



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ



ЦЕНТР РАЗВИТИЯ

НАШ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

II квартал
2011

Текущие тенденции в мировой и российской экономике
и прогноз развития российской экономики

Год 2012

Год 2012

Экономика растет. Именно такое ощущение возникает при просмотре сводок Росстата или отчетов Банка России. Темпы роста ВВП составляют порядка 4,1%, темпы роста промышленного производства – 5,2%, темпы кредитования экономики вплотную подбираются к отметке 20% годовых, даже инфляция подает признаки замедления, ожидается профицит государственного бюджета. Пускай не все празднично – рост непостоянен: случаются остановки – но рост есть...

Однако если посмотреть более пристально на все факты и свидетельства экономического роста, то, прямо как в Лунном заговоре¹, глаз начинает цепляться за множество моментов, которые если и не опровергают текущие показатели развития, то ставят под сомнение основания для устойчивости процесса.

Одна из таких зацепок – динамика инвестиций, доля досчета в которых велика и составляет от 40 до 55% от объемов инвестиций, подтвержденных статистическими формами. Кстати, именно по причине внезапного уменьшения величины досчета объем инвестиций в первом квартале в рублевом выражении вырос всего на 8,9% (в реальном выражении упал на 0,8%), при том что объем «подтвержденных» инвестиций вырос на 19%. Однако в предыдущем году ситуация была с точностью до наоборот, поэтому оценить устойчивость тенденции достаточно сложно.

Темпы роста кредитования возросли до 20%. Но если вычестить из этой суммы величину капитализированных процентов и сделать поправку на динамику цен, то получается, что кредитование экономики в реальном выражении пока не растет. Хотя до этого оно вовсе сокращалось.

Темпы инфляции резко снижаются, но это вызвано влиянием сезонных эффектов, а также является следствием предшествующего запредельного уровня цен на ряд продовольственных товаров. Однако цены на непродовольственные товары (за исключением бензина), которые в наименьшей степени подвержены воздействию сезонных и административных факторов, начинают возрастать темпом до 0,6% в месяц (7,5% в год). Это больше, чем плановые цифры, но все-таки меньше, чем в прошлом году.

Объемы импорта уже превысили докризисные, а его темпы роста дают повод усомниться в том, что насыщение импортом уже вот-вот настанет. Текущая динамика импорта в сравнении с динамикой ВВП или промышленного производства наглядно показывает, что предпочтения потребителей и инвесторов после кризиса сдвигаются в сторону импортных товаров и оборудования. То ли климат не тот, то ли место «проклятое», то ли и не было особого предпочтения отечественных товаров импортным вовсе, а только докризисный бум производства был не чем иным, как ошибкой маркетологов, так как весь прирост продукции оседал на складах.

Таких фактов множество. Но Росстат месяц за месяцем развенчивает эти сомнения, поэтому мы не удивимся, если по итогам года темпы роста составят более 4%, пускай даже большая часть из них и будет достигнута за счет изменения запасов. При этом логика подсказывает, что темпы роста ВВП при такой структуре роста *должны рано или поздно* замедлиться.

Текущая динамика цен на нефть делает чрезвычайно комфортным период проведения президентских выборов в стране в начале 2012 года. Сохранение цен на нефть на уровне 110–120 долл./барр. позволит получать и достаточно высокие экспортные доходы – 550–560 млрд. долл. (400 млрд. долл. в 2010 году), что при объявленном объеме расходов бюджета на 2012 год с большой долей вероятности приведет к профициту (порядка 1–2% ВВП). Ресурсов банковской

¹ Теория заговора, центральной идеей которой является утверждение о том, что во времена «лунной гонки» в ходе американской космической программы «Аполлон» (1969–1972) высадок людей на Луну не производилось: фотографии, киносъемки и другие документальные материалы всех 6 высадок были сфальсифицированы правительством США, а известные правительству СССР разоблачающие факты не были обнародованы... Также удивляет, что за истекшие 42 года не было ни одной высадки на Луну с участием человека.

системы достаточно для поддержания темпов роста кредитования на уровне 25% в год, что, конечно, ниже докризисных, но хватит для сохранения нормальных темпов роста экономики.

Однако во всей этой картине наблюдается один существенный риск. Он заключается в том, что темпы роста импорта товаров могут существенно превысить значения, заложенные в бюджете и прогнозе развития на 2012 год (352 млрд. долл.). Причем риск не в том, что это может негативно отразиться на темпах роста ВВП (в конце концов, ВВП – это достаточно абстрактный для экономических агентов индикатор), а во влиянии объемов импорта на валютный рынок, который никак не зависит от методологии подсчета того или иного показателя, поскольку характеризует вполне определенную рыночную силу.

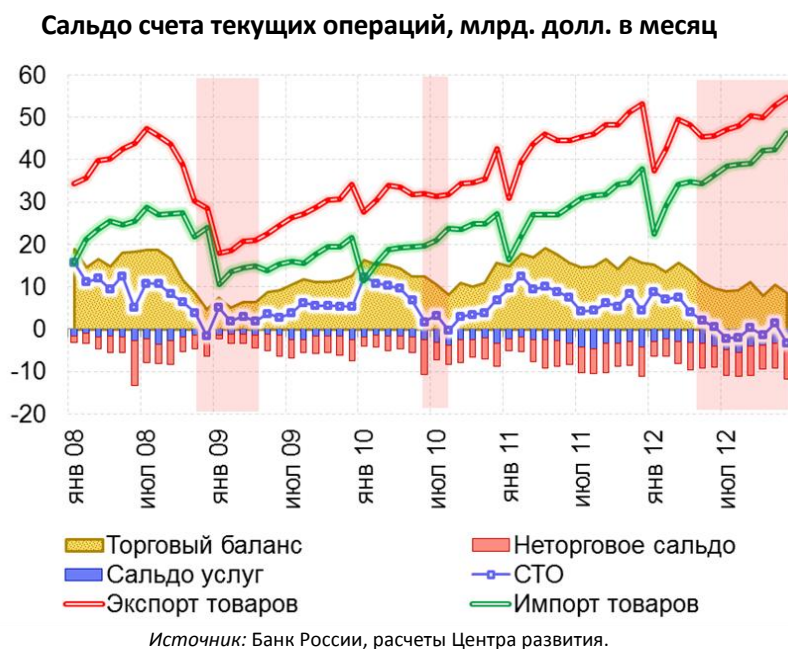
Основания для этого есть. При достаточно близком прогнозе остальных макропоказателей объем импорта по итогам 2011 года, согласно МЭР, должен составить 308,7 млрд. долл., что на 24,1% больше величины 2010 года (248,7 млрд. долл.). Однако согласно предварительным данным Банка России за первое полугодие объем импорта составил 147,8 млрд. долл. против 103,9 млрд. долл., что соответствует темпу роста 42,2% в год. Даже если зафиксировать объемы импорта на уровне июня, суммарный импорт за год составит не менее 329 млрд. долл. (+32%), а наиболее вероятное значение импорта – не менее 345 млрд. долл. (+38,7%). В 2011 году на фоне рекордных для России объемов экспорта, оцениваемых в 540–550 млрд. долл., это не несет в себе каких-либо серьезных девальвационных рисков и даже допускает отток капитала при отсутствии каких-либо значимых последствий для рубля. Однако уже в 2012 году ситуация может измениться.

Высокие экспортные доходы и темпы кредитования могут поддержать бум потребления в 2012 году. Способствовать поддержанию роста импорта в 2012 году могут и инвестиции в отраслях, за которыми установлен жесткий контроль со стороны премьер-министра (нефтянка, энергетика, РЖД), а современное нефтеперерабатывающее, энергетическое и транспортное оборудование практически целиком производится за рубежом. Поэтому сохранение темпов роста импорта на уровне 25–30% годовых в следующем году более чем вероятно (и ожидаемо) в текущих условиях развития и при стремительном росте потребительских расходов населения.

Такая динамика импорта может привести к опасности девальвации рубля гораздо раньше, чем предупреждает МЭР (то есть раньше 2014 года). Согласно нашим расчетам, риск девальвации может возникнуть практически сразу после президентских выборов и стать задачей номер один для избранника.

Где проходит граница? Риск девальвации наступает, когда сальдо счета текущих операций снижается до уровня менее 1% ВВП в год (или 1,5 млрд. долл. в месяц). При этом динамика капитала может либо усиливать, либо ослаблять тенденцию, но не противостоять ей. Принимая во внимание тот факт, что дефицит неторговых операций сальдо счета текущих операций составляет 5–7 млрд. долл., стабильность валютного рынка обеспечивается только в том случае, если торговое сальдо будет не меньше 6,5–8,5 млрд. долл. в месяц.

Много это или мало? Оценка сальдо торгового баланса на июнь составляет 16 млрд. долл., поэтому запас определенно есть. С другой стороны, наращивание экспорта возможно только за счет цен. Импорт за июнь составляет 29–30 млрд. долл.: это означает, что 8 млрд. долл. запаса легко абсорбируются 30%-ным ростом импорта. Ухудшает ситуацию и недооценка сальдо экспорта и импорта услуг, которое, по оценкам МЭР, составит -27 млрд. долл. в текущем году и -32 млрд. долл. – в следующем (в 2010 году было -29 млрд. долл.). В то же время текущие показатели позволяют предположить, что сальдо услуг только в этом году составит порядка -35...-39 млрд. долл. (-3 млрд. долл. в месяц), а в 2012 году – и того больше – порядка -40...-45 млрд. долл. (-3,7 млрд. долл. в месяц).



В итоге наши расчеты показывают, что уже в апреле–июне следующего года (а не в 2014-м, как говорит МЭР) Россия может перейти в область усиленного девальвационного давления. Насколько сильно оно будет, сказать сложно, поскольку глубину девальвации часто определяет не сальдо счета текущих операций, а результат противостояния валютных спекулянтов и Банка России. По нашим оценкам, если спекулятивной атаки не будет, дело может решиться мирной «ползучей» девальвацией темпами 10–15% в год (как это было в 2000–2002 гг.). А на практике?

4

Может ли риск роста импорта не оправдаться? Да, может. Более того, в первом полугодии 2011 года доля импорта товаров по отношению к двум наибольшим компонентам внутреннего спроса (товарооборот и инвестиции) составила 35%, что является докризисным максимумом для этого показателя. Если этот максимум не изменится, то мы вправе ожидать резкого замедления импорта уже со второго полугодия этого года, поскольку товарооборот и инвестиции растут медленно. Именно на этот сценарий рассчитывает МЭР. Однако повторимся: текущая динамика импорта не демонстрирует каких-либо сигналов к замедлению. Поэтому если импорт не замедлится в ближайшее время, то угроза девальвации национальной валюты на фоне исключительно благополучного экономического фона – высоких цен на нефть, роста потребления, роста инвестиций, профицита бюджета – станет реальной.

Что может сделать новый Президент или Банк России? Самое разумное – согласиться на девальвацию. Если по каким-то причинам новый Президент прикажет Банку России удерживать рубль любой ценой, то это отразится как на быстром снижении резервов, так и на росте ВВП. Уменьшение влияния запасов вкупе с быстрым ростом импорта могут послужить причиной для внезапной остановки экономического роста. Однако отрицательных темпов роста ждать не стоит, поскольку импорт сам по себе является одним из главных источников роста ВВП в методологии Росстата² (в частности, только в 2010 году его вклад в прирост ВВП составлял порядка 0,9 п.п.). Но распродажей резервов проблему не решить, и с каждым долларом увеличения импорта давление на рубль будет возрастать, пока... чпок! девальвация не случится вынужденно по причине резкого снижения резервов Банка России, спровоцированного массовым бегством в валюту.

И что самое обидное – даже продолжение роста цен на нефть может лишь отсрочить эту проблему, но не искоренить эту угрозу навсегда. Угроза будет перманентна до тех пор, пока высокие экспортные доходы не начнут трансформироваться в повышение конкурентоспособности российской экономики – либо ценовой, либо институциональной.

² Петровниченко М. В. ВВП прирастает не только запасами, но и... импортом // «Новый курс» № 72. 2011. С. 21–22.

ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

Текущие тенденции

- Снижение темпов роста из-за разрушительного землетрясения в Японии;
- Более слабые, чем ожидалось, темпы роста американской экономики;
- Перебои с поставками нефти из стран Ближнего Востока и Северной Африки, но при этом наблюдается перелом тенденции роста нефтяных цен.

В начале мая произошел перелом полугодовой тенденции роста нефтяных цен, а в конце июня, по всей видимости, наметилась тенденция к стабилизации и даже к снижению цен. В отдельные дни падение цен достигало 7 долл./барр.: подобная динамика в последнее время наблюдалась лишь в период кризиса – в начале сентября и в середине ноября 2008 г. В итоге котировки нефти марки Urals за последние месяцы колебались в диапазоне 103–123 долл./барр. (см. рисунок ниже).

Цены на нефть и курс евро/доллар



Источник: Reuters, Cbonds.

Первоначально снижение цен было связано с ожиданием ослабления политической напряженности в мире в связи с ликвидацией Усамы бен Ладена. К тому же постепенное ужесточение финансовой политики Нацбанка Китая с целью обуздать инфляцию сдерживало участников рынка от игры на повышение.

Июньская конференция стран-членов ОПЕК привела к расколу внутри нефтяного картеля: впервые за последние 20 лет его участники не смогли договориться о квотах на добычу нефти. При этом Саудовская Аравия заявила о

готовности в одностороннем порядке увеличить производство нефти для стабилизации цен.

Экономический кризис в Греции и снижение суверенного долгосрочного кредитного рейтинга привело к падению курса европейской валюты к доллару и к очередному снижению цен на нефть.

Падение цен усилилось после решения США и Международного энергетического агентства (МЭА) о выделении 60 млн. барр. нефти из стратегических запасов. Возможно, США всерьез опасаются, что рост цен на нефтяном рынке может подорвать хрупкое восстановление американской экономики.

Однако мягкая денежно-кредитная политика ФРС США способствует поддержанию нефтяных цен на высоком уровне.

Основные риски в среднесрочной перспективе

- Возможный «перегрев» развивающихся экономик;
- Постепенный рост инфляционных ожиданий и необходимость перехода со временем к ужесточению денежно-кредитной политики в ряде ведущих стран;
- Замедление темпов роста мировой экономики;
- Возросшие риски в финансовом секторе из-за долгового кризиса на периферии еврозоны;
- Риски падения цен на товарных рынках в случае торможения экономического роста и/или в случае роста процентных ставок и формирования дефицита ликвидности.

В условиях вялого экономического роста все больше будет набирать силу фактор негативного влияния высоких нефтяных цен на развитие мировой экономики. Официальные представители США и Саудовской Аравии уже заявили о том, что цены на нефть сейчас слишком высоки для мировой экономики.

Большинство экспертов согласны в том, что повышение цены нефти на 10 долл./барр. приводит к сокращению темпов роста мирового ВВП на 0,2–0,5%.

В то же время мы пока не видим реального сокращения спроса на нефть и нефтепродукты со стороны ключевых потребителей нефти. Во всяком случае, отдельные признаки торможения спроса пока не «перевешивают» факторы, приведшие к росту нефтяных цен в последние месяцы: волнения в арабском мире продолжаются; ливийская нефть не поступает и не будет поступать на мировой рынок еще долго (год-два) из-за разрушенных нефтепроводов и нефтехранилищ; мягкая монетарная политика в США, по всей видимости, сохранится еще не один месяц.

В этой связи мы полагаем, что до конца года нефтяные цены будут колебаться в широком боковом тренде. Средняя цена нефти Urals в среднем за текущий год может составить около 110 долл./барр.

В 2012 г. ужесточение денежно-кредитной политики в США, Китае и еврозоне будет способствовать снижению нефтяных цен. Но высокий спрос на нефть со стороны китайской экономики, темпы роста которой в настоящее время и в среднесрочной перспективе пока не пересматриваются в сторону понижения (как это делают международные финансовые организации по отношению к развитым странам), будет сдерживать снижение цен на нефть. Поэтому в следующем году средняя цена нефти Urals может не измениться.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА: ВВП И ТОРГОВЛЯ**Бюджетное пугало**

Во втором квартале 2011 года проблемы суверенного долга в Европе и США и связанные с ними планы по бюджетной консолидации оказывали существенное влияние на экономику в целом и на настроения инвесторов. В еврозоне целая группа стран испытывает проблемы с обслуживанием и погашением суверенного долга или находится на грани возникновения таких проблем, они срочно принимают решения о сокращении бюджетных расходов. В зоне неблагоприятия в настоящее время находятся все страны группы PIIGS. Степень этого неблагоприятия, по оценке квалифицированных инвесторов, может быть проиллюстрирована страновыми доходностями десятилетних государственных облигаций. Доходности этих бумаг по состоянию на середину июля 2011 года отражены в следующей таблице.

Доходность облигаций и госдолг некоторых стран, в %

	Доходность десятилетних облигаций	Соотношение госдолга и ВВП на конец 2011 г.
Германия	2,65	80,1
Великобритания	3,03	83
Португалия	12,69	90,6
Италия	5,94	120,3
Ирландия	14,08	114,1
Греция	18,26	152,3
Испания	6,28	63,9

Источник: данные Bloomberg, IMF.

Особые опасения связаны с долговыми проблемами третьей по размеру в еврозоне экономики Италии. Консолидация бюджетов в ряде стран еврозоны снижает напряженность на долговом рынке, но в краткосрочной перспективе ведет к снижению темпов экономического роста. В свою очередь, США держат весь мир в напряжении, затягивая решение вопроса о повышении планки государственного долга, что в начале августа может привести к техническому дефолту.

Прогнозы: рост, но невеселый

Согласно последним прогнозам, по итогам 2011 г. в экономике США ожидается рост ВВП на 2,5–2,6%, в еврозоне – на 1,7–2,0%, в

Японии возможен небольшой спад (до -0,7%) или стагнация (+0,1%), что, учитывая разрушительные последствия мартовского землетрясения, не так уж плохо. В 2012 году, по оценкам МВФ, рост экономики США составит 2,7%, еврозоны – 1,7%, Японии – 2,9%.

Прогнозы темпов роста основных стран и мировой экономики в 2011–2012 гг.

Страна/Источник прогноза	Дата	2011 г.	2012 г.
США			
МВФ	Июнь	2,5	2,7
Всемирный банк	Июнь	2,6	2,9
FRB	Июнь	2,5÷3,0	2,2÷4,0
Опрос Blue Chip Economic Indicators	Июнь	2,6	3,1
Опрос The Economist	Июнь	2,6	3,0
Livingston Survey ¹	Июнь	2,5	3,0
ОЭСР	Май	2,6	3,1
Опрос National Association for Business Economics	Май	2,8	3,2
Survey of Professional Forecasters ¹	Май	2,7	3,0
Опрос Wall Street Journal	Июнь	2,7	3,0
Европейская Комиссия	Май	2,6	2,7
Еврозона (16 стран)			
МВФ	Июнь	2,0	1,7
Всемирный банк	Июнь	1,7	1,8
European Central Bank	Июнь	1,5÷2,3	0,6÷2,8
Опрос The Economist	Июнь	1,9	1,7
ОЭСР	Май	2,0	2,0
Survey of Professional Forecasters ²	Май	1,7	1,7
Consensus Economics	Май	1,7	1,7
Европейская Комиссия	Май	1,6	1,8
Япония			
МВФ	Июнь	-0,7	2,9
Всемирный банк	Июнь	0,1	2,6
Опрос Economic Planning Association ²	Июнь	0,1	2,9
Опрос The Economist	Июнь	-0,2	2,6
ОЭСР	Май	-0,9	2,2
Европейская Комиссия	Май	0,5	1,6
Китай			
МВФ	Июнь	9,6	9,5
Всемирный банк	Июнь	9,3	8,7
ОЭСР	Май	9,0	9,2
Мир–ВВП⁴			
МВФ	Июнь	4,3	4,5
Всемирный банк	Июнь	4,3	4,4
Мир–Мировая торговля			
МВФ	Июнь	8,2	6,7
ОЭСР	Май	8,1	8,4
Всемирный банк	Июнь	8,0	7,7

Примечание. 1. Опрос FRB of Philadelphia. 2. Опрос European Central Bank. 3. Для финансового года. 4. Страновые ВВП «взвешены» по ППС.

По сравнению с апрельским прогнозом роста мировой экономики последний прогноз, сделанный в июне, предусматривает

замедление темпов экономического роста в США в 2011 и 2012 годах на 0,3 и 0,2% соответственно. Такой пересмотр связан с текущей экономической статистикой США. В соответствии с данными Бюро экономического анализа, в первом квартале 2011 года экономика США выросла всего на 1,9%, в четвертом квартале этот показатель составлял 3,1%. На темпы роста крупнейшей экономики мира негативное влияние до конца 2011 года будут оказывать завершение программ бюджетного стимулирования экономики (казначейская программа ARRA) и программы количественного ослабления экономики ФРС США. Серьезным фактором замедления экономик США и Европы станут программы

бюджетной консолидации (в США на введении такой программы настаивают республиканцы). В еврозоне такие программы приняты или рассматриваются во всех странах PIIGS. Скептики отмечают, что они приведут к снижению уровня жизни населения, а заодно к росту безработицы и увеличению затрат на пособия по безработице. Тем не менее, по мнению авторитетных ученых (К. Рогофф), при соотношении госдолга и ВВП, превышающем 90%, возникают препятствия для экономического роста и бюджетная консолидация необходима. К странам с таким превышением относится и США, чей госдолг в конце 2011 года, по оценкам МВФ, может составить 99,5% ВВП.

Экономика России: ВВП

Темпы роста ВВП продолжают радовать слух. Динамика ВВП за первый квартал – плюс 4,1% к первому кварталу 2010 года, или 1,3% к предыдущему кварталу – не позволяет усомниться в высоких темпах роста ВВП в целом за год. Может быть, даже выше, чем 4,2%, прогнозируемые Правительством. Однако анализ факторов, на которые этот рост опирается, который квартал оставляет массу сомнений в устойчивости.

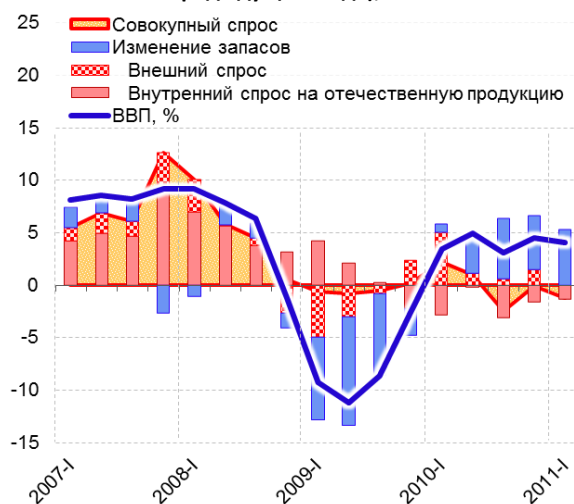
Драйверами роста служат обрабатывающая промышленность (1,7 п.п., 12,9% год к году), сектора транспорта (0,4 п.п., 5,1% год к году) и операции с недвижимостью (0,4 п.п., 3,8% год к году). Большой вклад, порядка 0,7–0,8 п.п. по оценкам Центра развития, приносят налоги на импорт (НДС и пошлины), увеличивающие ВВП страны, однако имеющие мало отношения к процессу выпуска отечественных товаров.

Отсутствие уверенности в устойчивости роста выпуска отечественной продукции заключается в том, что мы не совсем понимаем, кем она потребляется и потребляется ли – статистика Росстата, увы, не позволяет ответить на этот вопрос. Собственные же расчеты показывают, что если в 2010 года прирост ВВП полностью обеспечил эффект нормализации запасов, то в первом квартале 2011 года этот эффект перекрывает прирост ВВП (5,2 п.п. из 4,1% роста). Т.е. фактически покрывает рост и восполняет снижение реально отпускаемой продукции – как на экспорт (+0% год к году, +1,3% квартал к кварталу), так и внутри России (-1,3% год к году, -0,5% квартал к кварталу). При этом мы подвергаем сомнению достоверность оценки Росстата в части импорта: +23,1% год к году в физическом выражении – это откровенно мало при росте импорта товаров на 41,1% и импорта услуг – на 11%. Все-таки основа российского импорта вовсе не продовольственные товары, даже несмотря на засуху...

Смена базы – анализ приростов не к первому кварталу предыдущего года, а к предыдущему кварталу – не меняет картину: из 1,3% прироста ВВП 1,5 п.п. обеспечено приростом запасов, вклад экспорта равен 0,5 п.п., а вклад

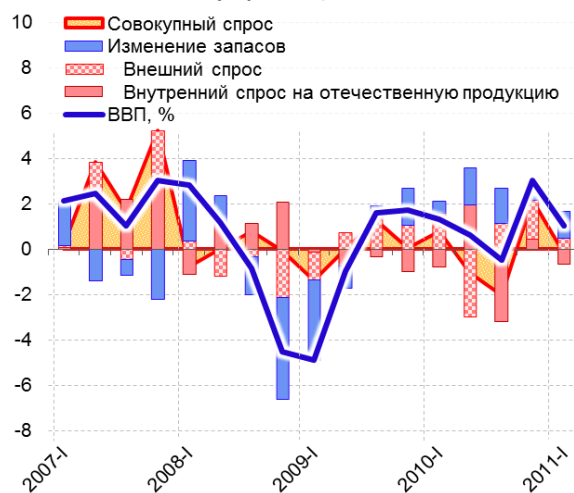
внутреннего спроса продолжает оставаться отрицательным (минус 0,7 п.п.).

Динамика ВВП и вклад в ВВП составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года), п.п.



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Динамика ВВП и вклад в ВВП составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена), п.п.



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Динамика запасов сама по себе пока не вызывает у нас подозрений – расчетное значение обеспеченности ВВП запасами составляет 3,9 мес. и остается на уровне 2005–2006 г. (до бума потребления). На этом уровне запасы остаются уже практически год, т.е. их эффект в течение 2011 года должен постепенно ослаблять свое влияние на рост ВВП.

Тем не менее мы пока оставляем прогноз ВВП на 2011 год достаточно оптимистичным (+3,8%). Однако это ожидание в существенной степени базируется на том, что, несмотря на ожидание замедления роста, Росстат каждый раз демонстрирует обратное. Кроме того, не следует забывать и о бюджетных инъекциях, которые при отсутствии долговременных

эффектов помогают скрывать признаки истощения роста.

Однако в среднесрочном периоде в *отсутствие мер государственной политики* мы ожидаем замедления темпов роста экономики России до 2% в год. Если же импорт не затормозит свои темпы роста, то оно может оказаться еще больше.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Текущие тенденции

- Ускоренный рост импорта (в основном за счет физических объемов) и его выход на докризисный уровень за счет оживления кредитования населения и бизнеса, снижения склонности к сбережению и укрепления рубля.
- Сохранение чистого оттока капитала. Причины – высокое торговое сальдо, бегство капитала (инвестиционный климат, выборы), вялое внешнее финансирование (на уровне рефинансирования).

Внешняя торговля – устойчивый рост импорта

С января по июнь текущего года стоимость импорта растет высокими темпами – от 40 до 44% (год к году). Более высокими темпами импорт рос только непосредственно перед самым кризисом (в первые три квартала 2008 г.), в условиях перегрева экономики.

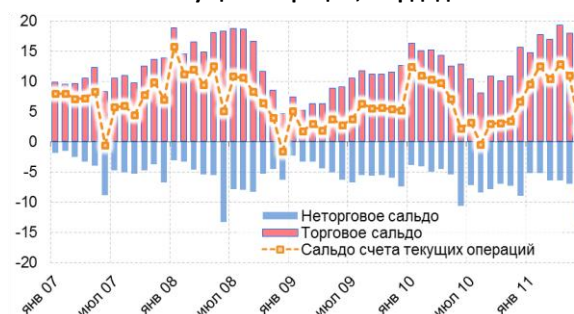
Локомотивом роста импорта в последние месяцы по-прежнему является ввоз автомобилей, стоимость которых почти в два раза превышает прошлогодние показатели. Впрочем, в этом нет ничего удивительного – сказывается эффект базы: первые признаки послекризисного восстановления автомобильного рынка стали заметны лишь в марте прошлого года, когда заработала правительственная программа по утилизации старых автомобилей, но импорт автомашин начал расти лишь летом – российские дилеры не смогли предугадать развитие событий и опоздали с размещением своих заказов у производителей.

Торговое сальдо в апреле достигло рекордного за всю историю уровня – 19 млрд. долл. Прекращение роста нефтяных цен и стагнация прочего экспорта на фоне ускоренного роста импорта привели к сокращению торгового сальдо в мае и июне до 17 млрд. долл.

Продолжается рост неторгового дефицита счета текущих операций. Отрицательное сальдо по услугам, инвестиционным доходам

и трансфертам в совокупности превысило 27 млрд. долл. в целом за второй квартал и по сравнению с предыдущим годом (этот показатель имеет ярко выраженную сезонность) увеличилось почти на 30%. В услугах наблюдается опережающий (в полтора раза) рост импорта над экспортом. Если в первом квартале дефицит услуг вырос на 37% к предыдущему году, то во втором квартале рост составил уже 40%. В динамике текущих трансфертов и оплате труда можно отметить рост зарплаты и численности мигрантов, в инвестиционных доходах – устойчиво растут доходы к выплате нерезидентам на фоне высоких цен на нефть и роста прибыльности российских предприятий.

Счет текущих операций, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

В результате профицит счета текущих операций имеет тенденцию к снижению: если в апреле и мае он измерялся двузначными цифрами, то в июне, по нашим оценкам, снизился до нескольких миллиардов долларов. В целом за второй квартал положительное сальдо счета текущих операций сократилось до 25 млрд. долл. против 32 млрд. долл. кварталом ранее.

Отток капитала сохраняется

На протяжении девяти месяцев сохранялся чистый отток капитала частного сектора. В мае он составил 5 млрд. долл., за девять месяцев – 61 млрд. долл. Лишь в июне Банк России зарегистрировал чистый приток капитала в объеме 3 млрд. долл. Однако первый заместитель председателя Банка России Алексея Улюкаев считает, что «не нужно слишком сильно переоценивать этот факт, никакого принципиального перелома не

произошло. Июнь всегда в этом смысле более позитивный месяц, потому что идет выплата дивидендов в компаниях». Всего с начала года из России ушло более 31 млрд. долл. (примерно 3,5% ВВП).



Если в конце прошлого года чистый отток капитала можно было «списать» на девальвацию рубля (эффективный курс рубля ко всем валютам в четвертом квартале снизился на 4%), то сейчас даже в условиях интенсивного укрепления рубля частный сектор предпочитает хранить активы за пределами страны.

Основные риски в среднесрочной перспективе

- Ускоренный рост импорта может привести к формированию дефицита счета текущих операций.
- При сохранении тенденции оттока капитала и текущего профицита высока вероятность значительной девальвации рубля и сокращения международных резервов.

Мы считаем, что при отсутствии внешних шоков затормозить инерционный рост импорта будет достаточно сложно, и его стоимость по итогам текущего года может увеличиться до 345–350 млрд. долл. (рост на

39–41%). Даже если импорт перестанет расти и стабилизируется на текущем уровне до конца года, то за 2011 год его стоимость превысит 330 млрд. долл., что на треть выше прошлогодних показателей.

При стабилизации нефтяных цен (и, как следствие, стоимости экспорта) на уровне второго квартала сальдо счета текущих операций во второй половине текущего года продолжит снижаться и составит, согласно нашему прогнозу, 22 млрд. долл. в третьем квартале и около 18 млрд. долл. в конце года при инерционном росте импорта.

Отрицательное сальдо по услугам при сохранении текущих темпов роста экспорта и импорта услуг по итогам года может вплотную приблизиться к 40 млрд. долл. (29 млрд. долл. в 2010 г.) и еще больше возрастет в 2012 г. Это существенно превышает прогноз МЭРа, который оценивает дефицит услуг в будущем году на уровне 32 млрд. долл.

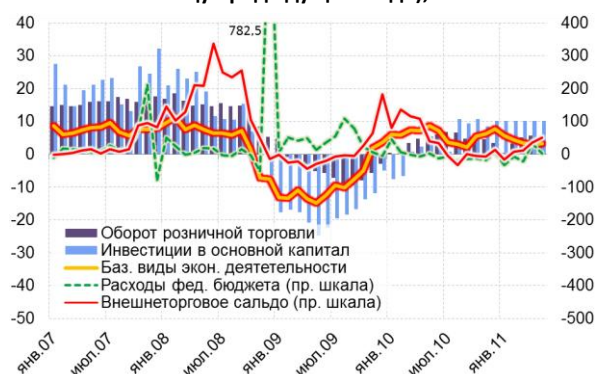
По нашему мнению, отток капитала сохранится до конца года. Ему будут способствовать: неблагоприятный инвестиционный климат в России, приближающиеся парламентские и президентские выборы и связанная с ними политическая неопределенность, возможное ужесточение денежно-кредитной политики в развитых странах, не говоря уже о возможности снижения цен на нефть. Мы ожидаем, что во втором полугодии чистый отток капитала может составить примерно 10–20 млрд. долл. и в целом за год превысить прошлогодний уровень (38 млрд. долл.). В будущем году политические риски существенно снизятся (правда, только во втором полугодии), но при этом усилятся девальвационные ожидания. Соотношение двух этих факторов, скорее всего, и определит как направление движения капитала, так и его интенсивность.

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

Рост цен на нефть реальному сектору не впрок

Динамика реального сектора российской экономики, отражаемая ростом базовых видов экономической деятельности, в начале второго квартала стала замедляться, несмотря на полуторакратный (по сравнению с тем же периодом прошлого года) рост нефтяных цен. Причиной вялой динамики промышленности и связанных с ней секторов является анемичная динамика показателей спроса в реальном выражении (см. рисунок ниже). Это в свою очередь связано с тем, что инфляция остается на высоком – докризисном – уровне, а номинальные показатели спроса уже не испытывают столь бурного роста, как в период докризисного «перегрева экономики».

Динамика базовых видов экономической деятельности и спроса (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



Примечание. Дефлирование произведено индексом потребительских и оптовых цен (50/50).
Источник: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

При таком раскладе снижение инфляции видится единственной альтернативой нарастающей стагнации. Конечно, можно было бы разогнать госрасходы, темпы роста которых в годовом выражении близки к нулю, однако фискальные и монетарные власти опасаются, что это простимулирует инфляцию. Опасения столь велики, что помимо сокращения роста бюджетных расходов активность производителей сдерживается еще и ростом растущей ставки рефинансирования.

Во втором квартале темпы роста внешнеторгового сальдо составили 50% в реальном выражении по отношению к тому же периоду прошлого года, однако причиной этого является не увеличение физических объемов экспорта, а рост нефтяных цен, выручка от которого не канализируется в экономику, а аккумулируется в бюджете.

Наступление стагнации в промышленности не исключено

Объем промышленного производства в мае вырос на 4,1%, в июне – на 5,7% (год к году), а в целом за январь–июнь выпуск в промышленности увеличился на 5.3%. Это значительно ниже прироста на уровне 8,2% в 2010 году. Рост и вовсе может затормозиться после достижения объемом промышленности докризисного уровня. Это будет означать окончание восстановительной фазы роста. В отсутствие новой модели роста это грозит закреплением стагнации.

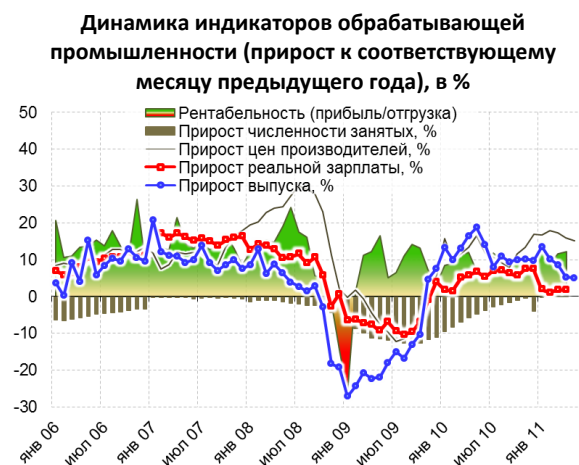
Динамика индикаторов добывающей промышленности (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Правда, в мае-июне темпы роста в промышленности несколько ускорились, составив, по данным Росстата, со снятой сезонностью около 0.7% против примерно 0.4% в среднем за месяц в начале года. При этом единственный ярко выраженный (помимо пресловутого производства в запасы, то есть на склад) фактор роста в предшествующие месяцы – сокращение численности занятых – похоже, полностью

выдохся, причем как в добывающей, так и в обрабатывающей промышленности.



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Это резко – наполовину – сокращает темпы прироста производительности труда, и, чтобы не допустить увеличения удельных издержек, которые продолжают давить, предприятия резко сбавили темпы увеличения заработных плат. Если в 2010 году темпы роста заработной платы в целом по промышленности в реальном выражении не опускались ниже 5% (причем как в добыче, так и в обработке), то сейчас они приблизились к нулю. Это позволяет экономить на издержках, но вряд ли

настолько, чтобы конкурировать с дешевеющим на фоне укрепления рубля импортом. К тому же это негативно сказывается на доходах населения и на внутреннем спросе.

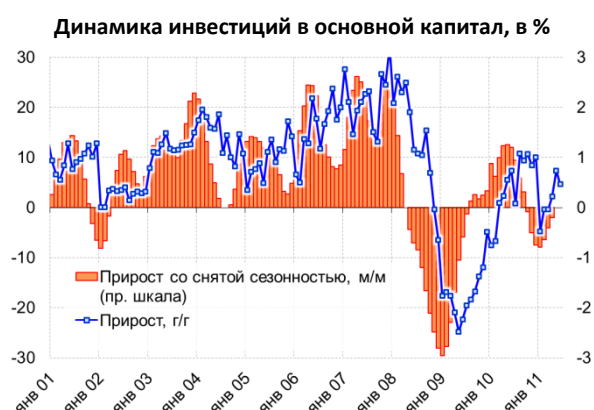
Небезуспешные попытки поддержать высокий уровень рентабельности за счет роста цен, которые в оптовом звене промышленности (в том числе обрабатывающей) устойчиво держатся на уровне 15% годовых (то есть этот уровень столь же высок, как и в 2007 году, – см. рисунок выше), позволяют констатировать факт сохранения недостатков прежней, докризисной, модели. Это рост цен и издержек, но при отсутствии в данный момент факторов, которые эти недостатки компенсировали, – прежде всего, значительного притока капитала, отток которого выдвигает жесткую альтернативу – либо улучшение инвестиционного климата, либо перспектива перехода к стагнации.

При сохранении майских темпов роста промышленного производства до конца текущего года (0,5% месяц к месяцу с устраненной сезонностью) промышленность вырастет на 6,6% в целом за 2011 г., а при переходе к нулевому приросту (чего, учитывая слабую пока инвестиционную активность, тоже нельзя исключать) она вырастет на 5,3%.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

Инвестиции в основной капитал – влияние налоговых новаций дубль два

После всплеска инвестиционной активности в четвертом квартале 2010 г., когда ежемесячный прирост инвестиций в основной капитал в России составлял в среднем 9,7% (год к году), их падение в первом квартале на 1,5% по отношению к тому же периоду прошлого года было неожиданным.



Источник: Росстат, НИУ ВШЭ.

Успокаивали лишь два факта. Во-первых, снижение инвестиций в первом квартале было вызвано значительной величиной досчета Росстата (на инвестиции в малом бизнесе и строительстве в частном секторе), в то время как рост инвестиций по статотчетности крупных и средних предприятий составит 19% (год к году).

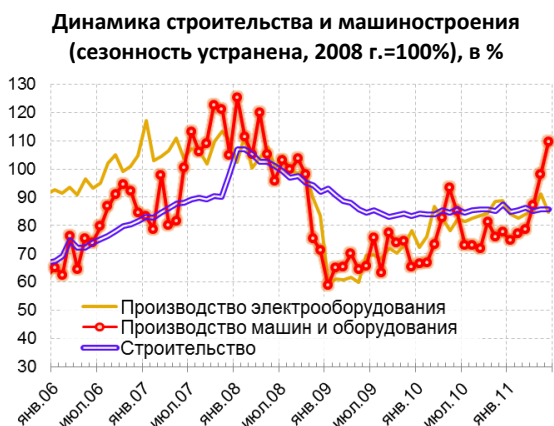
Во-вторых, точно такой же пятимесячный эпизод падения инвестиций со снятой сезонностью наблюдался в ноябре 2001 – марте 2002 г. после отмены с 2002 г. инвестиционной льготы, когда прирост инвестиций резко замедлился (до 2,8% против 10–12%-ного роста до начала этой реформы). Сейчас, как и тогда, после «переваривания» предприятиями налоговых новаций конца 2010 – начала 2011 года, во втором квартале ситуация улучшилась: в апреле рост инвестиций составил 2% (год к году), а в мае – уже 7,4%, что позволило им за январь–май в целом достичь 2%-ного роста в годовом выражении.

При этом, судя по всему, недостаток собственных средств не является основным ограничителем для наращивания инвестиций в обновление производства. Согласно последним данным Росстата, в первом квартале 2011 года отношение финансовых вложений предприятий к инвестициям в основной капитал оказалось на уровне 12,3, тогда как в докризисный период этот показатель был примерно в 2–3 раза меньше. В посткризисный период темпы роста финансовых вложений систематически опережают инвестиционную активность. На фоне наличия финансовых ресурсов и отсутствия желания инвестировать многие российские компании по примеру своих европейских коллег увеличили интенсивность выкупа собственных акций у акционеров. В первом-втором кварталах 2011 года Роснефть, СУЭК, Норникель потратили на эти цели около 2,5 млрд. долл., или 5% от общего объема инвестиций в стране, осуществленных в первом квартале.

Еще одной альтернативой инвестициям в новые проекты стали слияния и поглощения. Вложения в акции дочерних и зависимых корпораций выросли в первом квартале 2011 г. по отношению к тому же периоду прошлого года почти в 3 раза в номинальном выражении (до 790 млрд. рублей).

Тем не менее, предпосылкой для умеренного оптимизма в отношении динамики инвестиций в основной капитал является тот факт, что при продолжающейся стагнации со снятой сезонностью строительства (см. рисунок выше), производство машин и оборудования, а также электрооборудования в последние месяцы довольно резко ускоряется.

Это может означать, что предприятия намерены если не возводить новые цеха, то хотя бы обновлять оборудование в старых. То есть пока, как говорится, «не до жиру, быть бы живу» в жесткой конкуренции с импортерами и налоговыми новациями правительства. Но и это радует! Ведь объем инвестиций со снятой сезонностью в мае был все еще на 9% ниже докризисного максимума, а объем строительства – на 19%.



Источник: Росстат, Центр развития.

Однако резкое падение инвестиций в начале года все же сыграло с ними злую шутку. Даже если темпы роста инвестиций в основной капитал со снятой сезонностью до конца года сохранятся на уровне майских 3%, то по итогам года рост инвестиций в основной капитал в силу высокой базы конца 2010 года составит всего 6–7%. Если же инвестиции будут расти

умеренными темпами, в половину ниже майских, то годовой прирост будет положительным, но составит всего 2–3%.

В 2000-е годы средняя эластичность прироста инвестиций к приросту ВВП составляла 1,8, а к приросту цен на нефть – 0,5. Исходя из оценок их прироста в этом году (ВВП – на 4%, а нефти – на 25% до 100 долл./барр. в среднем за год), инвестиции в этом году могут вырасти на 8–12%, то есть сценарий быстрого роста весьма вероятен.

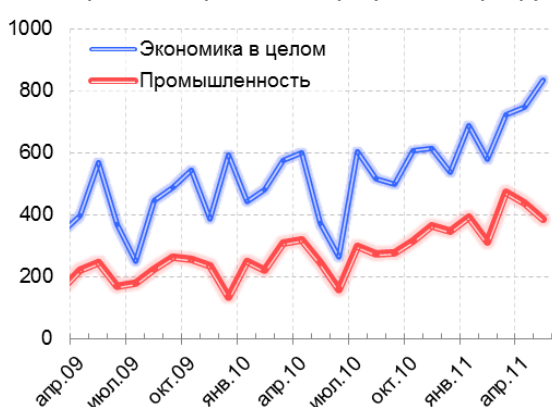
Динамика такого опережающего индикатора инвестиционной активности, как российский фондовый рынок (который пока более устойчив к неприятностям в мировой экономике, чем рынки других развивающихся стран), позволяет проявлять определенный оптимизм и надеяться на то, что позитивный инвестиционный настрой не остановит ни отток капитала, ни политическая неопределенность.

ПРИБЫЛЬ

Прибыль экономики растёт, но уже в ближайшее время темпы роста могут замедлиться

В январе–мае сальдированная прибыль экономики (без субъектов малого предпринимательства) составила 3,6 трлн. руб. и выросла к соответствующему периоду прошлого года на 45% в текущих ценах и на 21% – в сопоставимой оценке (с поправкой на индекс цен производителей).

Сальдированный финансовый результат, млрд. руб.



17

Источник: Росстат.

Основной вклад в формирование прибыли (56%) внесла промышленность. В добывающем и энергетическом секторах рост прибыли был обусловлен, главным образом, ценовым фактором; в обработке существенную роль играл также рост физического объема производства.

Вместе с тем майское снижение мировых цен на нефть и металлические руды наряду с проведением жёсткой государственной политики по ограничению роста цен в производстве продуктов питания и нефтепродуктов (основных прибылеёмких отраслях обрабатывающего сектора)

обусловили заметное сокращение удельного веса промышленности в сальдированной прибыли экономики (до 46% в мае против 60% в первом квартале). Напротив, торговля, благодаря высоким накопленным темпам внешнеэкономической деятельности (с учётом эффекта запаздывания), в мае удвоила свою прибыль относительно предыдущих месяцев, что и обусловило рекордно высокую прибыль экономики в целом – свыше 830 млрд. руб.

Структура сальдированного финансового результата экономики, в %

	Январь-май 2010 г.	Январь-май 2011 г.
Сальдированная прибыль – всего	100,0	100,0
Промышленность	55,3	55,8
в том числе:		
добывающий сектор	22,1	24,7
обрабатывающий сектор	24,4	23,8
энергетический сектор	8,8	7,3
Торговля	22,1	27,7
Транспорт и связь	14,2	11,2
Прочие	8,4	5,3

Источник: Росстат, расчёты Центра развития.

В июне ожидается существенное снижение сальдированной прибыли экономики примерно до 680–700 млрд. руб. против 790 млрд. руб. в среднем в апреле-мае, главным образом, под комплексным влиянием нефтяного фактора.

Мы полагаем, что при сохранении до конца года достигнутого среднего уровня мировых цен на нефть Urals (105–110 долл./барр.) сальдированная прибыль экономики составит по итогам 2011 г. 8,3–8,6 трлн. руб. и вырастет к уровню прошлого года в текущих ценах на 35–40%, а с поправкой на индекс цен производителей, который, по нашей оценке, может составить в 2011 г. 18–22% (год к году), – на 14–18%.

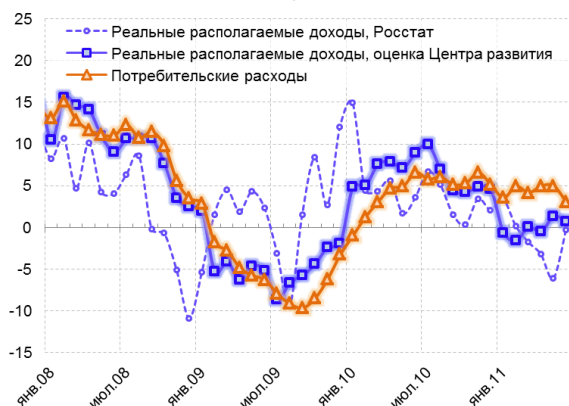
НАСЕЛЕНИЕ

Доходы населения – стагнация продолжается

В июне Росстат опубликовал пересмотренную оценку динамики реальных располагаемых доходов населения за первое полугодие 2011 года. По заявлению замглавы Минэкономразвития А. Клепача, это было связано с совершенствованием методологии Росстата, который стал учитывать расходы населения за границей, сделанные с использованием банковских карточек. Оценка падения реальных доходов населения в первом квартале была пересмотрена с 2,6 до 0,2% (год к году), хотя данные за второй квартал все равно говорят о падении на 2,5%.

К сожалению, несмотря на пересмотр, данные о доходах населения все еще слабо поддаются интерпретации на фоне других показателей уровня жизни населения, динамика которых не была столь драматичной: прирост реальной заработной платы в экономике за второй квартал составил 3,2% (год к году), розничного товарооборота – 5,6% (год к году). Прирост реальных располагаемых доходов населения, рассчитанный по методике Центра развития, показал **почти нулевую динамику** относительно соответствующего периода прошлого года.

Оценки динамики реальных располагаемых доходов населения и реальных потребительских расходов (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



Источник: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

Причины стагнации доходов – вялая динамика заработной платы на фоне стабильной занятости и остающиеся в пределах инфляции

индексации пенсий и иных социальных выплат (с 1 апреля социальные пенсии повысились на 10,3%, а ежемесячные денежные выплаты ветеранам, инвалидам, другим льготным категориям граждан – на 6,5%). Можно сказать, что пока «предвыборная гонка» не набрала обороты, ограничиваясь лишь обещаниями.

Мы полагаем, что вялая динамика доходов населения сохранится и в третьем квартале текущего года (даже несмотря на возможную новую индексацию пенсий с 1 августа) в том случае, если полугодовая инфляция достигнет 6%. Новое ускорение роста доходов, связанное с исполнением ранее принятых обязательств (например, повышение зарплат учителей в регионах, которые должны быть увеличены на 30% по отношению к первому кварталу 2011 года либо доведены до средней по региону), вероятно лишь в четвертом квартале. Однако последствия этих решений уже слабо повлияют на итоги года. По нашим оценкам, прирост реальных располагаемых доходов населения в текущем году не превысит 1–1,5% (при этом официальная оценка Росстата может быть практически любой), а прирост средней заработной платы в реальном выражении – 3%. В следующем году, *если* внутренняя экономика будет также слабо генерировать доходы, а выручка экспортного сектора «утекать» из страны, мы не ожидаем заметного ускорения роста реальных доходов населения, за исключением «бюджетных» секторов и силовиков. Средняя зарплата в реальном выражении может вырасти на 3–4%, реальные располагаемые доходы – на 2–2,5%.

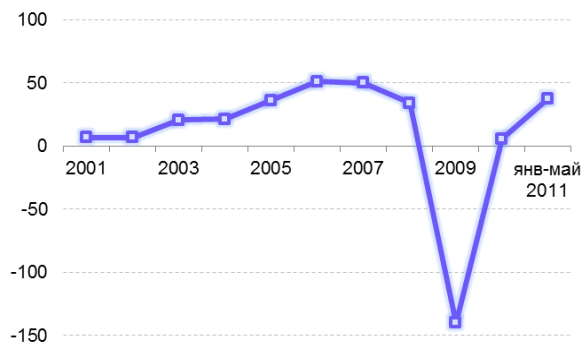
Кредиты вновь становятся источником роста потребления

В среднем за январь–май склонность к сбережению в виде банковских депозитов в рублях и иностранной валюте составила 5,0% против 6,8% доходов населения в январе–мае прошлого года. После окончания периода восстановительного роста динамика банковских сбережений населения стабилизируется близко к уровням, характерным для докризисных лет (в среднем

за 2001–2007 гг. она составляла 5,5% доходов населения).

Необходимо отметить, что впервые после кризиса в апреле-мае текущего года ежемесячный прирост кредитов населению превысил 100 млрд. руб. Такое ускорение роста кредитования вновь сделало его важным источником финансирования потребительских расходов. Если по итогам 2010 года прирост кредитов «обеспечил» лишь около 6% прироста товарооборота (что близко к уровням начала 2000-х годов), то в целом за январь–май 2011 г. этот показатель превысил 37%, то есть значимость кредита в обеспечении прироста потребления вернулась к уровню 2006 года (разгар бума потребительского кредитования). Неудивительно, что, несмотря на исключительно вялую динамику доходов населения в весенние месяцы, рост товарооборота явно ускорился (подробнее о кредитной активности см. в разделе «Банковская система»).

Отношение прироста кредитов к приросту товарооборота в годовом выражении, в %



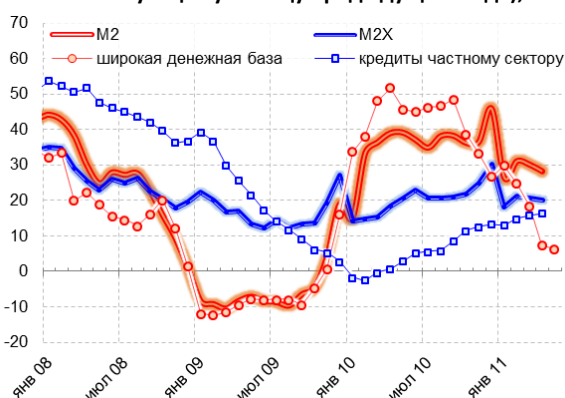
Источник: Росстат, оценки и расчеты Центра развития.

Мы ожидаем, что на фоне слабого роста доходов склонность населения к сбережению в банковских депозитах в 2011–2012 гг. будет оставаться на уровне долгосрочного тренда (5–6% доходов). Потребительская активность будет оставаться высокой: опережающий рост товарооборота (на 4–5% в год) по отношению к росту доходов будет поддерживаться благодаря новому витку роста потребительского кредитования.

ДЕНЬГИ И КУРС

Отток капитала из страны, наблюдавшийся с начала года, резко осложнил выполнение денежной политики Банку России. Бюджет, вследствие высоких налоговых отчислений нефтегазового сектора, изымал деньги из экономики, а отток капитала покрывался высокой экспортной выручкой и не требовал проведения интервенций. В условиях полного погашения коммерческими банками кредитов Банка России Центральный Банк оставался без инструментов увеличения узкой денежной базы и рисков быстрого снижения ликвидности банковского сектора. И это тем острее, поскольку кредитование восстанавливается (в мае – 19,5% год к году с устраненной валютной переоценкой), а прирост депозитов – судя по динамике агрегатов M2 (M2X*) – замедляется, хотя и остается выше динамики кредитов.

Динамика основных денежных агрегатов (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

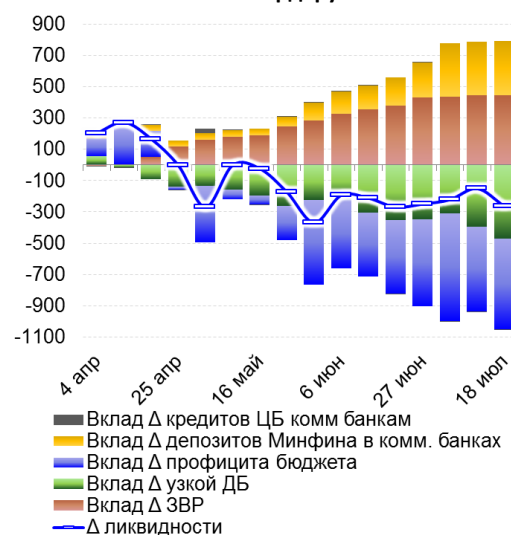
В этих условиях Банк России начал проведение постоянных перманентных интервенций на валютном рынке, которые проводились *внутри* валютного коридора: закупая в среднем по 1,2 млрд. долл. в неделю, Банк России увеличил международные резервы с начала апреля на 16,2 млрд. долл. (480 млрд. руб.) только за счет этого фактора³. За три месяца это много – 8% от общего объема узкой денежной базы (6 трлн. руб.).

³ В переводе по граничному курсу (600 млн. долл./5 копеек) это означает сдерживание девальвации бивалютной корзины на 1,4 руб.

Подпитывает ликвидность банков и федеральный бюджет, который за последние три месяца разместил депозитов на 330 млрд. руб., более 254 млрд. долл. из которых – за летние месяцы.

В результате совместных действий Минфина и Банка России ликвидность коммерческих банков (корсчета + ОФЗ + ОБР + депозиты) снизилась всего на 250 млрд. руб., что пока позволяет банкам безболезненно поддерживать высокие темпы роста кредитного портфеля.

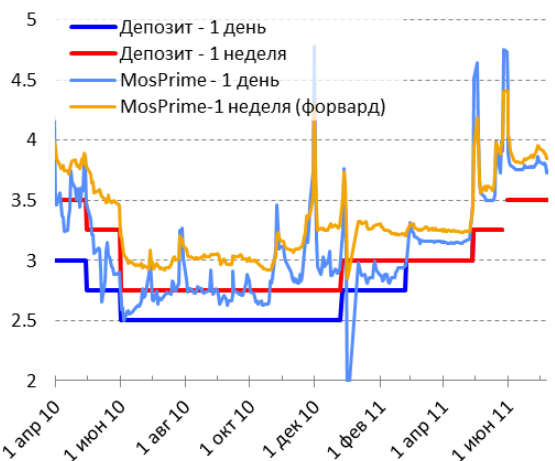
Динамика ликвидности коммерческих банков, вклад в изменение ликвидности различных компонент (приросты к 28 марта 2011 г. накопленным итогом), млрд. руб.



Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

За период с начала апреля Банк России увеличивал основные ставки денежного рынка два раза – всего на 0,5 п.п. Ставка рефинансирования, в частности, была увеличена с 8,00 до 8,25%. Проведенные действия по увеличению ставок несколько противоречили общему вектору проводимой политики, направленной на поддержание ликвидности. Однако эти действия Банка России мы склонны трактовать как попытку повышения внутренних процентных ставок с целью ограничения оттока капитала, который имеет место быть.

Динамика процентных ставок денежного рынка, %



Источник: Банк России.

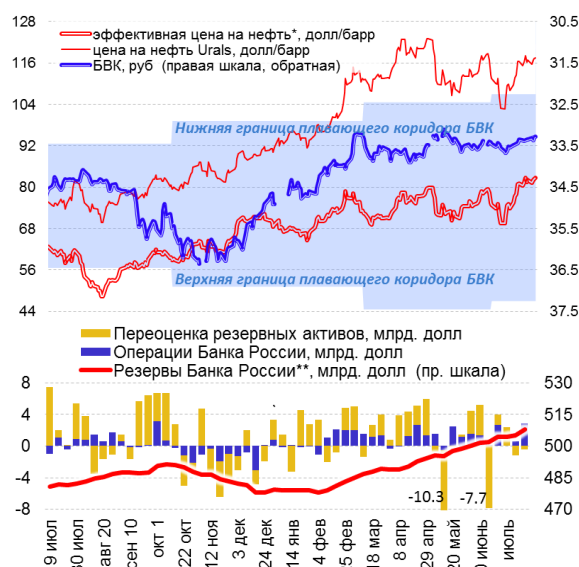
Практически постоянные интервенции Банка России вне зависимости от конъюнктуры на валютном рынке принципиально изменили картину, привычную для валютного рынка с его всегдашним движением. Валютный рынок практически напоминает докризисную картину – со значительно сглаженными колебаниями стоимости рубля по бивалютной корзине. Так, несмотря на достаточно широкие колебания цены на нефть (от 102 до 123 долл./барр.) и состояние с оттоком капитала, курс рубля оставался в 2,5%-ном коридоре – от 33,1 до 33,9 руб./БВК.

Высокая инфляция продолжает обуславливать продолжение тенденции к укреплению реального валютного курса по отношению ко всем основным странам–торговым партнерам, за исключением Республики Беларусь, хотя стабильность номинального курса рубля ослабляет эту тенденцию. Увеличение темпов роста базовой инфляции с устранённой сезонностью оставляет мало надежд на перелом тенденции в течение этого года. Однако в будущем году вероятный рост девальвационного давления на рубль может перевести рубль в режим девальвации, тем самым способствуя его реальной фиксации.

Девальвация белорусского рубля укрепила российский рубль как в реальном, так и в номинальном выражении на 40%. Однако это вряд ли ухудшит положение российских молочных производителей, так как молочный

рынок давно находится под пристальным влиянием государства, и белорусские производители не пытаются существенно демпинговать на российском рынке. Кроме того, повысившиеся темпы роста потребительских цен в Республике Беларусь должны в скором времени частично восстановить утерянные позиции.

Динамика стоимости бивалютной корзины, цен на нефть Urals и объёма международных резервов Банка России

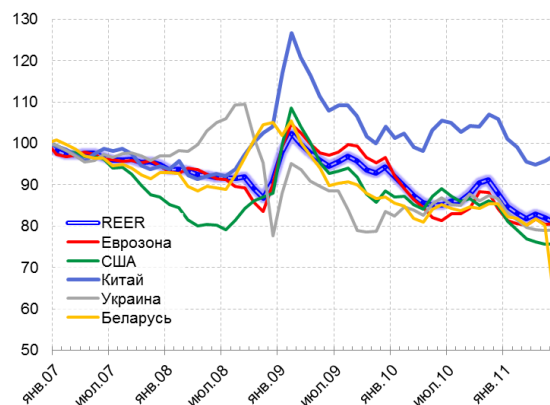


* Расчётная цена на нефть, при которой достигается текущее значение сальдо текущих операций при сохранении прочих параметров текущих операций (импорт и несырьевой экспорт товаров и услуг, неторговые операции) на уровне апреля 2010 г.

** В ценах резервных активов на 01.01.2011.

Источник: Банк России, Reuters, расчеты Центра развития.

Динамика реального эффективного курса рубля и реального курса рубля к валютам стран–основных торговых партнеров России (дек.2006=100%), в %



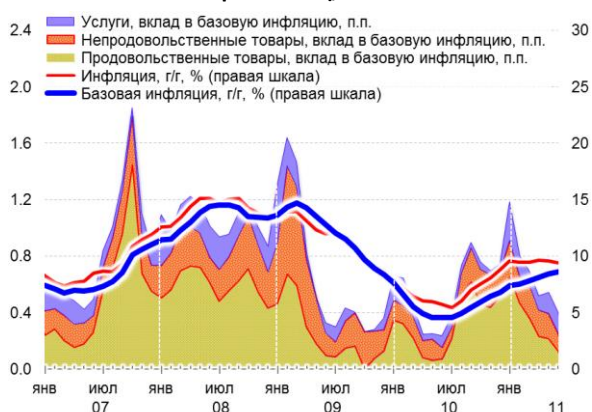
Источник: Банк России, расчеты Центра развития.

Инфляция

Продовольствие притормозило рост цен в экономике

Последние 3–4 месяца отчётливо продемонстрировали существенно замедлившуюся по сравнению с предшествующими месяцами динамику инфляции. Основной вклад в снижение темпов роста цен внесло продовольствие, указывая на окончательное истощение волны продовольственной инфляции, начавшейся летом 2010 года по причине снижения цен на мировых продовольственных рынках, а также продолжительного укрепления курса рубля (на 9,3% к доллару с декабря прошлого года).

Динамика ИПЦ и БИПЦ, вклад различных компонент в рост БИПЦ, п.п.⁵



Примечание. Все значения на правой шкале (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (месяц к месяцу), приведённым в годовое представление.

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

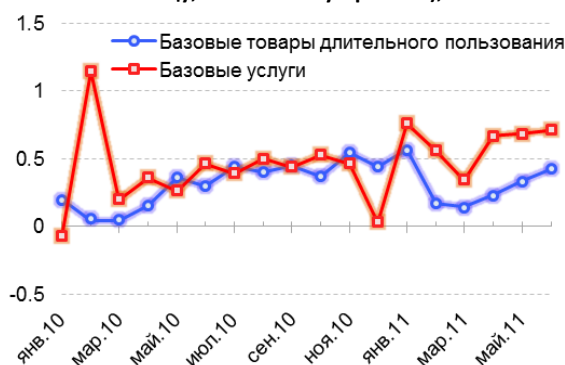
Поскольку показатель базовой инфляции, рассчитываемый Росстатом⁴, на наш взгляд, учитывает сезонные и административные эффекты в недопустимо малой степени, то в апреле–июне замедление базовой инфляции официальной статистикой было переоценено. При этом базовая инфляция по методологии Центра развития НИУ ВШЭ⁵ также замедляется,

⁴ В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Росстата не учитывается изменение цен на плодоовощную продукцию, бензин, услуги ж/д транспорта и ЖКХ.

⁵ В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Центра развития НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию и яйца; из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия; из числа услуг – на услуги ж/д транспорта,

но не так резко: в апреле и мае впервые с августа прошлого года темп роста опустился ниже 0,7% в месяц – до 0,50 и 0,52% соответственно (в марте было 0,69%). В июне значение составило и того меньше – 0,38%. При этом замедление произошло только в товарных сегментах, что всецело вызвано традиционным для апреля–июня влиянием сезонных факторов (подходит новый урожай, распродают вещи и обувь в ожидании новых коллекций), а также всё тем же укреплением рубля.

Динамика базовых цен на товары длительного пользования и услуги (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), %



Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Однако есть и некоторые сигналы начинающегося разгона инфляции. Во-первых, стали быстрее дорожать базовые платные услуги: с 0,53% в марте до 0,85% в мае и 0,82% в июне, что отчасти, но далеко не полностью, обусловлено влиянием сезонных факторов (сильно выросли цены на транспортные и санаторно-оздоровительные услуги). Во-вторых, ускорился рост цен на базовые товары длительного пользования⁶ (с 0,14% в марте до 0,42% в июне, сезонность устранена) и базовые услуги (с 0,34% в марте до 0,72% в июне, сезонность устранена). А это уже может косвенно указывать на восстановление потребительской активности. В-третьих, цены на бензин за последние три месяца выросли на 8,8%, что незамедлительно начнёт увеличивать цены на прочие товары (в

ЖКХ, дошкольного воспитания, образовательные и санаторно-оздоровительные.

⁶ Влияние всяческих сезонных, погодных, конъюнктурных и административных факторов на эти товары сильно ограничено.

особенности на продовольствие), а также на некоторые услуги.

По нашим оценкам, рост цен на бензин может прибавить к годовой инфляции дополнительные 0,2 п.п.

Темп 12-месячной накопленной инфляции с января держится в пределах 9,4–9,6%. По итогам года, в случае если ситуация с продовольствием во втором полугодии будет относительно стабильной, мы ожидаем инфляцию на уровне 8,0–8,5%.

Динамика инфляции и её составляющих, вклады компонент в ИПЦ

	Прирост, %				Вклад в ИПЦ, п.п.			
	январь - июнь				январь - июнь			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Инфляция	6.2	7.4	4.4	5.0	6.2	7.4	4.4	5.0
Продовольственные товары	4.8	5.7	2.6	4.9	1.8	1.9	0.9	1.7
Непродовольственные товары	2.3	7.0	1.9	3.0	0.7	2.4	0.6	1.0
Услуги	5.8	5.5	3.6	5.3	0.7	0.7	0.5	0.7
Базовая инфляция	4.1	6.2	2.5	4.2	3.2	5.0	2.0	3.3
Небазовая инфляция	14.9	12.5	12.1	8.3	3.0	2.4	2.4	1.7
плодоовощная продукция	31.5	24.0	33.8	8.7	1.2	0.9	1.2	0.4
бензин	2.5	-2.8	2.3	10.6	0.0	-0.1	0.1	0.3
услуги ЖКХ	16.0	17.7	11.9	10.9	1.4	1.4	1.0	1.0
прочее	3.8	2.9	1.1	1.6	0.3	0.2	0.1	0.1

Примечание. Не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию и яйца; из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия; из числа услуг – на услуги ЖКХ, РЖД, дошкольного воспитания, образовательные и санаторно-оздоровительные.

Источники: Росстат, расчеты Центра развития.

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ

Доходы федерального бюджета – выше ожидаемых

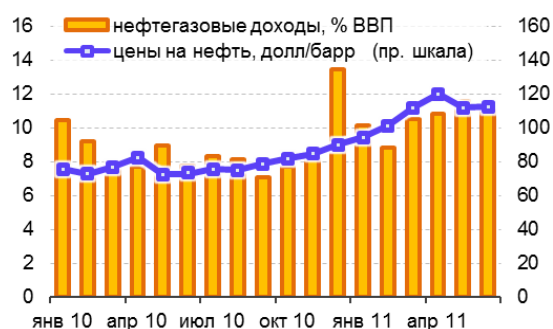
Доходы за январь–июнь 2011 года возросли на 32,7% по сравнению с доходами за аналогичный период 2010 года, составив 22,0% ВВП (против 19,1% годом ранее).

Исполнение федерального бюджета за январь–июнь

% ВВП	июн. 10	июн. 11	янв. - июнь 10	янв. - июнь 11
Доходы всего	19.4	25.6	19.1	22.0
Нефтегазовые доходы	7.8	11.0	8.6	10.5
Нефтегазовые доходы	11.6	14.6	10.6	11.4
Расходы всего	17.6	19.7	21.0	19.3
Процентные расходы	0.3	0.2	0.5	0.4
Непроцентные расходы	17.3	19.5	20.5	0.0
Профицит/Дефицит (-)	1.8	5.9	-1.9	2.7
Источники внутреннего финансирования дефицита прирост остатков на счетах	7.3	3.5	-0.7	3.4
Источники внешнего финансирования дефицита	-9.1	-9.4	1.9	-5.8
Источники внешнего финансирования дефицита	0.0	-0.1	0.6	-0.2

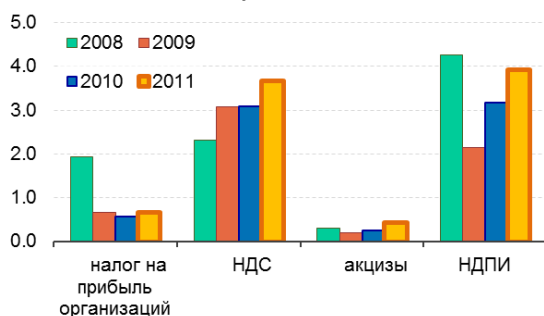
Источник: Минфин, расчеты Центра развития.

Цена нефти и нефтегазовые доходы федерального бюджета



Источник: Минфин, оценка Центра развития.

Налоговые доходы федерального бюджета за 1-е полугодие, в % ВВП



Источник: ФНС, расчеты Центра развития.

Годовой план уже выполнен на 51,5% – и исходя из исторического соотношения полугодовых и годовых доходов, мы ожидаем, что доходы федерального бюджета в 2011 г. составят 11370 млрд. руб., или 21,2% ВВП

(против 17,6%, предусмотренных в бюджете на 2011 год). Существенное превышение уровня доходов связано главным образом с ростом нефтегазовых доходов и налогов на импорт. Рост нефтегазовых доходов обусловлен существенно более высокими ценами на нефть по сравнению с заложенными в бюджет (за первое полугодие средняя цена на нефть составляла примерно 108 долл./барр. против 75 долл./барр. по плану). На каждый доллар превышения цены на нефть над уровнем цены, заложенной при подготовке бюджета, в текущем году приходится дополнительные 19 млрд. руб. доходов федерального бюджета, из них на нефтегазовые доходы – 13,2 млрд. руб. В 2010 году рассчитанный аналогичным образом показатель составлял 29,5 млрд. руб. (средняя экспортная цена нефти равнялась 75,5 долл./барр., в бюджет была заложена цена 58 долл./барр.). При этом прирост нефтегазовых доходов обеспечивал прирост доходов в объеме 11 млрд. руб.

По нашей оценке, за счет быстрого роста импорта федеральный бюджет получит около 400 млрд. руб. дополнительных доходов.

Расходы федерального бюджета осуществлялись неравномерно

За первое полугодие расходы федерального бюджета составили всего 42,3% от бюджетных назначений, и у нас нет оснований прогнозировать на 2011 год расходы, отличные от намеченных по плану 11 023 млрд. руб., или 20,5% ВВП.

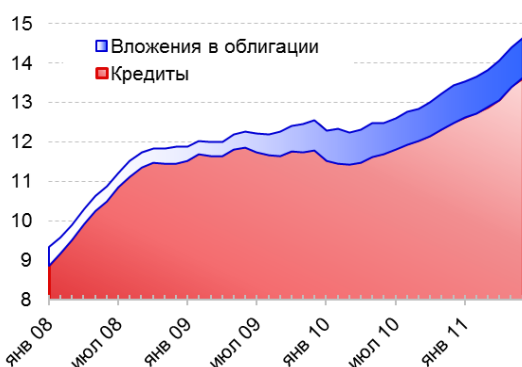
Бюджетный дефицит

За первые шесть месяцев 2011 года бюджетный профицит составил 640,2 млрд. руб., или 2,7% ВВП. В соответствии с нашим прогнозом доходов и расходов федерального бюджета на 2011 год профицит федерального бюджета в 2011 году может составить 347 млрд. руб., или 0,7% ВВП.

Сохранение текущего уровня цен на нефть в 2012–2014 гг. при уровне расходов, заложенных в плановом бюджете на 2012–2014 гг., также позволяют надеяться на профицит в среднесрочном периоде.

БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА**Устойчивый рост кредитования**

Процесс роста кредитной активности банков, начавшийся в прошлом году, в первом полугодии 2011 г. получил своё продолжение. Обращает на себя внимание более быстрый рост объёма кредитования населения (22%) по сравнению с кредитованием реального сектора российской экономики (19%). Это объясняется несколькими причинами. Во-первых, эффектом более низкой базы. Во-вторых, большим спросом на подобный вид банковских услуг. В-третьих, что тесно связано со вторым, более высокой рентабельностью операций по кредитованию физических лиц по сравнению с корпоративным кредитованием. В условиях медленного восстановления российской экономики и слабой инвестиционной активности основной проблемой банков стало отсутствие достаточного числа качественных заёмщиков. В результате жёсткой ценовой конкуренции, прежде всего со стороны госбанков, ставки по кредитам предприятиям продолжали своё снижение. На этом фоне более рискованные, но и более доходные кредиты населению стали основным драйвером роста для многих банков, прежде всего средних.

Кредиты и вложения банков в облигации, трлн. руб.

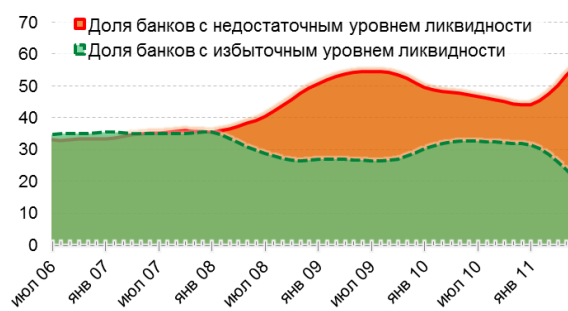
Источник: банковская отчетность, расчеты Центра развития.

По нашему мнению, рост кредитных портфелей банков по итогам года составит 17–20% по корпоративным кредитам и до 25% по кредитам населению. Темпы прироста средств населения в банках могут немного снизиться, и по итогам года мы ожидаем рост депозитов порядка 22–23%.

Снижение уровня ликвидности

Другой проблемой последнего полугодия стало ухудшение ситуации с ликвидностью. На фоне остающейся на высоком уровне доли «плохих» активов потребность банков в поддержании повышенного уровня ликвидности по-прежнему сохраняется.

На протяжении последних двух лет основными источниками притока новых денег в банковскую систему были: госбюджет, покрытие дефицита которого финансировалось в том числе за счёт расходования средств Резервного фонда, а также операции Банка России по покупке иностранной валюты на открытом рынке. Однако с осени прошлого года оба эти источника стали иссякать. Это было связано с сокращением дефицита госбюджета, а также с возросшим оттоком капитала из страны. В результате, когда в первой половине этого года бюджетная система стала вновь играть роль стерилизатора денежной массы, это сразу негативным образом сказалось на ситуации с банковской ликвидностью, что привело к росту ставок на межбанковском рынке (о действиях регулятора в этих условиях см. раздел «Деньги и курс»).

Динамика долей групп банков с различным состоянием ликвидности, в %

Источник: банковская отчетность, расчеты Центра развития.

По нашим ожиданиям, до осени возможны эпизодические «провалы» по ликвидности, связанные, прежде всего, с налоговыми выплатами, после чего масштабные бюджетные вливания в экономику приведут к выравниванию ситуации.

НАШИ ЦИФРЫ. РЕЗУЛЬТАТЫ ПРОГНОЗА

Таблица 1. Основные макропоказатели

	Факт			Оценка	Сценарий*
	2008	2009	2010	2011	2012
Национальные счета					
Номинальный ВВП, млрд. руб.	41 277	38 786	44 939	53 716	58 542
Номинальный ВВП, млрд. долл.	1 659	1 221	1 479	1 882	2 009
Реальный ВВП, рост %	5,2	-7,8	4,0	3,6	0,6
Внутренний спрос, %	9,1	-6,2	3,3	4,6	3,5
Внутренний спрос на отеч. товары, %	7,2	1,7	-2,6	-2,7	-4,4
Внешний спрос, %	0,6	-4,7	7,1	2,3	1,6
Промышленность, рост %	0,6	-9,3	8,2	6,0	5,0
Розничная торговля, рост %	13,6	-5,1	6,3	5,1	3,9
Инвестиции, рост %	9,9	-15,7	6,0	6,3	5,0
Экспорт товаров, реал. рост %	-2,5	-3,3	7,3	1,5	1,6
Импорт товаров, реал. рост %	14,0	-27,2	27,1	31,8	25,8
Прирост ВВП, %, в т.ч. за счёт					
внутреннего спроса, п. п.	4,7	-0,1	-2,0	-1,9	-2,8
внешнего спроса, п. п.	0,2	-1,5	2,0	0,7	0,5
прироста запасов, п. п.	0,3	-6,2	3,9	4,8	2,9
Денежные агрегаты					
M0, % (дек/дек)	2,5	6,4	25,4	20,1	19,2
M2, % (дек/дек)	0,8	17,7	31,1	22,6	19,9
M2X, % (дек/дек)	11,4	18,6	26,4	15,4	17,2
Активы банковской системы, % ВВП	67,9	75,9	75,2	68,1	71,5
Динамика кредитования населения, %	35,2	-11,0	14,3	18,5	27,0
Динамика кредитования предприятий, %	34,3	0,3	12,1	21,9	25,6
Инфляция					
Инфляция, % (дек/дек)	13,3	8,8	8,8	8,3	7,4
Инфляция (среднегодовая), %	14,4	11,0	8,8	8,5	7,8
Бюджет					
Доходы федерального бюджета, % ВВП	22,5	18,9	18,5	21,2	21,9
Процентные расходы, % ВВП	0,4	0,5	0,4	0,7	0,9
Непроцентные расходы, % ВВП	18,0	24,4	22,1	19,8	19,8
Профицит (+) / дефицит (-)	4,1	-5,9	-4,0	0,7	1,3
Резервный фонд**, млрд. долл.	137	61	25	58	128
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.	88	92	88	91	91
Платежный баланс					
Экспорт, млрд. долл.	472	303	400	542	556
Импорт, млрд. долл.	292	192	249	346	438
СТО, млрд. долл.	104	49	71	99	18
Счет текущих операций, % ВВП	6,2	4,0	4,8	5,3	0,9
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-134	-58	-35	-41	-67
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	65	30	37	55	60
Золотовалютные резервы***, млрд. долл.	426	439	479	538	489
Государственный долг					
Государственный внешний долг, % ВВП	2,9	2,9	3,2	3,1	3,6
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,6	5,4	5,5	6,3	7,6
Частный внешний долг, % ВВП	26,9	34,5	28,2	22,7	22,3
Экзогенные параметры					
Цена на нефть URALS, средняя за год, долл./барр.	94	61	78	110	110
Курс долл./евро	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Рост инвестиционных расходов монополий, %	41,7	0,0	-10,6	15,0	15,0

* Сценарий ускоренного роста импорта при отсутствии девальвации.

** Рассчитывается по значению курса руб./долл. на конец года.

*** С учетом переоценки резервов.

Таблица 2. Платежный баланс

	Факт			Оценка	Сценарий*
	2008	2009	2010	2011	2012
Платежный баланс					
Сальдо счета текущих операций, млрд. долл.	104	49	71	99	18
в т.ч. Экспорт товаров	472	303	400	542	556
из них ТЭК (нефть, н/пр., газ) и металлы	430	269	359	499	512
(% экспорта)	91	89	90	92	92
Импорт товаров	-292	-192	-249	-346	-438
Финансовый счет					
Приток капитала в частный сектор, млрд. долл.	107	-8	43	61	73
в т.ч. Предприятия	99	34	25	51	70
из них прямые инвестиции	65	30	37	55	60
Банки	8	-42	18	10	4
Отток капитала из частного сектора, млрд. долл.	-241	-50	-78	-102	-141
в т.ч. Предприятия (с учетом ошибок и пропусков)	-150	-66	-91	-108	-131
Банки	-65	12	-2	-5	1
Население	-25	4	15	11	-10
Изменение валютных резервов**, млрд. долл.	39	-3	-37	-59	49
Справочно:					
Счет текущих операций, % ВВП	6,2	4,0	4,8	5,3	0,9
Приток прямых инвестиций, % ВВП	3,9	2,5	2,5	2,9	3,0

* Сценарий ускоренного роста импорта при отсутствии девальвации.

** Без переоценки резервов.

Таблица 3. Федеральный бюджет

	Факт			Оценка	Сценарий*
	2008	2009	2010	2011	2012
Федеральный бюджет, млрд. руб.					
Доходы	9 276	7 338	8 304	11 372	12 717
Нефтегазовые доходы	4 389	2 984	3 831	5 551	6 159
Налоги на импорт	1 759	1 341	1 757	2 358	2 623
НДС внутренний	998	1 177	1 329	1 616	1 830
Расходы	7 567	9 637	10 116	11 023	11 955
Процентные расходы	153	176	195	371	495
Непроцентные расходы	7 413	9 461	9 921	10 652	11 460
Профицит (+) / дефицит (-)	1 709	-2 299	-1 812	350	762
Сальдо внутренних заимствований	117	350	509	933	1 007
Прочие источники внутреннего финансирования	290	38	-464	-446	73
Сальдо внешних заимствований	-138	-119	79	102	178
Изменение остатков**	-1 978	2 030	1 688	-939	-2 020
Справочно:					
Остатки на конец периода:	6 888	4 858	3 170	4 109	6 129
Резервный фонд	4 028	1 831	775	1 703	3 723
Фонд национального благосостояния**	2 584	2 769	2 695	2 656	2 656
Прочие остатки	276	258	-300	-250	-250
Федеральный бюджет, % ВВП					
Доходы	22,5	18,9	18,5	21,2	21,9
Нефтегазовые доходы	10,6	7,7	8,5	10,3	10,6
Налоги на импорт	4,3	3,5	3,9	4,4	4,5
НДС внутренний	2,4	3,0	3,0	3,0	3,2
Расходы	18,3	24,8	22,5	20,5	20,6
Процентные расходы	0,4	0,5	0,4	0,7	0,9
Непроцентные расходы	18,0	24,4	22,1	19,8	19,8
Профицит (+) / дефицит (-)	4,1	-5,9	-4,0	0,7	1,3
Сальдо внутренних заимствований	0,3	0,9	1,1	1,7	1,7
Прочие источники внутреннего финансирования	0,7	0,1	-1,0	-0,8	0,1
Сальдо внешних заимствований	-0,3	-0,3	0,2	0,2	0,3
Изменение остатков**	-4,8	5,2	3,8	-1,7	-3,5
Справочно:					
Остатки на конец периода:	16,7	12,5	7,1	7,7	10,6
Резервный фонд	9,8	4,7	1,7	3,2	6,4
Фонд национального благосостояния**	6,3	7,1	6,0	4,9	4,6
Прочие остатки	0,7	0,7	-0,7	-0,5	-0,4

* Сценарий ускоренного роста импорта при отсутствии девальвации.

** Без учета инвестиционного дохода.

Таблица 4. Банки

	Факт			Оценка	Сценарий*
	2008	2009	2010	2011	2012
Активы, всего, млрд. руб., в т.ч.:	28 022	29 430	33 805	36 570	43 339
Кредиты населению	3 817	4 367	4 705	5 577	6 647
Кредиты нефинансовому сектору	12 510	12 542	14 063	17 144	21 343
Просроченная задолженность	415	1 006	1 026	1 510	1 587
Вложения в государственные ценные бумаги	360	838	1 178	1 638	2 745
Вложения в негосударственные ценные бумаги	1 270	2 358	2 307	2 815	3 308
Ликвидные активы	5 699	5 720	5 234	6 295	7 039
Пассивы, всего, млрд. руб., в т.ч.:	28 022	29 430	33 805	36 570	43 339
Капитал	3 811	4 621	4 732	5 130	5 319
Средства населения	5 907	7 485	9 818	11 801	13 985
Средства нефинансового сектора	7 826	8 648	9 169	12 048	14 031
Макропруденциальные показатели, %					
Показатель достаточности капитала (норм. Н1)	15,1	15,4	15,7	15,8	15,8
Активы, всего, % ВВП	67,9	75,9	75,2	68,1	74,0
Кредиты населению	9,2	11,3	10,5	10,4	11,4
Кредиты нефинансовому сектору	30,3	32,3	31,3	31,9	36,5
Просроченная задолженность	1,0	2,6	2,3	2,8	2,7
Вложения в государственные ценные бумаги	0,9	2,2	2,6	3,0	4,7
бумаги	3,1	6,1	5,1	5,2	5,7
Ликвидные активы	13,8	14,7	11,6	11,7	12,0
Пассивы, всего, % ВВП	67,9	75,9	75,2	68,1	74,0
Капитал	9,2	11,9	10,5	9,6	9,1
Средства населения	14,3	19,3	21,8	22,0	23,9
Средства нефинансового сектора	19,0	22,3	20,4	22,4	24,0

* Сценарий ускоренного роста импорта при отсутствии девальвации.

Таблица 5. Население

	Факт			Оценка	Сценарий*
	2008	2009	2010	2011	2012
Доходы	25 229	28 452	31 916	36 212	40 148
Потребительские расходы	18 694	19 774	22 405	25 354	28 262
Товарооборот	13 925	14 585	16 469	18 606	20 780
Услуги	4 080	4 420	4 851	5 530	6 126
Прочие	689	770	1 085	1 217	1 357
Обязательные платежи	3 103	2 987	3 192	3 537	3 956
Налоги	1 666	1 666	1 790	2 027	2 324
Сбережения и финансовые активы	3 432	5 690	6 319	7 321	7 930
Прирост депозитов в рублях	-160	1 178	1 202	2 455	1 875
Прирост ценных бумаг	130	88	92	179	207
Прирост прочих сбережений, в т.ч.	1 376	2 799	3 783	2 933	3 119
Прирост кредитов (со знаком "-")	-1 046	443	-511	-621	-1 272
(включая недвижимость)	2 423	2 356	4 294	3 553	4 391
Покупка иностранной валюты (валовая)	1 993	1 565	1 181	1 520	2 517
Прирост иностранной валюты на руках у населения	715	-124	-434	-327	-362
Прирост депозитов в валюте	908	400	393	-472	309
Прирост наличных рублей	92	60	61	235	212
Справочно:					
иностранной валюты на руках у населения	3 061	4 401	5 097	5 003	5 360
Доля в доходах, %					
Доходы	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Потребительские расходы	74,1	69,5	70,2	70,0	70,4
Товарооборот	55,2	51,3	51,6	51,4	51,8
Услуги	16,2	15,5	15,2	15,3	15,3
Прочие	2,7	2,7	3,4	3,4	3,4
Обязательные платежи	12,3	10,5	10,0	9,8	9,9
Налоги	6,6	5,9	5,6	5,6	5,8
Сбережения и финансовые активы	13,6	20,0	19,8	20,2	19,8
Прирост депозитов в рублях	-0,6	4,1	3,8	6,8	4,7
Прирост ценных бумаг	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5
Прирост прочих сбережений, в т.ч.	5,5	9,8	11,9	8,1	7,8
Прирост кредитов (со знаком "-")	-4,1	1,6	-1,6	-1,7	-3,2
(включая недвижимость)	9,6	8,3	13,5	9,8	10,9
Покупка иностранной валюты (валовая)	7,9	5,5	3,7	4,2	6,3
населения (оценка)	2,8	-0,4	-1,4	-0,9	-0,9
Прирост депозитов в валюте	3,6	1,4	1,2	-1,3	0,8
Прирост наличных рублей	0,4	0,2	0,2	0,6	0,5

* Сценарий ускоренного роста импорта при отсутствии девальвации.

НЭП подготовили:

Акиндинова Наталья

Алексащенко Сергей

Балашова Елена

Волков Михаил

Ивликова Наталья

Кондрашов Николай

Миронов Валерий

Мирошниченко Дмитрий

Петроневи́ч Макси́м

Пухов Сергей

Смирнов Сергей

Чернявский Андрей
