредитной политики Банка России в среднесрочном периоде будет соблюдаться приоритет «цели по снижению инфляции над другими целями». Замедлению инфляции будут препятствовать утвержденные высокие тарифы естественных монополий, которые будут расти в среднем на 17% ежегодно, сохранение положительной динамики мировых цен на базовые сельскохозяйственные продукты, а также



противоречия в монетарной политике, согласно которой, с одной стороны, темпы роста агрегата М0 необходимо сдерживать, а с другой стороны, необходимо поддерживать ликвидность банковской системы. Последняя задача обуславливается увеличением стоимости заимствований банковской системы на мировых рынках и избыточной денежной рублевой массы на руках у населения, объем которой, по оценкам Центра развития, превысил 300 млрд. руб. и продолжает повышаться. И хотя рост избыточной денежной массы на руках у населения смягчает на какой-то период инфляционные последствия стимулирующей монетарной политики, но вместе с тем является временным стерилизатором денежной массы и потому обостряет проблему ликвидности. В базовом варианте темпы роста инфляции снижаются очень медленно. Так, в 2008 г. они будут находиться на уровне 2007 года и только с 2009 г. начнут сокращаться. Причины этого нам видятся в том, что в данном сценарии население направляет запас избыточной национальной валюты на товарный рынок, увеличивая тем самым инфляционное давление. Укрепление курса рубля в условиях рецессии будет невелико, и потому темпы роста базовой инфляции в 2008 г. сохранятся на уровне 10-11%. Замедление роста доходов населения в 2009-2011 гг. облегчит задачу торможения инфляции – перспективы снижения инфляции к 2011 г. мы оцениваем в 8%, главным образом за счет уменьшения базовой ее составляющей (до 7%). Умеренная девальвация валютного курса в данном сценарии не будет оказывать существенного влияния на ускорение инфляции. Дополнительным неучтенным фактором в базовом сценарии может стать фактор мировых цен на продовольствие, которые, при прочих равных условиях, должны сократиться. Их вклад в торможение инфляции может составить порядка 1-1,5 п.п. роста потребительских цен.

В сценарии отложенной рецессии темпы роста потребительских цен также будут снижаться постепенно, несмотря на существенное укрепление валютного курса. Это обусловлено отсутствием у Банка России эффективных инструментов стерилизации чистого притока иностранного капитала. Темпы роста денежной массы в 2008 г. останутся на уровне 2007 года, а в 2009 г. будут снижаться гораздо медленнее, чем в базовом сценарии. Темпы роста потребительских цен будут уменьшаться, но останутся высокими – 10,5% в 2008 г. и 9-9,5% в 2009 г. По мере обнуления сальдо торгового баланса (с 2010 г.) приток капитала будет стерилизоваться ростом объемов импорта, снижая инфляционное давление. Результаты расчетов показывают, что снижение темпов роста потребительских цен в 2010–2011 гг. может быть очень существенным (на 2-2,5 п.п. - до 6,5-7,5%). Тем не менее рецессия в этом случае будет иметь гораздо более серьезные последствия, чем в базовом сценарии, преимущественно по причине «свободного» рубля. Девальвация номинального валютного курса, которая может составить более 8-10%, приведет к увеличению цен до 8-9%. Потенциальный двойной дефицит платежного баланса будет обуславливать дальнейшую девальвацию национальной валюты и поддержание инфляции на уровне 8-10% в течение двух-трех лет.

Расчеты показывают, что достаточно существенные различия в динамике валютного курса в сценариях не оказывают аналогичного влияния на темпы роста потребительских цен: вклад укрепления валютного курса в замедление инфляции достаточно невелик и оценивается нами в 0,15-0,2 п.п. инфляции на каждый процент укрепления рубля. Задачу снижения темпов роста цен



также затрудняют отсутствие у Банка России инструментов стерилизации притока капитала в случае его избыточности и нехватка ликвидности в экономике в случае, когда приток капитала недостаточен либо наблюдается его отток.

2.4. Экономический рост

В сценарии отложенной рецессии значения ключевых экзогенных параметров на 2008 г. в целом близки к фактическим результатам 2007 г., а основные макроэкономические итоги 2008 г. оказываются близки к итогам 2007 г. Например, реальный ВВП вырастет в 2008 г. на 7,5-8,5% (8,1% в 2007 г.), розничный товарооборот – на 16% (15,2% в 2007 г.), инвестиции в основной капитал будут существенным образом зависеть от притока капитала и в сценарии А составит 23% (21,1% в 2007 г.), физический объем экспорта товаров незначительно замедлится – до 3,1% (3,8% в 2007 г.), импорта – до 21,8% (20,1%) и т.д. Небольшой рост внутреннего (потребительского и инвестиционного) спроса связан с увеличением темпов роста реальных располагаемых доходов населения в 2008 г. до 14-15% и увеличением прямых иностранных инвестиций, поступивших в Россию за год. При этом инфляция в 2007 г. замедлится до 10-10,7%¹³. Также вероятным сценарием представляется стабилизация инфляции на уровне 11-12%. Профицит федерального бюджета уменьшится до 4-4,5% ВВП против 5,4% ВВП годом ранее.

В 2009-2010 гг. стоимостной объем экспорта товаров и услуг, как и импорта, вырастет до уровня 500-530 млрд. долл. Приток иностранных инвестиций и нулевые таможенные ставки будут стимулировать увеличение инвестиционного импорта, а банковское кредитование будет финансировать рост потребительского импорта даже в условиях некоторого замедления роста реальных располагаемых доходов населения¹⁴. Интенсивность потребительского и инвестиционного спроса несколько снизится (их пиковые значения, на наш взгляд, могут прийти на 2007-2008 гг.), но в результате рост ВВП замедлится до 6-7%. Одновременно инфляция снизится до 6-7%, а номинальный курс будет практически стабильным.

Основным фактором роста активов банковской системы будут оставаться кредиты населению, пополнение которых будет стимулировать существенное увеличение как депозитов населения, так и притока капитала. Капитализация будет возрастать примерно тем же темпом, что и активы. Главным источником пополнения собственных средств, как и ранее, будет прибыль, а крупнейшие банки прибегнут к привлечению капитала через дополнительные IPO. Важнейшим источником пассивов останутся средства предприятий, но их доля в балансе будет постепенно уменьшаться в пользу вкладов физических лиц и средств нерезидентов.

Тем не менее стабильность экономики в данном сценарии иллюзорна. Несмотря на повышение цен на нефть, перспектива отрицательного сальдо торгового баланса становится реальной к концу 2010 г. В

¹³ В 2008 г. ожидается лишь сохранение темпов роста цен на платные услуги. По нашим оценкам, они подорожают в 2008 г. на 13%.

¹⁴ Единственный фактор, который, на наш взгляд, может серьезно затормозить рост импорта, – усиление рисков потребительского кредитования, охват которого на конец прогнозного периода может превысить 30% совокупных доходов населения. Это очень много, учитывая, что клиентами банков в части потребительских кредитов становятся люди с низкими доходами.



этих условиях развертывание мировой рецессии в 2011 г. вызовет сокращение темпов роста ВВП и промышленности до 4-4,5 и 5% соответственно - главным образом по причине резкого ослабления притока иностранного капитала, что приведет к резкому замедлению роста инвестиций.

В базовом варианте развития экономики, подразумевающим немедленную рецессию, показатели экономического роста будут близки к среднесрочным показателям, опубликованным МЭРТ. Так, темпы роста ВВП замедлятся до 7% в 2008 г. и до 6,4-6,6% в 2009-2011 гг., темпы роста товарооборота - до 13,5-14,5% в 2008 г. и до 9,5-12% в 2009-2010 гг., темпы роста инвестиций – до 14-15% в 2008 г. и до 9-13% в 2009-2011 гг. Темпы роста экспорта замедлятся в 2008-2011 гг. до 2,2-2,4%, при этом поддерживаться они будут только за счет темпов роста экспорта газа, нефти и нефтепродуктов, спрос на которые снизится незначительно. Вместе с тем темпы роста экспорта неэнергетических товаров в 2008-2009 гг. могут быть отрицательными и составить –1,5-0,5% ежегодно. Вялое снижение инфляции при условии сохранения высоких мировых цен на продовольствие будет тормозить темпы роста внутреннего спроса и препятствовать увеличению реальных потребительских расходов, в то время как приток капитала, который был одним из источников ускорения инвестиций в экономику РФ на протяжении 2006-2007 гг., сократится практически до нуля или перейдет в отток. Банковское кредитование в этих условиях также не справится с ролью «локомотива» инвестиционного роста по причинам высокой стоимости заимствований на внешних рынках, сокращения темпов роста притока депозитов, возможного увеличения просроченной задолженности населения. Все эти факторы будут обуславливать замедление темпов роста инвестиций до уровней 2004-2005 годов (9-11% в год).

В отличие от сценария отложенной рецессии в базовом варианте экономика находится в более устойчивом положении. Ввиду того, что спекулятивная составляющая цен на энергоносители будет нивелирована, это избавит экономику от риска внезапного сокращения объемов экспорта. В то же время опережающий рост спроса на энергоносители должен сохраниться в долгосрочном периоде, что приведет к повышению цен на нефть в долгосрочной перспективе и будет поддерживать торговый баланс. Если же темпы роста экономики останутся стабильными, это создаст предпосылки для возвращения притока иностранного капитала уже в 2010-2011 гг., но на фоне более слабого рубля.

3. Возможные изменения в экономической политике

3.1. Возможные изменения в денежно-кредитной политике

На протяжении 2008-2011 гг. денежно-кредитная политика сохранит свою уязвимость от внешних параметров. В случае наступления рецессии в США (сценарий Б) экономика России столкнется с дефицитом предложения денег. Дефицит ликвидности может покрываться за счет мер денежно-кредитной и бюджетной политики. Поскольку рефинансирование пока остается неэффективным инструментом регулирования ликвидности, Банку России придется использовать другие инструменты - в частности, выкуп из портфелей банков облигаций Банка России (ОБР) и Правительства (ОФЗ), финансирование уставного капитала банков (например, IPO Сбербанка), снижение ставки по депозитам коммерческих банков в Банке России и др.



Сценарий А

	Факт			Оценка	Прогноз			
	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Национальные счета								
Номинальный ВВП, млрд. руб.	17 046	21 620	26 781	32 989	41 542	50 422	59 132	65 023
Номинальный ВВП, млрд. долл.	592	764	987	1 291	1 749	2 257	2 835	2 905
Реальный ВВП, рост в %	7,2	6,43	6,7	8,1	8,0	7,0	6,8	4,5
Промышленность, рост в %	8,3	4,0	4,4	6,3	6,8	6,4	6,0	5,4
Розничная торговля, рост в %	13,3	12,8	13,9	15,2	16,0	13,3	12,7	9,5
Инвестиции, рост в %	10,8	10,9	13,7	21,1	23,1	17,0	15,9	6,9
Экспорт, реал. рост в %	11,8	6,4	5,8	3,8	3,1	1,8	1,4	-1,5
Импорт, реал. рост в %	23,3	17	19,749	23,3	34,9	27,5	25,5	7,1
Денежные агрегаты								
М0 (дек/дек), %	33,8	30,9	38,6	33,1	31,4	27,6	24,4	26,6
М2 (дек/дек), %	35,8	38,6	48,8	43,5	44,2	35,4	27,7	26,6
М2Х (дек/дек), %	33,7	37,4	40,5	39,3	41,3	33,3	26,4	27,9
Активы банковской системы, % ВВП	41,9	45,1	52,8	58,6	65,9	72,5	79,4	86,0
Инфляция								
Инфляция (дек/дек), %	11,7	10,9	9	11,9	10,5	9,1	7,2	8,7
Инфляция (среднегодовая), %	11,0	12,5	9,8	9,0	11,2	9,8	8,2	8,0
Базовая инфляция (дек/дек), %	8,2	4,9	7,8	11	9,3	8,5	7,5	7,5
Бюджет								
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20,1	23,7	23,4	23,6	21,1	20,3	19,8	17,8
Процентные расходы, % ВВП	1,2	1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Непроцентные расходы, % ВВП	14,6	15,3	15,3	17,7	16,3	17,0	16,3	15,8
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4,3	-7,5	-7,5	-5,4	-4,4	-2,9	-3,1	-1,7
Резервный фонд, млрд. долл.	18,8	43	89,1	156,8	182,4	242,8	307,6	282,7
Фонд будущих поколений, млрд. долл.					73,7	113,7	186,1	194,0
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2,6	7	11	14,5	18,2	18,2
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4,5	-7,7	-8,4	-6,1	-5,0	-3,5	-3,7	-2,3
Платежный баланс								
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	354,0	430,0	483,8	530,8	413,8
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	221,2	309,0	408,4	526,2	552,3
Счет текущих операций, % ВВП	10,0	10,9	9,7	6,3	3,4	0,1	-3,1	-6,8
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8,4	0,7	41,7	80,2	115,6	153,4	194,1	94,3
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	11,8	12,6	26,2	47,1	70,0	110,0	130,0	100,0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	468	646	813	935	791
Государственный долг								
Государственный внешний долг, % ВВП	18,6	10,6	5,1	3,4	2,2	1,5	1,2	1,2
Государственный внутренний долг, % ВВП	4,4	3,9	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1	3,0
Частный внешний долг, % ВВП	14,5	19,1	22,3	28,2	27,3	26,6	26	28,3
Валютный курс								
Курс «рубль/доллар» (на конец года)	28	29	26	24,5	23,1	21,6	20,1	24,6
Курс «рубль/доллар» (среднегодовой)	29	28	27	25,6	23,7	22,3	20,9	22,4
Номинальный эффективный курс рубля, %	0,1	0,1	-3,3	0,6	-1,5	-1,7	-2,2	8,4
Реальный эффективный курс рубля, %	-6,1	-8,1	-9,4	-4,2	-6,3	-5,1	-4,3	5,3
Экзогенные параметры								
Цена на нефть Urals (средняя за год), долл./барр.	34,6	50,4	60,9	69,5	85	95	105	75
Курс «доллар/евро»	1,24	1,25	1,26	1,464	1,55	1,65	1,75	1,50



Сценарий Б

	Факт			Оценка	Прогноз			
	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Национальные счета								
Номинальный ВВП, млрд. руб.	17 046	21 620	26 781	32 989	39 962	47 384	56 395	67 786
Номинальный ВВП, млрд. долл.	592	764	987	1 291	1 583	1 764	1 968	2 227
Реальный ВВП, рост в %	7,2	6,43	6,7	8,1	7,1	6,4	6,4	6,6
Промышленность, рост в %	8,3	4,0	4,4	6,3	6,4	6,3	6,3	6,3
Розничная торговля, рост в %	13,3	12,8	13,9	15,2	13,9	10,7	9,7	14,0
Инвестиции, рост в %	10,8	10,9	13,7	21,1	14,4	9,3	10,8	11,5
Экспорт, реал. рост в %	11,8	6,4	5,8	3,8	2,4	2,3	2,9	2,2
Импорт, реал. рост в %	23,3	17	19,749	23,3	21,1	11,3	12,1	15,2
Денежные агрегаты								
M0 (дек/дек), %	33,8	30,9	38,6	33,1	30,2	26,3	24,0	25,4
M2 (дек/дек), %	35,8	38,6	48,8	43,5	40,5	29,9	23,5	21,1
M2X (дек/дек), %	33,7	37,4	40,5	39,3	40,6	29,2	23,7	21,3
Активы банковской системы, % ВВП	41,9	45,1	52,8	58,6	66,0	73,1	77,8	79,9
Инфляция								
Инфляция (дек/дек), %	11,7	10,9	9	11,9	11,8	10,9	9,8	8,8
Инфляция (среднегодовая), %	11,0	12,5	9,8	9,0	11,8	11,4	10,3	9,3
Базовая инфляция (дек/дек), %	8,2	4,9	7,8	11	10,5	8,5	7,5	7,5
Бюджет								
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20,1	23,7	23,4	23,6	20,3	18,4	17,3	16,9
Процентные расходы, % ВВП	1,2	1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Непроцентные расходы, % ВВП	14,6	15,3	15,3	17,7	17,1	16,8	16,1	15,5
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4,3	-7,5	-7,5	-5,4	-2,7	-1,1	-0,8	-1,0
Резервный фонд, млрд. долл.	18,8	43	89,1	156,8	152,4	175,3	195,2	217,9
Фонд будущих поколений, млрд. долл.					43,4	37,1	26,7	22,0
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2,6	7	11	14,5	18,2	18,2
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4,5	-7,7	-8,4	-6,1	-3,8	-1,7	-1,4	-1,6
Платежный баланс								
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	354,0	369,2	339,3	329,5	334,7
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	221,2	268,2	300,9	339,7	396,5
Счет текущих операций, % ВВП	10,0	10,9	9,7	6,3	2,8	-0,3	-2,7	-4,9
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8,4	0,7	41,7	80,2	7,0	4,7	3,8	49,0
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	11,8	12,6	26,2	47,1	40,0	40,0	50,0	60,0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	468	499	484	427	364
Государственный долг								
Государственный внешний долг, % ВВП	18,6	10,6	5,1	3,4	2,6	2,1	1,8	1,4
Государственный внутренний долг, % ВВП	4,4	3,9	3,8	3,6	3,8	4,3	4,4	4,5
Частный внешний долг, % ВВП	14,5	19,1	22,3	28,2	26,7	27,3	26,9	26,8
Валютный курс								
Курс «рубль/доллар» (на конец года)	28	29	26	24,5	26,1	27,6	29,7	31,2
Курс «рубль/доллар» (среднегодовой)	29	28	27	25,6	25,2	26,9	28,7	30,4
Номинальный эффективный курс рубля, %	0,1	0,1	-3,3	0,6	-3,2	-0,6	3,7	5,3
Реальный эффективный курс рубля, %	-6,1	-8,1	-9,4	-4,2	-9,1	-5,2	-0,1	2,1
Экзогенные параметры								
Цена на нефть Urals (средняя за год), долл./барр.	34,6	50,4	60,9	69,5	70	60	55	55
Курс «доллар/евро»	1,24	1,25	1,26	1,464	1,3	1,2	1,15	1,15



По нашей оценке, за счет мер исключительно денежной политики Банк России сможет покрывать дефицит ликвидности до 2008 г. включительно. Покрытие дефицита ликвидности в 2009-2010 гг. за счет дополнительного увеличения нефтяного трансфера может потребоваться в 2010-2011 гг. при резком снижении цен на нефть - до уровня 50 долл./барр. и ниже.

В случае продолжения роста объемов притока иностранного капитала до уровня 70-90 млрд. долл. в 2008 г. и более в 2009-2011 гг. либо возобновления повышения цен на продукты, которые не облагаются прогрессивной (от цен) пошлиной (такие как металлы), экономика столкнется с избыточным предложением валюты, поскольку Банк России пока не располагает эффективными инструментами стерилизации ненефтяной выручки, кроме нормы обязательного резервирования.

Кроме того, в условиях сокращения сальдо торгового баланса важную роль играет поддержание притока капитала на устойчивом положительном уровне. Этого можно достичь увеличением притока иностранного капитала в проекты с большими сроками окупаемости и строительства, а также реструктуризацией текущей задолженности корпораций и банковской системы в более долгосрочную (с 1-3 года до 5-7 лет).

3.2. Возможные изменения в бюджетной политике

Накопленный объем резервных фондов и использование конструкции нефтегазового бюджета обеспечивают достаточный уровень устойчивости бюджета в рамках обоих сценариев развития. При этом в сценарии А, в котором бюджет получает дополнительные доходы по сравнению с официальными проектировками, главной проблемой бюджетной политики будет оставаться эффективность использования этих средств. В случае, если быстрое начало мировой рецессии приведет к более заметному, чем предусмотренное официальным сценарием, снижению цен на нефть и ухудшению других внешних условий (сценарий Б), бюджет по закону должен быть скорректирован за счет сокращения условно утвержденных расходов (по нашим оценкам, на 1-1,5 п.п. ВВП в год).

Таким образом, риском бюджетной политики в этих условиях является торможение в выполнении социальных и инвестиционных программ. В этом сценарии критически важной становится динамика ненефтегазовых доходов федерального бюджета. При неизменной налоговой политике их объем к 2011 г. будет составлять в сценарии Б 12,0-12,2% ВВП. Ожидаемые изменения в налоговой системе (радикальное снижение НДС) приведут к сокращению соответствующих доходов бюджета, которые будут лишь отчасти компенсированы увеличением поступлений от налога на прибыль, подоходного налога, ЕСН и взносов во внебюджетные фонды. В этом случае для компенсации «выпадающих» доходов от снижения НДС может потребоваться перераспределение средств из региональных бюджетов в федеральный или увеличение объема заимствований.



4. Основные риски в 2008-2011 гг.

В том случае, если коррекция цен на энергоносители произойдет в 2008-2009 гг., 2008-2011 гг. останутся периодом макроэкономической стабильности с темпами роста ВВП не менее 6% и стабильно уменьшающейся инфляцией до 8-9% в год. Более того, в случае снижения мировых цен на продовольствие темпы роста инфляции могут замедлиться к 2011 г. до 6-7%. И это не удивительно, поскольку даже при ценах на нефть около 35 долл./барр. у российской экономики (как у бюджета, так и у частных компаний) не должно возникать серьезных проблем. Вместе с тем даже на общем стабильном макроэкономическом фоне в 2008-2011 гг. потребуются некоторая корректировка («тонкая настройка») экономической политики государства. Основным риском в данном сценарии будет оставаться обеспечение достаточного уровня ликвидности в экономике.

В случае продолжения тенденции к увеличению цен на энергоносители негативные ее последствия (в частности, движение в сторону отрицательного торгового сальдо) будут с годами накапливаться, и за пределами прогнозного периода (точнее, с 2011 г.) они могут вызвать довольно серьезные последствия, прежде всего связанные с риском обвальной девальвации. «Спусковым механизмом» для такого развития событий может послужить развертывание мирового кризиса, сопровождаемого падением спроса на продукты российского экспорта и еще более резким снижением цен на них.

*Максим Петроневич,
Наталья Акиндинова,
Валерий Миронов,
Сергей Пухов,
Михаил Столбов*