



ЦЕНТР РАЗВИТИЯ

Тел. (095) 234 0978 факс (095) 232 9836 <http://www.dcenter.ru>

ОБОЗРЕНИЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

за 2003 г.

Прошедший 2003 г. оказался довольно непредсказуемым и намного более удачным, чем все ожидалось. Российский ВВП не только не снизил темпов роста, но и вырос, по нашей предварительной оценке, на 7% и вплотную приблизился к желанной планке, необходимой для своего удвоения в течение десятилетия. Основой ускорения стал экспортный бум, вызванный неожиданно высокими ценами на нефть и газ, а также на другие сырьевые товары российского экспорта. По нашей оценке, прирост экспорта определил около 54% роста экономики¹. При этом вклад увеличения экспортных цен составил всего около 10%, тогда как почти половина прироста ВВП была вызвана увеличением физических объемов экспорта сырья и топлива. Но все же оставшиеся 3,2-3,5 процентных пункта прироста ВВП целиком пришлось на долю внутренних факторов и, в первую очередь, на повышенную инвестиционную активность - прирост инвестиций в 2003 г. составил 11,9% против 2,6% в 2002г. Безусловно, этот факт самым прямым образом связан с ростом доходов экспортеров, которые вкладывали свои ресурсы не только в развитие экспортных отраслей. Этот процесс был поддержан значительным увеличением притока иностранного капитала, тогда как экспорт российского капитала, напротив, значительно сократился. Улучшение макроэкономических показателей было оценено иностранными инвесторами, что проявилось в присвоении агентством Moody's России инвестиционного рейтинга.

Экономический рост шел несмотря на значительное укрепление курса рубля к доллару, причем не только реального, который почти вернулся к предкризисному уровню, но и номинального. Отчасти негативные последствия этого укрепления были компенсированы усилением евро, но свою роль сыграл и общий рост емкости внутреннего рынка. Места хватило всем, и импортной, и отечественной продукции. Кроме того, за послекризисные годы сформировались очаги достаточно конкурентоспособного производства² в пищевой промышленности, в транспортном машиностроении и приборостроении, которые продемонстрировали способность к росту и при усиливающемся рубле. Отметим оживление и в производстве вооружений. Несмотря на противоречивые высказывания в Правительстве тенденция к укреплению или стабильности номинального курса рубля к доллару - это надолго, во всяком случае, на период сохранения высоких экспортных цен на сырье. При сохранении тенденции к укреплению курса рубля уже в 2004 году предкризисный уровень окажется преодолен, что по новому поставит вопрос о конкурентоспособности российских товаров и угрозе их замещения им-

¹ Оценка вклада экспорта получена на основе сценарного моделирования развития российской экономики при условии, что цены и объем экспорта сырья и топлива остались бы на уровне 2002 года.

² См. также доклад ЦМАКП, Итоги года. www.forecast.ru

портом, тем более, что значительного укрепления евро вряд ли следует ожидать в дальнейшем.

Денежным властям, несмотря на рекордные темпы роста резервов (26 млрд. долл.) и денежного предложения, удалось удержать инфляцию в планируемых пределах - 12%. Правда, основная заслуга здесь принадлежит «административному ресурсу» - Правительство резко ограничило рост тарифов на товары и услуги естественных монополий на федеральном и региональном уровне. При продолжении такой политики инфляция в 2004 г. может не сильно отклониться от целевого ориентира в 10%.

Население в целом выиграло от ускорения роста экономики, что привело к повышению как реальных доходов, так и уровня потребительского оптимизма. Реальные располагаемые доходы населения выросли в 2003 г. на 9,3% (а по официальной статистике – на все 14%) и на 23% превысили предкризисный уровень, но при этом отставание бюджетной сферы в уровне доходов возросло. Продолжению «потребительского бума» во многом способствовало развитие банковского кредитования населения, а также бегство от американской валюты. В 2004 г. мы ожидаем сохранения достаточно высоких темпов роста реальных располагаемых доходов населения (около 8%), хотя на дальнейшее сокращение населением валютных сбережений рассчитывать вряд ли стоит.

Высокие экспортные доходы и рост экономики позволили, в отличие от предыдущего года, значительно превысить плановые показатели федерального бюджета. В то же время непроцентные расходы федерального бюджета сократились, но меньше, чем это было предусмотрено в первоначальном варианте Закона о бюджете (до 13,3% ВВП против 13,5% в прошлом году). В результате профицит федерального бюджета в 2003 г. повысился до 1,6% ВВП, что позволило сформировать к началу 2004 г. финансовый резерв в объеме почти в 8,6 млрд. долл. В 2004 г. объем налоговых поступлений в федеральный бюджет, по нашей оценке, снизится на 1,2-1,7 п.п. ВВП: из них 0,8 п.п. станет результатом налоговой реформы, остальное связано с ожидаемым ухудшением внешнеторговой конъюнктуры и торможением роста экономики. При этом власти собираются сократить непроцентные расходы бюджета еще на 0,5 п.п. ВВП, что делает бюджетную политику довольно жесткой.

За последние годы финансовая система страны значительно окрепла, и ее развитие не только не тормозило, но и опережало рост экономики. Банки вместо ожидаемой кредитной паузы нарастили кредитование экономики на 47%, а населения - на 78%, что, по нашей оценке, обеспечило немногим более четверти из 7%-ного экономического роста. Кредитный бум питался не только ростом депозитов населения, но и значительным притоком капитала. В результате банковский сектор впервые с 1997 г. вернулся к отрицательной валютной позиции, что по-новому ставит вопрос о валютных рисках для банковской системы в целом.

Экономическая политика властей характеризовалась, хотя и не очень энергичными, но в целом довольно либеральными решениями – либерализацией валютного регулирования, снижением налогов (сначала ставки налога на прибыль, затем НДС), запуском реформы РАО ЕЭС, МПС, началом пенсионной реформы и введением страхования вкладов населения. Вместе с тем государство открыто продемонстрировало решимость укрепить свою командную роль в экономике, что проявилось в от-

кладывании реформы Газпрома и разработке планов по усилению налогообложения нефтяного сектора под флагом изъятия большей части природной, или точнее, конъюнктурной ренты.

Эпицентр реформаторства в ближайшее время может сместиться в область рационализации расходов и повышения их эффективности, о чем говорится уже несколько лет. Ставка на ограничение госрасходов себя исчерпала, тогда как реальная модернизация общественного сектора так и не началась, за исключением первых шагов по жилищной реформе, ограничивающихся в основном повышением тарифов.

Конфликт вокруг ЮКОСа пока имел ограниченные макроэкономические последствия³, но поставил под сомнение легитимность собственности крупного российского бизнеса, а значит, скорее всего, притормозит процесс выхода из «тени» и консолидации и среднего бизнеса.

Идея удвоения ВВП и повышения национальной конкурентоспособности, выдвинутая в прошедшем году, свидетельствует об озабоченности властей проблемами экономического развития и позиционирования России в мировой экономике. Однако реальных шагов в этом направлении пока нет, а сам термин «инновационная и промышленная политика» находится, если не под табу, то в зачаточном состоянии. В краткосрочном плане озабоченность конкурентоспособностью выливается в избирательное повышение таможенных тарифов и квотирование импорта. В более долгосрочном - в проекты развития ипотеки и доступного жилья, сокращения бедности. При всей своей остроте и высокой социальной значимости, этого недостаточно для удвоения ВВП и укрепления позиций в экономическом соревновании с Западом и Востоком.

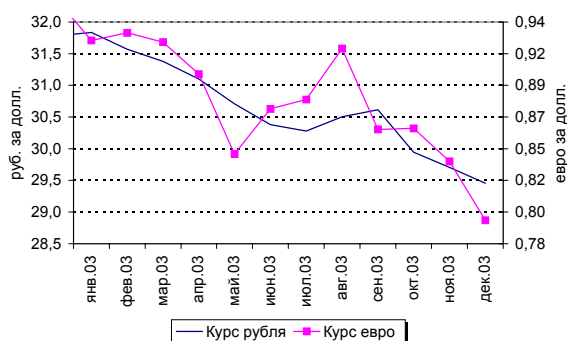
Тем не менее, независимо от действий властей, в 2004 г., мы не ожидаем возникновения серьезных коллизий в экономическом росте. Даже при снижении нефтяных цен до 22 долл./барр. рост ВВП может составить 5-5,2%, а при довольно вероятном уровне цен в 25 долл./барр. и того выше – 5,6%. Только при падении цен до 15 долл./барр. и ниже реально достаточно резкое ухудшение макроэкономической ситуации. Основная экономическая угроза заключается в том, что нынешнее благополучие, привнесенное экспортными сверхдоходами, может развратить как бизнес, так и власти, а на деле Россия окажется не готовой к новому раунду мировой конкурентной борьбы, с которой она столкнется в самом ближайшем будущем.

³ Эффект ЮКОСа внес свой вклад в скачок оттока капитала из России в третьем квартале, достигнувшем 8,7 млрд. долл. и превысил по своей интенсивности уровень 1998 г. Однако уже в четвертом квартале отток капитала сменился чистым притоком в 2,5 млрд. долл.

ИНДИКАТОРЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Валютные и денежные показатели

Изменение курса рубля и евро к доллару



Источники: Банк России

Изменение валютного курса и показателей эффективности, в %

	2000	2001	2002	2003	2004	2003 г. к дек 1997 г.
Номинальный курс рубля к доллару	4,3	7,0	5,5	-7,3	-1,6	394
Номинальный курс рубля к евро	-3,7	1,6	25,0	11,5	1,5	458
Реальный курс рубля к доллару	-13,2	-9,8	-8,4	-17,3	-10,6	7
Реальный эффективный курс	-17,2	-9,1	2,4	-2,5	-7,7	22
Условия торговли	37,4	3,4	22,5	12,3	-6,2	151
Производительность труда	7,4	4,6	2,3	8,0	4,9	29
Эффективность экспорта, %	185	77	127	113	95	-

Источники: Банк России, Центр развития

Баланс спроса и предложения валюты, млрд. долл.

	2000	2001	2002	2003
Баланс торговли и услуг	39,9	38,3	34,7	48,8
Покупка валюты денежными властями		25,1	25,3	21,6
для платежей по долгу		9,5	16,7	12,5
рост резервов		15,5	8,7	11,2
в т.ч. за счет переоценки евро				2,1
Чистый отток (+)/приток (-) капитала частного сектора		14,9	13,0	13,1
Справочно: спрос денежных властей, в % от сальдо торговли и услуг		62,8	66,2	62,3
				87,4

Источники: Банк России

Укрепление курса рубля – не перегнули ли палку?

Основным событием прошедшего года на валютном рынке стало изменение позиции Банка России относительно динамики номинального курса рубля, что привело к номинальному ослаблению доллара на 7,3% по итогам года. В конце января прошлого года, находясь под впечатлением от ослабления доллара на мировых валютных рынках, Банк России заявил об изменении принципов своей валютной политики и перешел от регулирования курса рубля к доллару к регулированию реального эффективного курса рубля, фактически курса рубля по отношению к корзине валют⁴.

Внятных объяснений причин такого изменения и тех целей, которых хотели добиться денежные власти, не озвучено до настоящего времени, поэтому можно только строить предположения относительно успешности новой валютной политики. Вряд ли Банк России надеялся, что через укрепление курса рубля можно сбалансировать торговый баланс страны⁵ или хотя бы существенно сократить сальдо по текущим операциям. Импорт товаров и услуг вырос по итогам года на 20%, что достаточно много по любым меркам, но этого оказалось недостаточно для компенсации «усилий» экспортеров сырья, которые нарастили физические объемы экспорта, по нашей оценке, на 10,3%. А номинальное укрепление рубля и высокий уровень рублевых процентных ставок привели к массивному притоку финансового капитала на российский рынок и подтолкнули российское население к резкому уменьшению запасов наличной валюты. Судя по заявлениям представителей Банка России, денежные власти собирались снизить объемы покупки валюты и предоставить рынку больше свободы в формировании курса рубля, но на деле ни одно из этих намерений не было реализовано. Банк России вынужден был, напротив, резко увеличить объемы покупки валюты: прирост резервов составил 26,2 млрд. долл.⁶ С учетом валюты использованной Минфином для платежей по внешнему долгу совокупный спрос денежных властей на иностранную валюту вырос в 2003 г. почти до 87% сальдо торговли и услуг (против 62% годом ранее).

Ценовая эффективность сырьевого экспорта, опирающаяся сегодня на высокие цены, остается весьма высокой, чего нельзя сказать об экспорте товаров с достаточно высокой степенью переработки. Более того, ускоренное укрепление реального курса рубля к доллару привело к практически полному исчезновению разрыва между внутренними и мировыми

⁴ Банк России рассчитывает реальный эффективный курс рубля по корзине из валют стран-торговых партнеров, доля которых составляет более 1% в торговом обороте.

⁵ Если бы Банк России ушел с рынка и отказался от наращивания резервов, то курс рубля к доллару повысился бы в прошедшем году как минимум до 27-28 руб./долл., однако этого было бы недостаточно для выравнивания торгового баланса.

⁶ Без учета переоценки валютных резервов из-за изменения курса евро-доллар.

ценами на многие потребительские и инвестиционные товары. Реальный курс рубля к доллару сегодня всего на 6,6% ниже предкризисного уровня (декабря 1997 г.), а реальный эффективный курс рубля – на 22%. Этот запас ценовой конкурентоспособности может быть исчерпан уже в 2004-2005 гг.

В такой ситуации развитие событий вновь целиком зависит от позиции Банка России. Если власти будут последовательно придерживаться заявленных принципов валютной политики – укрепление реального эффективного курса рубля за год на 3-5%⁷ при уровне инфляции в 10%, - то в наступившем году при стабилизации курса евро-доллар на уровне 1,25 следует ожидать движения курса доллар-рубли к отметке 30,1 руб/долл. Если доллар укрепит свои позиции на мировом рынке по отношению к евро до уровня 1,15, то «целевым ориентиром» для курса рубль-доллар станет отметка 32,8 руб/долл. Если же ослабление доллара по отношению к евро продолжится до уровня 1,4 на конец года, то рубль «должен» будет окрепнуть до уровня 26,9 руб/долл. (разумеется при прочих равных условиях).

Поскольку сценарий резкого падения рубля к доллару маловероятен, то рублевые процентные ставки скорее всего сохранят свою привлекательность для иностранных инвесторов, и либо Банку России придется столкнуться с массивным притоком краткосрочного капитала, либо всерьез придется думать о необходимости более решительного снижения уровня процентных ставок⁸, что при нынешнем уровне инфляции чревато увеличением их отрицательных реальных значений. Одним словом, направо пойдешь - коня потеряешь» и т.д. На месте, как известно, стоять не получится.

⁷ Но не более 7%, если цена на нефть окажется выше 22 долл. за барр..

⁸ Хотя Банк России понизил ставку рефинансирования в январе с 16 до 14% годовых, более значимым ориентиром и для российских, и для иностранных инвесторов является доходность ОФЗ, которая понизилась до 8% и к концу года может выйти на уровень 6%. При снижении курса рубля к доллару всего на 1,6% (до 30 руб/долл), они утрачивают свою привлекательность по сравнению с американскими бондами.

Инфляция и вклады факторов

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Темп роста цен						
Инфляция	36,5	20,1	18,8	15,1	12,0	10,1
базовая инфляция	38,5	18,2	12,4	10,8	11,6	8,8
платные услуги	33,6	33,8	37,1	36,3	22,3	20,2
сельскохозяйственная продукция	29,8	18,2	24,4	11,0	6,7	13,0
бензин	170,5	25,9	-8,6	20,5	16,7	-9,7
Вклад в инфляцию, п.п.						
монетарные факторы	20,7	9,9	7,5	5,7	6,0	3,2
в том числе валютный курс	12,8	1,6	0,5	0,6	-0,1	-0,6
денежные факторы	2,8	3,9	3,7	2,0	2,7	1,8
другие	4,0	4,1	3,2	2,9	3,2	2,1
немонетарные факторы	13,1	9,3	10,5	8,9	5,7	6,6
платные услуги	3,9	3,9	4,4	5,7	3,7	3,4
сельскохозяйственная продукция	7,8	4,9	6,0	2,8	1,7	3,3
бензин	1,0	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1
Вклад в инфляцию, в % от инфляции						
монетарные факторы	56,6	49,1	39,8	37,4	49,7	32,1
в том числе валютный курс	35,0	8,0	2,5	4,3	-0,6	-5,8
денежные факторы	7,8	19,3	19,7	13,5	22,7	17,5
другие	11,0	20,4	16,8	19,0	26,9	20,4
немонетарные факторы	36,0	46,3	56,0	59,2	47,5	65,7
платные услуги	10,8	19,3	23,6	37,9	30,8	33,4
сельскохозяйственная продукция	21,3	24,5	31,7	18,5	14,4	32,6
бензин	2,7	1,4	-0,6	1,6	1,7	-1,3

Источник: Банк России, Госкомстат России, Всемирный банк

Программа повышения тарифов

	2004	2005	2006
Газ			
Прирост цены реальный, %	10	17	6-8
Электроэнергия			
Прирост реальный, %	5-6	8-9	2-5

Источник: МЭРиТ

Динамика денежного предложения

	2000	2001	2002	2003	2004
Резервные деньги, млрд. руб.	990	1262	1649	2439	2795
темп роста, %	88	27	31	48	15
Денежная масса	1144	1603	2120	3130	4006
темп роста, %	62	40	32	48	28
Структура					
Резервные деньги	100	100	100	100	100
Наличные деньги в обращении	45,2	48,4	49,4	53,0	56,3
Средства банков в ЦБ	29,4	27,0	27,2	27,2	26,0
ФОР	12,5	12,4	12,2	11,7	10,9
корсчета	12,5	11,4	10,3	11,8	11,2
депозиты	2,1	0,3	2,9	2,7	0,9
прочие	2,3	2,9	1,8	3,3	3,0
Средства бюджета в ЦБ	24,3	23,4	21,7	18,5	16,4
Прочие	1,0	1,3	1,7	1,3	1,3

Источник: Банк России

Ура! Инфляция по итогам года оказалась в рамках прогноза - 12%. Постарались естественные монополии и Госкомстат.

Правительству практически удалось уложиться в целевые ориентиры инфляции - рост потребительских цен не превысил 12%⁹. Хотя Банк России шел на укрепление курса во многом под флагом подавления инфляции, основная заслуга в ее снижении принадлежит административному ресурсу - возможностям Правительства по ограничению роста цен естественных монополий. Темп роста цен на платные услуги в результате этого упал на треть (до 22% с 36% годом ранее).

Эффект укрепления курса самым незначительным образом сказался на сдерживании роста цен на потребительские товары, которые чувствительны к ценам импорта. Темп роста цен на продовольствие понизился до 10,2% (против 11% годом ранее), а на непродовольственные товары - до 9,4% (с тех же 11%).

Из-за высоких темпов роста денежного предложения базовая инфляция немного повысилась в текущем году (до 11,6% с 10,8% годом ранее). Однако это можно считать неплохим результатом на фоне повышения денежного предложения (резервных денег) на 48% (против 37% в 2002 г.).

После выборов 2004 г. мы не ожидаем значительного снижения темпа роста цен на платные услуги, а перспективы инфляции значительно больше будут зависеть от возможностей снизить темп роста денежного предложения. По нашим оценкам, базовая инфляция в 2004 г. может снизиться до 8,8%, а инфляция в целом не превысит 10-10,5% только в условиях снижения темпов роста денежного предложения до 15-16%.

Предложение опять обгоняет спрос.

В декабре Банк России поставил неожиданный рекорд по увеличению резервов (+8 млрд. долл., или 27% всего их годового прироста) и в начале января добавил еще 1,8 млрд. долл. Похоже, что динамика резервов начинает все больше зависеть от движения капитала, а не от торгового сальдо. В результате форсированного накопления резервов денежное предложение (резервные деньги) выросло по итогам года на 48%, что, по нашим оценкам, соответствовало темпам роста спроса на деньги (денежной массы, M₂).

В целом в 2004 г., мы ожидаем замедления роста денежного предложения (до 15-16%), тогда как спрос на деньги вырастет на 28-30%¹⁰. Тем не менее резкого изменения существующей модели функционирования денежного рынка скорее всего не произойдет.

⁹ Следует отметить, что в достижении целевого ориентира инфляции есть и небольшая «заслуга» Госкомстата. Похоже, что он изменил структуру расходов населения, которая используется для взвешивания индексов цен. При использовании старой структуры инфляция составила 12,3%.

¹⁰ Предполагается, что Минфин не будет прибегать к значительным заимствованиям на внешнем рынке и займет на внутреннем до 1,2%ВВП.

Структура денежного спроса и параметры денежной сферы

	2000	2002	2003	2004
Денежная масса M2X	1564	2841	3973	4959
темп роста, %	62,4	32,3	47,7	27,9
Структура				
Денежная масса M2X	100	100	100	100
наличные деньги	26,8	26,9	29,3	29,9
депозиты в рублях	46,3	47,7	49,5	50,8
населения	19,5	22,8	25,6	29,0
предприятий	25,5	24,9	23,9	21,8
валютные депозиты	26,9	25,4	21,2	19,3
населения	9,5	14,0	11,1	11,0
предприятий	17,4	11,4	10,1	8,3

Источник: Банк России

Структура денежного спроса продолжала меняться в пользу депозитов населения, при этом укрепление курса рубля подтолкнуло процесс девальютации и дедолларизации сбережений. Доля валютных депозитов населения в денежной массе (M₂X) снизилась до 11% (с 14% годом ранее). Склонность населения к сбережениям в валюте стала отрицательной при увеличении склонности населения к сбережениям в банковской системе (Подробнее об этом в разделе «Население»).

С дедолларизацией частично связан и неожиданный опережающий рост спроса на наличные рубли. Доля наличных в денежной массе повысилась в течение прошедшего года 26,9 до 29,3%. Возможно, что этому способствовал переход крупных компаний на выплату заработной платы в рублях вместо «долларов в конвертах». С другой стороны, свой вклад внесли и менее обеспеченные слои населения, которые расширили закупки потребительских товаров и увеличили кассовые остатки.

Реальный сектор

Вклады факторов в динамику ВВП, в % прироста к соответствующему периоду прошлого года

	2002			2003			Год в целом оценка*
	4 кв. Факт	Год в целом факт	1 кв. факт	2 кв. факт	3 кв. факт	4 кв. оценка*	
ВВП	5.6	4.7	7.3	7.7	6.7	6.6	7.0
Внутренний спрос**	5.9	5.1	5.7	6.4	5.5	7.2	6.0
- конечное потребление	5.2	4.6	4.4	4.3	3.4	3.9	4.0
- накопление основного капитала	0.7	0.5	1.3	2.1	2.1	2.7	2.1
Чистый экспорт	0.4	0.4	1.9	0.3	0.6	3.1	0.8
- экспорт	5.6	4.3	4.7	4.1	4.8	3.8	4.8
- импорт	-5.3	-4.0	-2.8	-3.8	-4.1	-0.7	-4.0
Статистическое расхождение (вкл. прирост запасов)	-0.8	-0.7	-0.4	0.9	0.5	-3.0	0.1
Справочно: внутреннее производство на внутренний рынок	0.7	1.1	3.0	2.6	1.4	6.4	2.1

Примечания: * - оценка Центра развития; ** - без учета изменения запасов

Источник: Госкомстат России, оценки Центра развития

Двигатели роста ВВП - не только высокие цены на нефть и рост объемов экспорта, но и бум инвестиций.

В 2003 г. ВВП вырос на 6,9-7,0%, что существенно выше первоначальных оценок правительства и частных экспертов (в начале года МЭРТ ожидало прироста ВВП на 3,5%, а январский консенсус-прогноз составлял всего 3,9%). Основой ускоренного роста стал почти никем не предвиденный экспортный бум, вызванный высокими ценами на нефть и газ, а также на другие товары российского экспорта (прежде всего, металлы). Вклад экспорта в прирост ВВП составил 4,8 пункта, больше, чем какой-либо другой компоненты в структуре использования ВВП.

Впрочем, отличие 2003 г. от 2002 г. заключается не столько в быстром росте экспорта (хотя в 2002 г. его вклад в прирост ВВП был на 0,5 пункта ниже), сколько в инвестиционном буме, пришедшем на смену инвестиционной паузе. Вклад накопления основного капитала в прирост ВВП в 2003 г. достиг 2,1 пункта, что на 1,6 пункта больше, чем в предыдущем году. Кроме того, по нашей оценке, в 2003 г. вследствие укрепления евро несколько замедлился рост физических объемов импорта (в методологии СНС). В условиях быстрого роста внутреннего спроса (на 7,4% в год) это, видимо, привело к окончанию стагнации в секторе отечественных предприятий, ориентированных на внутренний рынок. По итогам года мы оцениваем вклад этого сектора в прирост ВВП цифрой 2,1 пункта (в 2002 г. было 1,1 пункта).

Компоненты сводного опережающего индекса (СОИ)

Показатель	Значения компонентов СОИ			Приросты компонент ⁽⁴⁾		Вклад в прирост СОИ ⁽⁵⁾	
	Дек. 2002	Сент. 2003	Дек. 2003	Янв.-сент.	Окт.-дек.	Янв.-сент.	Окт.-дек.
Платежеспособный спрос к норме (опросы ИЭПП) ⁽¹⁾	19.0	29.0	29.0	10.0	0.0	1.6	0.0
Запасы к норме (опросы ИЭПП) ^(1,2)	55.0	51.5	53.0	-3.5	1.5	1.2	-0.5
Цена нефти Urals (долл./бар)	27.6	25.8	28.5	-1.8	2.7	-0.8	1.2
Реальный курс рубля (рублей 1996 г./долл.)	6.5	5.8	5.4	-0.7	-0.4	-2.1	-1.2
Обеспеченность собств. средствами (опросы ЦЭК) ⁽¹⁾	44.5	48.3	45.6	3.8	-2.7	2.4	-1.7
Долларовый индекс «Moscow Times»	137.0	220.9	224.5	83.9	3.6	2.4	0.1
Реальная ставка (MIAACR-overnight), % годовых ⁽²⁾	-13.0	6.2	-12.2	19.1	-18.4	-0.2	0.2
Сводный опережающий индекс (СОИ), 1996 = 100	124.5	128.9	126.9	4.5	-2.0	4.5	-2.0
Индекс промышленного производства, 1996 = 100 ⁽³⁾	131.1	141.9	144.5	10.8	2.6		

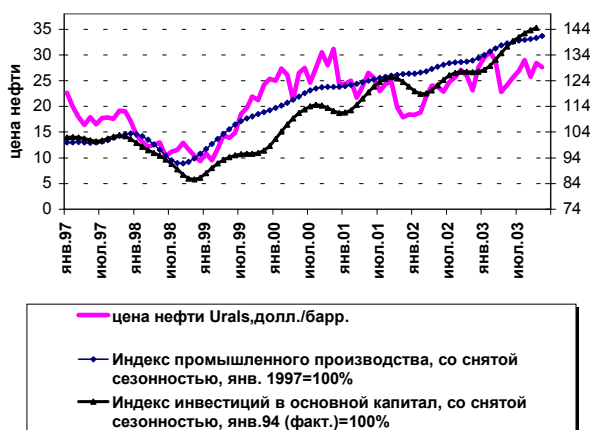
Примечания: 1. Диффузный индекс. 2. Снижение этого показателя ведет к росту СОИ. 3. С учетом календарной и сезонной корректировки. 4. В исходных единицах. 5. В пунктах СОИ.

Источник: Центр развития (СОИ)

В течение большей части года наблюдалось улучшение экономической конъюнктуры, что нашло отражение в динамике сводного опережающего индекса (СОИ). За первые девять месяцев 2003 г. СОИ вырос на 4,5 пункта (со 124,5 до 128,9). Главным позитивным фактором в этот период был рост внутреннего спроса. Суммарный вклад двух индикаторов, отражающих изменения внутреннего спроса (индексы «платежеспособный спрос к норме» и «запасы к норме»), составил 2,8 пункта. Еще два фактора (рост обеспеченности собственными средствами и стремительный рост цен на акции российских компаний) способствовали росту СОИ на 2,4 пункта каждый. Главным негативным фактором было укрепление реального курса рубля, снижающее конкурентоспособность российских производителей. Вклад этой компоненты составил -2,1 пункта. Из-за «перегрева» нефтяного рынка в начале года (в преддверие войны в Ираке) вклад нефтяных цен за январь-сентябрь оказался отрицательным (-0,8 пункта).

Вместе с тем, в октябре-декабре наметились некоторые негативные изменения. Внутренний спрос начал сокращаться, обеспеченность собственными средствами – снижаться, цены акций – перестали расти (особенно после обострения ситуации вокруг ЮКОСа). Одновременно ускорилось укрепление реального курса рубля. Правда, при стабильно высоком уровне нефтяных цен это не привело к стагнации в реальном секторе. Тем не менее, в последнем квартале 2003 г. риск скорого ухудшения конъюнктуры заметно вырос.

Динамика промышленного производства



Источник: Госкомстат России, агентство Reuters, Центр развития

Среднемесячный прирост промышленного производства, со снятой сезонностью, %

Показатель	2002г.		2003г.						
	год в целом	4кв.	1кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	окт.	нояб.	
Промышленность в целом	0,1	-0,4	1,1	0,6	0,5	1,2	0,7	1,8	
ТЭК*	0,6	0,7	0,4	0,1	0,3	0,4	0,3	0,5	
электроэнергетика	0,3	0,6	0,0	-0,5	-0,4	-0,7	-1,1	-0,4	
топливная пр-ть	0,7	0,7	0,5	0,3	0,6	0,7	0,7	0,8	
нефтедобыча	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,4	0,5	0,3	
нефтепереработка	0,5	0,6	0,0	-0,8	0,0	1,8	1,3	2,3	
газовая	0,3	0,2	0,3	0,8	0,7	-0,2	-0,2	-0,2	
Металлургический**	0,5	0,9	0,8	0,0	0,0	0,7	0,4	0,9	
Химико-лесной***	0,1	-1,1	0,5	0,9	0,6	1,1	0,7	1,5	
Инвестиционный****	-1,0	-3,3	3,5	1,7	1,1	2,7	1,6	3,8	
Потребительский*****	0,1	-0,3	0,5	0,8	0,5	1,6	0,8	2,4	

Примечание: ЦЭК использует сокращенную выборку (около 230 товарных позиций) по сравнению с выборкой Госкомстата России (более 600 товарных позиций). Кроме того, в данной выборке ЦЭК не оценивает динамику производства в оборонном комплексе. 4 кв. 2003г. – среднее значение за октябрь-ноябрь.

- * топливная промышленность и электроэнергетика;
- ** черная и цветная металлургия;
- *** химия и нефтехимия и ЛДЦБ;
- **** машиностроение и производство стройматериалов;
- ***** легкая и пищевая промышленность.

Источники: ЦЭК

Хороший финиш как результат провала в конце прошлого года.

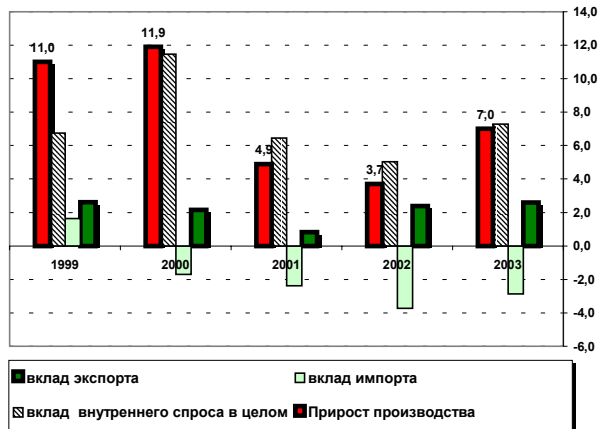
В целом промышленность выросла в 2003 г. на 7% (против 3,7% в 2002 г.). Концовка 2003 года оказалась также благоприятной для российской промышленности¹¹, и ей удалось избежать обычной осенне-зимней паузы роста. В отличие от прошлого года в ноябре-декабре рост производства ускорился, выйдя, по нашей оценке, на уровень 0,6-0,7% в месяц (со снятой сезонностью), что почти вдвое превысило показатели июля-октября.¹²

Однако оснований для прямолинейного оптимизма немного. Несмотря на благополучные результаты, фиксируемые Госкомстатом России, опросы руководителей предприятий указывают на ухудшение экономической динамики. Например, по данным ИЭПП, в декабре, продолжилось ухудшение ожиданий роста выпуска и спроса на ближайший квартал, которое началось еще в октябре-ноябре. Доля ожидающих роста или неснижения выпуска сократилась до 58% против 62,5% в ноябре, а роста спроса – до 49,5% против 51%. Поскольку в наступившем году эффект базы будет действовать в обратную сторону поддержать высокие темпы роста будет сложнее, и они могут замедлиться уже в первом квартале.

¹¹ Существенную роль сыграл эффект низкой базы конца прошлого года, что обусловило высокие финишные темпы роста машиностроения, пищевой промышленности и химико-лесного комплекса.

¹² По данным ЦЭК, темпы роста промышленности в ноябре вышли на уровень 1,8% в месяц, что выше наших оценок.

Прирост промышленного производства в 1999-2003гг. и вклад факторов, его определяющих, %*



*Примечание: сумма вкладов факторов (с учетом знака) дает фактический прирост промышленного производства к тому же периоду прошлого года – первый слева столбец по каждому году (по данным Госкомстата России); 2003 г. – оценка за январь-ноябрь.

Источник: Центр развития, Госкомстат России

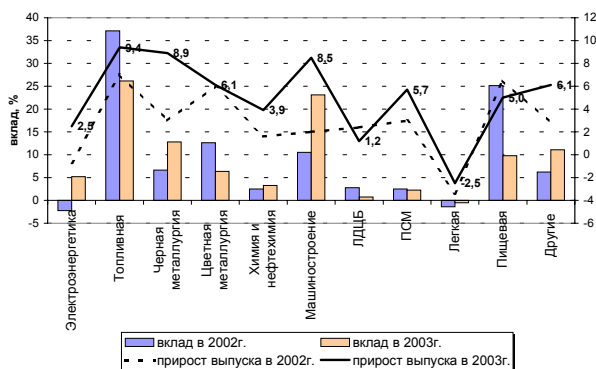
Динамика производства и экспорта, прирост к предыдущему году, %

	прирост в 2002 г.		прирост в 2003 г.	
	производства	физ. объема экспорта	производства	физ. объема экспорта
Промышленность в целом	3,7	9,8	6,8	10,1
Топливная	7,0	9,9	9,4	8,8
Черная металлургия	3,0	6,5	8,9	2,0
Цветная металлургия	6,0	0,0	6,1	-2,8
Химия и нефтехимия	1,6	7,0	3,9	12,1
ЛДЦБ	2,4	26,4	1,2	6,3
Машиностроение	2,0	-0,2	8,5	18,5
Пищевая*	6,5	-17,8	5,0	-23,7
Легкая	-3,4	8,3	-2,5	-6,2

*физ. объем экспорта - оценка по двум товарным позициям - водка и рыба

Источник: Госкомстат России, ГТК России, Центр развития

Вклад отраслей в рост промышленности в 2002-2003гг.



Примечание: 2003г. – за январь-ноябрь

Источник: Госкомстат России, агентство Reuters, Центр развития

Промышленный рост, ведомый экспортом сырья и топлива.

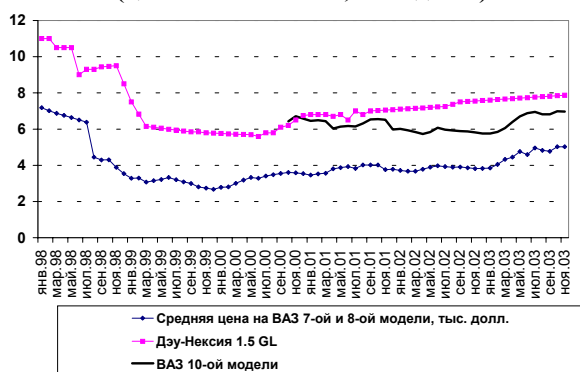
Среди отраслей промышленности лидеры роста в прошедшем году те же сырьевые отрасли, что и в 2002 г. – нефтедобыча (+11,3% в январе-ноябре 2003г.) и цветная металлургия (+6,1%). Новым является оживление машиностроения (+8,5% против +2% прироста в 2002г.) в результате увеличения инвестиционного спроса и усиления защитных мер в автопроме против импорта.

В 2003г. проявилась тенденция к установлению примерного паритета внешнего и внутреннего рынка как источников увеличения физических объемов выпуска промышленной продукции. В 2003г. вклад экспорта в прирост объемов промышленного производства уменьшился до почти 40%% (против почти 65% в 2002г.), а рост внутреннего спроса был покрыт импортом в меньшей степени, чем в 2002 г. (см. Диаграмму «Прирост промышленного производства...»). Снижение вклада физических объемов экспорта в рост промышленности связано не со снижением объемов экспортной экспансии (наоборот, темпы прироста экспорта ускорились), а прежде всего с ростом потребления сырьевой продукции на внутреннем рынке¹³.

В связи с изменением соотношения источников промышленного роста, вклад экспортных отраслей в рост промышленности - топливной промышленности, черной и цветной металлургии, химии и нефтехимии и ЛДЦБ - снизился с 62% в 2002г. до 49% - в 2003г. (см. Диаграмму «Вклад отраслей...»).

На фоне благоприятных результатов 2003г. и ожидаемого сохранения высоких нефтяных цен в 2004 г. можно ожидать инерционного промышленного роста в 5,0 – 5,2%. Вместе с тем, сложившаяся структура роста не обладает устойчивостью и на рубеже 2005-2006 годов можно ожидать резкого замедления темпов роста промышленности и нынешних лидеров: нефтедобычи, цветной металлургии и машиностроения.

Динамика ценовой конкурентоспособности российской автомобильной промышленности (цена автомобилей, тыс. долл.)



Источник: Центр развития

Живем не только нефтью единой

Ускорение роста машиностроения (с 2% в 2002 г. до 8,5% в 2003 г.) связано в первую очередь с инвестиционным спросом естественных монополий и увеличением оборонного заказа, т. е. с государственным сектором. Производство средств связи выросло на 11,5%, приборостроении – на 43% (падение на 11% год назад), железнодорожное машиностроение - на 34% (рост на 23% в 2002г.). Более умеренные результаты достигнуты в более конкурентных секторах: в электротехнике рост на 4% (после спада на 6%), в автомобильной промышленности - 4% (в 2002 г. спад на 0,7%). Значительные конкурентные успехи продемонстрировали некоторые производства, ориентированные на быстро растущий потребительский спрос: например, производство телевизоров (рост на 20%), холодильников (+ 11%).

В то же время, даже в благополучных сегментах машиностроения в 2003г. произошел значительный рост цен, что снизило ценовой разрыв с импортной продукцией, возникший после девальвации рубля в 1998г. В частности, значительный рост цен на автомобили ВАЗ в 2003г. (на 10-ю модель на 22% в долларом выражении, а в январе 2004г. новое повышение) привел к значительному сокращению разрыва с импортными аналогами. С Daewoo-Nexia разрыв в ценах сократился за последний год вдвое - с почти 2 тыс. долл. в конце 2002г. до примерно 1 тыс. долл. в конце 2003г. (см. Диаграмму). Если ВАЗ продолжит повышать цены теми же темпами, что и в 2003г., то ценовая фора перед Daewoo может исчезнуть уже к концу текущего года, что, учитывая преимущество корейцев в качестве, приведет к потере значительной части рынка. Кроме того, стратегия иностранных производителей по созданию новых сборочных производств в России (или в странах СНГ) может привести к снижению цен и на другие автомобили, как это удалось сделать компании Daewoo, уже к 1999г. значительно снизившей цены по сравнению с началом 1998г.

Таким образом, несмотря на сохранение благоприятной ситуации в промышленности в целом, в нынешнем и особенно в 2005-2006 годах в ряде секторов могут возникнуть трудности, отражающие низкую конкурентоспособность отечественных производителей, а автомобилестроение (прежде всего легковое) вновь может стать «болевым точкой».

**Динамика инвестиций в основной капитал
(по крупным и средним предприятиям)***

	Объем, млрд. долл.		Структура, %		Рост, %	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Экономика в целом	43,9	58,1	100,0	100,0	98,3	112,0
<i>естественные монополии и ЖКХ**</i>	21,1	26,5	48,0	45,6	101,4	106,8
Промышленность	18,8	25,1	42,7	43,2	97,9	113,4
<i>отрасли - экспортеры***</i>	12,7	16,7	28,9	28,8	92,5	111,7
<i>отрасли, ориентированные на внутренний сектор****</i>	3,1	4,6	7,1	7,8	113,0	124,9
электроэнергетика	2,1	3,0	4,9	5,2	112,2	119,2
Топливная	9,1	12,1	20,6	20,8	89,7	112,9
нефтедобыча	5,6	7,7	12,8	13,3	84,9	116,6
нефтепереработка	0,9	0,9	2,0	1,5	90,5	84,5
газовая	2,1	2,9	4,8	4,9	99,0	116,3
черная металлургия	0,9	0,9	2,0	1,6	89,6	91,7
цветная металлургия	1,4	1,8	3,2	3,1	97,8	111,4
химия и нефтехимия	0,8	1,0	1,9	1,8	105,2	104,4
машиностроение	1,4	1,9	3,2	3,3	107,4	114,9
ЛДЦБ	0,6	0,9	1,3	1,5	109,4	127,4
ПСМ	0,3	0,4	0,8	0,7	116,2	100,1
легкая	0,1	0,2	0,2	0,3	95,2	217,8
пищевая	1,7	2,5	3,8	4,2	118,5	125,8
сельское хозяйство	1,4	1,6	3,1	2,7	114,0	97,5
торговля	1,0	1,9	2,4	3,3	120,9	158,2
транспорт	8,4	9,8	19,1	16,8	82,1	98,7
связь	1,7	2,3	4,0	4,0	133,4	111,8
ЖКХ	6,8	8,6	15,4	14,7	114,4	107,1
наука	0,3	0,4	0,7	0,7	135,8	103,5
финансы	0,5	0,9	1,0	1,5	148,3	162,4
управление	0,8	1,0	1,8	1,8	118,7	112,6

*объем инвестиций дан без НДС; рост инвестиций-2002г. – данные МЭРТ, 2003г. – оценка (в том числе по отраслям) на основе использования дефлятора инвестиций по крупным и средним предприятиям по экономике в целом.

**электроэнергетика, газовая промышленность, транспорт, связь, ЖКХ

***топливная промышленность, металлургия, химия и нефтехимия, ЛДЦБ

****машиностроение, легкая и пищевая промышленность

Источник: Госкомстат России, МЭРТ, Центр развития

Инвестиционный бум, ведомый экспортерами

Рост инвестиций в основной капитал в 2003г.- почти на треть в долларовом выражении, и на 12% в рублевом выражении - сменил инвестиционную паузу 2002г.

Основной причиной инвестиционного бума послужили инвестиции экспортеров, которые выросли за год на 12% (после падения почти на 7% в 2002г.). И это только по предприятиям промышленности, т.е. без учета инвестиций головных структур холдингов. После падения в 2002г. (на 11%) возобновился рост инвестиционной активности в топливной промышленности (на 13%). В целом в нефтегазовом секторе капиталовложения оцениваются в 15 млрд. долл., что составляет почти пятую часть всех инвестиций.

Государственные монополии и ЖКХ, на которые приходится почти 50% всех инвестиций в экономику, тоже ускорили темпы роста, но в меньшей степени – с 1,4% в 2002г. до почти 7% в 2003г.(см. Таблицу).

Рост доходов населения, а также увеличение инвестиционного спроса экспортеров обеспечил скачок инвестиций в обрабатывающие сектора, хотя их удельный вес невелик (7%). Вдвое выросли капиталовложения в легкой промышленности, правда это эффект прежде всего низкой базы. Второй год подряд инвестиционный бум наблюдается в пищевой промышленности (рост в 2003г. на 25%).

Таким образом структура инвестиционного роста стала прогрессивнее, реально наметился сдвиг в сторону обрабатывающих отраслей, но его масштабы пока крайне невелики не смогут компенсировать возможную паузу в инвестициях нефтяных тяжеловесов, в связи с ожидаемым превышением предложения над спросом..

Структура роста отпускных цен на промышленную продукцию в 2002 – 2003 гг.

	Прирост цен, ноябрь к декабрю прошлого года, %		Вклад в прирост цен промышленности, п.п.	
	2003	2002	2003	2002
Промышленность в целом	12,4	17,3	12,4	17,3
ТЭК	5,8	28,7	1,5	7,1
<i>Отрасли - монополисты и угольная промышленность</i>	7,2	25,6	0,9	3,0
Электроэнергетика	13,9	26,7	1,4	2,3
Газовая	-22,7	32,4	-0,5	0,6
Угольная	8,8	8,7	0,1	0,1
<i>Нефтяная промышленность</i>	4,4	31,5	0,6	4,1
Прочие отрасли - сырьевика	20,0	17,6	4,4	4,0
<i>Металлургия</i>	26,2	24,4	3,5	3,4
Черная	27,7	19,7	1,9	1,3
Цветная	24,6	28,8	1,6	2,0
<i>Отрасли химико-лесного комплекса</i>	10,4	7,3	0,9	0,7
Химия и нефтехимия	12,6	7,6	0,6	0,4
ЛДСБ	7,3	6,8	0,3	0,2
Отрасли, ориентированные на внутренний рынок	12,5	11,8	6,5	6,2
<i>Отрасли инвестиционного комплекса</i>	11,3	11,0	2,1	2,1
Машиностроение	10,5	10,1	1,7	1,7
ПСМ	16,4	17,0	0,4	0,4
<i>Отрасли потребительского комплекса</i>	13,4	4,7	1,8	0,6
Легкая	13,9	5,0	0,2	0,1
Пищевая	13,4	4,7	1,6	0,5
<i>Прочие отрасли промышленности и мелкие предприятия</i>	13,0	16,9	2,6	3,5

Источники: Госкомстат России, Центр развития.

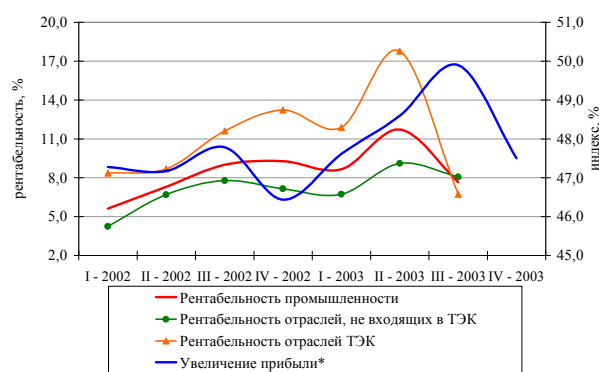
Торможение роста цен производителей – за счет ТЭК.

2003 год отмечен существенным замедлением роста отпускных цен на промышленную продукцию. По нашим оценкам, декабрьский вклад в динамику отпускных цен будет незначительным, и рост цен на промышленную продукцию в целом за 2003 г. составит около 12,8% (против 17,1% в 2002 г.). Основная заслуга в замедлении роста цен принадлежит ТЭК.¹⁴

Ценовой расклад 2003 г. оказался благоприятным для промышленности, с точки зрения ее финансовых показателей. Рентабельность промышленного производства в 2003 г. ощутимо выросла. В соответствии с имеющимися данными Госкомстата России, по результатам девяти месяцев, она составила 9,3% (годом ранее 7,4%). При этом, умеренный рост или даже снижение цен монополистов и цен на продукцию нефтяной промышленности дал и прочим отраслям промышленности возможность существенно улучшить свои финансовые показатели: рентабельность производства в них за девять месяцев 2003 г. составила 8,0% против 6,4% годом ранее. В то же время, замедление роста цен не имело пагубных последствий и для самих отраслей ТЭК (рентабельность, соответственно, 12,0% и 9,6%), вынужденных - и сумевших - при этом сокращать собственных расходы.

¹⁴ Если по результатам одиннадцати месяцев 2002 г. прирост цен в ТЭКе обеспечил 7,1% из прироста цен на продукцию промышленности в целом 17,3%, то за тот же период 2003 г. – только 1,5% из 12,4%. Умеренный рост цен на продукцию нефтяной промышленности является следствием роста предложения: при росте добычи нефти на 11,3%, переработка нефти увеличилась всего на 2,2% (данные за одиннадцать месяцев 2003 г.).

Рентабельность промышленного производства и опросы предприятий



Примечание: рентабельность рассчитана как отношение балансовой прибыли к объему реализации, в %.
 *диффузный индекс увеличения прибыли: количество опрошенных, подтверждающих рост прибыли, + ½ опрошенных, констатирующих ее стабильность, к общему количеству опрошенных; сезонность устранена

Источники: Госкомстат России, ЦЭК, Центр развития.

Финансовые трудности - впереди

Необходимо отметить, тем не менее, что четвертый квартал 2003 г. может несколько ухудшить финансовые показатели промышленности. Об этом предупреждает резкий рост пессимизма в оценках руководителей предприятий объема прибыли. Если на протяжении трех первых кварталов 2003 г. количество опрошенных, указывающих на сокращение объема прибыли, неуклонно сокращалось (в четвертом квартале 2002 г. их было на 7,1% больше, чем оптимистов, а в третьем квартале 2003 г. количество оптимистов и пессимистов практически совпало), то опросные данные четвертого квартала свидетельствуют о резком росте пессимистических настроений (количество пессимистов на 5% больше, чем оптимистов).

Каковы перспективы динамики рентабельности промышленного производства на следующий год? Она, очевидно, определяется новым ценовым раскладом, который может быть в 2004 г. менее благоприятным для российских товаропроизводителей. По нашим прогнозам, при том, что прирост отпускных цен в промышленности в целом в 2004 г. может составить порядка 10%, с учетом предельных уровней цен на продукцию субъектов естественных монополий (электроэнергия 13%, газ 20%), а также ускорения роста нефтяных цен, в 2004 г. вполне вероятен сценарий опережающего роста цен на продукцию ТЭК – около 10,5%. Потенциально такое ценовое давление, по всей видимости, смогут выдержать в 2004 г. только отрасли потребительского комплекса благодаря возможности ценового роста, открываемого дорожающим импортом (из-за дорогого евро). В то же время, прочие сырьевики и отрасли инвестиционного комплекса, по всей видимости, несколько ухудшат свои финансовые показатели. Новая ценовая динамика и структура роста цен, по нашим прогнозам, чревата снижением рентабельности промышленного производства в целом примерно на 5%; таким образом, она окажется хоть и лучше провального 2002 г., но значительно хуже 2003 г.

Население

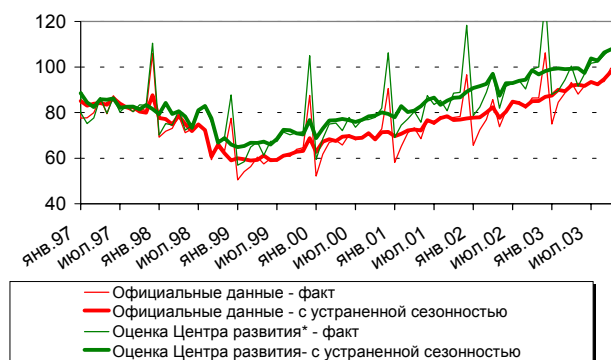
Доходы населения, потребление и сбережения.

	2002	2003 (оценка)	2004 (прогноз)
Реальные располагаемые доходы, в % предыдущему году*	109,9	109,3	107,8
Оборот розничной торговли, в % к предыдущему году	109,2	108,2	107,0
Платные услуги населению, в % к предыдущему году	103,7	105,0	103,1
Склонность к потреблению, % от скорректированных доходов	72,6	73,1	71,0
Склонность к сбережению, % от скорректированных доходов	14,4	13,9	16,2

*темпы прироста реальных располагаемых доходов за 2003 г. скорректирован по методологии Центра развития

Источники: Госкомстат России, Центр развития.

Реальные располагаемые доходы населения (дек. 1996=100)



*прирост к предыдущему месяцу с устраненной сезонностью

Источники: Госкомстат России, Центр развития.

Продолжение потребительского бума. Увеличение разрыва между реальной жизнью и данными Госкомстата.

В 2003 г. реальные располагаемые доходы населения продолжали расти высокими темпами, поддерживая тенденцию, сложившуюся в предыдущие годы (прирост 9,3%, по нашей оценке¹⁵, против 9,9% в 2002 г.).

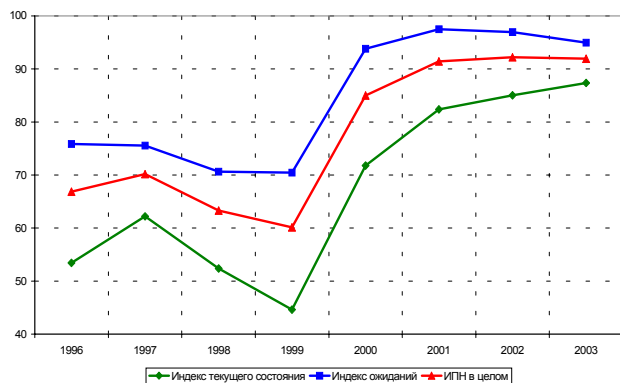
Наша оценка роста доходов населения существенно ниже, чем соответствующие данные Госкомстата России, исходя из которых прирост по итогам года выйдет на уровень 14,1-14,3%. На наш взгляд, дополнительными темпами увеличения доходов населения обязано методологии Госкомстата России, которая учитывает в составе расходов (и соответственно, доходов населения) двойной счет, связанный с покупкой-продажей валюты в обменных пунктах. Влияние этого фактора на величину и темпы роста доходов в методологии Госкомстата России усилилось в 2003 г. из-за активизации валютнообменных операций населения в связи со значительными колебаниями курса рубля по отношению к доллару и евро в течение года.

Потребительские расходы населения в 2003 г. увеличились на 7,5% в реальном выражении. Рост оборота розничной торговли по сравнению с 2002 г. замедлился с 9,2% до 8,2%. Однако при этом продажи непродовольственных товаров увеличивались так же быстро как в 2002 г. (+8,8%) при замедлении роста спроса на продовольствие до 7% за год. Таким образом «потребительский бум» в 2003 г. продолжался одновременно с заметным изменением структуры расходов, характерной для «бедности» (с преобладанием расходов на продукты питания и предметы первой необходимости), в сторону «богатства» (с высокой долей товаров длительного пользования). О том же свидетельствует ускорение в 2003 г. роста платных услуг населению (до 5,0% в против 3,7% в 2002 г.). Новому разогреву «потребительского бума» в 2003 г. способствовало активное развитие потребительского кредитования. Объем кредитов, выданных банками населению, в 2003 г. составил 3,4% расходов на потребление.

В 2004 г. мы ожидаем сохранения достаточно высоких темпов роста реальных располагаемых доходов населения – (7,8%-8,1%), которое должно закрепить ранее достигнутые позитивные изменения в структуре расходов - увеличение доли потребления непродовольственных товаров и услуг по сравнению с продуктами питания. Поддержанию потребительской активности со стороны населения будет способствовать дальнейшее развитие потребительского кредитования. Мы ожидаем в 2004 г. увеличения объема выданных кредитов до 4,4% расходов на потребление.

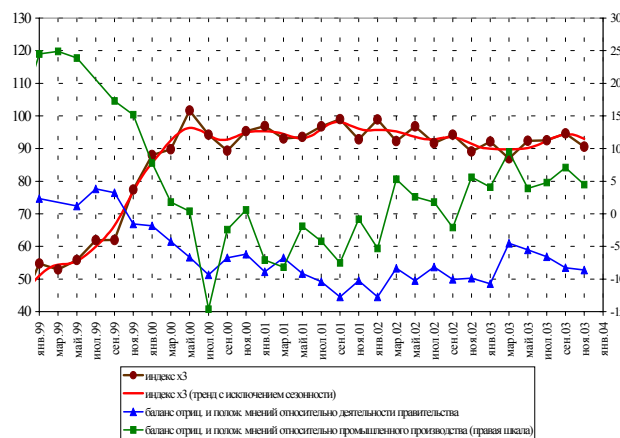
¹⁵ Оценки Госкомстата России указывают на более высокий темп прироста реальных располагаемых доходов 13,8% по фактическим данным за 11 месяцев (по итогам года, по нашей оценке, выйдет на уровень 14,1-14,3%). Столь высокие темпы прироста доходов связаны с учетом в составе расходов (и, соответственно, доходов населения) двойного счета, связанного с покупкой-продажей валюты в обменных пунктах.

Динамика ИПН и его компонент.



Источники: Фонд ИПН, ВЦИОМ-А, Центр развития.

Динамика факторов общеэкономических ожиданий населения



Источники: Фонд ИПН, ВЦИОМ-А, Центр развития.

Склонность к сбережениям, в % к скорректированным доходам*.

	2002	2003 (оценка)	2004 (прогноз)
Общая склонность к сбережениям	14,4	13,9	16,2
Рублевые вклады	2,9	4,5	4,2
Валютные вклады	2,2	0,9	1,2
Ценные бумаги	0,9	0,8	0,9
Наличная валюта	0,4	-2,0	-0,2
Наличные рубли	1,7	3,1	2,6
Прочие сбережения	6,2	6,5	7,4

*денежные доходы населения, очищенные от двойного счета, связанного с покупкой-продажей валюты

** прочие сбережения включают: прирост недвижимости, изменение средств на счетах индивидуальных предпринимателей, прирост кредитов населению, учитываемый со знаком «минус»

Источники: Госкомстат России, Центр развития.

Население – осторожный оптимизм.

Опросы населения также указывают на более скромные, чем по данным Госкомстата, улучшения в благосостоянии населения. Индекс потребительских настроений в 2003 году остался на уровне предыдущего года. При этом индекс текущего состояния вырос на 2,7% (против 3,3% в 2002г.), тогда как индекс ожиданий, напротив, снизился сильнее, чем в прошлом (-2% против -0,6% в 2002г.). Однако, в отличие от 2002г., последняя треть года нынешнего была гораздо лучше не только соответствующего периода прошлого года, но и зимы-весны 2003г., что согласуется с внутригодовой динамикой реальных доходов населения.

Главными факторами роста оптимизма явились улучшение людьми оценок ситуации на потребительском рынке и собственного благосостояния. Вместе с тем в отношении перспектив экономического развития страны оптимизма у населения не наблюдается. Соответствующий индекс снизился в 2003г. на 2,5% против 1,6% в предыдущем. Не увеличилась в целом за год доля лиц, ожидающих роста промышленного производства, хотя немного уменьшился негативизм в оценках экономической деятельности правительства (но отрицательные мнения все равно остаются преобладающими).

Девальютизация в 2003 г. привела к оттоку до 5,5 млрд. долл. наличных валютных сбережений населения.

В 2003 г. общая склонность населения к сбережениям сократилась, составив 13,9%, против 14,4% в 2002 г. В этом еще одно отличие нашей оценки от оценки Госкомстата России, не учитывающей изменение валютной части сбережений населения¹⁶.

Высокие (даже с учетом наших поправок) темпы роста доходов населения определенно давали возможность в 2003 г. больше нарастить сбережения. На наш взгляд, этого не произошло в первую очередь из-за существенного ослабления доллара, который в течение многих лет оставался для населения излюбленным средством сбережения. Спасая накопленные ресурсы от обесценения, население частично направляло их на прирост потребительских расходов, частично в рублевые инструменты.

Склонность к сбережениям в рублевых банковских депозитах увеличилась до 4,5% доходов населения против 2,9% в 2002 г., в то время как на валютные депозиты поступило всего 0,9% доходов против 2,2% в 2002 г.

В структуре наличных сбережений произошли

¹⁶ По фактическим данным за 11 месяцев 2003 г. доля сбережений в денежных доходах населения, по оценке Госкомстата России, составила 11,8% против 10,4% за соответствующий период 2002 г.

аналогичные изменения. Склонность к сбережению в наличной валюте, по нашей оценке, по итогам года была отрицательной, (-2,0% доходов населения). Отток сбережений в номинальном выражении составил около 5,5 млрд. долл. Доля средств, направленных на прирост наличных рублей выросла до 3,1% доходов против 1,7% в 2002 г.

Таким образом в 2003 г. произошла значительная девальютизация как организованных, так и неорганизованных сбережений населения. На этом фоне продолжился рост доверия населения к банковской системе – общая склонность к депозитам выросла до 5,4% доходов против 5,1% в 2002 г.

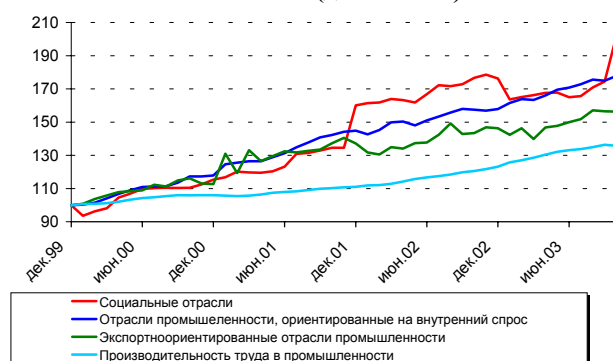
В 2004 г. при сохранении достаточно высоких темпов роста реальных доходов населения и его адаптации к новым соотношениям валют мы ожидаем нового увеличения склонности к сбережению (до 16,2% доходов). Ожидаемое нами в 2004 г. замедление темпов ослабления доллара и стабилизация его соотношения с евро, на наш взгляд, воспрепятствует дальнейшей девальютизации сбережений населения. Поэтому мы ожидаем частичного восстановления в наступившем году склонности к сбережениям в валютных депозитах (до 1,2%) и снижения масштабов оттока наличной валюты (до -0,2% доходов).

Темпы роста отдельных компонентов доходов населения в реальном выражении, в % к соответствующему периоду прошлого года

	2002	2003 (оценка)
Средняя зарплата на одного занятого, по экономике в целом	116,2	110,3
в т.ч. зарплата в экспортном секторе	105,1	108,7
зарплата в секторе, ориентированном на внутренний спрос	112,3	112,8
зарплата в "бюджетном" секторе	127,3	106,2
Средняя пенсия	116,4	104,3

Источники: Госкомстат России, Центр развития.

Зарплата и производительность труда со снятой сезонностью (дек 99=100).



Источники: Госкомстат России, Центр развития

Сближение динамики зарплаты с производительностью труда. Снижение вклада бюджета в рост доходов населения.

В 2003 г. по сравнению с предыдущим годом сократился вклад в прирост доходов населения поступлений из бюджета (с 37,8% до 17,1%, по нашей оценке). Это стало главной причиной замедления роста их основных компонентов – зарплаты и пенсий.

Реальный прирост среднего уровня зарплаты в бюджетной сфере с учетом октябрьской индексации составил 6,2%, против 27,3% в 2002 г. Средняя пенсия выросла на 4,3% против 16,4% в 2002 г.

В таких условиях главным фактором роста как средней зарплаты в экономике, так и доходов населения в целом стала зарплата в негосударственном секторе, особенно в отраслях, ориентированных на внутренний спрос (прирост 12,8%).

В целом же в 2003 г. динамика зарплаты стала ближе к росту производительности труда. Это произошло в первую очередь за счет промышленности, где производительность труда увеличилась на 13,0% против 10,5% роста зарплаты в сочетании с сокращением занятости.

В 2004 г. ожидается дальнейшее снижение вклада государства в рост доходов населения (до 14-15%). Поэтому, как и в прошедшем году, главным фактором, определяющим их динамику, будет рост зарплаты в негосударственном секторе экономики, опирающийся на рост производительности труда.

Основные показатели занятости и безработицы.

	2002	2003	Прирост, млн. чел.	Темп прироста, %
Численность занятых в экономике, млн. чел. из них:	66,0	65,4	-0,6	-0,9
на крупных и средних предприятиях	42,5	41,3	-1,2	-2,9
в т.ч. в промышленности	11,6	10,9	-0,7	-6,2
прочая занятость*	23,5	24,1	0,6	2,7
Численность безработных по методологии МОТ, млн. чел.	5,7	6,0	0,3	5,7
% к экономически активному населению	7,9	8,4		
Численность зарегистрированных безработных, млн. чел.	1,3	1,6	0,2	17,2
% к экономически активному населению	1,9	2,2		

*включает занятость на малых предприятиях, а также вне предприятий и организаций и неформальную занятость

Источники: Госкомстат России, Центр развития

Сокращение занятости на крупных и средних предприятиях. Переток рабочей силы в малый бизнес.

В 2003 г. продолжалось сокращение занятости на крупных и средних предприятиях (-2,9% по отношению к 2002 г.). Особенно активное высвобождение рабочей силы наблюдалось в промышленности (снижение на 6,2%) и в других отраслях реального сектора, где этот процесс сопровождался заметным повышением эффективности использования трудовых ресурсов. В бюджетной сфере подъем начала года затем сменился спадом, и по итогам 2003 г. уровень занятости в этих отраслях практически не изменился.

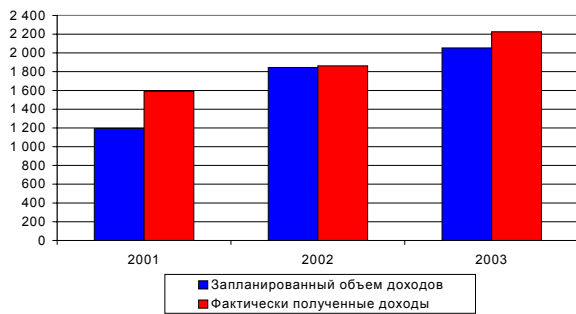
Нужно сказать, что масштабные сокращения занятости в реальном секторе привели к очень ограниченному увеличению безработицы. Из 1,2 млн. чел. высвобожденных в 2003 г. с крупных и средних предприятий, всего 0,3 млн. чел. стали безработными, в то время как около половины (0,6 млн. чел.) нашли себе работу в сфере малого бизнеса и индивидуальной занятости¹⁷, таким образом пополняя кадры растущей сферы услуг.

На наш взгляд, эти процессы свидетельствуют о достаточно высокой способности российской экономики к абсорбированию избыточной рабочей силы. Поэтому и в 2004 г. мы не прогнозируем существенного увеличения безработицы.

¹⁷ Остальные 0,3 млн. чел. вышли из состава экономически активного населения по причинам ухода на пенсию, состоянию здоровья, семейным обстоятельствам и т.п.

Государственные финансы

Планируемые и фактические доходы федерального бюджета, млрд. руб.



* 2002-03 гг. – без учёта доходов от ЕСН

Источники: Министерство финансов РФ, расчеты Центра развития

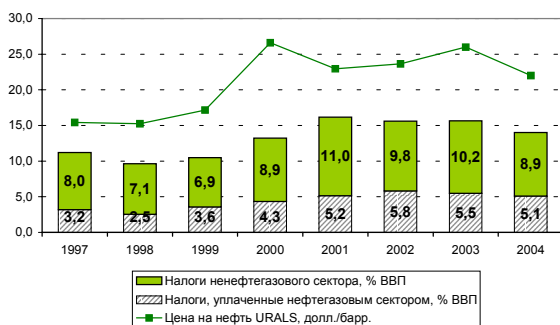
Налоговые доходы федерального бюджета, % ВВП

	2001	2002	2003
Налоговые доходы (без ЕСН), в т.ч.	16,3	15,7	15,2
Налог на прибыль	2,4	1,6	1,3
Налог на добавленную стоимость	7,1	6,9	6,7
на товары внутреннего производства	5,3	4,9	4,7
на импортные товары	1,8	2,0	2,0
Акцизы	2,3	2,0	1,9
Ресурсные платежи	0,6	2,0	1,9
Налоги на ВТО	3,7	3,0	3,4
экспортные пошлины	2,5	1,8	2,2
импортные пошлины	1,2	1,2	1,2
Прочие налоги	0,2	0,2	0,0
Единый социальный налог		3,1	2,7

2003 г. – оценка Центра развития

Источники: Министерство финансов РФ, расчеты Центра развития

Налоговые доходы федерального бюджета и цены на нефть



Источники: Минфин России, расчеты Центра развития.

Избыточные доходы федерального бюджета.

Исполнение доходной части федерального бюджета в 2003 г. в отличие от предыдущего года значительно превысило плановые показатели. Это объясняется более благоприятными внешними условиями по сравнению с заложенными при его проектировании (средняя цена на нефть составила 27,3 долл./барр. против 21,5 долл./барр., заложенных в Закон о бюджете).

Общие доходы федерального бюджета в 2003 г. составили, по предварительным данным, 2588 млрд. руб., или 19,4% ВВП, а без учета средств Единого социального налога, – 2225 млрд. руб., или 16,7% ВВП, что на 0,4% ВВП ниже, нежели годом ранее. При этом налоговые поступления (без ЕСН) сократились на 0,5% ВВП.

Высокий уровень доходов от нефтегазового сектора и недобор по налогам общего покрытия.

Налоговые поступления в федеральный бюджет от нефтегазового сектора (в основном поступающие в виде экспортных пошлин и ресурсных платежей), по нашей оценке, составляли 5,5% в 2003 году, а их доля в налоговых доходах федерального бюджета – 36,2% (в том числе доля налогов, напрямую связанных с динамикой мировых цен составляла 25%). При большом объеме дополнительных доходов, связанных с природной рентой, в 2003 г. ожидается существенный недобор по налогам общего покрытия. Несмотря на быстрый рост производства и торговли, налоговые поступления по НДС на товары внутреннего производства ожидаются ниже плановых показателей.

Более низкий объем поступлений по сравнению с планом объясняется не недостатками в планировании, а значительно более высокой, чем ожидалось экспортной активностью (в т.ч. и по сравнению с показателями Закона о бюджете 2003 г.). Поскольку экспортные поставки не облагаются НДС, увеличение доли экспорта в производстве привело к снижению поступлений по этому налогу. НДС, уплаченный предприятиями нефтегазового комплекса, по нашей оценке, снизился в 2003 г. до 0,5% ВВП против 0,6% ВВП в 2002 г. Среди проблемных точек исполнения бюджета 2003 г. недобор по налогу на прибыль, который также как и в 2002 году был связан с эффектом низкой облагаемой базы.

Что изменится в 2004 г.? Во-первых, по нашей оценке, налоговые доходы в 2004 г., при умеренно-благоприятной внешней конъюнктуре, снизятся на 1,2-1,7 п.п. или до 13,5-14,0 %ВВП. Около половины ожидаемого снижения (0,8%) вызвано налоговыми нововведениями. Во-вторых, в 2004 году вследствие относительного снижения пошлин на нефть и НДС мы ожидаем некоторого снижения налоговой нагрузки на нефтегазовый сектор (до 5,0% ВВП). Однако при этом его вклад в налоговые доходы бюджета увеличится до 37,0%, поскольку благодаря налоговой реформе нагрузка на другие сектора снизится еще сильнее.

Таким образом, бюджет обладает высокой прочностью и, скорее всего, его ожидают дополнительные доходы, которые оцениваются в 3 млрд. долл. при ценах на нефть в 22 долл./барр. и могут достичь 8 млрд. долл. при достаточно вероятном уровне цен в 25 долл./барр.

Основные характеристики федерального бюджета в 2002-04 гг.

млрд. руб.	2002	2003		2004	
	Отчет	План	Исполнение (факт)	План	Исполнение (прогноз ЦР)
Доходы бюджета	2 202	2 418	2 588	2 743	2 701
налоговые доходы (без ЕСН)	1 696	1 892	2 030	2 069	2 029
Расходы бюджета	2 046	2 346	2 372	2 659	2 640
непроцентные расходы	1 468	1 688	1 772	1 920	1 920
Дефицит ("-" Профицит)	-156	-72	-217	-83	-61

Примечание: по финансированию

Источник: Министерство финансов РФ, расчеты Центра развития.

Больше получать, но тратить все меньше.

Общие расходы федерального бюджета в 2003 г. составили 17,8% ВВП, а без учёта средств ЕСН – 15,1% ВВП, что на 0,6%-ных пункта меньше, нежели годом ранее. Расходы на обслуживание госдолга сократились с 2,1 до 1,7% ВВП. Сенсацией 2003 года стало недофинансирование бюджетных расходов по сравнению с уточненной росписью на 66 млрд. руб. по кассовому исполнению (56 млрд. руб. по финансированию), благодаря чему они почти не превысили первоначальные показатели Закона о бюджете. Это объясняется в основном более низкими процентными платежами, как по внутреннему, так и по внешнему долгу. Еще некоторые статьи остались недофинансированными из-за невыполнения объема работ по федеральным целевым программам и проблем с оформлением документации, что в предыдущие годы оставалось незаметным на фоне больших объемов дополнительных ассигнований в конце года.

Сэкономив на процентных расходах, в преддверии выборов Правительство увеличивало социальные выплаты. Непроцентные расходы сократились меньше, чем это было предусмотрено в первоначальном варианте закона, – их объем составил 13,3% ВВП против 13,5% в прошлом году. При этом приоритетными для Правительства остаются социальные расходы и административно-силовой блок. Дополнительное финансирование расходов, указ о котором был подписан Президентом в июле, также направлялось на расходы по силовому и социальному блокам.

Основные параметры бюджета 2004 г. предусматривают новое сокращение непроцентных расходов бюджета по сравнению с их исполнением в 2003 г. с 13,3% ВВП до 12,8% ВВП. Вызывает большой вопрос, насколько это сокращение согласуется с планами реформы армии, образования и медицины, и увеличение разрыва в оплате труда между частным и бюджетными секторами.

Основные характеристики федерального бюджета в 2002-04 гг.

% ВВП	2002	2003		2004	
	Отчет	План	Исполнение (факт)	План	Исполнение (прогноз ЦР)
Доходы бюджета	20,3	18,5	19,4	17,9	18,0
налоговые доходы (без ЕСН)	15,7	14,5	15,2	13,5	13,5
Расходы бюджета	18,9	18,0	17,8	17,4	17,6
непроцентные расходы	13,5	12,9	13,3	12,5	12,8
Дефицит ("-" Профицит)	-1,4	-0,6	-1,6	-0,5	-0,4

Примечание: Плановые характеристики бюджета 2004 в % к прогнозу ВВП МЭРиТ.

Источник: Министерство финансов РФ, расчеты Центра развития.

Все в резервы.

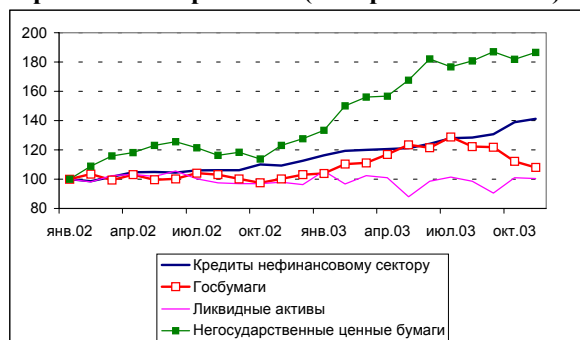
Профицит федерального бюджета в 2003 г. составил по финансированию 1,6% ВВП, что выше уровня предыдущего года и значительно превышает уровень, заложенный в Законе о бюджете. Возникновение такого профицита полностью является результатом получения дополнительных доходов от нефтегазового сектора.

Профицит, который образовался в 2003 году, позволил сохранить и увеличить имеющийся финансовый резерв до 255 млрд. руб., из которых 103,5 млрд. руб. подлежат зачислению в образующийся с начала 2004 г. стабилизационный фонд.

Мы ожидаем, что в 2004 г. (также как и в 2003 г) будет обеспечена устойчивость федерального бюджета. При консервативном сценарии (цена на нефть - 22 долл./барр.), мы ожидаем примерно того же уровня профицита, что и заложенный в Проект бюджета (0,4-0,5 % ВВП). В этих условиях заложенный в конструкцию бюджета принцип сбалансированности внутренних и внешних источников финансирования, скорее всего, будет выполняться. При более высоких мировых ценах (25 долл./барр.) профицит может достичь 1,4-1,7%ВВП, а при их снижении до 18 долл./барр. и торможении экономического роста до 3-4%ВВП бюджет будет сведен с дефицитом в 0,9%ВВП. Однако его можно легко компенсировать за счет сокращения финансового резерва - стабилизационного фонда, или соответствующего увеличения внутренних заимствований.

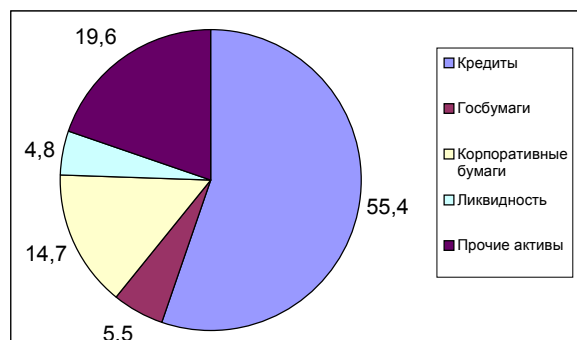
Банковская система

Основные виды активов российских банков в реальном выражении (январь 2002 г. = 100)



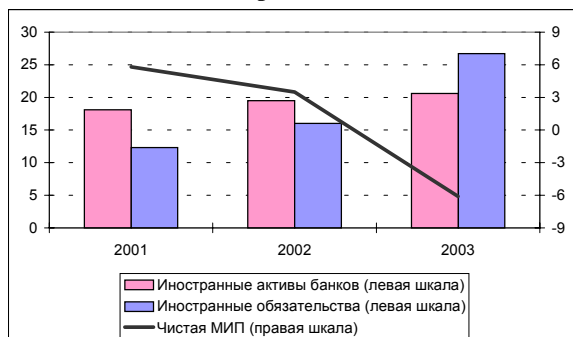
Источник: Банк России

Вклад основных видов активов в прирост активов банковской системы за январь-октябрь 2003 г. в %



Источник: Банк России

Чистая международная инвестиционная позиция коммерческих банков, на конец года млрд. долл.



Источник: Банк России

Рост на фоне снижения доходности банковских операций. Год облигационных займов и кредитов населению.

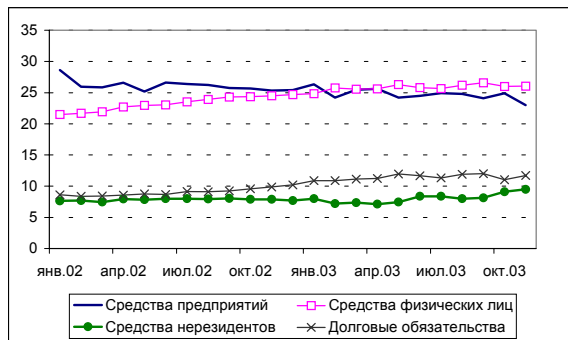
В прошедшем году российская банковская система росла опережающими по отношению к остальной экономике темпами. По нашим предварительным оценкам за год активы банковской системы выросли на 4,6 процентных пункта ВВП (с 38,1% до 42,7% ВВП), а собственные средства банков на 0,4 процентных пункта (с 5,5% до 5,9% ВВП). При этом, в отличие от предыдущих лет рост не был вызван только кредитными операциями. В первом полугодии наиболее высокими темпами росли вложения банков в ценные бумаги, как государственные, так и корпоративные. За этот период эти вложения увеличились почти на 30% в реальном выражении.

Однако к середине лета доходность ценных бумаг (особенно государственных) упала до беспрецедентно низкого уровня и к концу года не превысила 8% (ОФЗ). Это, а также падение котировок российских акций, вызванное политическими факторами, привело к замедлению темпов роста вложений в корпоративные бумаги и сокращению покупки госбумаг, что позволило кредитам не только восстановить свои позиции в активах банков, но и достичь к концу года рекордной доли – 47% активов.

Номинальное укрепление рубля вынудило банки расстаться с излишками, накопленными на валютных корреспондентских счетах в иностранных банках. Вследствие этого к середине года доля ликвидных активов снизилась с 22% до 18% и довольно устойчиво держалась на этом уровне вплоть до конца года, когда за счет роста остатков на счетах в Банке России произошел рост ликвидности (до 21% активов). Изменилось и направление операций Банка России по регулированию ликвидности: от преимущественно привлечения средств на депозиты и по операциям РЕПО он, во втором полугодии, перешел к ее краткосрочному предоставлению, хотя и в меньших масштабах.

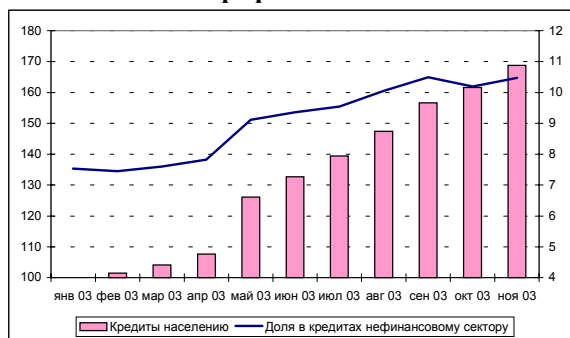
В конце 2003 г. произошло резкое изменение международной инвестиционной позиции коммерческих банков. По предварительным оценкам на конец года обязательства перед внешним миром превышали зарубежные активы более чем на 6 млрд. долл. (то есть позиция изменилась почти на 10 млрд.), в основном за счет роста обязательств (на 10,7 млрд. долл. за год). Впервые после кризиса российские банки стали чистыми должниками внешнего мира, что, с одной стороны, свидетельствует о росте доверия к ним, а с другой повышает внешние риски, связанные с резкими курсовыми колебаниями и бегством иностранного капитала в силу кризиса на других развивающихся рынках.

Основные виды привлеченных средств, % пассивов



Источник: Банк России

Кредиты населению в реальном выражении (январь 2003 г. – 100%) и их доля в кредитном портфеле банков

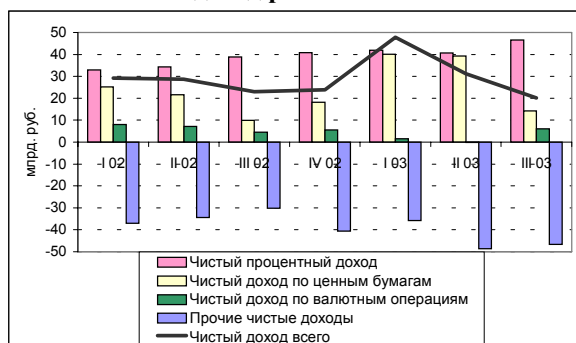


Источник: Банк России

Важнейшей особенностью, своего рода «хитом года» для банковской системы стала активизация работы с населением. Еще в первой половине года депозиты населения стали основным источником пассивов российских банков, смести оттуда средства на счетах корпоративных клиентов. Среднемесячный прирост депозитов населения за январь-октябрь составил 1,9% в реальном выражении, а доля в пассивах выросла с 24,8% до 26%. При этом удлиняются сроки депозитов: доля депозитов сроком свыше года выросла с 35,5% до 43,4%. С одной стороны, это удорожает ресурсную базу банков (по данным Банка России на октябрь 2003 г. средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физических лиц сроком свыше года превышала 10%), а с другой – дает банкам возможность удлинять сроки заимствований – то, в чем особенно нуждаются заемщики. Этот рынок становится более конкурентным: доля Сбербанка в депозитах населения за десять месяцев снизилась с 67% до 64%.

Относительно новой тенденцией стал рост операций кредитных операций банков с населением. Кредиты частным лицам растут гораздо быстрее кредитов корпоративному сектору – их доля в кредитном портфеле за год увеличилась с 7,5% до 10,5%. Конечно, рано говорить о переориентации банковской системы с корпоративного сектора на частный. Однако не случайно многие крупные банки не только объявили о приоритетности развития именно этого сектора бизнеса, но и начали активно развивать ритейловые сети (покупка Росбанком сети ОВК, развитие Альфа-банком проекта Альфа-экспресс и т.д.). В крупных торговых сетях покупатель уже может выбирать из нескольких кредитных предложений, а с принятием закона об ипотеке и в этом сегменте рынка начнется значительное ускорение. Важность этого вида бизнеса для российских банков увеличивается в связи с угрозой потери крупнейших клиентов, замещающих кредитование российскими банками прямыми заимствованиями за рубежом или на финансовых рынках.

Чистый доход российских банков



Источник: Банк России

Прошедший год оказался довольно урожайным на доходы: по итогам трех кварталов чистый доход банковской системы достиг 99 млрд. руб., что лишь на 5% меньше, чем результат всего 2002 г. Однако, в отличие от предыдущего года, гораздо более значимую роль сыграл фактор роста котировок ценных бумаг, как государственных, так и частных. В силу этого фактора в первом полугодии доходы по операциям с ценными бумагами практически равнялись процентной марже, при том, что в активах кредиты превышали ценные бумаги более чем в два раза. Во втором полугодии, после стабилизации доходности на низком уровне (доходность ОФЗ понизилась до 7-8% годовых) на первый план вновь вышла процентная маржа. По нашим оценкам, доходы за весь год составят 120-125 млрд. руб., что на 4-5% в реальном выражении выше, чем в 2002 г. Отношение доходов к капиталу составит 15-16%, что позволяет признать банковскую систему одной из успешных отраслей экономики в уходящем году.

Основные показатели банковской системы, %

ВВП

	2002	2003	2004
Активы банков	38,2	42,7	45,0
Кредиты экономике	17,1	20,1	22,0
Госбумаги	4,1	3,5	4,3
Корпоративные бумаги	3,0	4,0	4,7
Ликвидность	8,7	9,1	7,9
Капитал	5,5	5,9	6,6
Средства предприятий	10,1	10,1	10,0
Депозиты населения	9,5	10,7	12,9

Источник: расчеты Центра развития

В наступающем году мы ожидаем, что российская банковская система сохранит ориентацию на кредитные операции (доля кредитов в активах поднимется до 48-49%), однако тем роста активов замедлится (до 2-2,5 процентных пункта ВВП). За счет расширения объемов операций (в том числе с частными лицами) банки смогут сохранить достаточно высокий объем доходов (на уровне 2003 г. в реальном выражении), хотя их отношение к капиталу в силу роста издержек, связанных с развитием розничного бизнеса, может снизиться до 12-13%. За счет роста доходов в пассивах банков упрочится лидирующее положение депозитов населения, дополнительным стимулом сберегательной активности станет система страхования вкладов. Расширится роль иностранного финансового капитала, закрепится преобладание обязательств перед нерезидентами над иностранными активами.

Основные тенденции, намеченные в 2003 г.: повышение роли финансовых рынков и потребительского кредитования в банковских операциях, приоритетное развитие операций со средней и мелкой клиентурой, - в наступившем году упрочатся. В институциональной структуре укрепятся позиции банков, обладающих разветвленными сетями филиалов и отделений. В то же время качественных перемен в поведении банков, заметно меняющих сложившуюся модель развития, мы не ожидаем.

Платежный баланс

Спрос (-) и предложение (+) на валютном рынке

	1999	2000	2001	2002	2003
Предприятия	15,8	34,7	27,8	29,7	32,8
торговля и услуги	35,1	58,9	44,6	43,6	57,3
инвестиции (сальдо)	-19,3	-24,3	-16,8	-13,9	-24,5
Население	-2,1	-6,1	-6,4	-7,7	-3,2
поездки (сальдо)	-3,4	-5,4	-5,7	-7,1	-8,6
оплата труда	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,1
покупка валюты	1,0	-0,9	-0,8	-0,8	5,5
Банки	-4,0	-0,8	1,7	2,5	9,4
инвестиционные доходы (сальдо)	0,3	1,2	0,5	0,0	-0,2
сальдо финансовых операций	-4,3	-2,0	1,3	2,5	9,6
Государство	-9,7	-27,8	-23,1	-24,5	-38,9
инвестиции (сальдо)	-7,9	-11,8	-14,9	-13,1	-12,7
резервы	-1,8	-16,0	-8,2	-11,4	-26,2

Примечание: 2003 г. – оценка Банка России.

Источник: Банк России

Платежный баланс: рост резервов все больше зависит от притока капитала

Рост поступлений валюты от торговых операций в 2003 г. сопровождался близким по величине увеличением сальдо инвестиций по линии предприятий. Несмотря на почти двукратный рост чистого оттока капитала (до 24,5 млрд. долл.) по сравнению с предыдущим годом, его доля в чистом экспорте примерно соответствовала уровню 2000 г., когда произошла резкая активизация внешней торговли. Наиболее существенные сдвиги в 2003 г. произошли с финансовыми операциями населения и банковского сектора:

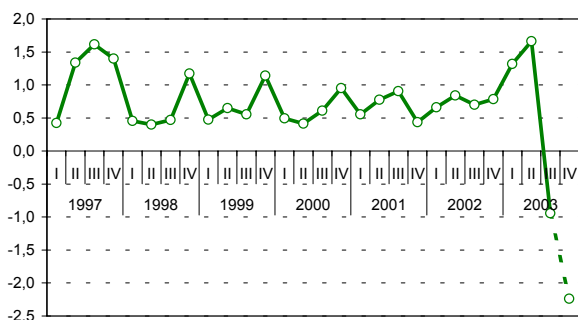
- дедолларизация сбережений населения впервые за всю историю привела к значительному притоку капитала за счет продажи населением наличной валюты (на 5,5 млрд. долл.);
- одновременно произошло резкое увеличение обязательств банковского сектора, а чистая международная валютная позиция впервые за послекризисный период стала отрицательной (положительное сальдо финансовых операций увеличилось на 9,6 млрд. долл., при этом валютные обязательства превысили валютные активы, по нашей оценке, более чем на 6 млрд. долл.).

Рост заимствований предприятий за рубежом повлиял на значительное увеличение процентных платежей нефинансового сектора (до 7,5 млрд. долл. в 2003 г. с 4,8 млрд. долл. годом ранее)¹⁸. Одновременно усилился чистый отток капитала по прямым и портфельным инвестициям, составив 5,7 млрд. долл. (против притока по этой статье в 2,2 млрд. долл. в 2002 г.).

Впервые за последние 10 лет объем привлеченных прямых инвестиций в 2003 г., по оценке Банка России, может сократиться¹⁹. По всей видимости, выборы и эффект «дела ЮКОСа» все-таки сыграли свою роль.

Если бы не изменение отношения к рублю населения и банков, то резервы Банка России выросли бы на 13 млрд. долл. (вместо 26 млрд. долл.). Таким образом, можно сказать, что в 2003 г. рост резервов Банка России практически на половину объяснялся изменением потоков капитала.

Прямые инвестиции в нефинансовый сектор, млрд. долл.



Примечание: 2003 г. – оценка Банка России.

Источник: Банк России

¹⁸ Задолженность предприятий достигла 47 млрд. долл., хотя это в основном долгосрочные ссуды и займы. Сумма платежей (процентов и основного долга) по внешним долгам предприятий составила в 2003 г. половину чистого экспорта товаров и услуг.

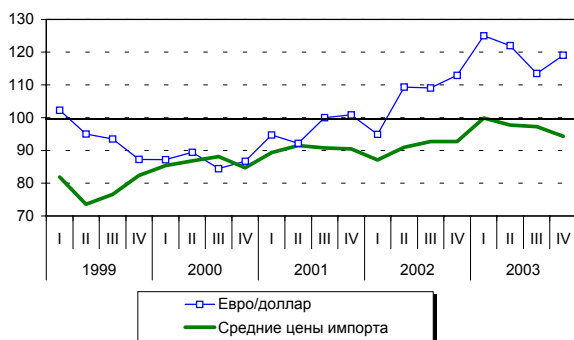
¹⁹ Если в первом полугодии, по данным платежного баланса, зарубежные прямые инвестиции в российские предприятия выросли почти на 3 млрд. долл. (с учетом репатриации), то уже в третьем квартале они сократились примерно на 1 млрд. долл. В то же время, данные платежного баланса за третий квартал не подтверждаются статистикой Госкомстата России. В четвертом квартале 2003 г., по оценке Банка России, чистый отток прямых инвестиций превысил 2 млрд. долл.

Динамика экспорта и цен на нефть



Источники: Банк России, Reuters

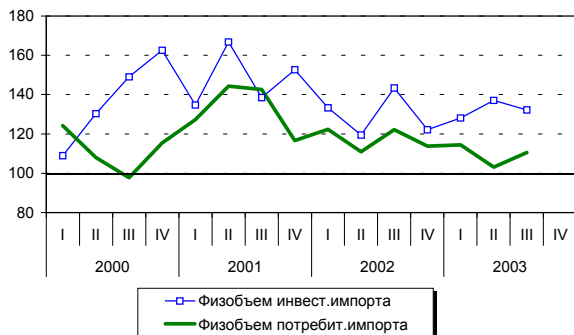
Динамика импорта и курса евро (в % к предыдущему году)



Примечание: данные по импорту за четвертый квартал – оценка Центра развития.

Источники: ГТК России, Reuters

Опережающий рост инвестиционного импорта (в % к предыдущему году)



Примечание: физобъемы потребительского импорта приведены с учетом неорганизованного импорта.

Источник: ГТК России, Банк России, расчеты Центра развития

Резкое увеличение экспорта товаров до 134,4 млрд. долл. в 2003 г. (почти на четверть по сравнению с предыдущим годом) более чем на половину объяснялось ростом экспортных контрактных цен в силу благоприятной внешнеторговой конъюнктуры на рынке топлива и металлов. По нашим оценкам, индекс средних цен экспорта вырос на 13,6% (год к году) при росте физобъемов на 10,3%.

Цены на нефть марки Urals до 27,3 долл./барр. выросли до максимального с 1986 г. уровня. Сказалось сокращение поставок нефти на мировой рынок из Ирака на фоне низких запасов топлива в развитых странах. При этом ОПЕК не спешит увеличивать предложение нефти, считая цены на нефть справедливыми в силу снижения покупательной способности доллара.

Рост цен на металлы стал следствием либо их хронического дефицита на мировом рынке (например, меди), либо вызван ожиданием возникновения дефицита (например, никеля) со стороны растущей мировой экономики.

Рост импорта товаров до 74,8 млрд. долл. в 2003 г., или на 22% (без учета услуг) к предыдущему году, по-прежнему сопровождался снижением цен. Даже укрепление евро к доллару не смогло остановить этот процесс, хотя почти половина организованного импорта идет из Европы. Тем не менее, масштаб снижения импортных цен по итогам прошедшего года оказался весьма скромным (по нашим оценкам, не более 1,5% по сравнению с 15% снижением цен в 2002 г.), что может говорить о возросшем влиянии динамики курса евро на импорт.

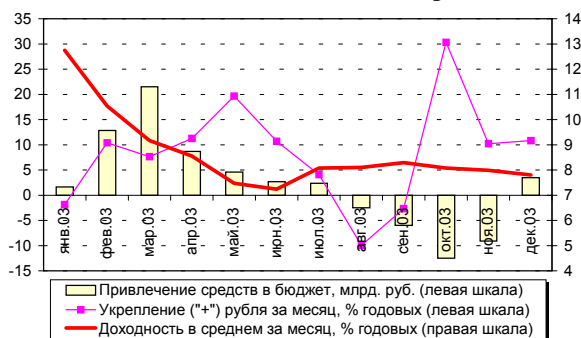
В большей степени рост курса евро к доллару оказал воздействие на ценовую динамику потребительского импорта (в основном продовольствие и текстиль), в то время как цены на инвестиционный импорт (машины и оборудование, металлы и изделия из них) и прочего импорта продолжали снижаться в 2003 г. Население предпочитает более качественную и дорогую импортную продукцию, чего не скажешь о предприятиях. По всей видимости, российский бизнес, несмотря на рост доходов, не спешит идти в ногу с техническим прогрессом.

В прошедшем году разрыв в темпах роста инвестиционного и потребительского импорта вновь стал увеличиваться. Устойчивый из года в год рост уровня износа основных фондов требует еще большего увеличения инвестиционного импорта. Темпы прироста импорта машин и оборудования с 2000 г. не опускаются ниже 30% в год.

Повышение покупательной способности населения оказало меньшее влияние на рост импорта в 2003 г., чем в предыдущие годы. С одной стороны, это связано с ростом долларовых цен на потребительский импорт вследствие укрепления евро, с другой стороны, может объясняться увеличением склонности к сбережению и инвестициям в недвижимость.

Финансовые рынки

Рынок ГКО-ОФЗ и валютный рынок



Примечание: укрепление рубля – изменение курса рубля в годовом исчислении; привлечение средств в бюджет – рефинансирование внутреннего госдолга, номинированного в ценных бумагах.

Источники: Банк России, Минфин России

Российские горки: между инвестиционным рейтингом и делом ЮКОСа.

Внешний спрос на рублевые гособлигации стал основным двигателем рынка ГКО-ОФЗ в 2003 г. Можно выделить три основных временных интервала в развитии этого рынка за этот период:

- первая половина года, резкое снижение доходности при возросших объемах торгов и росте дюрации на фоне укрепления рубля в номинальном выражении, повышающее привлекательность рублевых вложений. Такая динамика финансовых рынков стала следствием чистого притока иностранного капитала в частный сектор (3,2 млрд. долл. по методологии Банка России, полностью профинансированного за счет банков и населения);

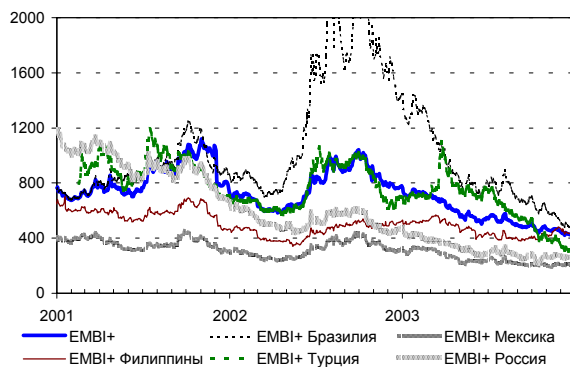
- третий квартал, небольшой рост доходности на фоне скандала вокруг ЮКОСа и резко возросшего оттока капитала (из 8,7 млрд. долл. на долю банков приходится 2,3 млрд. долл.). Рубль прекратил расти в номинальном выражении. Минфин сдерживает рост доходности отсечением на аукционах заявок с низкими ценами.

- четвертый квартал, стабилизация доходности и низкий спрос на облигации несмотря на возобновление чистого притока капитала (до 2,5 млрд. долл., при этом банки оказались нетто-импортерами капитала на рекордно высокую сумму 7,6 млрд. долл.) и рост курса рубля, причем еще большими темпами, чем в апреле-июне. Минфин практически прекращает эмиссионную активность, снижая предложение госбумаг на фоне низкого спроса.

По всей видимости, доходность ГКО-ОФЗ ниже уровня 8% годовых перестала быть привлекательной для иностранных инвесторов, не говоря уже о российских участниках рынка. Доходность рублевых облигаций не покрывает ожидаемый рост цен на потребительском рынке, обесценивая тем самым инвестиции.

В то же время, номинальное укрепление рубля в последнем квартале 2003 г. и продолжение этой тенденции в следующем году могут вновь привлечь западные инвестиции на рынок внутреннего долга.

Спрэд суверенных облигаций (базисных пунктов)



Источник: www.cbonds.ru

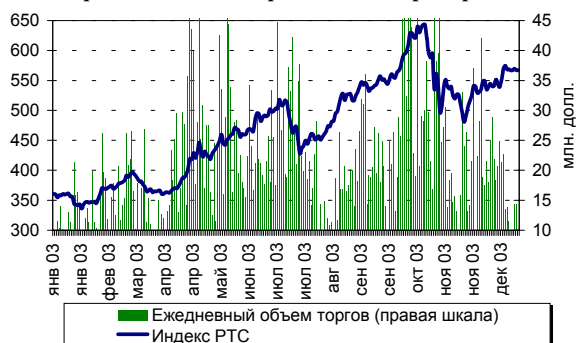
Устойчивый рост российской экономики привел к снижению спреда по долговым обязательствам России к американским казначейским облигациям. В конце 2003 г. спред сократился до 257 б.п., или почти вдвое по сравнению с началом года (для сравнения, за предыдущий год сжатие индекса по российским облигациям не превысило 30%). Этому способствовали:

- дальнейшее укрепление макроэкономических показателей, высокие цены на нефть, рост валютных резервов Банка России;
- профицит бюджета и постепенное замещение внешнего долга на внутренним;
- реструктуризация коммерческой задолженности России перед иностранными кредиторами;
- спрос на валютные облигации со стороны Пенсионного фонда России.

Присвоение в октябре инвестиционного суверенного рейтинга России явилось лишь запоздалым подтверждением успехов российской экономики и подкрепило текущий низкий уровень доходности.

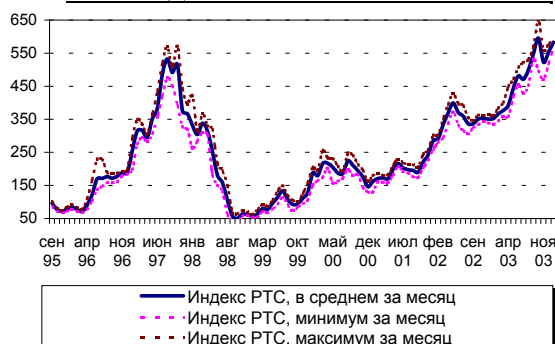
В настоящее время потенциал дальнейшего снижения спреда российских еврооблигациям уже не столь значимо перевешивает возможный рост процентных ставок по американским казначейским облигациям в 2004 г. Поэтому инвестиционная привлекательность российских бумаг может только поддерживаться высокими купонными выплатами. Наибольший интерес иностранных инвесторов в настоящее время сосредоточен на облигациях динамично развивающихся экономик Бразилии и Турции. Спред еврооблигаций этих стран к облигациям США за 2003 г. сократился в 3,0 и 2,2 раза, соответственно²⁰.

Торговля акциями российских предприятий



Источник: РТС.

Динамика индекса РТС



Источник: РТС.

2003 год был для рынка российских акций наиболее удачным и богатым на события за последние шесть лет. Индекс РТС вырос за год более чем в 1,5 раза, обновив исторический максимум; хорошие макроэкономические показатели и присвоение инвестиционного рейтинга способствовали переоценке иностранными инвесторами перспектив российских компаний, однако изменение взаимоотношений властей и крупного бизнеса, проявившиеся прежде всего в уголовном преследовании акционеров ЮКОСа, существенно охладили повышательный настрой игроков.

Первый всплеск активности участников рынка пришелся на февраль-март. Вслед за резким ростом российских еврооблигаций на фоне негативной динамики в Европе и США произошел приток средств нерезидентов на внутренний рынок акций. Знаковыми событиями при этом стали крупнейшая сделка в нефтяной отрасли между British Petroleum и TNK International, которая дала старт «дивидендному» ралли, и обнародованная в апреле сделка по объединению ЮКОСа и Сибнефти. Сложившееся сочетание переоценки страновых рисков, ожидания крупных дивидендных выплат и спада на мировых рынках привело к ажиотажному спросу на акции российских эмитентов и к росту индекса РТС за первое полугодие 2003 г. на 43%.

Дальнейший рост был остановлен в начале июля арестом одного из главных акционеров ЮКОСа П.Лебедева. Рынок отреагировал на него очень болезненно: индекс РТС упал за две недели на 17,5%, ведущие компании потеряли 23,6 млрд. долл. капитализации, из которых 9 млрд. долл. пришлось на ЮКОС. За последовавшие два месяца отпускного затишья отечественным игрокам удалось на небольших оборотах торгов вернуться к достигнутым ранее высотам. Присвоение России инвестиционного рейтинга агентством Moody's в начале октября буквально взорвало рынок. За сентябрь и первую половину октября при весьма значительных оборотах торгов индекс РТС прибавил 100 пунктов и начал тестировать уровень 650, поставив при этом новый рекорд за время своего существования.

Однако эйфория роста была вновь резко оборвана Генеральной прокуратурой – после ареста в конце октября М.Ходорковского и 44% акций ЮКОСа последовал панический сброс российских бумаг и падение индекса РТС на 25% до уровня 480 пунктов. Таким образом, в течение года инвесторы дважды переоценивали риски в сторону увеличения и дважды – в сторону

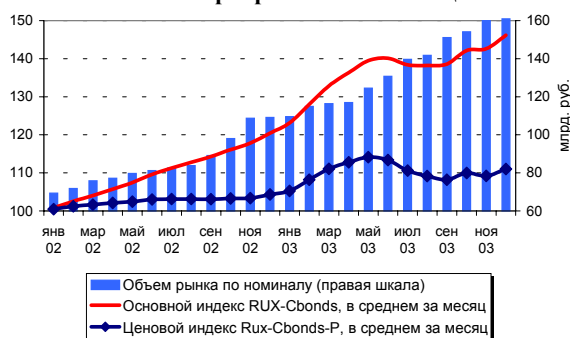
²⁰ Спред по облигациям Турции с максимального уровня в 2003 г. сократился в 3,5 раза к концу года.

уменьшения. Последовавший в конце ноября – декабре подъем рынка и предновогодний рост индекса РТС до уровня 570 пунктов не должен вводить в заблуждение относительно оценки инвесторами давления государства на крупный бизнес.

С одной стороны, все экономические факторы указывают на дальнейший рост котировок. Успехи компаний в 2003 году и связанные с ними ожидания высоких дивидендных выплат должны привести к весеннему дивидендному ралли. Позитива добавляют ожидания повышения странового рейтинга до инвестиционного уровня другими агентствами и обнародованные планы компаний по долгожданному проведению IPO. При подобном благоприятном развитии событий в 2004 г. можно ожидать роста индекса РТС до 700-750 пунктов.

Однако политические факторы в России всегда перевешивали экономические, и резкие действия силовых органов могут в любой момент в очередной раз обвалить рынок акций.

Рынок корпоративных облигаций



Источник: ИА «Cbonds», РА «РТС-Интерфакс».

Рынок корпоративных облигаций в 2003 г. переживал период своего бурного развития. Объем рынка по номиналу вырос почти в 1,5 раза, существенно выросло количество эмитентов, увеличились сроки заимствований, появились длинные 10-летние бумаги.

Наиболее активно рынок расширился в середине года. Рост государственных бумаг в апреле-мае на фоне укрепления рубля и избыточной ликвидности привел к резкому росту спроса на облигационные инструменты. Доходности корпоративных бумаг в это время понизились до 9-10%, и многие компании решили прибегнуть к этому виду заимствований. В мае-июле ежемесячно размещения превышали 10 млрд. руб., что обусловило две трети годового прироста объема рынка.

Последовавшее затем длительное охлаждение перегретого рынка не сразу встретило реакцию эмитентов. В июне ценовой индекс RUX-Cbonds-P впервые с начала года упал на 1,7%, однако массовые переносы новых размещений из-за ухудшения конъюнктуры начались в июле-августе. К концу сентября ценовой индекс упал по сравнению с серединой мая почти на 6%, а эффективная доходность наиболее надежных бумаг выросла до 12,5% годовых. Однако присвоение России инвестиционного рейтинга и другие позитивные привели к перелому тенденции, и цены начали понемногу повышаться. К концу года ценовой индекс RUX-Cbonds-P вырос по сравнению с сентябрьским «дном» на 4%, а эффективная доходность портфеля наиболее надежных бумаг снизилась до 10,5% годовых.

Сложившаяся к концу 2003 г. конъюнктура рынка корпоративных облигаций позволяет смотреть в будущее с умеренным оптимизмом. Этот рынок показал сильную устойчивость к политическим рискам (после ареста М.Ходорковского ценовой индекс снизился всего на 1,3%), а экономические факторы к нему безусловно благоволят. Потребность российских предприятий в средствах для реконструкции производства в сочетании с нехваткой финансовых инструментов для банков и выходящих на авансцену пенсионных фондов создают отличные перспективы дальнейшего развития рынка корпоративных облигаций. В 2004 г. даже при консервативном сценарии развития мы ожидаем рост рынка по но-

миналу в 1,5 раза до примерно 240 млрд. руб., чему в значительной мере будет способствовать снижение налога на эмиссию ценных бумаг.

ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ В 2004 Г.: В НОВОМ ГОДУ МАЛО НОВОГО.

Сложившиеся тенденции позволяют рассчитывать на продолжение довольно хорошей макроэкономической динамики в 2004 г. Наиболее вероятный рост ВВП оценивается нами в 5,1-5,6% (официальный прогноз 5%), и в случае снижения цен на нефть до 18 долл./барр., он вряд ли опустится ниже 3,4% (3,5% по прогнозу МЭРиТ). Некоторое сокращение (или резкое замедление темпов роста) экспорта компенсируется ожидаемым увеличением притока иностранного капитала, особенно во второй половине года, когда после президентских выборов в большей степени раскроется эффект присвоения России инвестиционного рейтинга. Сильный платежный баланс делает довольно вероятным стабилизацию курса рубля (на уровне 28,5-29 руб./долл.) при условии стабилизации отношения евро и доллара. Достаточно вероятным можно считать сохранение довольно высоких нефтяных цен (25 долл./барр.), что превышает уровень, заложенный в проекте бюджета. Это обещает как дополнительные доходы федерального бюджета (доходы составят 18,8% ВВП против 17,9% ВВП по Закону о бюджете), так и значительно усложнит жизнь Банку России. Денежные власти могут нарастить резервы на 10-19,5 млрд. долл., а темп роста денежного предложения, с учетом эффекта стабилизационного фонда, составит 15-16%. При этом денежные власти, в условиях крепнущего курса, могут не сильно отклониться от целевой инфляции в 10% (наш прогноз – 10,6%), а основной эффект повышения тарифов на услуги естественных монополистов скорее всего будет отнесен на начало 2005 г.

Основная интрига 2004 года может быть связана не столько с пределами изменения нефтяных цен, сколько с:

- Инвестиционной паузой (резким снижением темпов роста инвестиций – до 1-2%) в связи с замораживанием инвестиционных проектов в нефтяном бизнесе из-за дефицита экспортной инфраструктуры и ограничения темпов роста нефтедобычи. В этом случае темп роста экономики может снизиться до 3-3,4%;
- Повторением кризиса конкурентоспособности в ряде ключевых секторов (автомобилестроение) из-за роста импорта. По нашей оценке, правительственный прогноз недооценивает его масштабы, и в 2004 г. импорт товаров может вырасти на 16-17% по стоимости (против 7-10% по официальному прогнозу).
- Определенную интригу несут в себе и перспективы укрепления курса рубля, которые определяют не только изменение конкурентоспособности и доходы бизнеса, но и предпочтения между инвестированием денежных средств в валютные и рублевые активы.

В «Основных направлениях денежно-кредитной политики» Банк России указывает, что ориентируется на 3-5% укрепления реального эффективного курса. В основном динамика эффективного курса определяется соотношением евро к доллару, поскольку на Еврозону приходится почти 44% российского внешнеторгового оборота (в т.ч. 36% импорта), а с учетом стран Восточной Европы – более половины. Если тенденция к укреплению евро по отношению к доллару сохранится до конца наступившего года, то Банк России может продолжить повышать курс рубля к доллару не сильно опасаясь, что подешевевший импорт вытеснит отечественную продукцию (хотя ценовой фактор от-

нюдь не единственный в конкуренции импорта и отечественных товаров). Укрепление евро позволяло российским денежным властям балансировать между задачами борьбы с инфляцией, связанными с ограничением денежного предложения, и задачей поддержания конкурентоспособности отечественной экономики, которая пока не может отказаться от заниженного курса национальной валюты.

Диапазон прогнозов изменения курса евро к доллару на текущий год колеблется в весьма широких пределах: от снижения до 1,20 долл./евро к концу года до повышения до 1,35-1,40 долл./евро. По нашим оценкам, наиболее вероятен сценарий замедления девальвации доллара на мировых финансовых рынках и его укрепления во второй половине года вслед за усилением экономического подъема в Америке и повышением привлекательности американских финансовых рынков. В результате с наибольшей вероятностью среднегодовой курс евро вырастет до 1,25-1,30 долларов за евро по сравнению с 1,13 в 2003 году.

Если Банк России будет стремиться уложиться в свой целевой коридор 3-5% реального укрепления эффективного курса (при этом инфляцию в России удастся удержать в пределах 8-10%), то диапазон изменения курса рубля к доллару может составить от 26,3 до 32,7 руб./долл., в зависимости от масштабов укрепления евро к доллару. Общая закономерность состоит в том, что курс рубля к доллару может быть тем выше, чем ниже курс доллара к евро, и чем слабее инфляция в России.

Таблица. Ожидаемый курс рубля* к доллару в зависимости от инфляции и курса евро на конец года

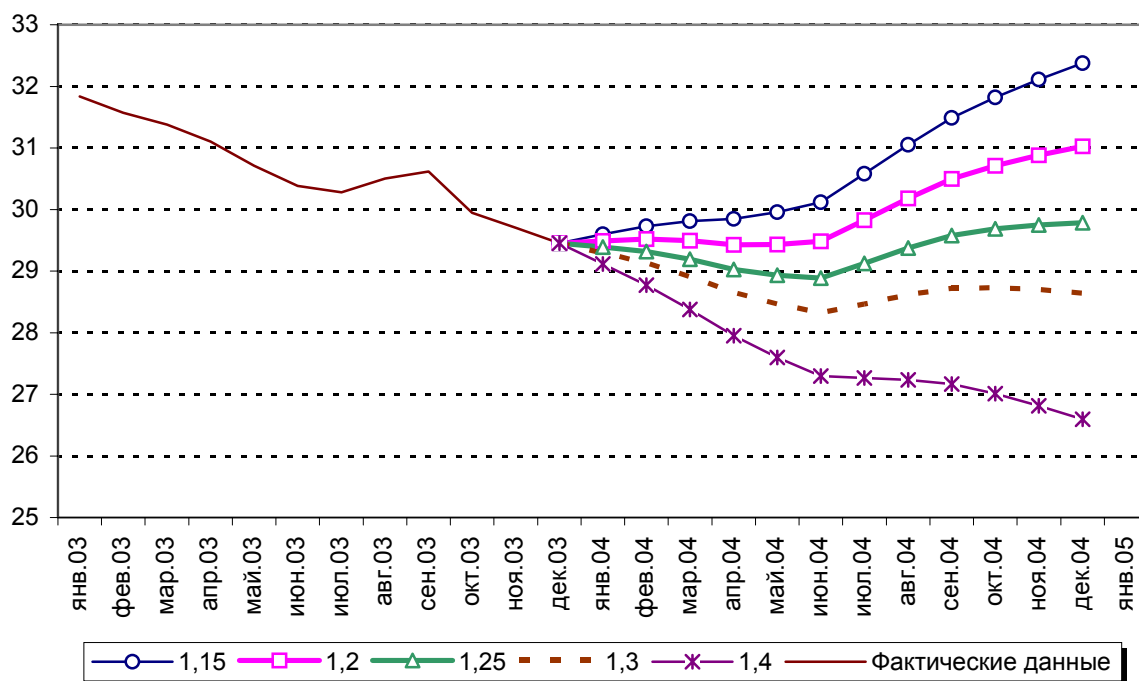
Инфляция, %/Курс евро, долл. за евро	1,15	1,20	1,25	1,30	1,40
8	32.1	30.7	29.5	28.4	26.3
10	32.7	31.3	30.1	28.9	26.8

*При укреплении реального эффективного курса на 4%

Источник: расчеты Центра развития

В конечном счете, курс рубля и к доллару и к евро определяется соотношением спроса и предложения, сложившимся на российском валютном рынке под влиянием растущего притока капитала, ожидаемого снижения экспортных цен и тенденций оттока капитала, имеющих большую инерционность. Возможности денежных властей по изменению этого баланса путем покупки валюты имеют свои пределы. С учетом ожидаемого снижения нефтяных цен в 2004 г до 22 долл./барр., или, что более вероятно, 25 долл./барр., денежные власти могут нарастить резервы на 10-13 млрд. долл. На наш взгляд, в этих условиях на конец года наиболее вероятным будет курс рубля в 28,5-29 руб./долл. При инфляции в 10% это означает повышение реального курса рубля к доллару на 11-12%. Темп роста реального эффективного курса при условии снижения доллара до 1,35 долл./евро, составит около 3,3-5% (7,7% при 1,3 долл./евро), что укладывается в целом в целевые ориентиры Банка России. При этом динамика курса рубля к доллару может повторять (с обратным знаком) внутригодовую динамику доллара к евро – укрепление в первой половине года и некоторое ослабление во второй.

Прогноз курса рубля к доллару в зависимости от курса евро, руб./долл.



Источники: Банк России, расчеты Центра развития

Заметим, что укрепление евро не является панацеей против растущего импорта, так как его рост необходим для развивающейся и модернизирующейся экономики и не может рассматриваться в качестве абсолютного зла. Поскольку же речь идет о ценовой конкурентоспособности российских товаров, то здесь важна динамика цен импорта, которая за счет эффекта структурных сдвигов, и скорее всего таможенных манипуляций с занижением стоимости, существенно отстает от изменения курсовых соотношений. Если бы импорт товаров дорожал в соответствии с укреплением евро и приходящейся на Еврозону долей торговли, то средняя цена повысилась бы прошедшем году на 8,3%, тогда как по таможенной статистике, она упала в среднем на 1,5%. Таким образом укрепление евро помогло ценовой конкурентоспособности российских товаров, но не так сильно как ожидалось, и российским компаниям все же лучше полагаться на реальное повышение эффективности производства и маркетинга.

Таблица. Изменение цен импорта и курса евро, %

	2000	2001	2002	2003
Цены импорта	-5,9	-5,4	-15,7	-1,5
в т.ч. основных товаров*	4,2	8,0	7,3	10,0
Курс евро (долл. за евро)	-13,2	-3,0	6,6	18,8

Примечание: продукты питания, одежда, обувь, автомобили, составляющие по стоимости около 13% организованного и неорганизованного импорта товаров.

Источник: расчеты Центра развития на основе данных ГТК

Хотя нынешний год и не обещает больших испытаний, от того, как будет развиваться бизнес и экономическая политика, во многом зависит готовность российской экономики к будущим вызовам конкурентоспособности, которые, и при вступлении в ВТО и без этого, ее неизбежно ожидают через два-три года. Ценовой эффект девальвации 1998 г. будет исчерпан, и, даже несмотря на рост произ-

водительности, для многих секторов наступит момент истины. Если значительного переустройства в умах и модернизации не наступит, то очередной кризис может опять все начать варварским образом расставлять на свои места.

Таблица 1. Макропараметры экономики

	2000	2001	2002	2003	2004		
					опт	конс	песс
Темп роста ВВП, %	110,0	105,1	104,7	107,0	105,6	105,1	103,4
внутренний спрос	118,0	109,5	104,9	107,4	107,0	106,2	104,1
на отечественные товары	111,4	105,1	101,3	105,1	104,3	103,7	101,9
внешний спрос	109,5	104,2	109,9	110,5	108,0	107,7	106,1
Среднегодовая цена на нефть Urals, долл/бар	26,6	22,9	23,6	27,3	25,4	22,0	18,0
Темп роста промышленного производства, %	111,9	104,9	103,7	107,0	105,7	105,2	102,8
Темп роста инвестиций, %	117,4	108,7	102,6	111,9	111,3	109,3	101,1
Темп роста розничной торговли, %	109,0	110,9	109,2	108,2	107,6	107,0	106,0
Темп роста располагаемых доходов населения, %	111,4	109,6	110,9	109,3	108,7	107,8	106,5
Экспорт, млрд. долл.	105,0	101,6	107,3	134,4	141,3	130,4	115,8
Темп роста экспорта в физическом выражении	108,4	103,4	109,8	110,3	106,7	106,4	104,8
Импорт, млрд. долл.	44,9	53,8	61,0	74,9	87,5	86,4	83,5
Темп роста импорта в физическом выражении	120,5	126,7	134,5	124,5	115,9	114,5	110,7
Торговое сальдо, млрд. долл.	60,2	47,9	46,3	59,5	53,8	44,0	32,3
Отток капитала, млрд. долл.	-32,2	-25,2	-24,9	-22,7	-25,8	-24,9	-27,7

Таблица 2. Внешняя торговля и резервы, млрд. долл.

	2000	2001	2002	2003	2004		
					опт	конс	песс
Сальдо торговли и услуг	53,5	38,6	36,4	48,6	40,9	31,3	20,0
Спрос денежных властей	24,9	22,3	24,4	43,2	35,1	25,9	10,5
выплаты по внешнему долгу	8,9	14,1	13,0	16,7	15,6	15,6	15,6
прирост резервов	16,0	8,2	11,4	26,5	19,5	10,3	-5,1
Чистый отток капитала ("-" отток, "+" приток)	-28,6	-16,3	-12,0	-5,5	-5,8	-5,4	-9,5

Таблица 3. Денежные показатели и валютный курс

	2000	2001	2002	2003	2004		
					опт	конс	песс
Прирост резервов *, млрд. долл.	15,5	8,7	11,2	29,1	23,1	13,7	-2,1
Валютный курс (на конец периода), руб./долл.	28,16	30,14	31,78	29,5	28,7	29,0	30,7
темп роста реального курса (дек/дек)	86,8	90,2	91,6	82,7	88,0	89,4	93,6
темп роста номинального курса (дек/дек)	104,3	107,0	105,5	92,7	97,3	98,4	104,1
Темп роста наличных денег (дек/дек, %)	157,3	139,4	130,6	152,6	132,0	127,3	120,6
Темп роста M2 (дек/дек, %)	162,4	140,1	132,3	147,7	134,0	128,0	118,1
Темп роста резервных денег (дек/дек, %)	166,0	128,9	133,6	153,6	115,9	114,8	105,1
Отношение M2 к ВВП, %	12,7	15,4	17,2	19,7	23,8	23,8	23,3
Денежный мультипликатор	1,16	1,27	1,29	1,29	1,49	1,43	1,44
Инфляция (дек/дек)	20,2	18,6	15,1	12,0	10,6	10,1	11,2
Прирост резервных денег, млрд. руб.	463	271	387	787	386	360	124
за счет прироста резервов	426	256	333	793	283	222	0
за счет кредитов и прочих	36,6	15,3	54,6	-6	-30	-15	-84

*Примечание: прирост резервов денежных властей. Увеличение резервов Банка России (оказывающих эмиссионный эффект) оценивается в консервативном сценарии в 7,6 млрд. долл., а, соответственно, 3,3 млрд. долл. составит переоценка стоимости валютных активов, номинированных в евро и 2,8 млрд. долл. прирост валютных активов стабилизационного фонда.

Таблица 4. Структура денежной массы

	2000	2001	2002	2003	2004		
					опт	конс	песс
М2Х	1564	2123	2841	3971	5131	4960	4702
наличные деньги	419	584	763	1165	1538	1484	1405
депозиты населения	453	685	1038	1455	2006	2045	1382
рубли	305	442	642	1017	1463	1437	1382
валюта	148	243	397	438	510	543	608
депозиты предприятий	710	885	1064	1351	1621	1496	1308
рубли	420	576	715	948	1193	1086	908
валюта	290	308	349	402	428	410	399
М2Х	100	100	100	100	100	100	100
наличные деньги	27	28	27	29	30	30	30
депозиты населения	29	32	37	37	39	41	29
рубли	19	21	23	26	29	29	29
валюта	9	11	14	11	10	11	13
депозиты предприятий	45	42	37	34	32	30	28
рубли	27	27	25	24	23	22	19
валюта	19	15	12	10	8	8	8

Таблица 5. Доходы, расходы и финансирование дефицита бюджета, млрд. руб.

	2000	2001	2002	2003	2004		
					опт	конс	песс
Доходы бюджета	1 128	1 591	2 202	2 588	2 891	2 701	2 521
налоговые доходы	966	1 461	1 696	2 030	2 216	2 029	1 848
Расходы бюджета	1 029	1 326	2 046	2 372	2 642	2 640	2 647
непроцентные расходы	674	1 080	1 468	1 772	1 920	1 920	1 920
Дефицит ("-" Профицит)	98	265	156	217	249	61	-126
Внутреннее финансирование	40	-14	129	87	247	248	255
Привлечение	54	19	21	21	17	18	18
Погашение	-195	-99	-115	-415	-190	-190	-190
Внешнее финансирование	-154	-225	-217	-294	-247	-248	-255
Привлечение	54	19	21	21	17	18	18
Погашение	-208	-246	-238	-315	-264	-265	-273
Остатки на счетах	171	192	272	282	204	204	61