



Национальный исследовательский  
университет – Высшая школа экономики



Центр  
развития

Центр анализа  
экономической политики

Еженедельный выпуск

# НОВЫЙ КУРС

# ⊕37

2 - 8 ОКТЯБРЯ 2010 г.

Под редакцией С.В. Алексашенко

---

|                |   |
|----------------|---|
| <b>ХРОНИКИ</b> | 2 |
|----------------|---|

|              |   |
|--------------|---|
| <b>РЫНКИ</b> | 7 |
|--------------|---|

|                     |    |
|---------------------|----|
| <b>НЕДВИЖИМОСТЬ</b> | 10 |
|---------------------|----|

---

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| <b>ПРОЖЕКТОР<br/>МОДЕРНИЗАЦИИ</b> | 11 |
|-----------------------------------|----|

---

|                                                    |  |
|----------------------------------------------------|--|
| <b>КОММЕНТАРИИ О<br/>ГОСУДАРСТВЕ И<br/>БИЗНЕСЕ</b> |  |
|----------------------------------------------------|--|

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| <i>Платежный баланс: итоги<br/>квартала и наши ожидания</i> | 16 |
|-------------------------------------------------------------|----|

|                          |    |
|--------------------------|----|
| <i>Золотая лихорадка</i> | 17 |
|--------------------------|----|

|                         |    |
|-------------------------|----|
| <i>Попал под Базель</i> | 19 |
|-------------------------|----|

---

НОВЫЙ КУРС ⊕37

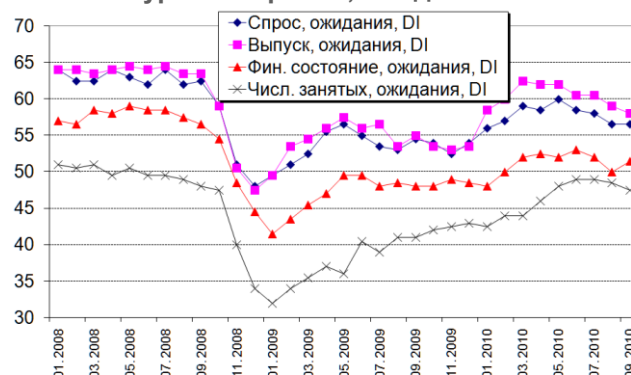
# Хроники

## Опросы подтверждают: стагнация

Резюмируя результаты опросов ЦКИ ГУ-ВШЭ и Росстата, проведенных в сентябре 2010 г., можно сказать, что они указывают на ухудшение экономической ситуации (прежде всего спроса и выпуска) в сентябре и на ожидаемое ухудшение ситуации с выпуском при стабилизации спроса на ближайший квартал.

После достижения в июне пика роста спроса и выпуска в промышленности (на уровне диффузных индексов 56% и 55%, соответственно) индикаторы, характеризующие состояние этих показателей стали резко ухудшаться и снизились в сентябре до 50,5 и 50,0, что еще не говорит о снижении выпуска (это можно утверждать при падении диффузного индекса ниже 50%), но четко сигнализирует о наступившей стагнации.

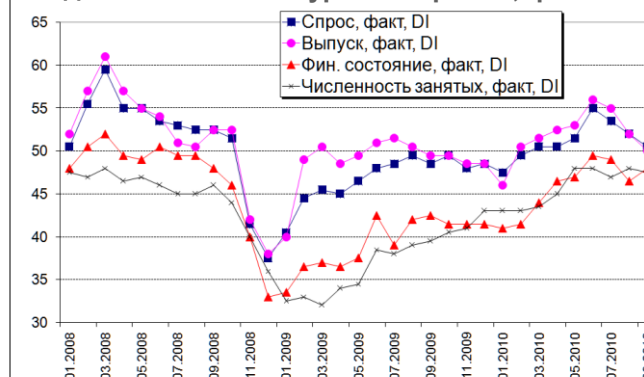
Динамика российской промышленности по данным конъюнктурных опросов, ожидания на ближайший квартал



Примечание: Опросы 600 предприятий; DI – диффузный индекс = доля опрошенных говорящих о росте (улучшении) показателя в ближайшие три месяца **плюс** 0,5 доли опрошенных, говорящих о неизменности показателя в ближайшие три месяца. Сезонность устранена.

Источник: Росстат, ЦКИ ГУ-ВШЭ.

Динамика российской промышленности по данным конъюнктурных опросов, факт



Примечание: Опросы 600 предприятий; DI – диффузный индекс = доля опрошенных говорящих о росте (улучшении) показателя в этом месяце по сравнению с предыдущим месяцем **плюс** 0,5 доли опрошенных, говорящих о неизменности показателя в этом месяце по сравнению с предыдущим месяцем. Сезонность устранена.

Источник: Росстат, ЦКИ ГУ-ВШЭ.

Финансовое состояние промышленности, которое в июне 2010 г. прекратило ухудшаться, о

чем говорит достижение диффузным индексом обеспеченности собственными средствами 50% (против 33% в начале 2009 г.) затем вновь стало ухудшаться. В сентябре, темпы ухудшения замедлились (диффузный индекс составил 48% против 46,5 в августе), но от этого не становится легче.

Снижение численности занятых в промышленности в сентябре продолжилось, однако, как показывает ситуация последних месяцев, этого может оказаться недостаточно для преодоления стагнации, о чем говорит динамика предпринимательских ожиданий относительно важнейших индикаторов на ближайшие два-три месяца. Здесь можно отметить тенденцию к стабилизации спроса на фоне планируемого предприятиями сокращения выпуска, некоторое улучшение финансовой ситуации и ускорение сокращения численности занятых.

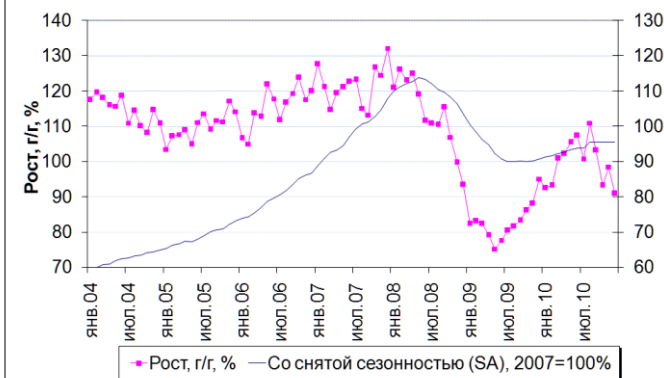
## Августовский отскок инвестиций вверх: выброс или тенденция?

Несмотря на бочку дегтя в макроэкономической и опросной статистике последних месяцев без ложки меда тоже не обошлось. Внимание всех экспертов сейчас приковано к факту резкого ускорения роста инвестиций в основной капитал в августе. Хотя на фоне роста промышленного производства за январь-август на 9,2% инвестиции выросли всего на 2,8% год к году, однако в августе их рост достиг 10,8% год к году, что означает рост со снятой сезонностью примерно на 2% к июлю послекратно меньших приростов со снятой сезонностью в течение всех предшествующих 12 месяцев, когда худо-бедно шло восстановление экономики. Станет ли августовский отскок инвестиций тенденцией?

С одной стороны, постепенный рост выпуска (который приблизился к докризисному уровню) восстановил загрузку производственных мощностей, и ожидать продолжения роста без ввода новых мощностей не приходится. С другой стороны, в условиях жестких финансовых ограничений у предприятий, которые обременены докризисной задолженностью, а еще вынуждены постепенно повышать заработную плату для удержания квалифицированной рабочей силы в конце года, рост инвестиций может прекратиться.

Если гипотетическую стагнацию инвестиций с сентября экстраполировать на оставшиеся месяцы года (с учетом сезонности), то получится, что за счет низкой базы в течение сентября инвестиции вырастут на 3%, но затем прирост снова глубоко уйдет в отрицательную область – до минус 8% в декабре, а по итогам года прирост инвестиций составит ноль процентов.

Динамика инвестиций в основной капитал в России



Примечание: с сентября 2010г. – прогноз при условии стагнации инвестиций со снятой сезонностью на уровне августа до конца года

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

Если же до конца года продолжится 2%-ый рост инвестиций, то годовые темпы роста инвестиций год к году будут находиться в положительной области (в интервале 2-5%), а годовой итог будет около плюс 3%, что близко к официальным прогнозам.

На практике значимым источником инвестиционного ускорения могли стать программы естественных монополий, контролируемых государством. Однако, как показывают данные Росстата о динамике инвестиций в основной капитал, в первом и втором кварталах 2010 г. (о чем мы писали ранее) в отраслевом разрезе ни газовой, ни предприятия электроэнергетики пока не вышли на заявленные в их годовых инвестиционных программах приросты капиталовложений. Однако и здесь в конце года возможно ускорение.

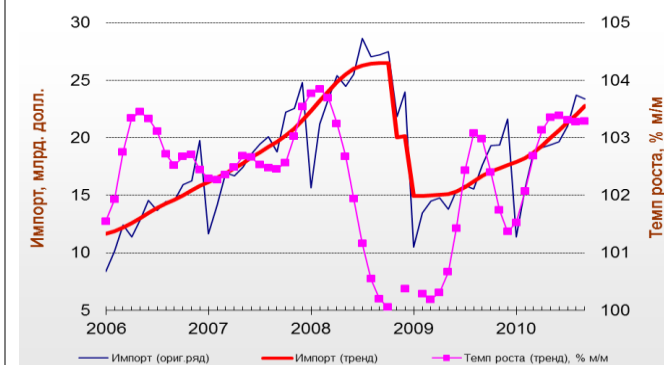
## Внешняя торговля: те же грабли

В сентябре стоимость российского импорта товаров, согласно предварительным данным ФТС России и Банка России, составила чуть более 23 млрд. долл. – рост на 33% г/г. Это означает, что, вопреки нашим ожиданиям, рост импорта практически не сбавляет обороты, подрастая темпами более 3% в месяц (со снятой сезонностью и устранением случайных колебаний, см. график) на протяжении последних шести месяцев. Лидеры роста прежние – машиностроительная продукция, одежда и обувь. На фоне высокой инфляции мы ожидаем укрепления реального курса рубля, что должно еще больше повысить спрос на импорт. По всей видимости, стоимость импорта до конца года будет устойчиво расти и в декабре достигнет 28 млрд. долл., а по итогам года превысит 250 млрд. долл.

Тем временем, стоимость российского экспорта в последние месяцы колеблется в узком интервале 32-33 млрд. долл., в том числе в сентябре – 32,7 млрд. долл. Слабый рост нефтяных цен (с 73,7 долл./барр. в мае до 77,4 долл./барр. в сентябре) компенсировался снижением физических объемов российского экспорта. Индекс физических объемов, рассчитываемый Центром развития (со снятой сезонностью и устранением случайных колебаний), за последние пять месяцев снизился на 4%. В начале октября нефтяные цены превысили отметку в 80 долл./барр., а каждый дополнительный доллар стоимости одного барреля нефти дает прирост российского экспорта на 0,6 млрд. долл. в расчете на месяц. По нашим оценкам, стоимость экспорта по итогам года может составить 380-390 млрд. долл. при ценах на нефть до конца года, соответственно, 75 долл./барр. и 80 долл./барр.

В любом случае торговое сальдо к концу года продолжит сокращаться. Если в сентябре его величина превысила 9 млрд. долл., то в декабре можно ожидать всего 4-6 млрд. долл. (см. рисунок справа). На этом уровне торговое сальдо находилось в период с декабря 2008 г. по

### Динамика импорта



Источники: ФТС России, Банк России, расчеты Центра развития.

### Торговое сальдо, млрд. долл.



Примечание: среднемесячные цены на нефть в октябре-декабре – 75 долл./барр., при этом физические объемы экспорта растут ежемесячно на 0,4%.

Источники: ФТС России, Банк России, расчеты Центра развития.

апрель 2009 г., когда Банк России проводил «плавную девальвацию». Конечно, тогда ситуация усугублялась мощным оттоком капитала, но кто сказал, что на этот раз Россия от него застрахована?

В последние дни курс рубля интенсивно растет, и денежные власти пытаются убедить нас в неизбежном продолжении этой тенденции. Мы считаем, что это всего лишь хорошая мина при плохой игре - их надежды связаны исключительно с дальнейшим ростом цен на нефть. А оправдаются ли они, покажет время.

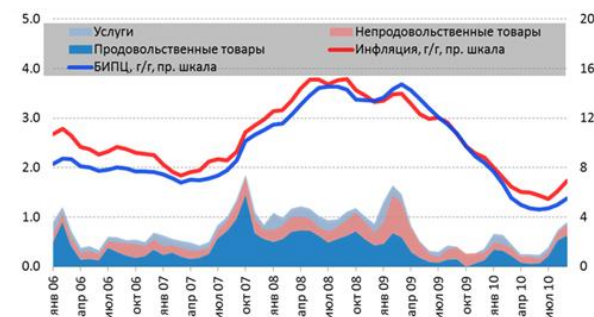
## Инфляция: первый вал прошел!

Свежие данные Росстата о динамике потребительских цен говорят о продолжающемся ускорении инфляции. За сентябрь цены выросли на 0,8%, что выше августовских 0,6%, а темп 12-месячной инфляции подскочил сразу на 1 процентный пункт – до 7,0% с 6,0% месяцем ранее, что связано с отсутствием роста цен в августе-октябре 2009 года.

Внешне динамика базовой инфляции говорит о дальнейшем разгоне роста цен в сентябре: прирост индекса базовых цен ускорился до 0,9% с 0,7% в августе, в чем многие эксперты усмотрели факт переноса потребительского ажиотажа на продовольственные товары. Мы категорически с этим не согласны - более детальный анализ факторов инфляции показывает, что ускорение цен в сентябре произошло на такие товары, как одежда и обувь, канцелярские товары. Опыт подсказывает, что рост спроса и, как следствие, рост цен на эти товары в преддверье осенне-зимнего периода не есть что-то из ряда вон выходящее – о наличии сильной сезонной волны свидетельствует и статистика (см. график). Т.е. факт ускорения роста цен в это время года для этих товаров нормален, а вот о том, было ли ускорение более или менее быстрым, чем обычно, может дать ответ только сезонное сглаживание. К сожалению, Росстат пока не озаботился проблемой сезонного сглаживания динамики цен, которая очевидно имеет место, поэтому мы сделали это за него. Исключение сезонного фактора даёт и в сентябре, и в августе темп роста базовой инфляции на уровне 0,8% в месяц. Что хорошо – ускорения пока не видно, но это всё же в два раза выше, чем в первом полугодии текущего года.

Важно отметить, что основные товары-драйверы инфляции к концу сентября резко притормозили, и такого сильного роста цен на них, как в августе и первой половине сентября, уже не наблюдается.

Динамика ИПЦ и БИПЦ, вклад различных компонент в рост БИПЦ (2006-2010)\*, п.п.

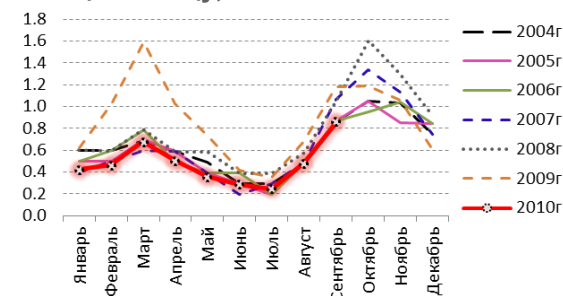


*Примечание:* динамика цен продовольственных товаров не учитывает изменение цен на плодоовощную продукцию и яйца, непродовольственных – бензин и меха и меховые изделия, темы роста цен услуг - услуги ЖКХ, РЖД, образовательные услуги и услуги дошкольного воспитания, санаторно-оздоровительные услуги.

- правая шкала представляет темпы прироста в годовом исчислении (г/г) ИПЦ и БИПЦ

*Источник:* Росстат, расчеты Центра развития

Динамика индекса цен на одежду и бельё, месяц к месяцу, п.п.

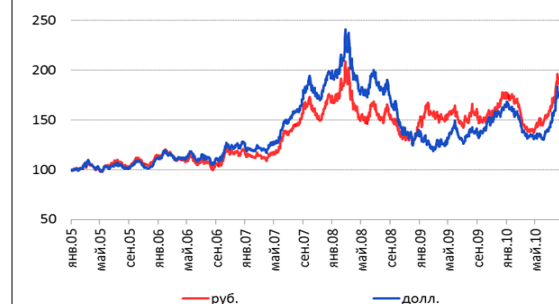


*Источник:* Росстат

Как и в августе, главным «антигероем» месяца стало продовольствие, которое подорожало с учётом сезонности на 1,2%. Последствия засухи продолжают подталкивать вверх цены на крупяные и макаронные изделия (8,2%), хлеб (1,6%), молоко (2,0%), сыр (1,8%), а также масло и жиры (3,7%). Из небазовых товаров «отличились» только яйца, подорожавшие за месяц сразу на 27%, хотя за последние 8 лет максимальный темп роста был 11%.

В итоге, как и неделей ранее, мы уверенно говорим о том, что потребительский ажиотаж подходит к концу, а инфляция, вполне возможно, притормозит или даже несколько замедлится. Однако рост мировых цен на продовольствие уже два месяца назад начал разгоняться, и в последующие месяцы его влияние должно усилиться.

Сводный индекс мировых цен на продовольствие\*



\*Цены на различные продовольственные товары взвешены весами Росстат для расчета российской инфляции.  
Источник: Центр Развития, СМЕ

# Рынки

## Нефть пользуется спросом ... у инвесторов

Ослабление доллара на мировых рынках на протяжении последних четырех недель и избыток ликвидности на мировом рынке капитала спровоцировал спекулятивный спрос на наиболее ликвидные активы, в том числе нефтяные фьючерсы. Дополнительным поводом для очередного скачка нефтяных котировок мог стать также отчет Goldman Sachs Group, согласно которому стоимость нефти поднимется до 85-95 долл./барр. к концу текущего года на фоне снижения запасов в США.

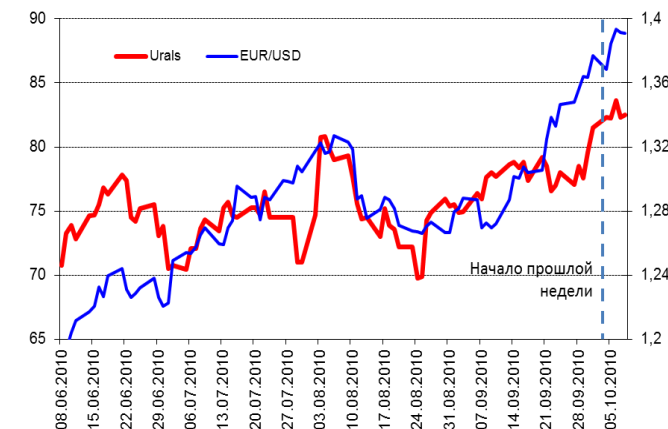
В результате стоимость одного барреля российской нефти марки Urals на прошлой неделе достигла 83 долларов, что стало максимальным значением за последние пять месяцев. И только в четверг появились первые признаки коррекции, когда котировки стали снижаться после многодневного марафона. Возможно, повлияли данные Министерства энергетики США о снижении спроса и росте запасов сырой нефти - за последнюю отчетную неделю запасы нефти в США выросли более чем на 3 млн. барр., что сильно превысило ожидания участников рынка. При этом спрос на сырую нефть со стороны американских НПЗ снижается уже несколько недель подряд и остается ниже прошлогодних значений на 3% (по усредненным данным за четыре недели).

## Валютный курс

На прошлой неделе рубль снова пытался пройти отметку 35,5 руб./ БВК, поддерживаемый сообщениями первых лиц страны о том, что в краткосрочном периоде российская валюта должна укрепиться. Однако достигнуть этого он смог лишь частично, что еще раз говорит о более фундаментальных факторах, играющих в пользу ослабления рубля.

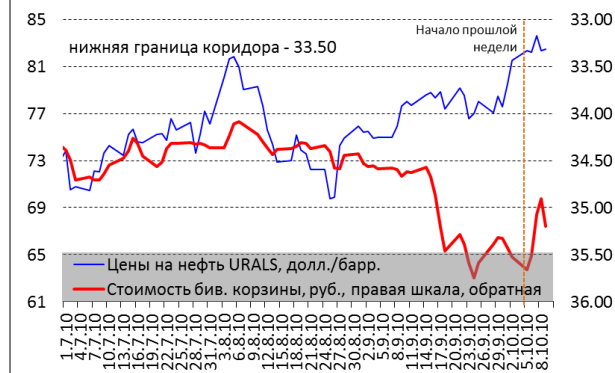
Статистика валютных резервов преподнесла сюрприз – резервы Банка России за позапрошлую неделю выросли на 2,8 млрд. долл. (с исключением валютной переоценки). Это означает, что либо Банк России «зарубает на корню» любые попытки укрепить рубль, либо рост резервов явился результатом получения доходов по размещенным активам.

Цена на российскую нефть и курс евро/доллар



Источник: Reuters.

Динамика стоимости бивалютной корзины и цен на нефть Urals



Источники: Банк России, Reuters

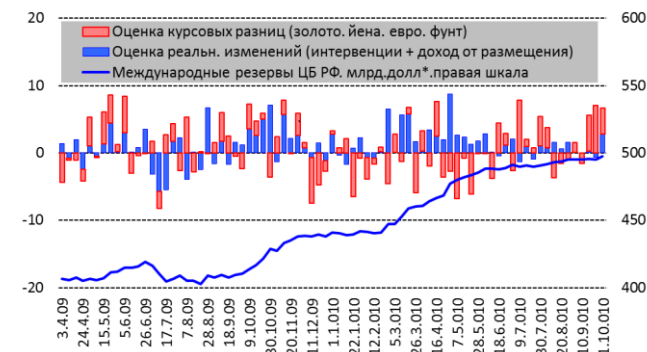


## Индикаторы фондового рынка

В первую неделю октября фондовые индексы США заметно выросли на волне ожиданий начала новой программы ФРС по количественному ослаблению (QE2), которые переросли почти в уверенность после выступления 4 октября главы ФРС Б.Бернанке. По его словам, первый раунд программы, когда ФРС приобрела госдолг на сумму 300 млрд. долл., привел к заметному оживлению экономики. По заявлениям ФРС, в ходе QE2, помимо приобретения госдолга, может быть также продолжена программа по выкупу ипотечных облигаций государственных ипотечных агентств. В итоге, индексы S&P500 и Dow Jones за неделю выросли на 1,6%, а Dow Jones впервые с конца апреля 2010 года перешагнул рубеж в 11000 пунктов. На настроения участников фондового рынка не повлияли данные о сокращении количества занятых в экономике США в сентябре на 95 тысяч (в августе количество занятых сократилось на 57 тыс. чел.) Необходимо отметить, что сентябрьское сокращение численности занятых обусловлено сокращением численности государственных и муниципальных служащих на 159 тыс. чел. – у муниципалитетов нет средств на зарплату учителям. В то же время частный сектор создавал новые рабочие места. Уровень безработицы в США в сентябре остался на августовском уровне в 9,6%.

После падения во второй половине сентября стали расти европейские фондовые индексы. Индекс S&P Europe 350 за неделю вырос на 1,3%, настолько же вырос фондовый индекс S&P для развивающихся стран. Индекс PTC на прошедшей неделе вырос на 2,3%, поддержку российским акциям оказали высокие (свыше 80 долл./барр.) цены на российскую нефть. Индекс ММВБ вырос на 0,6%, сказалось укрепление рубля к доллару на 3%.

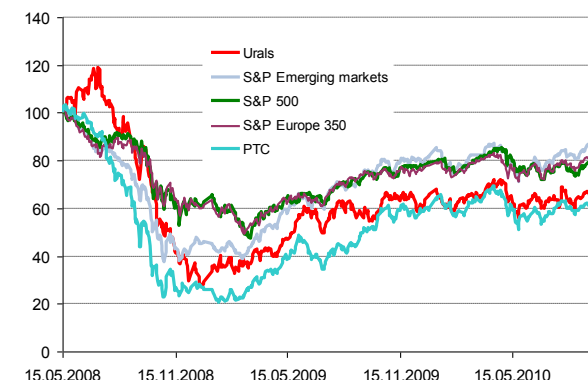
## Динамика международных резервов Банка России



\*в постоянных ценах резервных активов на 01.01.2010.

Источники: Банк России, Reuters, расчеты Центра развития

## Динамика фондовых индексов



Источники: S&P, Cbonds.ru Расчеты Центра развития. Данные нормированы к показателям на середину мая 2008 г.

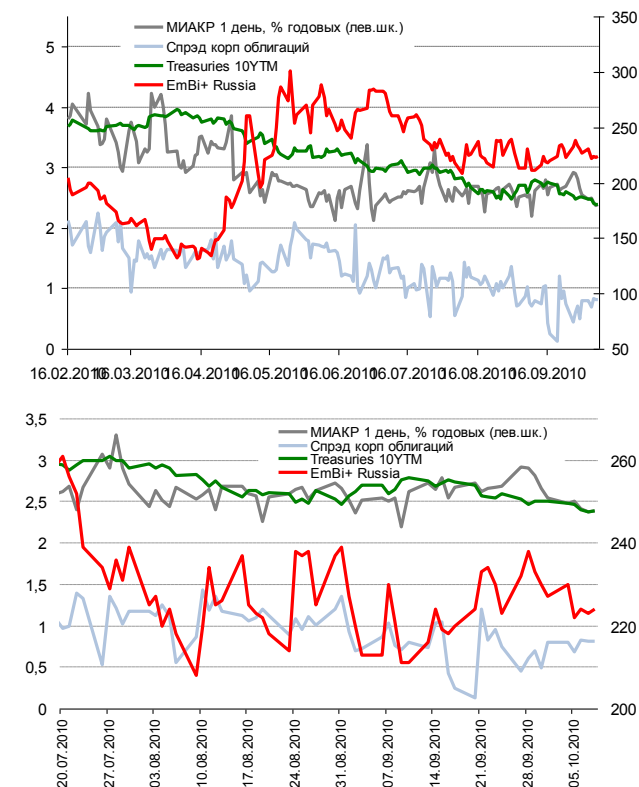


## Долговые рынки

Ожидания нового раунда количественного ослабления денежной политики подталкивают вверх не только фондовый рынок США, но и цены на казначейские облигации США (обычно эти показатели движутся в разных направлениях). Данные по сокращению занятых в США также способствуют привлечению средств на рынок государственного долга США. Доходность десятилетних казначейских облигаций США за неделю снизилась на 12 базисных пунктов и составила 2,39%, что является самым низким уровнем с 20 января 2009 года.

Отношение инвесторов к развивающимся рынкам немного улучшилось. Индекс EMBI+ снизился с 274 до 271 базисного пункта, индекс EMBI+Russia сократился с 227 до 224 базисных пунктов. Доходность рублевых российских корпоративных облигаций, измеряемая индексом RUX-Cbonds, снизилась на 14 базисных пунктов и 8 октября составляла 7,06%. Эффективная доходность ОФЗ за неделю снизилась на 15 базисных пунктов до 6,25%. Снижению доходности ОФЗ способствует весьма умеренная политика Минфина России по привлечению новых заимствований и большой объем свободных денег в экономике. Спред между доходностями ОФЗ и корпоративных облигаций за неделю почти не изменился, в конце недели он составлял 81 базисный пункт.

Динамика показателей долгового рынка



Источники: Cbonds.ru, расчеты Центра развития.

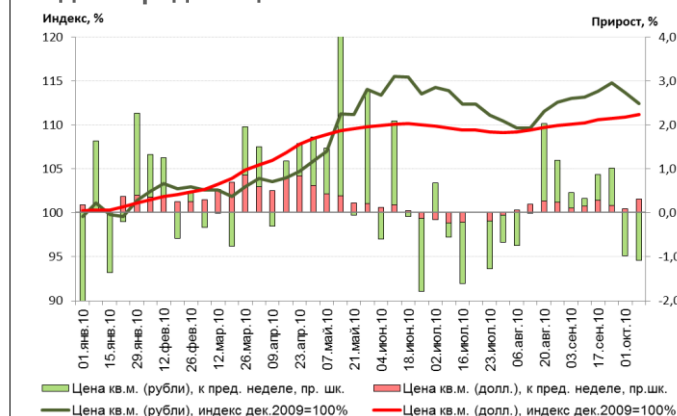
# Недвижимость

## Цены подрастают, но умеренно

Стоимость квадратного метра московской квартиры в среднем за период со 2 по 8 октября составила 4482 долл., увеличившись за неделю на 0,3%. Это не выходит за пределы колебаний долларовых цен с мая текущего года (см. график)<sup>1</sup>. При таких темпах роста долларовых цен стоимость квадратного метра достигнет докризисного максимума не ранее чем через 100 недель – где-то в сентябре-октябре 2012 г. Иными словами, на восстановление рынка недвижимости до максимальных уровней сентября 2008 г. потребуется четыре года. Впрочем, примерно столько же времени потребовалось, чтобы преодолеть последствия кризиса 1998 г. – тогда квадратный метр достиг предкризисных значений осенью 2002 г.

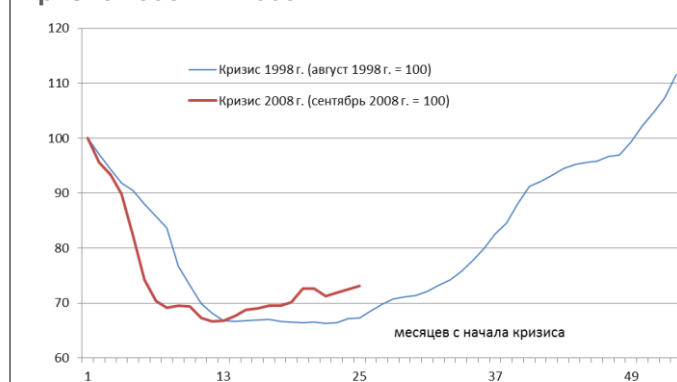
Удивляться этому не приходится - рынок недвижимости вошел в нынешний кризис на волне завышенных цен. И сегодня цена квадратного метра московской квартиры нередко превышает аналоги в Европе и Америке, в то время как ведущие мировые фондовые рынки и рынок нефти далеки еще от своих максимумов, а их рост упирается в невидимые преграды. Лишь только золото бьет очередные рекорды. В этих условиях ожидать от рынка недвижимости бурного роста не приходится.

Индекс средних цен на жилье в г. Москве



Источники: группа компаний «Индикаторы рынка недвижимости (IRN)», расчеты Центра развития.

Индекс средних цен на жилье в г. Москве в кризис 1998 г. и 2008 г.



Источники: Мизль, расчеты Центра развития.

<sup>1</sup> За счет ослабления доллара рублевая цена снизилась на 1,1%.

# Прожектор Модернизации

## Налоговая нагрузка вырастет. А экономика?

Вице-премьер Алексей Кудрин, выступая на пленарном заседании Совета Федерации, заявил, что в 2011 году налоговая нагрузка на бизнес возрастет на 2,3% ВВП, а в 2013 году на 3,6% (насколько мы понимаем, также к 2010 году), и это заявление вызвало у нас определенные вопросы. Ниже представлен расчет налоговой нагрузки на ближайшие три года, основанный на внесенном Правительством бюджете и макроэкономическом прогнозе.

Налоговые доходы бюджетной системы России (% ВВП)

|                                    | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010<br>прогноз | 2011<br>прогноз | 2012<br>прогноз | 2013<br>прогноз |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Налоговая нагрузка</b>          | <b>36,6</b> | <b>36,4</b> | <b>36,7</b> | <b>36,0</b> | <b>31,0</b> | <b>32,3</b>     | <b>34,6</b>     | <b>34,1</b>     | <b>34,0</b>     |
| Нефтегазовые доходы                |             |             |             | 10,6        | 7,6         | 8,3             | 8,1             | 7,9             | 7,5             |
| Налог на прибыль                   | 6,2         | 6,2         | 6,6         | 6,0         | 3,2         | 4,9             | 5,0             | 4,8             | 4,8             |
| НДФЛ                               | 3,3         | 3,5         | 3,8         | 4,0         | 4,3         | 4,4             | 4,2             | 4,2             | 4,2             |
| НДС                                | 6,8         | 5,6         | 6,9         | 5,9         | 5,2         | 5,1             | 5,6             | 5,6             | 5,7             |
| Акцизы                             | 1,2         | 1,0         | 1,0         | 0,8         | 0,9         | 1,1             | 1,2             | 1,3             | 1,6             |
| Таможенные пошлины                 | 7,5         | 8,3         | 7,0         | 8,4         | 6,4         | 6,2             | 6,7             | 6,5             | 6,3             |
| НДПИ и налоги на природные ресурсы | 4,2         | 4,3         | 3,6         | 4,2         | 2,8         | 3,2             | 2,9             | 2,8             | 2,8             |
| Социальные налоги и отчисления     | 5,4         | 5,4         | 5,6         | 5,1         | 5,4         | 5,5             | 6,9             | 6,8             | 6,8             |
| Прочие                             | 2,0         | 2,0         | 2,2         | 1,6         | 2,7         | 2               | 2               | 2               | 2               |

Комментарий к расчету налоговых и неналоговых доходов бюджетной системы: Использованы данные Минфина России, Федерального казначейства, Минэкономразвития. Прогноз поступлений по НДФЛ и страховым взносам на 2010 год основан на прогнозе фонда зарплаты Минэкономразвития, на 2011-2013 годы использована эффективная ставка для страхового взноса в 26,5%. Поступления по налогу на прибыль, таможенным пошлинам, акцизам, НДПИ основаны данных проекта бюджета на 2011-2013 годы.

Во-первых, отметим, что нефтегазовые доходы федерального бюджета в 2011 году снижаются по сравнению с 2010 годом на 0,2% ВВП, а в 2013 году это снижение



- ✓ Министр пообещал повышение налогов
- ✓ Даже больше, чем заложено в бюджет
- ✓ И не сказал, каких

составит уже 0,7% ВВП к уровню текущего года. Это означает, что, опираясь на цифры министра финансов, следует отметить, что налоговая нагрузка на бизнес, не связанный с добычей нефти и газа, в 2011 году возрастает на 2,5% ВВП, а к 2013 году на 4,3% ВВП. Многострадальный российский бизнес может этого просто не вынести, и экономике не удастся выйти на намеченные объемы ВВП<sup>2</sup>, и если это случится, то под удар будет поставлена вся бюджетная конструкция.

Во-вторых, по нашим оценкам, налоговая нагрузка на бизнес, подскочив в 2011 году, затем должна была бы плавно снижаться примерно на 0,6% ВВП в 2013 году в сравнении с 2011 годом. А это означает, что министерство финансов, помимо обнародованных планов по изменению налоговой нагрузки имеет еще что-то «в рукаве», и это «что-то» оценивается нами примерно в 2% ВВП. Сюда могут, например, попасть введение налога на недвижимость, увеличение акцизов на алкогольные напитки более быстрыми темпами, чем акцизов, поступающих в федеральный бюджет. Этого явно недостаточно, но дальше наша фантазия не работает. Вероятно, появится какие-то новые налоги (в нашем расчете это повысит долю прочих налогов). Впрочем, задача повышения расходов в реальном выражении (применительно к федеральному бюджету это запланировано на 2013 год) при одновременном сокращении бюджетного дефицита иначе не решается.

## Кто же построит дороги?

Поиск средств на решение одной из двух российских проблем - финансирование (федеральных) автодорог – продолжается в Правительстве. Несмотря на громкие обещания справиться с ней, несмотря на повышение акцизов на ГСМ и централизацию всего прироста налогов на федеральном уровне, найти нужное количество средств не удастся. А тут еще и общее сокращение расходов бюджета... И вот на прошедшей неделе из законопроекта, внесенного Правительством в Госдуму, стало ясно, что теперь эту задачу будет решать не только федеральный бюджет (как это предусмотрено федеральным законом «Об автомобильных дорогах»), но и региональные. В какой пропорции будут поделены эти расходы, неизвестно, и ни о каких ограничениях по этому



▲ Центр придумал как профинансировать дороги...

▼ ...за счет региональных бюджетов, у которых нет денег

▼ И дорог не будет, и дураки останутся

<sup>2</sup> В последнем Обзоре глобальной экономики (World Economic Outlook, October 2010) МВФ анализирует предшествующий опыт развитых стран и говорит о том, что повышение налогов оказывает угнетающее давление на бизнес в течение трёх лет, при этом совокупные потери в темпах роста немного превышают увеличение налоговых доходов.

вопросу ни сверху, ни снизу пока не сказано.

Нет ясности и в вопросе о том, как будет устроена система дорожных фондов. По мнению Минфина, дорожный фонд должен быть один, на федеральном уровне, из которого регионы будут получать средства и самостоятельно принимать решение о том, на какие трассы их потратить. Но Минтранс выступает против этой идеи и предлагает обязать регионы создавать региональные дорожные фонды, что, по мнению Минтранса, должно позволить федеральному центру лучше контролировать расходы на ремонт и содержание дорог. На наш взгляд, противоречие в позициях объясняется одним – каждое из ведомств хочет самостоятельно контролировать распределение этих средств и вести переговоры с регионами о том, кому и сколько. Пока позиция Минфина выглядит немного прочнее, поскольку именно она прописана в проекте бюджета до 2013 года, но депутатам больше нравится вариант Минтранса, поэтому они планируют внести соответствующие поправки в рассматриваемый бюджет.

При этом очевидно, что у региональных бюджетов, которым уже и сейчас не хватает средств на поддержку региональных инвестиций, денег на федеральные дороги не найдется точно. По сути дела, этим решением федеральный центр в очередной раз и на неопределенный срок откладывает решение вопроса о модернизацию автодорог. Хотя опыт США, Германии, Китая (да и многих других стран, с меньшими размерами) наглядно показывает, что модернизация автодорог дает не только краткосрочный эффект через увеличение занятости и спроса, но и долгосрочный эффект через расширение рынков сбыта и рынка рабочей силы, Россия, как всегда, пойдет своим путем.

## Поможем экспортерам!

Минэкономразвития определилось с мерами поддержки предприятий малого и среднего бизнеса, занимающихся экспортом российской продукции. Об этом на заседании Правительства говорила глава ведомства Э. Набиуллина, которая представила пять направлений, по которым фирмы смогут получить средства от государства. Это уже стандартное субсидирование ставки по кредиту в размере половины от ставки рефинансирования Банка России, на этот раз – для кредитов, «которые берутся для экспорта». Также государство компенсирует затраты на участие в выставках за рубежом, создание промышленных образцов для товаров, получение патентов и регистрацию прав интеллектуальной собственности, сертификацию товаров. Все это касается товаров,



▲ Государство готово помочь экспортерам при выходе на зарубежные рынки

▼ Если регионы разработают правильные программы. Но при чем здесь регионы?

▼ И пока государство не готово упрощать пересечение

поставляемых на экспорт, и проблем, возникающих на иностранных рынках.

В какой пропорции будут разделены 2 млрд. рублей, направленных на эти цели, будет определяться исходя из программ, которые должны разработать регионы. По этим программам средства из федерального бюджета будут передавать в региональные, а уже оттуда – самим компаниям, претендующим на господдержку. Срок разработки и защиты программ в Минэкономразвития установили короткий, чтобы деньги дошли до бизнеса как можно скорее. По словам Э. Набиуллиной, «уже с конца октября деньги пойдут малым компаниям в регионы». Из этого мы готовы сделать печальный вывод: до поддержки экспорта дело не дойдет, а вот участие чиновников в выставках и ярмарках резко увеличится.

К сожалению, вне внимания Правительства в очередной раз остались вопросы снижения административных барьеров при пересечении границы России, в частности, проблема упрощения разрешительных процедур при экспорте высокотехнологичной продукции, решение которой может обходиться компаниям-экспортерам в суммы, сопоставимые со средствами господдержки.

## Общество солидарной ответственности

На прошлой неделе Правительство внесло в Думу законопроект об обязательном страховании на транспорте. Тогда же министр Э. Набиуллина заявила, что Минэкономразвития начало разработку закона об обязательном страховании работников от банкротства предприятий.

В первом случае речь идет о страховании гражданской ответственности перевозчика и распространяется на все виды транспорта, кроме легковых такси. Сумма компенсаций составляет 2 млн. 25 тыс. руб. в случае гибели пассажира, до 2 млн. руб. - за причинение вреда здоровью в зависимости от тяжести вреда и до 23 тыс. руб. - за причинение вреда имуществу пассажира. Во втором случае предполагается обязать работодателей делать взносы в специальный фонд, из которого в случае банкротства предприятия будет выплачиваться задолженность по зарплате.

В обоих случаях речь фактически идет об увеличении издержек бизнеса, что на фоне объявленного повышения налоговой нагрузки (см. сюжет выше) будет означать дополнительное ухудшение инвестиционного климата. Учитывая сложность

границы



- ▲ растет «цена жизни»
- ▼ растет налоговая нагрузка на бизнес
- ▼ ответственное поведение не стимулируется

демографической ситуации, стремление государства обеспечить защиту граждан страны от наиболее распространенных рисков, видимо, оправдано и означает постепенное повышение «цены жизни». Заметим лишь, что обязательный характер страхования (в отличие от добровольного) меньше способствует формированию ответственного поведения у экономических агентов. В случае с перевозчиками это означает, что вложения в безопасность могут и снизиться... Как со стороны бизнеса, у которого просто останется меньше средств на развитие, так и со стороны государства, которое отвечает за состояние дорог.



## Комментарии о Государстве и Бизнесе

### Платежный баланс: итоги квартала и наши ожидания

**Банк России опубликовал оценку платежного баланса за третий квартал: счет текущих операций оказался на предкризисном уровне, при этом вновь возобновился чистый отток капитала**

Обратим внимание лишь на два ключевых, на наш взгляд, момента.

#### 1. Резкое сжатие профицита счета текущих операций.

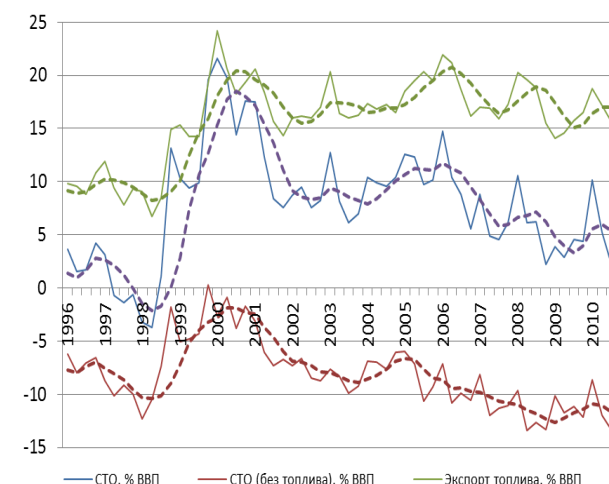
В третьем квартале профицит счета текущих операций (СТО) сократился до 9 млрд. долл., что примерно соответствует 2,3% ВВП. Чистый приток валюты по текущим операциям сократился более чем в два раза по сравнению с предыдущим кварталом и оказался сопоставимым с предкризисным уровнем четвертого квартала 2008 г. (как в абсолютном, так и в относительном выражении).

Основной причиной резкого ухудшения платежного баланса стал опережающий рост импорта на фоне стагнирующего экспорта. Отрицательное сальдо неторговых операций (услуги, инвестиционные доходы, оплата труда и трансферты) сократилось до 20 млрд. долл. в квартал, что хотя и оказалось меньше, чем в предыдущем году и кварталом ранее, но вполне достаточно для того, чтобы обнулить счет текущих операций в конце года.

#### 2. Возобновление чистого оттока капитала.

Чистый отток капитала в третьем квартале превысил 4 млрд. долл. Сама по себе величина оттока небольшая, но она оказалась замаскирована ростом заимствований банковского сектора<sup>3</sup>, тогда как со стороны предприятий сохраняется устойчивый чистый

Сальдо счета текущих операций, % ВВП



Примечание: четвертый квартал – прогноз Центра развития

Источники: ФТС России, Банк России, Росстат, расчеты Центра развития.

<sup>3</sup> Возможно, банки решили использовать появившуюся возможность занять по минимальным ставкам в условиях роста потребительского кредитования. В результате их задолженность перед нерезидентами увеличилась на 14 млрд. долл., что, скорее, характерно для инвестиционного бума 2007-2008 гг. Однако мы не склонны ставить знак равенства между двумя ситуациями - банки стараются сбалансировать свою валютную позицию и привлекают

отток капитала. Предприятия в третьем квартале вывели из страны порядка 15 млрд. долл., т.е. в полтора раза больше чем в предыдущем квартале и в два с половиной раза больше по сравнению с прошлым годом.

Приток прямых иностранных инвестиций сократился до 5 млрд. долл., большую часть из них составили реинвестированные доходы. Причем сальдо прямых и портфельных инвестиций в Россию и за рубеж сложилось в пользу нерезидентов – российские компании все в большей степени ориентируются на расширение бизнеса за границей.

В четвертом квартале чистый отток капитала может усилиться. Кроме того и население может начать скупать наличную валюту, если доверие к устойчивости рубля хоть минимально пошатнется. Да и про пик расходов бюджета, приходящийся на конец года, который частично может конвертироваться в валюту, тоже забывать не следует.

Таким образом, при нулевом сальдо текущих операций и чистом оттоке капитала в четвертом квартале Банку России предстоит нелегкий выбор.

**Сергей Пухов**

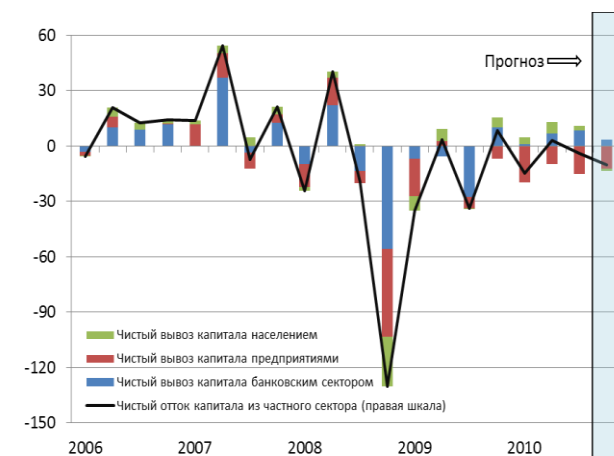
## Золотая лихорадка

**На прошлой неделе стоимость одной унции золота достигла рекордной отметки 1346 долларов. По всей видимости, это не предел.**

В последнее время новости с мировых финансовых рынков все больше и больше напоминают сводку с места боевых действий. С одной стороны, американская экономика и слабеющий доллар, с другой стороны, ... остальной мир.

Америка накачивает свою экономику ликвидностью и усиливает протекционизм во внешней торговле. ФРС была вынуждена «официально» признать, что восстановление экономики США идет медленнее, чем ожидалось, а антикризисные меры оказались не

Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.



Примечание: четвертый квартал – прогноз Центра развития

Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

иностранные займы, только имея устойчивый спрос на валютные кредиты. Собственно говоря, такой спрос материализовался в третьем квартале: «Русал» рефинансировал свой долг перед ВЭБом, были выкуплены «Уралкалий и Сильвинит», «Лукойл»; выкупая свои акции, активно привлекал банковские кредиты.

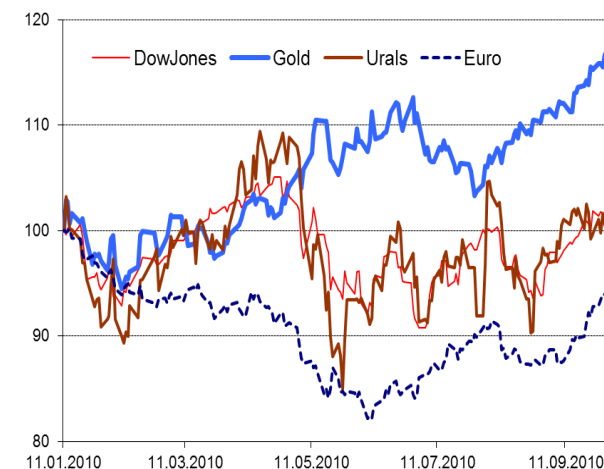
столь эффективны, как некогда надеялись. Американский конгресс принимает закон о введении компенсирующих импортных пошлин против Китая. Директор Вашингтонского института международной экономики Фред Бергстен заявляет о необходимости борьбы с Китаем путем противоположных по знаку, но равных по объему интервенций ФРС США против китайского юаня. В Financial Times появляется статья заместителя главного редактора Мартина Вольфа, который заявляет, что с Китаем нужно что-то делать, и что интервенции на рынке капиталов эффективнее, чем импортные пошлины.

В ответ остальной мир стремится остановить рост национальных валют к доллару или ослабить их для стимулирования экспорта и экономического роста в целом. Например, Бразилия удвоила налоги на приток иностранного капитала, а Южная Корея пригрозила наложить ограничения на валютные операции. К настоящему моменту валютные интервенции провели центральные банки Швейцарии, Японии, Южной Кореи и Тайваня. Банк Японии провел интервенции впервые за 6 лет, а их объем превысил 23 млрд. долл. В дополнение к валютным интервенциям на прошлой неделе Правительство Японии одобрило новый пакет антикризисных мер размером в 5,1 триллиона иен (62 млрд. долл.), целью которых является поддержка экономического роста в условиях растущего курса иены. Кроме того, по сообщениям СМИ, правительственные источники Сингапура и Колумбии также заявили о том, что не допустят роста курса своих валют.

Понятно, что если все страны одновременно скупают доллары и тем самым пытаются ослабить свои валюты, то никто не может выиграть. Пытаясь решить свои проблемы за счет девальвации, страны всё ближе, по мнению МВФ, приближаются к валютной войне, по своему характеру ничем не отличающейся от торговой, что угрожает стабильности мировой экономики. Рост долларовых активов приводит к тому, что центробанки начинают диверсифицировать свои валютные резервы в пользу тех валют, власти которых не проводят интервенции. В нынешних условиях такой валютой остается евро, так как Евросоюз пока не планирует намеренного ее ослабления. Часть ликвидности уходит в золото.

Такая политика ведущих центробанков, да и просто международных инвесторов, привела к тому, что курс евро только за последний месяц поднялся на 10%, а стоимость золота за последние два с половиной месяца выросла на 15%. Объем избыточной долларовой ликвидности настолько большой, а желание избавиться от нее настолько велико, что растут практически все ликвидные рынки – и рынок акций (Dow Jones подорожал почти на 10% с конца августа), и товарные рынки (нефтяные котировки за этот период

Динамика наиболее ликвидных активов  
(100 – 11 января 2010 г.)



Источники: ФРС США, Cbonds, Reuters, расчеты Центра развития.

выросли почти на 20%).

К чему все это может привести? Давайте подождем с прогнозами и проанализируем итоги дискуссий на годовом собрании МВФ и Мирового банка, а также те заявления, которые будут сделаны после них.

**Сергей Алексашенко, Сергей Пухов**

## Попал под Базель

*Министр финансов Ирландии Брайан Ленихан заявил, что владельцы субординированных облигаций двух ирландских банков, Anglo Irish Bank и Irish Nationwide Building Society (INBS) должны будут нести бремя расходов по спасению этих финансовых институтов наравне с налогоплательщиками. Российскую общественность это заявление заинтересовало в связи с тем, что держателем пакета таких облигаций INBS является Millhouse LLC, управляющая компания Романа Абрамовича. Однако, даже без этой подробности сложившаяся ситуация представляет значительный интерес с точки зрения изменения подходов к банковскому регулированию.*

Текущий кризис продемонстрировал системную слабость использованного в разгар кризиса механизма увеличения капитала крупных банков за счёт размещения ими субординированных облигаций (привлечения субординированных кредитов).

Действительно, давайте на минуточку задумаемся над доходностью субордов, выпущенных INBS, а это не много не мало, а 13% годовых в евро, которые были гарантированы государством<sup>4</sup>. Неплохо, да? Абрамович (и не только он) посчитал также, приобретая бумаги в августе прошлого года. Но надо понимать, что повышенная доходность проистекает из того, что эти бумаги, теоретически, более рискованные, так как в случае банкротства банка их держатели встанут в очередь на возмещение уже после

<sup>4</sup> Формально срок госгарантии по этим бумагам истек 1 октября, но **фактически** она продолжает действовать.

«обычных» кредиторов. Но для инвесторов – это теория, а на практике они были уверены, что держатель субординированных облигаций так называемых системообразующих банков не несёт никаких дополнительных рисков, ибо за весь банкет платит государство, то есть налогоплательщики.

А действительно, куда им деваться? Ведь крах столь крупного банка может «накрыть» практически всю экономику, вот государство и вынуждено бросать всё новые и новые миллиарды на поддержание на плаву фактических банкротов. Таким образом, получается, что дополнительный капитал, сформированный за счёт эмиссии субординированных облигаций, банк вроде бы получил, но функцию абсорбции убытков этот капитал совершенно не выполняет. Важность этой проблемы подтверждает и Базельский комитет по банковскому надзору при Банке международных расчётов, опубликовавший в августе свои рекомендации по разрешению подобной коллизии. Они как раз и состоят в том, что покупатели таких облигаций не должны получать повышенный процент «на халяву», а разделять бремя убытков наряду с акционерами. Для этого предлагается, в случае невозможности функционирования кредитной организации без господдержки, конвертировать субординированные облигации в простые акции общества. В этом случае инвесторы уже будут нести финансовый риск, так как лишаются гарантированного купона, а могут рассчитывать только на дивиденды, и то в перспективе.

Пикантность ирландской ситуации состоит в том, что придя к той же мысли о несправедливости устройства финансовой системы, власти обнаружили, что они, с одной стороны, не имеют юридических оснований для принуждения хитроумных инвесторов к справедливому распределению бремени спасения банков, а, с другой, что ещё печальнее, не имеют денег для спасения этих банков в одиночку... Поэтому прозвучавшее заявление министра финансов можно расценивать как своего рода «разведку боем», которая вытекает из обозначенных Базелем подходов и приближает принятие новых правил игры в деле формирования банковского капитала.

**Дмитрий Мирошниченко**

## Команда Центра развития

---

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Виктория Вильф

Виталий Дементьев

Наталья Ивликова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Евгений Минзулин

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Юлия Николаева

Максим Петрович

Ольга Пономаренко

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Андрей Чернявский

---

*Ждем Ваших вопросов и замечаний!*

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495) 625-94-74, e-mail: [info@dcenter.ru](mailto:info@dcenter.ru), <http://www.dcenter.ru>.

НИУ-ВШЭ: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto:hse@hse.ru), <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Центра развития НИУ-ВШЭ. При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Центр развития НИУ-ВШЭ.