



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА  
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ

Тел.: 129-17-22, факс: 718-97-71, e-mail: mail@forecast.ru, http://www.forecast.ru

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА В 2006 ГОДУ

Обзор макроэкономических тенденций № 67

Дата: 27.02.2007

### Основные тенденции:

- ускорение экономической динамики, опирающееся на приток в страну доходов от благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры;
- определенное снижение динамики потребительского импорта, свидетельствующее об улучшении конкурентоспособности отечественной продукции;
- расширение выпуска в большинстве обрабатывающих производств при медленном росте добычи основных полезных ископаемых (прежде всего, нефти и газа);
- снижение инфляции, в основном, за счет уменьшения вклада немонетарных факторов – административно регулируемых тарифов и удорожания автомобильного бензина;
- сохранение высоких темпов роста реальных располагаемых доходов населения при одновременном повышении уровня социальной дифференциации;
- быстрое повышение реальной заработной платы при постепенном подтягивании её динамики к темпам роста производительности труда;
- сохранение высоких темпов расширения оборота розничной торговли при опережающей динамике продаж непродовольственных товаров;
- динамичное наращивание инвестиций в основной капитал, в котором всё большую роль играют прямые иностранные инвестиции;
- интенсивное повышение курса рубля к доллару, стимулируемое начавшимся ослаблением доллара на мировых рынках;
- масштабный чистый приток капитала, стимулируемый укреплением рубля и ростом инвестиционной привлекательности российских активов;
- качественные изменения в структуре иностранных инвестиций, свидетельствующие о достижении рынком определенной зрелости - замещение долгового финансирования предприятий прямыми и портфельными инвестициями;
- ускорение роста монетизации экономики, опирающиеся, прежде всего, на увеличившийся приток капиталов;
- повышение интенсивности расширения российского банковского сектора при одновременной стабилизации уровня системных рисков.

В 2007 г. рост ВВП оценивается в 106.3-106.5%, промышленного производства – 104.4-104.6%. Динамика реальных доходов населения составит 110.0-110.2%, оборота розничной торговли – 110.4-110.6%, инвестиций в основной капитал – 112.6-112.8%. Экспорт оценивается в 300-305 млрд. долл., импорт – 190-195 млрд. долл. Инфляция (декабрь к декабрю) составит 108.0-108.2%.

При подготовке обзора использовались данные Федеральной службы государственной статистики (ФСГС), Банка России, Министерства финансов РФ, Федеральной таможенной службы (ФТС).

© НП «Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования»

Воспроизведение материалов в любой форме допускается только с разрешения авторов Обзора

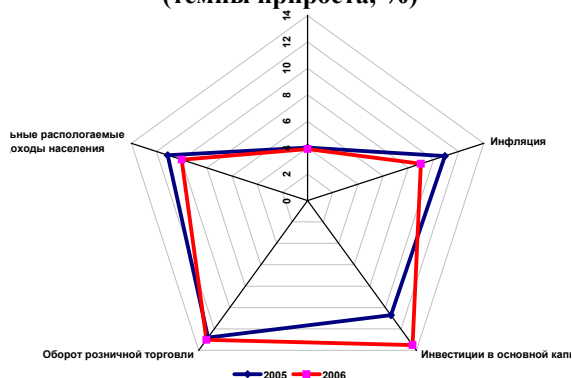
# 1. Общие итоги года

## 1.1. Макроэкономические результаты

Прошедший 2006 г. отмечен существенным изменением тех тенденций, которые сформировались в предшествующие годы. Ближайшие два-три года покажут, насколько закрепятся эти изменения.

В целом, 2006 г. оказался, конечно, удачным для экономики (см. график 1.1, табл. 1.1).

**График 1.1. Сравнение основных макроэкономических показателей в 2005 и 2006 гг. (темпы прироста, %)**



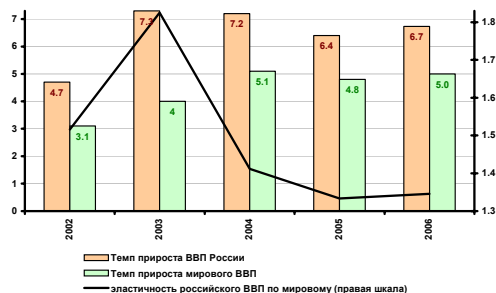
**Таблица 1.1. Основные макроэкономические показатели в 2003-2006 гг. (темпы прироста, %)**

	2003	2004	2005	2006
Инфляция, декабрь к декабрю	12.0	11.7	10.9	9.0
Валовой внутренний продукт	7.3	7.2	6.4	6.7
Производство промышленности	8.9	8.3	4.0	3.9
Производство сельского хозяйства	1.3	3.0	2.4	2.8
Реальные располагаемые денежные доходы населения	15.0	10.4	11.1	10.0
Оборот розничной торговли	8.8	13.3	12.8	13.0
Инвестиции в основной капитал	12.5	11.7	10.7	13.5
Мировая цена на нефть (Urals), долл. за баррель	27.2	34.4	50.6	61.1
Экспорт товаров, млрд. долл.	135.9	183.2	243.6	304.5
в % к ВВП	31.5	31.0	31.9	31.1
в реальном выражении	10.5	11.2	3.5	2.4
Импорт товаров, млрд. долл.	76.1	97.4	125.3	163.9
в % к ВВП	17.6	16.5	16.4	16.7
в реальном выражении	19.2	25.7	31.2	33.3
Сальдо торгового баланса, млрд. долл.	59.8	85.8	118.3	140.7

Во-первых, ускорился экономический рост. Прирост ВВП составил 6.7%, что заметно выше уровня 2005 г. (6.4%). Это означает, что тенденцию замедления экономической динамики, ярко проявившаяся в прошлом году, по крайней мере, на некоторое время удалось приостановить (см. график 1.2).

Причём, экономический рост в 2006 г. в значительной степени базировался на повышении производительности труда (на 7.2%, что более чем в полтора раза выше показателя 2005 г.).

**График 1.2. Динамика мирового и Российского ВВП (темпы прироста, %)**



В основе экономического роста – одновременное расширение внутренних потребительских и инвестиционных рынков. Оно, в свою очередь, в значительной степени зависит от притока в экономику доходов, связанных с благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой<sup>1</sup>.

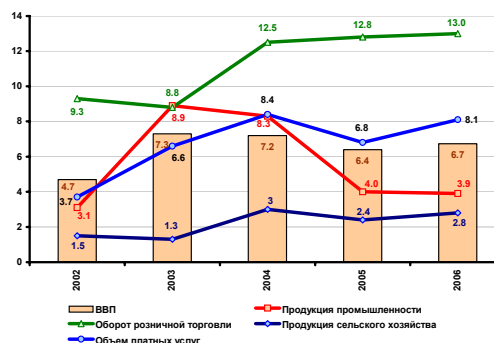
Во-вторых, уровень инфляции, впервые после 1997 г., оказался существенно ниже 10%. Причём, этот результат достигнут в условиях заметного роста и бюджетных расходов, и денежного предложения.

## 1.2. Отраслевая картина роста

Относительно быстрый экономический рост в последние годы – и 2006 г. в этом отношении не стал исключением – формируется под воздействием двух противоположно направленных тенденций:

- быстрого роста оборота розничной торговли, расширение которого в последний год даже несколько ускорилось. С этого года ускоренным темпом увеличивается и объём платных услуг (см. график 1.3);
- сохраняющегося умеренного – порядка 4% - прироста производства в промышленности и в сельском хозяйстве.

**График 1.3. Динамика валового внутреннего продукта и производства в отдельных секторах экономики (темпы прироста, %)**



<sup>1</sup> Отметим, что экономический рост происходил в условиях быстрого укрепления рубля, стимулировавшего импорт готовой продукции – что во весь рост ставит перед российскими компаниями проблему конкурентоспособности выпускаемой продукции.

Следует отметить, что первая тенденция имеет в основном конъюнктурный характер (см. выше), а вторая, видимо, - долговременный, отражая низкий уровень конкурентоспособности значительной части российских компаний.

Такая конструкция механизма роста означает его потенциальную неустойчивость. Экономическая динамика начнет снижаться, как только замедлится расширение товарооборота. Это может произойти по различным причинам – например, вследствие снижения притока в экономику доходов от внешней торговли или завершения бума потребительского кредитования.

Правда, в 2006 г. году появились признаки того, что российская промышленность, наконец, в ряде производств постепенно начала преодолевать «барьер конкурентоспособности».

#### Врезка 1.1. О динамике добавленной стоимости

*Динамика ВВП, как и в предшествующие годы, определялась, как равнодействующая из трендов:*

- рост добавленной стоимости в промышленности составил 3.7%
- рост добавленной стоимости в строительстве – 14.0%;
- рост добавленной стоимости в секторе «транспорт и связь» - 9.4%;
- рост добавленной стоимости в секторе торговли – 8.7%.

#### Динамика добавленной стоимости по основным видам экономической деятельности (%)

	2005	2006
<b>Валовой внутренний продукт</b>	<b>6.4</b>	<b>6.7</b>
Производство товаров	4.3	4.8
промышленность	3.7	3.7
сельское хозяйство и рыболовство, рыбоводство	1.6	2.4
строительство	10.6	14.0
Производство услуг	7.5	7.7
торговля	9.9	8.7
транспорт и связь	6.8	9.4
другие рыночные услуги <sup>1</sup>	11.1	7.2
услуги бюджетных учреждений <sup>2</sup>	0.6	5.2
Косвенно измеряемые услуги финансового посредничества (-)	6.9	11.0
Чистые налоги на продукты	8.3	8.9

<sup>1</sup> Операции с недвижимостью, аренда и предоставление услуг; финансовая деятельность; гостиницы и рестораны

<sup>2</sup> Государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение; образование; здравоохранение и предоставление социальных услуг; предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг

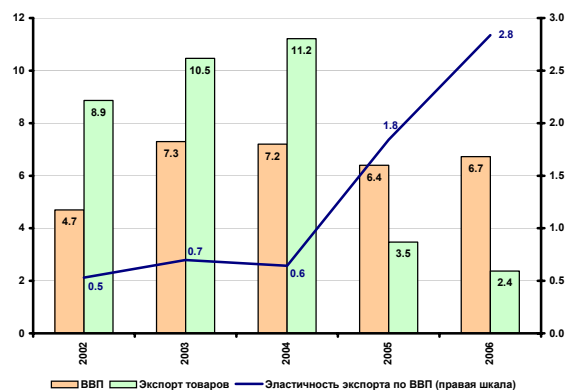
### 1.3. Факторы роста и «барьер конкурентоспособности»

Сегодня можно говорить лишь об отдельных признаках улучшения ситуации в сфере конкурентоспособности. В целом же негативные тенденции, сфор-

мировавшиеся в предшествующий период, получили свое дальнейшее развитие (см. график 1.4, табл. 1.2).

С одной стороны, сохраняющаяся стабилизация физических объемов экспорта российских товаров привела к тому, что вклад экспорта в экономическую динамику, как и в 2005 г., остался на уровне 1 проц. пункта.

График 1.4. Динамика валового внутреннего продукта и экспорта товаров (темпы прироста, %)



Значительное по своим масштабам расширение внутренних рынков – в принципе, достаточное, чтобы обеспечить экономический рост в размере 7% - в основном трансформировалось не в рост внутреннего производства, а в увеличение импорта. Соответственно, расширение внутреннего производства товаров обеспечило прирост ВВП всего на 0.6 проц. пунктов.

Возможные – но упущенные – масштабы роста товарного производства демонстрирует развитие сектора услуг (где конкуренция с импортом, по понятным причинам, отсутствует – а вот расширение, вслед за ростом доходов населения, налицо). Его вклад в экономический рост увеличился в полтора раза - с 0.9 до 1.4 проц. пунктов.

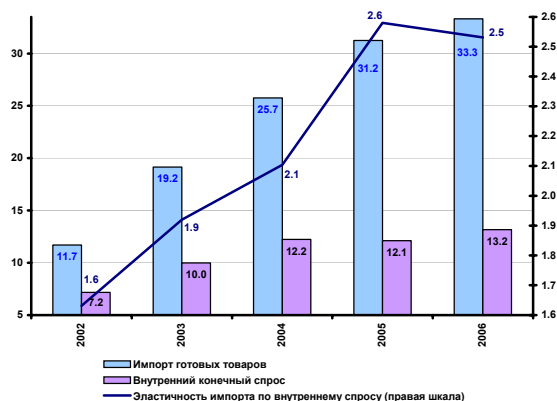
Таблица 1.2. Факторы прироста ВВП в 2004-2006 гг. (проц. пункты)

	2004	2005	2006
<b>Валовой внутренний продукт,</b>	<b>7.2</b>	<b>6.4</b>	<b>6.7</b>
в том числе за счет:			
увеличение экспорта товаров	3.5	1.1	1.0
расширение предложения товаров на внутреннем рынке	2.8	1.6	0.6
внутренний спрос на товары	6.2	6.4	7.4
импорт товаров (-)	3.4	4.9	6.8
конечное потребление услуг	1.2	0.9	1.4
нетоварная форма потребления и накопления	1.0	1.2	1.1
чистый экспорт услуг, статистическая ошибка	-1.3	1.6	2.6

В то же время, более внимательный анализ ситуации показывает, что в прошлом году всё же отметились определенные позитивные сдвиги, свидетельствующие от том, что в ряде сегментов внутреннего рынка отечественные производители смогли улучшить свои позиции.

Прежде всего, впервые за последнее время, замедлился рост импорта по отношению внутреннему конечному спросу (см. график 1.5). Отметим, что это произошло в условиях укрепления реального эффективного курса рубля, что, в принципе, ухудшает условия конкуренции для российских товаров.

**График 1.5. Динамика внутреннего конечного спроса и импорта готовых товаров (темпы прироста, %)**

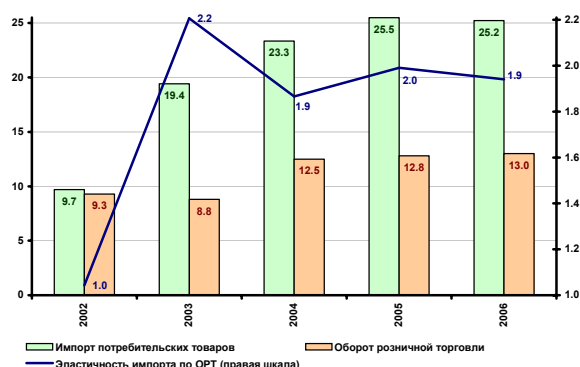


Кроме того, динамичный рост импорта, отмеченный в прошлом году, в значительной степени связан с расширением инвестиционного импорта, которое стимулировал принятое в начале года решение о временном обнулении таможенных пошлин по широкому спектру инвестиционного оборудования (см. раздел 3).

В то же время на потребительских рынках динамика импорта была существенно ниже, чем на инвестиционных (прирост на 25% против 46%). Здесь появились признаки того, что ухудшение позиций российских компаний, по меньшей мере, приостановлено.

В условиях быстрого роста рынков динамика потребительского импорта даже чуть-чуть снизилась. Соответственно, эластичность потребительского импорта по расширению внутреннего рынка (1.9) лишь немного недотянула до исторического минимума за последние четыре года (см. график 1.6).

**График 1.6. Динамика потребительского импорта и оборота розничной торговли (темпы прироста, %)**



Удастся ли российским компаниям развить успех, обеспечив, в конечном итоге, существенное ускорение экономического роста – или впереди новая волна его замедления, пока не ясно.

С одной стороны, целый ряд факторов будет обуславливать снижение экономической динамики. В первую очередь, это повышение требований потребителей к качеству и техническому уровню производимой продукции. Отметим, что именно в сфере «неценовой конкурентоспособности» российские производители имеют сегодня достаточно слабые позиции.

Дополнительную остроту ситуации в перспективе придадут новые факторы: снижение уровня таможенной защиты внутренних рынков в связи со вступлением в ВТО и экспансией в России западных торговых сетей, ориентирующихся в значительной мере на поставки товаров brand name по импорту.

С другой стороны, ряд факторов в перспективе, видимо, станут, наоборот, способствовать повышению конкурентоспособности российской продукции и росту производства. К числу таких факторов, вероятно, будут относиться:

- прекращение усиления рубля из-за снижения притока в страну валюты по каналам внешней торговли;
- последствия модернизации производственного аппарата в целом ряде отраслей промышленности, обеспечивающее повышение качества и технологического уровня выпускаемой продукции;
- реализация принятых в последние два года и находящихся еще только в стадии подготовки решений в области политики конкурентоспособности - стимулирования технологического развития, качественного совершенствования кадровой базы экономики, повышения энергоэффективности.

Какие – положительные или отрицательные – факторы перевесят, покажут уже ближайшие два-три года.

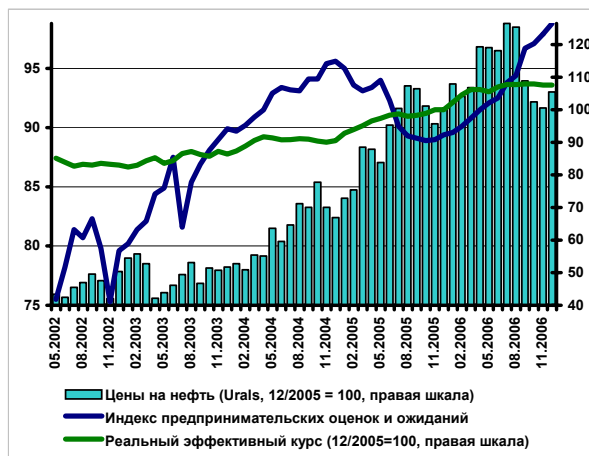
#### 1.4. Предпринимательские ожидания

Еще одной особенностью прошедшего года, в значительной мере, обеспечившей благоприятные условия для экономического развития, стало существенное улучшение предпринимательских оценок и ожиданий<sup>2</sup>, достигших к концу года исторического максимума за весь период наблюдений (с мая 2002 г.).

<sup>2</sup> Индекс предпринимательских оценок и ожиданий рассчитывается ИД «Коммерсантъ» и Ассоциацией менеджеров на основе опросов представителей ведущих секторов российского бизнеса и о состоянии конъюнктуры в соответствующих сферах бизнеса и о перспективах ее изменения. О методологии построения Индекса см. <http://www.amr.ru/doc101.html>

Причем, если в начале-середине года этот рост был связан, скорее всего, с оценкой бизнес-сообществом последствий повышения мировых цен на нефть, то в дальнейшем рост этих оценок продолжился несмотря ни на снижение нефтяных цен, ни на укрепление реального эффективного курса рубля (см. график 1.7).

**График 1.7. Динамика индекса предпринимательских оценок и ожиданий (индекс ИД «Коммерсантъ» и Ассоциации менеджеров, проц. п.)**

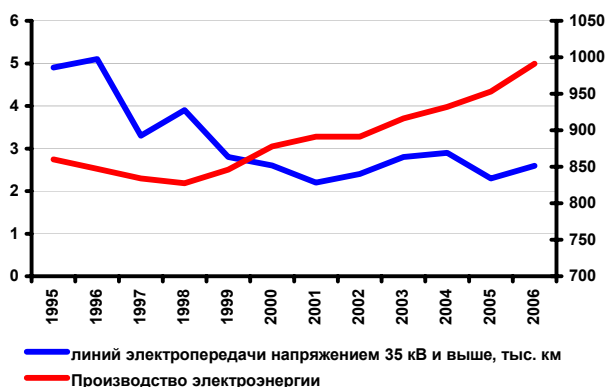


## 1.5. Инфраструктурные ограничения роста

Важным фактором, который станет оказывать сдерживающее влияние на экономическое развитие в ближайшие годы, стали четко проявившиеся в прошлом году ограничения со стороны производственной инфраструктуры.

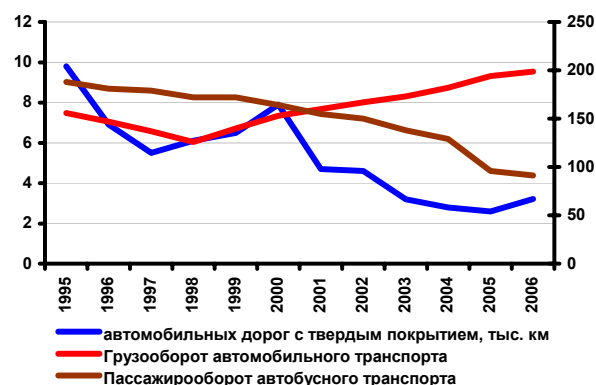
Прежде всего, это касается энергетической инфраструктуры. Дефицит возник и усиливается как в части генерирующих мощностей (в том числе, в энергосетях мегаполисов и прилегающих областей), так и в отношении сетевого хозяйства, где на фоне роста генерации (все равно отстающей от потребности в ней) наблюдается устойчивое *снижение* вводов линий электропередач (см. график 1.8). Эти ограничения, проявляющиеся в снижающемся уровне удовлетворения заявок на подключение потребителей к энергосетям, становятся всё более значимыми с точки зрения развития бизнеса.

**График 1.8. Производство электроэнергии и развитие сетевого хозяйства (вводы линий электропередачи, тыс. км.)**



Аналогичная ситуация намечается и с транспортными коммуникациями. Так, в последние годы интенсивный рост перевозок грузов сопровождается снижением вводов автомобильных дорог (см. график 1.9).

**График 1.9. Динамика грузооборота транспорта и вводов автодорог с твёрдым покрытием**



Другой фактор, ограничивающий экономический рост – дефицит квалифицированных кадров. Согласно опросам руководителей предприятий<sup>3</sup>, это – один из немногих неблагоприятных факторов экономической динамики, значимость которых увеличивается.

Один из результатов усиления конкуренции за квалифицированную рабочую силу – ускоренное повышение заработной платы, в ряде секторов более чем вдвое опережающее рост производительности труда (см. раздел 2).

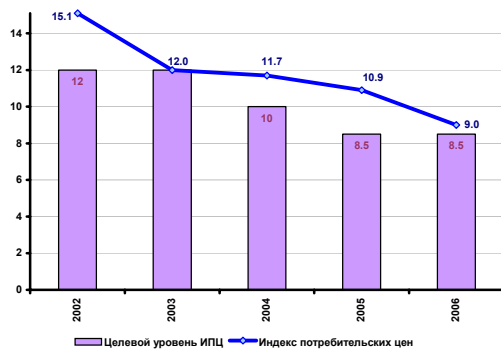
<sup>3</sup> Опросы руководителей предприятий Института экономики переходного периода (С. Цухло)

## 1.6. Инфляция

Важной особенностью 2006 г. стало быстрое снижение инфляции. Если в 2005 г. её уровень составил 10.9%, то в 2006 г. – уже 9.0%<sup>4</sup>.

Таким образом, инфляция практически достигла целевого уровня (8.5%), заложенного в Закон о федеральном бюджете (см. график 1.10)<sup>5</sup>.

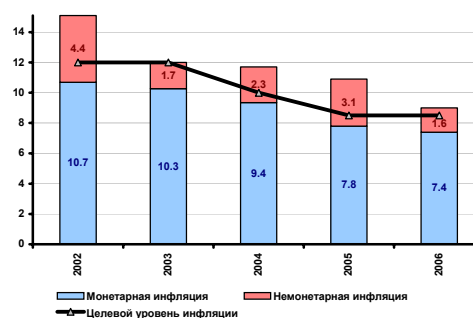
График 1.10. Уровень инфляции в 2001-2006 гг. (темпы прироста ИПЦ, %)



Важнейший фактор, обеспечивший такое снижение инфляции – сдерживание административно регулируемых тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства, транспорта и связи<sup>6</sup>. В результате, темп прироста административно регулируемых тарифов резко снизился – с 25% в 2005 г. до 14%.

Соответственно, в прошлом году инфляция имела практически число монетарный характер. Если в 2005 г. монетарная инфляция составила 7.8%, а вклад немонетарных факторов, соответственно, оценивался в 3.1 проц. пункта, то в прошлом году монетарная инфляция уменьшилась незначительно – до 7.4%, а вклад немонетарных факторов, наоборот, снизился до 1.6 проц. пунктов – исторического минимума за все последние годы (см. график 1.11).

График 1.11. Динамика монетарной и немонетарной инфляции (темпы прироста, %)

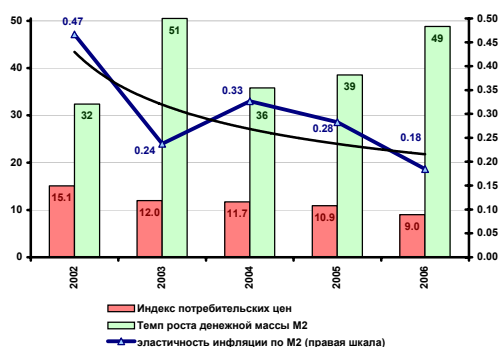


Стабилизация монетарной инфляции – немалое достижение для условий прошлого года. Дело в том, что денежная масса М2 увеличилась за год на 49% (что стало результатом быстрого роста золотовалютных резервов), что на 10 проц. пунктов выше уровня предыдущего года.

Таким образом, существенно усилилась тенденция к снижению зависимости инфляции от денежной массы (см. график 1.12). Отчасти эта тенденция связана с укреплением рубля и дедолларизацией активов населения, отчасти – с ростом в составе денежной массы низколиквидной и, соответственно, низкоинфляционной компоненты – счетов и депозитов населения и предприятий.

Есть все основания полагать, что эта тенденция закрепится: в условиях быстрого повышения реальных доходов населения происходит ускоренное расширение сбережений населения. В ближайшие годы, очевидно, сохранится и укрепление рубля – второй важный фактор снижения эластичности инфляции от роста денежной массы.

График 1.12. Динамика потребительских цен и денежной массы (темпы прироста, %)



<sup>4</sup> Судя по итогам января (1.7% - самый низкий показатель за соответствующий месяц за все последние годы), тенденция поступательного снижения инфляции сохранится и в 2007 г.

<sup>5</sup> В последние годы на целевой уровень инфляции удалось выйти только один раз (12% в 2003 г.). Однако, тогда это было связано, фактически, со случайным фактором – стабилизацией цен на плодоовощную продукцию.

<sup>6</sup> Замедление роста тарифов на услуги ЖКХ в значительной степени стало результатом введения региональных лимитов на их повышение – причём, эта система оказалось реально работающей. Во всяком случае, ряду регионов, в январе превысивших эти лимиты, в последующие месяцы пришлось снизить уровень тарифов.

**По итогам 2007 г. темп прироста ВВП оценивается в 6.3-6.5%, промышленного производства – в 4.4-4.6%.**

**Уровень инфляции (индекс потребительских цен) может составить 8.0-8.2%**

## 2. Доходы и потребление населения

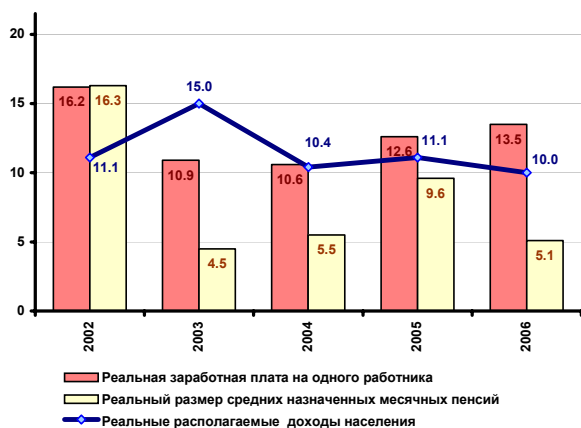
### 2.1. Доходы населения

В 2006 г. получила продолжение тенденция быстрого роста доходов населения. За год реальные располагаемые доходы населения увеличились на 10.0% (см. графики 2.1, 2.2), реальная заработная плата – на 13.5%. Существенно ниже была динамика пенсий – за год прирост составил всего 5.1%.

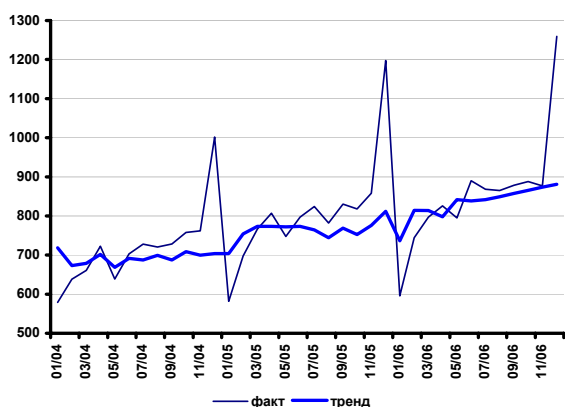
Основным фактором расширения доходов в 2006 г. оставался рекордно высокий рост заработной платы. Этот рост носил фронтальный характер и затронул все сектора экономики (см. врезку 2.1).

Однако, уже появились признаки постепенного исчерпания сложившегося сегодня механизма поддержки быстрого и фронтального повышения заработной платы.

**График 2.1. Динамика основных компонентов реальных доходов населения (темпы прироста, %)**



**График 2.2. Динамика реальных располагаемых доходов населения (млрд. руб. в ценах 2003 г.)**



#### Врезка 2.1. Об отраслевой структуре роста заработной платы

В 2006 г. наиболее динамичным рост заработной платы наблюдался в трех секторах экономики.

1. Секторы экономики связанные с бюджетным финансированием. При этом явными лидерами были здравоохранение и образование, что, по-видимому, связано с реализацией в данных сферах приоритетных национальных проектов.

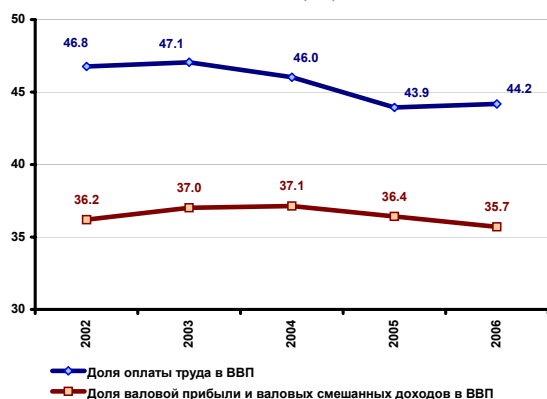
2. Сфера услуг. Прежде всего, здесь следует выделить быстро растущие сегменты, связанные с предоставлением услуг населению (торговля, операции с недвижимым имуществом, коммунальные, социальные и персональные услуги). Вероятно, ускоренный рост тарифов на платные услуги населению трансформируется здесь в рост заработной платы работников.

3. Ряд обрабатывающих производств (производство машин и оборудования, электрооборудования, строительных материалов и другие). В части машиностроительных производств это может быть обусловлено возникшей нехваткой квалифицированных работников, что сопровождается усилением конкуренции за привлечение квалифицированных кадров. Это, в свою очередь, вызывает необходимость быстро повышать заработную плату. Кроме того, модернизация ряда предприятий сопровождается организационно-штатными изменениями и ростом производительности труда занятых в производстве – что также создаёт возможность для повышения оплаты труда.

Рост зарплаты в последние годы базировался на благоприятной конъюнктуре мировых рынков топлива и сырья. Мощный приток доходов от экспорта позволял повышать зарплату как в корпоративном, так и в бюджетном секторе. С одной стороны, быстрое повышение заработной платы стимулировалось конкуренцией за квалифицированные трудовые ресурсы, с другой стороны, предприятия обладали необходимыми для этого ресурсами. Поэтому увеличение заработной платы не сопровождалось ухудшением финансового положения предприятий.

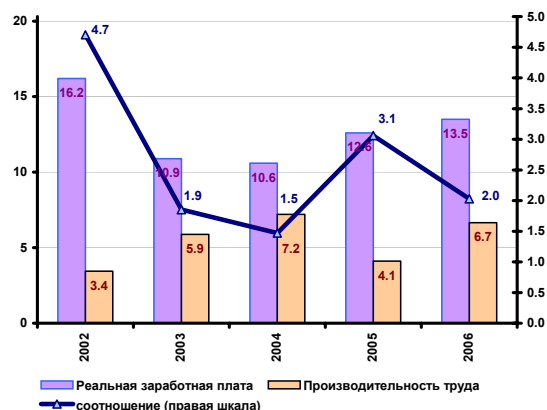
Однако в 2006 г. намечился перелом в этой тенденции. Снизилась (причём, до исторического минимума за последние годы) доля валовой прибыли и валовых смешанных доходов в ВВП (см. график 2.3). Учитывая, что одновременно увеличилась доля в ВВП заработной платы, можно сказать, что впервые за последние годы рост заработной платы стал существенно мешать предприятиям наращивать объём прибыли. Соответственно, динамика заработной платы стала постепенно подтягиваться к темпам роста производительности труда. Эластичность заработной платы по производительности труда снизилась с 3.1 в 2005 г. до 2.0 в 2006 г. (см. график 2.4).

График 2.3. Доля валовой прибыли и оплаты труда в ВВП (%)



Пока рано говорить о том, что тенденция опережающего роста заработной платы сошла на нет. Однако можно ожидать, что в случае ухудшения мировой конъюнктуры топливно-сырьевых рынков, динамика заработной платы за несколько лет может снизиться примерно до уровня темпа роста производительности труда (т.е. до 105-107.5% в год). Снижение экспортных доходов поставит предприятия перед выбором: либо сохранение высоких темпов роста заработной платы, либо поддержание конкурентоспособности и инвестирование в производство за счет замедления роста заработной платы.

График 2.4. Соотношение реальной заработной платы и производительности труда (%)



Несмотря на значительный рост доходов в 2006 г., продолжилась тенденция увеличения дифференциации населения по доходам (см. врезку 2.2). Коэффициент фондов вновь вырос (см. график 2.5). Вероятно, этому способствовали резкое замедление динамики реальной пенсии до 105.1% (против 109.6% в 2005 г.) и концентрация роста заработной платы в отдельных секторах экономики.

График 2.5. Динамика реальных располагаемых доходов и коэффициента фондов



В 2006 г. существенно возросла склонность населения к потреблению (см. таблицу 2.1). По оценке, доля потребительских расходов в располагаемых денежных доходах увеличилась на 4.5% и составила 85%. В условиях устойчивого роста доходов населения более вероятным было бы снижение склонности к потреблению в пользу роста сбережений. Анализ структуры прироста сбережений помогает объяснить столь необычную динамику.

Главным фактором снижения склонности к сбережению в 2006 г. стала дедолларизация активов населения. Этому способствовало номинальное укрепление рубля по отношению к доллару США. Заметно снизились покупки наличной иностранной валюты, а объем депозитов в иностранной валюте и вовсе сократился. В то же время прирост других компонентов сбережений, таких как рублевые депозиты и приобретение недвижимости, даже увеличился.

Таблица 2.1. Структура использования располагаемых денежных доходов населения (%)

	2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>
Располагаемые денежные доходы населения <sup>1</sup>	100	100	100	100
Потребительские расходы	80.1	81.3	80.5	85.0
Прирост сбережений	9.9	10.8	14.0	11.7
Прирост рублевых депозитов	5.4	4.2	5.2	7.0
Прирост валютных депозитов	0.9	0.6	1.3	-0.3
Приобретение недвижимости	2.4	2.7	2.8	3.2
Сальдо покупки наличной иностранной валюты <sup>3</sup>	1.2	3.3	4.7	1.8
Прирост прочих финансовых активов	6.9	5.8	3.9	1.0
Прирост наличных рублевых средств	3.1	2.1	1.7	2.2

<sup>1</sup> По данным, скорректированным с учетом динамики валютных депозитов населения и сальдо покупок-продаж наличной валюты

<sup>2</sup> Предварительная оценка

<sup>3</sup> По данным, скорректированным с учетом продажи наличной валюты населением

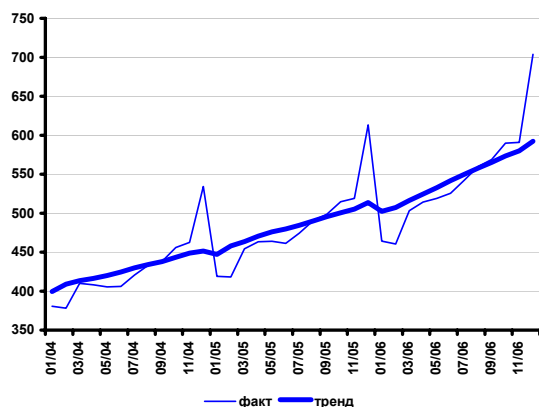
## 2.2. Потребление населения

В продолжился – третий год подряд - «потребительский бум». Прирост оборота розничной торговли составил 13.0% (см. табл. 2.2, график 2.6). Расширение рынка платных услуг населению также находилось на высоком уровне и составило 8.1%

**Таблица 2.2. Основные показатели развития потребительского рынка в 2002-2005 гг. (темпы прироста, %)**

	2003	2004	2005	2006
Оборот розничной торговли	8.8	13.3	12.8	13.0
продовольственные товары	7.7	11.4	10.8	10.2
непродовольственные товары	9.7	15.1	14.7	15.6
Платные услуги	6.6	8.4	7.5	8.1

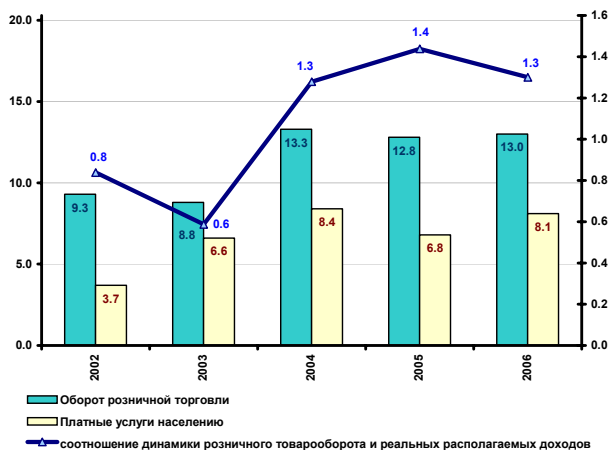
**График 2.6. Динамика оборота розничной торговли (млрд. руб. в ценах 2003 г.)**



В 2006 г., в целом, действовали те же тенденции, что и в предыдущем году: быстрый рост потребления населения при опережающем росте торговли непродовольственными товарами по сравнению с продовольственными (соответственно, 115.6% и 110.2%). Ускоренное расширение торговли непродовольственными товарами базировалось на росте потребительского кредитования, – однако наметились определенные признаки замедления этого процесса.

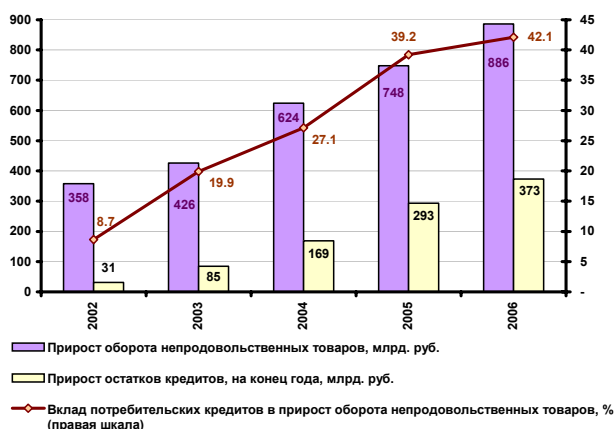
В 2006 г. соотношение темпов прироста оборота розничной торговли и реальных располагаемых доходов впервые за три года снизилось (см. график 2.7).

**График 2.7. Динамика потребительских рынков (темпы прироста, %)**



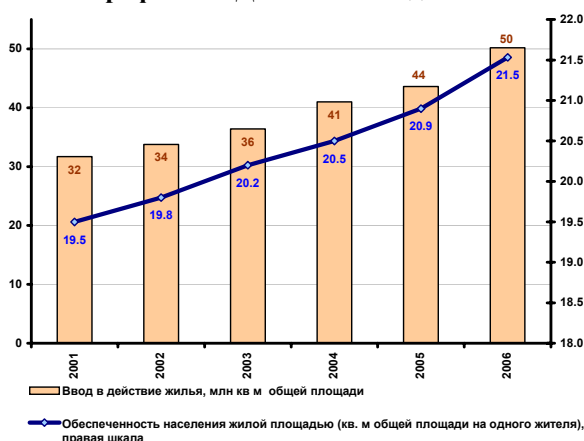
В 2006 г. вклад потребительских кредитов в расширение торговли непродовольственными товарами вырос не столь существенно по сравнению с предыдущими годами (см. график 2.8). Вероятно, это связано с насыщением рынка потребительскими кредитами и ростом рисков кредитования населения.

**График 2.8. Вклад потребительских кредитов в прирост оборота непродовольственных товаров (%)**



В 2006 г. ускорился ввод жилья – за год было введено в действие на 6.6 млн. м<sup>2</sup>. жилья больше, чем в 2005 г. (см. график 2.9). Этому способствовали быстрое расширение доходов населения, взрывной рост ипотечного кредитования<sup>7</sup> и реализация приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России». Следует отметить, что уровень ввода жилья, достигнутый в 2006 г. все еще заметно ниже уровня 1990 г., когда было введено 61.7 млн. м<sup>2</sup>.

<sup>7</sup> За первые три квартала 2006 г. прирост остатка выданных ипотечных кредитов составил 108 млрд. руб., что втрое превышает аналогичный показатель за весь 2005 г.

График 2.9. Динамика ввода жилья<sup>1</sup>

**По итогам 2007 г. темп прироста реальных располагаемых доходов населения оценивается в 10.0-10.2%, темп прироста оборота розничной торговли – в 10.4-10.6%.**

<sup>1</sup> Обеспеченность населения жилой площадью за 2006 г. – оценка

### Врезка 2.2. Об оценках экономической дифференциации домохозяйств

Существенное расслоение в уровне материального достатка россиян подтверждают и данные социальных опросов и исследований. Согласно данным Аналитического Центра Ю.Левады, сохраняется высокая дифференциация в уровне потребления и доходов. Отметим, что расслоение в положении домашних хозяйств мало изменилось на фоне улучшения экономического благополучия россиян.

Количественный анализ, выполненный совместно ЦМАКП и Лабораторией прогнозирования доходов и потребления ИНП РАН на основе исходных бюджетов домашних хозяйств Росстата, показал существенно более значимые по сравнению с официальными данными масштабы расслоения домашних хозяйств по уровню душевых денежных доходов, потребительских расходов и отдельных их видов.

Коэффициент фондов для модели распределения населения России по уровню душевых денежных доходов, сбалансированных с суммой отдельных видов душевых расходов, в 2005-2006 гг. оценивается на уровне 25-30 раз, поскольку в этот период была подтверждена существенная дифференциация по уровню заработной платы (коэффициент фондов в обследованиях заработной платы, выполненных Росстатом, составлял 25.3 раза в 2006 г. против 26.4 раза в 2004 г.).

### Субъективные оценки уровня материального благосостояния населения России (в % к числу опрошенных)

	Май 2003	Май 2004	Май 2005	Май 2006
"Мы едва сводим концы с концами: денег не хватает даже на продукты"	20	18	16	16
"На продукты денег хватает, но покупка одежды вызывает серьезные затруднения"	41	38	37	36
"Денег хватает на продукты и одежду, но покупка вещей длительного пользования для нас затруднительна"	33	35	34	37
"Мы можем без труда приобретать вещи длительного пользования, но не действительно дорогие вещи"	6	9	11	11
"Мы можем позволить себе достаточно дорогие покупки - квартиру, дачу и др."	0	0	0	0

Аналитический Центр Юрия Левады, Вестник общественного мнения, 2003-2006 гг. Ответы респондентов на вопрос "К какой из следующих групп населения Вы могли бы отнести себя, скорее всего?"

Отметим, что очень низкие показатели оценок населения по доступности дорогостоящих покупок (квартир, автомобилей и др.) никак не стыкуются с имеющейся информацией о «буме» на рынках автомобилей, недвижимости и т.д. Кроме недостатков в методологии опросов, этому эффекту возможны два содержательных объяснения.

Во-первых, «запертость» социального эффекта роста доходов населения в относительно узких социальных группах, слабо отражаемых в выборках социологических опросов (это – одно из следствий сверхвысокой и растущей дифференциации населения).

Во-вторых, заниженные социальные самооценки населения, когда респонденты дают оценки, заведомо более негативные, чем объективное положение дел. Этот эффект, применительно к России, хорошо известен, в частности, на примере участия российских респондентов в международных опросах по проблемам конкурентоспособности.

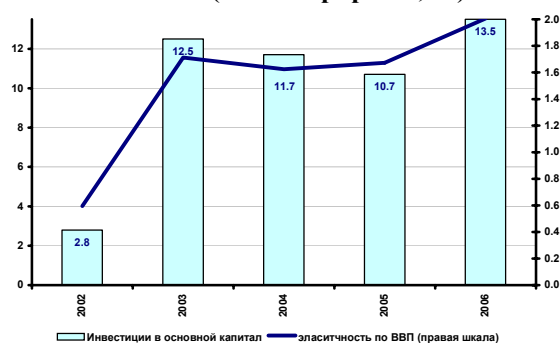
### 3. Инвестиции в основной капитал

В 2006 году продолжился быстрый рост инвестиций в основной капитал.

#### 3.1. Динамика

Прирост инвестиций был самым масштабным за все последние годы и составил 13.5%. С учётом того, что уже второй год инвестиции всё сильнее обгоняют общую экономическую динамику<sup>8</sup>, можно сказать, что экономический рост становится всё более «инвестиционно-ориентированным» (см. график 3.1).

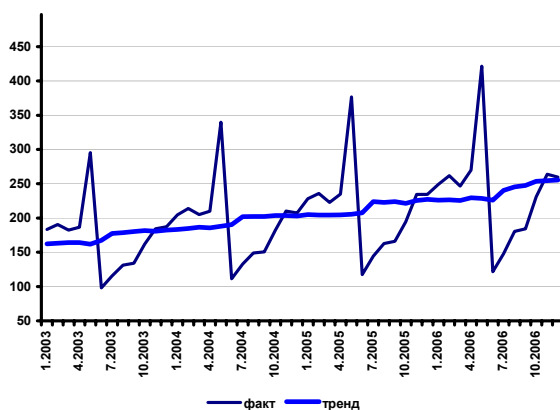
График 3.1 Динамика инвестиций в основной капитал (темпы прироста, %)



Анализ динамики инвестиций в основной капитал показывает, что их рост в прошедшем году (особенно, во втором полугодии) явно стал ускользать (сезонность устранена; см. график 3.2.).

Таким образом, российским компаниям не только удалось преодолеть инвестиционный спад в начале года, вызванный необычно суровой зимой, но и существенно нарастить динамику вложений в основной капитал.

График 3.2. Объём инвестиций в основной капитал (в ценах 2003 г., млрд. руб.)



<sup>8</sup> Растёт эластичность (соотношение темпов прироста) инвестиций по ВВП, которая достигла в прошлом году исторического максимума

#### 3.2. Структура

В структуре инвестиций в основной капитал усилилась тенденция их концентрации в топливно-энергетических и сырьевых отраслях (см. график 3.3).

Так, из общего объёма инвестиций в промышленность 39% приходится на вложения в добычу топливно-энергетических ресурсов. Еще 19% - на электроэнергетику<sup>9</sup>, 14% - на металлургию плюс добычу неэнергетических полезных ископаемых (в основном, очевидно – руд металлов и угля).

В то же время, остаётся низкой инвестиционная активность в машиностроении. На его долю приходится всего 5% инвестиций в основной капитал промышленности.

Концентрация инвестиций в топливно-сырьевом секторе связана с действием нескольких системных факторов, главные из которых:

- резкий перепад в рентабельности (в условиях высоких мировых цен на топливо и металлы) между топливно-сырьевым сектором и перерабатывающими производствами, что затрудняет формирование в них финансовых инвестиционных ресурсов как за счёт собственных средств компаний, так и за счёт кредитов (относительно высокие риски кредитования);
- наличие в ТЭК и в сырьевом секторе крупных компаний, договороспособных по отношению к внешним инвесторам и имеющих возможность аккумулировать значительные объёмы ресурсов<sup>10</sup>;
- реализация в отраслях естественных монополий капиталоемких инвестиционных проектов, в том числе финансируемых с привлечением бюджетных ресурсов.

Сложившееся неравенство в возможностях формирования инвестиционных ресурсов между секторами российской экономики имеет качественный характер. Оно закрепляет (уже практически сложившуюся) многоукладность российской экономики, когда различные её сектора оказываются в принципиально разных условиях хозяйствования с точки зрения доступа к ресурсам развития и институционального порядка. Это неравенство становится самовоспроизводящимся – сектора, не способные к нормальному воспроизводству своего производственно-технологического (и кад-

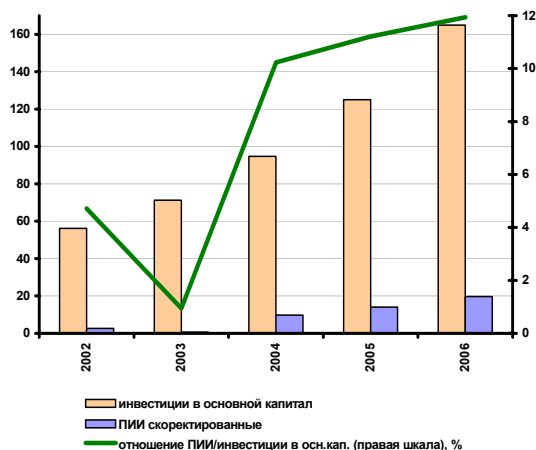
<sup>9</sup> Точнее, отрасль «производство и распределение электроэнергии, газа и воды»

<sup>10</sup> Отметим также бум заимствований на фондовом рынке топливно-энергетическими, металлургическими компаниями и компаниями сферы торговли



ных инвестиций (см. график 3.6). Три последних года их доля (с учётом методологической коррекции, см. врезку 3.1) в инвестициях в основной капитал постоянно росла, и в 2006 г. достигла 12%<sup>13</sup>.

**График 3.6. Инвестиции в основной капитал и прямые иностранные инвестиции (млрд. долл.)**



Активный приток иностранных инвестиций, создающий возможность для модернизации производства (в данном случае естественно, речь идёт лишь об инвестициях в проекты, нацеленные на производство продукции<sup>14</sup> – а не, например, о приобретении объектов собственности в целях последующей перепродажи) и выхода на новые рынки, является одним из позитивных процессов, происходящих в российской экономике в последние годы.

**Врезка 3.1. Об особенностях методологии оценки прямых иностранных инвестиций**

Статистика платежного баланса не вполне адекватно отражает масштаб и динамику поступающих в экономику прямых иностранных инвестиций (ПИИ).

Во-первых, величины инвестиций включают в себя реинвестированный доход прямых инвесторов, на который приходится 35-40% объема отражаемых в платежном балансе ПИИ. Реинвестированный доход представляет собой ту часть нераспределенной прибыли предприятий, которая должна была бы принадлежать прямым иностранным инвесторам в случае, если бы эта прибыль была распределена пропорционально доле каждого из собственников в капитале предприятий. Величина совокупной прибыли, исходя из которой Банк России рассчитывает величину реинвестированного дохода, определяется с использованием экспертных оценок и косвенных индикаторов.

Во-вторых, к прямым иностранным инвесторам относятся в том числе разнообразные оффшорные структуры – собственники российских компаний, одновременно контролируемые российскими резидентами. По оценкам, на них приходится не менее 20% фиксируемых статистикой ПИИ. Это неизбежно искажает данную статистику. Особо масштабные искажения могут возникать в случае совершения крупных сделок по передаче собственности от одного российского резидента к другому, при котором одна из сторон представлена оффшорной структурой (как это было в 2005 г. при приобретении пакета акций НК «Сибнефть» ОАО «Газпром»).

В дальнейшем, если это не указывается особо, мы использовали скорректированные показатели ПИИ, полученные при: а) вычитании реинвестированного дохода из представляемых Банком России показателей ПИИ; б) элиминирования искажений, связанных с передачей собственности от одного резидента к другому с использованием одной из сторон управляющей оффшорной структуры.

**По итогам 2007 г. темп прироста инвестиций в основной капитал оценивается в 12.6-12.8%.**

<sup>13</sup> Необходимо отметить, что 2006 г. характеризовался масштабным приходом иностранных инвесторов в российскую недвижимость (прежде всего, офисного, складского и производственного назначения) – что, одновременно, является фактором, стимулирующим расширение объемов строительства.

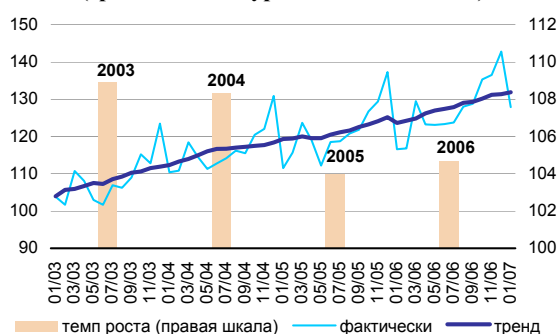
<sup>14</sup> Отметим, что подобные инвестиции в проекты по производству продукции, конкурентоспособной на внутреннем и/или на внешнем рынке, как правило, сопровождаются и ввозом современного импортного оборудования.

## 4. Итоги промышленного роста

### 4.1. Общая характеристика промышленного подъема

Один из важнейших результатов экономического развития в 2006 г. – сохранение тенденции промышленного подъема (см. график 4.1). Темп роста промышленного производства по итогам 2006 г. составил: по оценке ЦМАКП – 104.9%, по данным Росстата – 103.9%, против 104.0% в 2005 г.<sup>1</sup>

График 4.1. Динамика промышленного производства (среднегодовой уровень 2002 г. = 100)



Основным фактором, обеспечившим продолжение подъема в промышленности, стало дальнейшее ускорение и без того быстрого расширения внутренних рынков, подстегнутое притоком экспортных доходов и

<sup>1</sup> Оценка в методологии ЦМАКП за 2005 г. – 104.3%.

расширением банковского кредитования экономики (как компаний, так и населения). Темпы прироста основных компонентов внутреннего спроса (потребления и инвестиций) превысили 13% (см. разделы 2, 3).

В то же время, вот уже второй год вклад роста физических объемов экспорта в динамику производства промышленных товаров остается достаточно скромным (см. раздел 1).

Феномен года, значение которого трудно переоценить – успешная адаптация товаропроизводителей к укреплению национальной валюты. Повышение реального эффективного курса рубля – одного из основных факторов снижения ценовой конкурентоспособности отечественных товаров – достигло в прошлом году рекордной за последние пять лет<sup>2</sup> величины – 9.4% (против 8.1% в 2005 г.). Тем не менее, темпы промышленного производства в значительном числе обрабатывающих производств даже ускорились. В целом же, промышленный рост в 2006 г. приобрел фронтальный характер – по оценке ЦМАКП, рост наблюдался во всех основных видах производств (см. табл. 4.1).

<sup>2</sup> Более высокие темпы укрепления рубля наблюдались лишь в 1999-2000 гг. (14-17%), однако в тот период действие этого фактора на конкурентные позиции отечественных компаний было ослаблено предшествующим масштабным ослаблением национальной валюты в 1998 г.

Таблица 4.1. Динамика производства по видам деятельности и вклад в общепромышленный рост

	темпы роста		вклад 2005		вклад 2006	
	2005	2006	проц. пунктов	CDE=100	проц. пунктов	CDE=100
<b>Индекс промышленного производства (C+D+E)</b>	<b>104.0</b>	<b>104.9</b>	<b>4.0</b>	<b>100.0</b>	<b>4.9</b>	<b>100.0</b>
<b>Добыча полезных ископаемых (C)</b>	<b>101.3</b>	<b>102.3</b>	<b>0.37</b>	<b>9.3</b>	<b>0.64</b>	<b>12.9</b>
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	101.8	102.5	0.44	11.1	0.60	12.2
Добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	96.8	101.8	-0.07	-1.7	0.04	0.7
<b>Обрабатывающие производства (D)</b>	<b>105.7</b>	<b>106.2</b>	<b>3.43</b>	<b>86.6</b>	<b>3.76</b>	<b>75.9</b>
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	104.4	105.4	0.43	10.9	0.53	10.8
Текстильное и швейное производство	98.5	107.3	-0.02	-0.4	0.07	1.4
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	97.3	116.7	-0.01	-0.1	0.03	0.6
Обработка древесины и производство изделий из дерева	104.5	103.6	0.06	1.4	0.05	0.9
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	101.2	106.4	0.03	0.8	0.16	3.3
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	105.4	106.1	0.19	4.8	0.22	4.4
Химическое производство	102.6	101.9	0.11	2.7	0.08	1.6
Производство резиновых и пластмассовых изделий	105.5	111.7	0.06	1.5	0.13	2.6
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	103.5	110.8	0.11	2.7	0.33	6.7
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	105.7	108.8	0.59	14.9	0.93	18.8
Производство машин и оборудования	99.9	103.3	-0.01	-0.2	0.21	4.2
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	120.7	107.2	1.37	34.5	0.55	11.2
Производство транспортных средств и оборудования	106.0	103.3	0.51	12.9	0.29	5.8
Прочие производства	100.7	113.9	0.01	0.2	0.18	3.7
<b>Производство и распределение электроэнергии, газа и воды (E)</b>	<b>101.2</b>	<b>104.2</b>	<b>0.16</b>	<b>4.1</b>	<b>0.55</b>	<b>11.2</b>

График 4.2. Виды продукции с наибольшим вкладом в прирост промышленного производства (проц. пунктов)

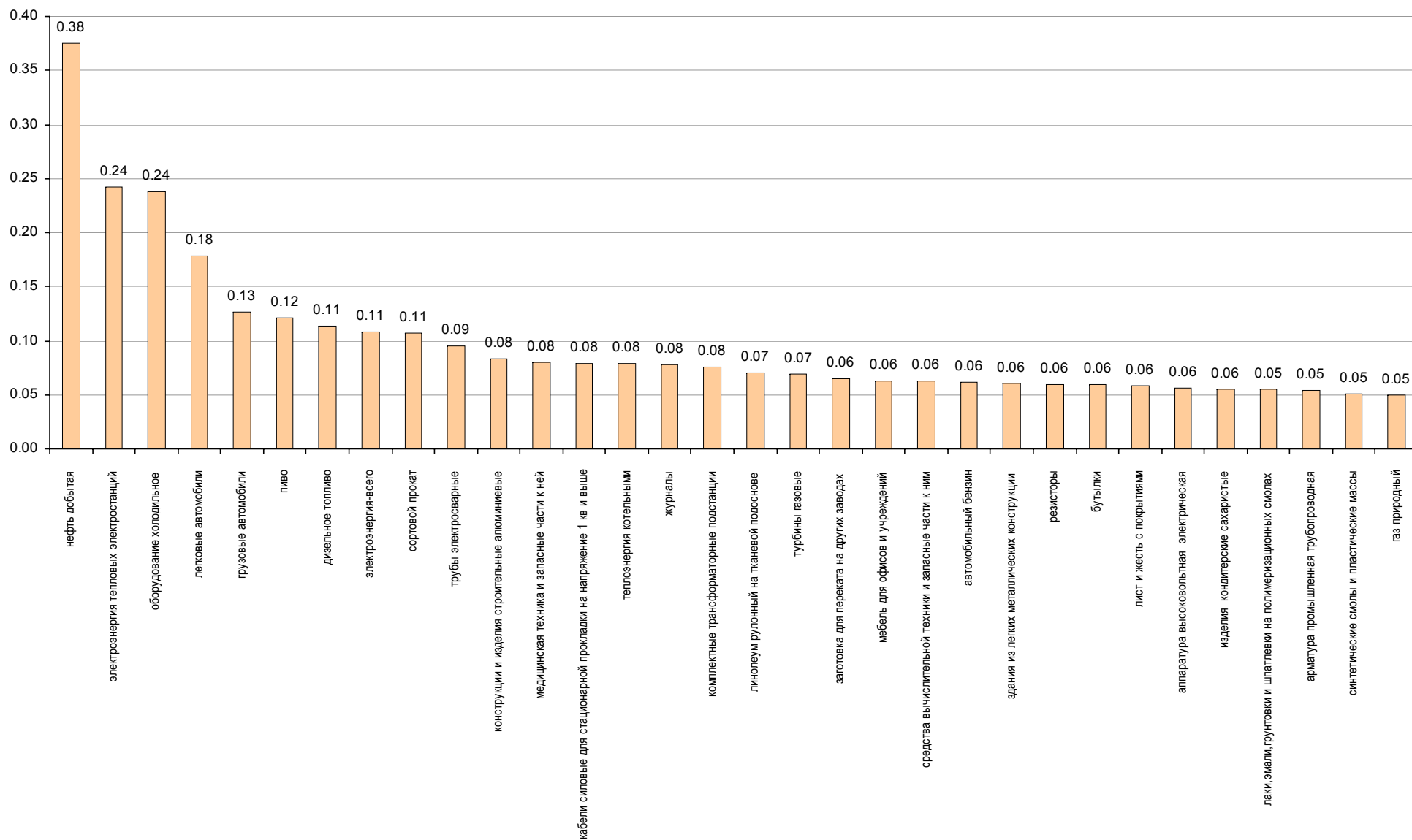
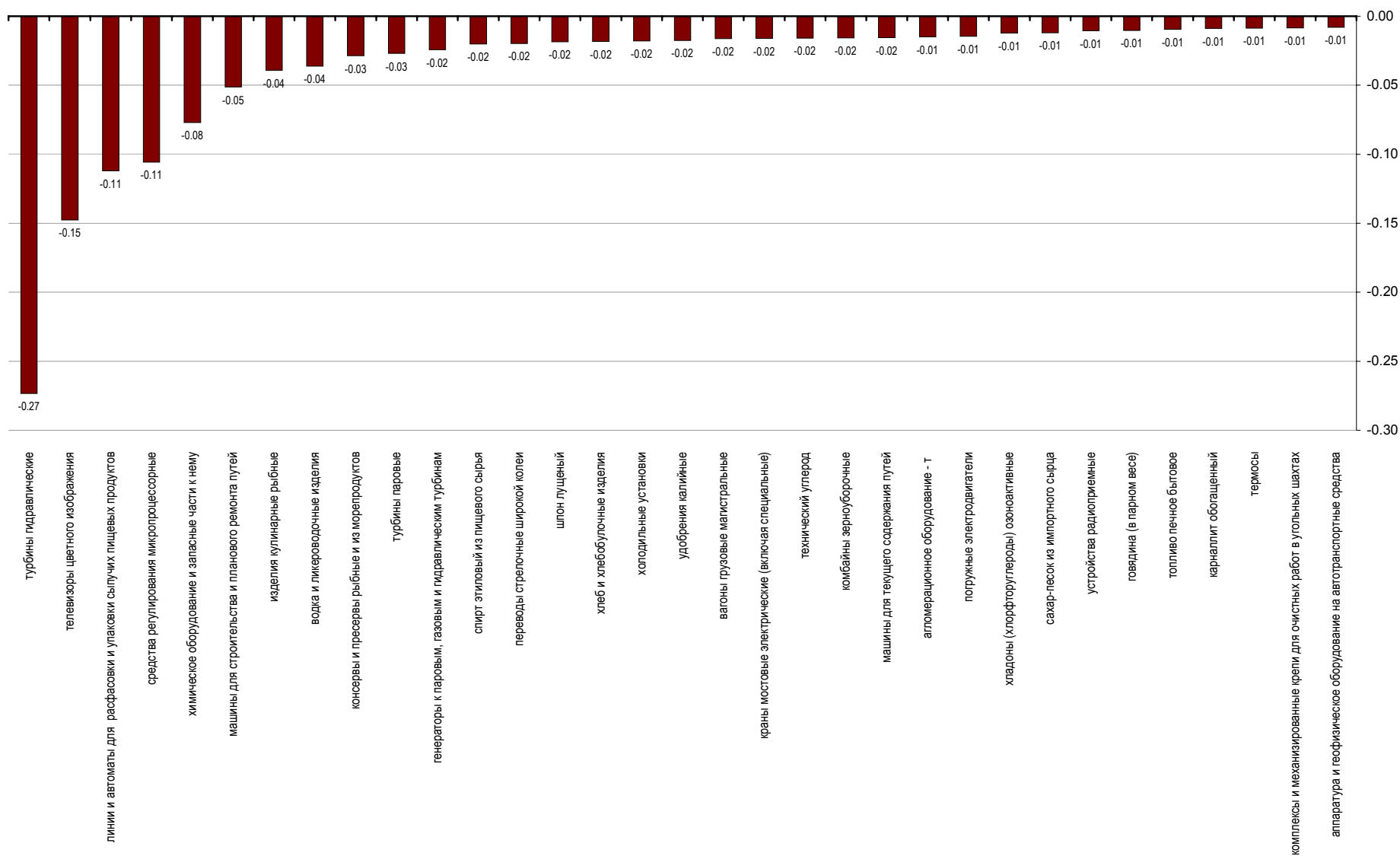


График 4.3. Виды продукции, по которым наблюдалось снижение выпуска, с наибольшим вкладом в динамику промышленного производства (проц. пунктов)



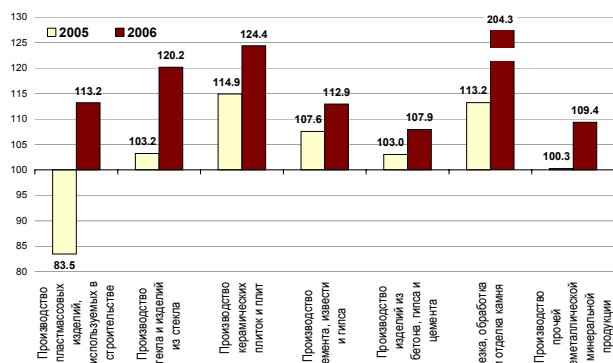
## 4.2. Строительный бум как фактор роста

Рост объема строительных работ в 2006 г. ускорился в 1.5 раза, темп их прироста достиг 15.7% против 10.5% в 2005 г.

Бум в строительстве не замедлил самым благоприятным образом сказаться на динамике выпуска *строительных и конструкционных материалов* (см. график 4.4):

- прирост выпуска базового стройматериала – *цемента* – возрос до 12.8% (против 6.4% в 2005 г.);
- в производстве *строительных металлических конструкций и изделий* темп прироста производства составил 14.2%;<sup>17</sup>
- наращивание выпуска *листового стекла* достигло 25.2%;
- производство *пластмассовых изделий, используемых в строительстве*, возросло на 12.3%.

График 4.4. Динамика производства конструкционных и строительных материалов



Для ряда производств дополнительным фактором роста стало существенное расширение ремонтных работ в ЖКХ<sup>18</sup> и населением, стимулирующее спрос на такие виды продукции, как:

- *чугунные, стальные*<sup>19</sup> и *пластиковые трубы*, производство которых увеличилось в 2006 г. в 1.2-1.4 раза (по разным позициям);
- *керамические санитарно-технические изделия*, темп прироста выпуска которых установил абсолютный рекорд за всю наблюдаемую историю сектора – 20.7%;
- *керамические плитки и плиты* (23.5%);

<sup>17</sup> Причем, в предшествующем (2005) году производство металлических стройконструкций увеличилось в 1.7 раза.

<sup>18</sup> Ввод в действие водопроводных сетей в январе-сентябре 2006 г. увеличился по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года на 79.8%, тепловых сетей – на 45.5%, сетей канализации – на 24.6%.

<sup>19</sup> Для стальных труб значимым фактором роста стало активное строительство трубопроводной инфраструктуры (в т.ч. – реализация проекта ВСТО), а также повышение инвестиционной активности в нефтедобыче – так, производство бурильных и об-

- *сухие бетонные смеси*, выпуск которых возрос на 9.3%.<sup>20</sup>

Значимым фактором роста для производства строительных материалов продолжает оставаться бурное строительство новых производственных мощностей в отрасли. Инвесторы – причем, достаточно часто, представленные профильными иностранными компаниями – «поверили в сектор». Рост инвестиций в основной капитал в отрасли по итогам предшествующих двух лет (2004-2005 гг.) поставил рекорд среди основных видов деятельности в промышленности, увеличившись практически вдвое (см. врезку 4.1).

### Врезка 4.1. Цена привлекательности

Следует отметить, что инвестиционная привлекательность сектора стройматериалов не в последнюю очередь – помимо быстрого расширения рынков – обеспечивается существенным удорожанием продукции отрасли. Общеизвестно, безусловным ценовым лидером является цемент, подорожавший за последние два года более чем в полтора раза (в т.ч. в 2006 г. – в 1.3 раза, индекс оптовых цен). Однако, данная тенденция в целом характерна и для большинства других видов стройматериалов, темпы прироста цен на которые в 2006 г. находились в диапазоне 13-20%. Причины – не только (и не столько) удорожание сырья и материалов, сколько высокая – и при этом растущая – конъюнктура строительного рынка (существенное превышение цены реализации квадратного метра над его себестоимостью). В результате, доля затрат на дорожающие стройматериалы в цене квадратного метра не увеличивается или даже несколько снижается.

Среди основных производств стройматериалов исключения из общего правила «безудержного подъема» немногочисленны, к ним относятся:

- *железобетонные изделия*, выпуск которых увеличился на 5.6% (2005 г. – 3.0%);
- *строительный кирпич*, производство которых практически стагнировало (1.6%).

Замедленные темпы роста в обоих случаях отражают тенденцию уменьшения удельной доли зданий с панельными и кирпичными стенами. Кроме того, для ряда регионов стагнация производства связана и с нехваткой мощностей (особенно современных) или источников сырья.<sup>21</sup>

садных труб увеличилось на 20%.

<sup>20</sup> Достаточно скромный результат на фоне других производств, однако, следует учитывать, что он достигнут после роста в предшествующем (2005) году на 38.4% (!).

<sup>21</sup> Дефицит кирпича, отдельных видов железобетонных изделий наблюдается, например, в Новосибирской, Пермской, Челябинской, Тюменской областях и ряде других.

### 4.3. Потребительский порыв

В 2006 г. продолжился потребительский бум (см. раздел 2).

На этом фоне значимым событием стал выход в лидеры по темпам роста ряда секторов, ориентированных на потребительский рынок, в которых в последние годы выпуск стагнировал или снижался:

- темп прироста в *текстильном* и *швейном* производствах превысил 7%, а в *кожаном* и *обувном* – составил рекордные 16.5%;
- увеличение производства *мебели* достигло 16.7%;
- рост выпуска *фармацевтической продукции* составил около 7% – против снижения на 10% в предшествующие два года;
- резко ускорилось наращивание производства *бумажных изделий* (в среднем – на 15%) и *полиграфической продукции* (9.1%);
- наконец, обратило на себя внимание и существенное – на 9.9% – наращивание производства *легковых автомобилей*.<sup>22</sup>

Кроме того, в 2006 г. ускорился подъем и в секторах - традиционных лидерах предшествующих лет:

- в производстве *пищевых продуктов* ускорение подъема составило процентный пункт (до 5.4%);
- в производстве *бытовой техники* темпы прироста возросли до 6.8% (против 5.4% в 2005 г.).

#### Врезка 4.2. О потенциале адаптации к укреплению рубля

*Хотя 2006 г. продемонстрировал успешную адаптацию компаний потребительского сектора к укреплению рубля, рассчитывать на «автоматическое» воспроизводство этой ситуации в перспективе представляется некорректным. В конечном счете баланс выигрышей и издержек от быстрого укрепления национальной валюты остается положительным лишь в случае наличия большого потенциала роста эффективности за счет модернизации мощностей и развертывания производств иностранных компаний.*

<sup>22</sup> Однако, следует отметить, что наибольшие темпы роста показали сборочные производства иномарок. Причем, их развертывание просто не успевает за ростом спроса, так что приобретения иномарок российской сборки приходится ждать от нескольких месяцев до полугода и даже более. Темпы автомобилизации достигли такого уровня, что даже импорт иномарок, увеличившийся в прошлом году на треть, не успевает покрывать спрос, так что очереди образуются уже и на приобретение относительно недорогих импортных автомобилей.

На этом фоне результат, продемонстрированный ОАО "АВТОВАЗ" следует характеризовать как неудачу. Несмотря на 6%-ный рост производства, продажи компании снизились на 2.8%, соответственно, выросли запасы. Основная проблема – неуклонное удорожание отечественных автомобилей. В ушедшем году недорогие иномарки по цене стали сопоставимы (Kia Spectra, Hyundai Accent) или даже дешевле (Renault Logan, Chevrolet Lanos) ВАЗовской продукции.

Важность ускорения подъема в потребительском сегменте является во многом знаковым событием. С учетом дальнейшего укрепления рубля, оно свидетельствует о взятии в этих секторах «барьера конкурентоспособности» (см. раздел 1, врезку 4.2).

Представляется, что успех потребительского сектора в 2006 г. стал следствием «наложения» двух групп факторов – среднесрочного и краткосрочного характера.

С одной стороны, в последние годы сложились устойчивые благоприятные предпосылки для развития ряда производств, определяемые:

- быстрым и устойчивым расширением внутренних рынков;
- наличием конкурирующего импорта – как потенциала для импортозамещения;
- относительно малыми объемами и сроками окупаемости инвестиционных проектов.

С другой стороны, возникло несколько специфических факторов, подстегнувших в 2006 г. рост производства:

- выход на проектную мощность сборочных производств на основе инвестиций в предшествующий период (прежде всего, это относится к *автомобилестроению, производству бытовой техники, отдельным пищевым производствам*);
- формирование эффективных компаний, освоивших современные технологии работы на рынках, разработавших и начавших реализацию полноценных стратегий развития (*производство мебели, а также одежды и обуви*);
- ослабление конкуренции с импортом как результат отдельных мер экономической политики<sup>23</sup> и улучшения правоприменения на таможене;
- уменьшение доли теневого сектора в производстве, связанное с повышением эффективности работы «вбелую» по мере развития компаний.

Единственным исключением из «правила роста» в потребительском сегменте стало производство *бытовой электроники*, главным образом, телевизоров, сократившееся на 30%. Непосредственная причина спада в 2006 г. имеет конъюнктурный характер – пожар на заводе компании "Вестел" в г. Александрове в конце 2005 г.<sup>24</sup>

<sup>23</sup> Не последнюю роль, очевидно, сыграло уменьшение челночного импорта – как результат вступления в силу изменений в Постановление Правительства РФ № 718 от 29.11.03. В соответствии с ними возможности физических лиц по беспроцентному ввозу товаров уменьшились более чем в пять раз.

<sup>24</sup> Есть, однако, и фундаментальный фактор, не позволяющий рассчитывать на быстрое восстановление прежних темпов роста в данном сегменте – это ставка производителей на сборочные производства в дешевых сегментах, пределы роста которых ограничены потенциалом импортозамещения и в настоящее время практически исчерпаны.

### 4.3. Инвестиционное машиностроение: лидеры и аутсайдеры

В инвестиционном машиностроении<sup>25</sup> (включая производство комплектующих) в 2006 г. наблюдался рост, однако, достаточно слабый. Производство машин и оборудования, электрооборудования и транспортных средств в целом увеличилось на 4%.

При этом в данном сегменте в 2006 г. динамика выпуска отдельных видов производств была крайне неоднородна, что было обусловлено, главным образом, двумя причинами:

- во-первых, крайне неравномерной динамикой инвестиционного спроса по отдельным видам машин и оборудования, связанной с различными фазами инвестиционного цикла в отраслях-потребителях;<sup>26</sup>
- во-вторых, с существенно различными конкурентными позициями отечественных компаний-производителей по разным видам оборудования.

В пестрой картине инвестиционного машиностроения по динамике производства можно выделить следующие группы.

К значимым **лидерам**, где объем производства по результатам развития в 2006 г. возрос в 1.2-1.3 раза, относятся производства:

- машин и оборудования для добычи полезных ископаемых и строительства;
- машин и оборудования для изготовления и реализации<sup>27</sup> пищевых продуктов;
- грузовых автомобилей;
- электрических машин и электрооборудования;<sup>28</sup>
- кузнечно-прессового и сварочного оборудования.

В группу **средняков** – с приростом производства на 10-15% – вошли следующие виды деятельности:

- производство *подъемно-транспортного оборудования*;
- производство *полиграфического оборудования*;
- производство *машин и оборудования для сельского и лесного хозяйства*<sup>29</sup>;

<sup>25</sup> В группу инвестиционного машиностроения включены производство машин и оборудования, электрооборудования, а также транспортных средств за вычетом видов деятельности по производству потребительских товаров (легковых автомобилей, бытовой техники и радиоэлектроники и т.п.).

<sup>26</sup> Так, если многие виды пищевых производств в последние годы были практически полностью модернизированы (например, по выпуску пива и табачных изделий, соков и др.), то в черной металлургии этот процесс активно идет в настоящее время, а в электроэнергетике – лишь начинается.

<sup>27</sup> Торговое холодильное оборудование.

<sup>28</sup> Электродвигателей, генераторов и трансформаторов, электрической распределительной и регулирующей аппаратуры.

<sup>29</sup> Впрочем, по отдельным продуктам наблюдается высокая дифференциация динамики производства. Наихудшие результаты (снижение выпуска на 8%) показали производители комбайнов, где конкуренция с подержанными импортными комбайнами весьма

- производство *контрольно-измерительных приборов*,<sup>30</sup>
- производство *трубопроводной арматуры*;
- производство *железнодорожного подвижного состава*<sup>31</sup>.

К **аутсайдерам**, где объем выпуска стагнировал или снижался, относятся производства:

- *автобусов и троллейбусов*, основная причина стагнации которых – снижение спроса<sup>32</sup> параллельно высокой конкуренции с импортом (для автобусов) на региональных рынках и рынках междугородних перевозок;
- *машин и оборудования для металлургии*<sup>33</sup>;
- значительной части *нефтегазового и химического оборудования и аппаратуры*, которое никак не «отреагировало» на существенное – в 1.3 раза – наращивание инвестиций в отраслях-потребителях,<sup>34</sup>
- *подшипников*, где снижение выпуска продолжается устойчиво на протяжении последних пяти лет<sup>35</sup>.

### 4.4. Медленная, но верная нефтедобыча

В 2006 г. темп прироста добычи составил 2.0%. Это даже несколько ниже, чем в 2005 г. (2.3%) и резко контрастирует с интенсивным ростом нефтедобычи в

велика. Наилучшие – производство машин для животноводства: двукратный рост выпуска за счет бурного расширения спроса (инвестиции в птице- и свиноводство).

<sup>30</sup> Согласно данным Росстата, в целом по этому виду деятельности выпуск снизился практически на треть. Однако, анализ показывает, что такой результат обусловлен двукратным спадом выпуска исключительно одного продукта – микропроцессорных средств регулирования технологических процессов. В то же время, практически по всем другим видам продукции в данном виде деятельности наблюдался заметный рост выпуска.

<sup>31</sup> В 2006 г. выпуск остался практически на уровне предшествующего года. Одна из основных причин стагнации – стагнация заказов со стороны потребителей. Инвестиции в основной капитал на железнодорожном транспорте по итогам 2006 г. снизились на 3.4%.

В то же время, следует отметить, что динамика производства отдельных видов продукции сильно дифференцирована. Существенный рост (в 1.3 раза) зафиксирован в производстве локомотивов и пассажирских вагонов. Снижение выпуска – в производстве грузовых вагонов и транспортных средств для ремонта и технического обслуживания путей.

<sup>32</sup> По итогам 2005-2006 г. инвестиции в основной капитал в троллейбусном пассажирском транспорте остались на прежнем уровне, в автобусном – сократились практически вдвое.

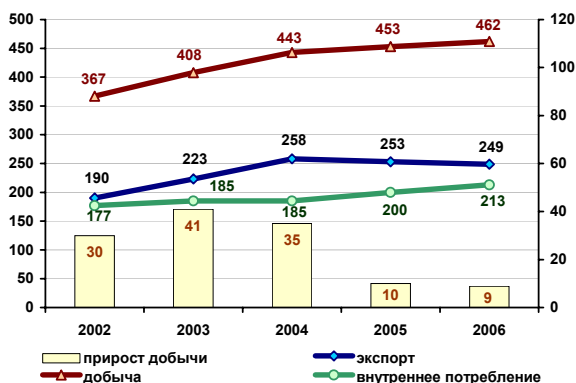
<sup>33</sup> В предшествующий период (2003-2005 гг.) инвестиционного бума в металлургии, когда инвестиции увеличивались в 1.2-1.3 раза ежегодно, производителям оборудования удавалось поддерживать рост выпуска (в среднем на 15% в год), хотя и уступая импорту. Однако, как только наращивание инвестиций в металлургии в 2006 г. резко замедлилось (5%), производство оборудования начало снижаться (-6%).

<sup>34</sup> Исключение – рост производства бурильного оборудования.

<sup>35</sup> В т.ч. в 2006 г. – на 4.4%, в 2005 г. – на 21% (!). К 2006 г. объем производства составил лишь около 60% от уровня 2000 г. Причины – в слабых конкурентных позициях отечественных компаний, уступающих место импорту, который возрос за тот же период в три раза.

2000-2004 гг., когда среднегодовой темп прироста составлял в среднем 8.5% в год (см. график 4.5).

График 4.5. Динамика добычи и экспорта нефти



Сохранение низких темпов роста добычи нефти в 2006 г. было обусловлено действием ряда факторов.

Главный из них – исчерпание возможностей быстрого относительно некапиталоемкого наращивания добычи, активно использовавшихся в период 2001-2004 гг. рядом компаний (прежде всего, ЮКОСом и "Сибнефтью").

Дополнительным фактором, дестимулирующим наращивание добычи, стало ослабление с 2005 г. привлекательности экспортных поставок вследствие специфики механизма установления экспортных пошлин<sup>36</sup>. В результате, по итогам года экспорт нефти снизился на 1.6%, в то же время, заметно увеличились объемы ставшего более привлекательным экспорта нефтепродуктов (+6.2%)<sup>37</sup>.

Кроме того, конъюнктурным фактором, повлиявшим на темпы роста добычи нефти, стали климатические условия начала в 2006 г. (холодная зима), вследствие которых, по оценке, было «потеряно» около 2 млн. тонн нефти<sup>38</sup>.

Основной вклад (почти ¾) в увеличение объемов производства внесла "Роснефть", которая нарастила добычу на 9.7% (см. график 4.6, врезку 4.3). Кроме того, заметный прирост добычи зафиксирован у "Лукойла" (3.0%) и "РуссНефти" (21.1%)<sup>39</sup>.

<sup>36</sup> Особенность действующего механизма установления экспортной пошлины – слабо положительная или даже отрицательная (в зависимости от доли экспортируемой нефти) эластичность доходов компаний от роста цены на экспортируемую нефть свыше 25 долл. за баррель.

<sup>37</sup> При этом ускоренно рос экспорт светлых нефтепродуктов, в то время как значительная часть прироста выпуска мазута была закуплена компаниями электроэнергетики (резервное топливо).

<sup>38</sup> Только в Ханты-Мансийском автономном округе из-за сильных морозов в начале 2006 г. был остановлен ряд скважин, что привело к недобору 1.3 млн. тонн.

<sup>39</sup> "Роснефть" и "Лукойл" предприняли значительные усилия по поддержанию и наращиванию добычи за счет масштабного увеличения объемов буровых работ (в 1.3 и 1.7 раза соответственно).

#### Врезка 4.3. Перераспределение активов и показатели добычи компаний

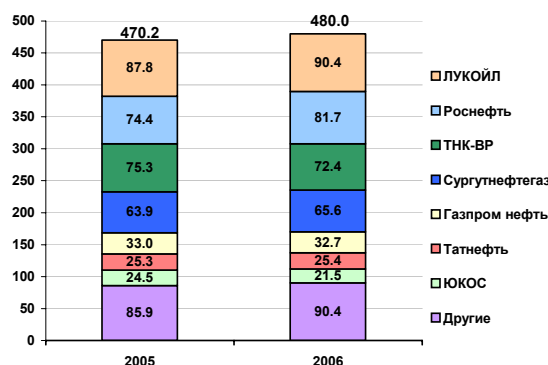
В 2006 г. на показатели добычи отдельных компаний отчасти влияло перераспределение добывающих активов.

Так, в состав "Роснефти" вошло ОАО "Удмурд-нефть", активы которого были приобретены в августе 2006 г. Хотя даже без учета этого события, прирост добычи Роснефти наиболее внушителен, и, по оценке, составляет около 7%<sup>40</sup>. Для "РуссНефти" же значительное увеличение объемов добычи в заметной степени определялось приобретением в конце 2005 г. ОАО "Саратовнефтегаз".

Продажа "Удмурднефти" и "Саратовнефтегаза" соответственно привела к формальному снижению объемов нефтедобычи на 4% их прежним владельцем – ТНК-ВР. Без учета данного фактора, уровень добычи ТНК-ВР сохранился на уровне 2005 г.

ЮКОС – единственная компания, у которой зафиксировано существенное – и при этом не связанное с изменением структуры активов – сокращение добычи. Ее объем составил лишь 87.8% к уровню 2005 г.<sup>41</sup>

График 4.6. Динамика добычи нефти по компаниям (включая газовый конденсат, млн.т)



Важной тенденцией в нефтяном секторе стало существенное усиление инвестиционной активности. В 2006 г. объем капитальных вложений в нефтедобычу увеличился в 1.4 раза. Большинство компаний существенно нарастило масштабы буровых работ. В целом, объем пробуренных разведочных скважин по сравнению с предшествующим годом увеличился на 9%, в т.ч. эксплуатационных – на 25% (по результатам 10 месяцев 2006 г.).

<sup>40</sup> Основной вклад в увеличение объемов добычи происходило за счет ввода в эксплуатацию новых скважин в ООО «РН-Юганскнефтегаз», «РН-Северная нефть», «РН-Сахалинморнефтегаз» и «РН-Краснодарнефтегаз», а также увеличения нефтедобычи по проекту «Сахалин-1».

<sup>41</sup> ЮКОС в 2006 г. был признан банкротом. Его общая задолженность, установленная арбитражным судом, составляет более \$25 млрд. Распродажа активов ЮКОСа ожидается в начале 2007 г. Примечательно, что в этих условиях компании удалось нормализовать объем буровых работ. Если в 2005 г. они были практически свернуты, то в 2006 г. они почти вернулись на «среднеотраслевой» уровень (на единицу добычи).

## 5. Тенденции развития крупного бизнеса

Основные тенденции в развитии крупного российского бизнеса остались неизменными по сравнению с 2005 г. К числу этих тенденций относятся:

- усиление роли государства и государственных компаний в экономике;
- активное взаимодействие с внешним миром, становящееся все более равноправным;
- продолжение процессов структурирования и концентрации российского бизнеса в соответствии с технологической и отраслевой логикой развития;
- ускорение процесса ухода поколения «отцов-основателей» из своих бизнесов, или, по крайней мере – их отстранение от активного управления им;
- начало дезинтеграции некоторых «старых» ведущих интегрированных бизнес-групп.

### 5.1. Роль государства и госкомпаний

Прошлый год был третьим или даже четвертым годом активного и последовательного усиления их роли в экономике. Постепенно расширяется круг отраслей, которые государство считает необходимым контролировать в силу их стратегического характера или по каким-либо другим причинам. В ряде случаев государство действует непосредственно, но чаще – руками контролируемых им крупнейших компаний, среди которых особенно выделяются «Газпром», «Роснефть» и ФГУП «Рособоронэкспорт». На наш взгляд, в 2006 г. эту тенденцию характеризовали следующие основные события:

- начало формирования Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК), в которую должны войти все действующие в стране авиастроительные предприятия. Нормативные документы закрепляют владение контрольным пакетом акций ОАК за федеральной властью;
- выкуп «Рособоронэкспортом» доминирующего пакета акций ВСМПО-Ависмы – крупнейшего производителя титановой продукции в мире, до этого успешно работавшего под контролем частных собственников;
- покупка Газпромом у Shell, Mitsui и Mitsubishi контрольного пакета акций Sakhalin Energy – оператора проекта Сахалин-2 (сумма сделки – \$7,45 млрд.);
- приобретение Газпромом 19,9% акций «Новатэка» за \$2,4 млрд., а также контрольного пакета акций «Сибнефтегаза» – оператора месторождения Береговое (последнего крупного газового месторождения «Итеры»);

- установление «Роснефтью» совместно с китайской госкомпанией Sinopec контроля над «Удмуртнефтью», ранее принадлежавшей ТНК-ВР.

### 5.2. Взаимодействие с внешним миром

В области взаимодействия с внешним миром Россия в 2006 г. оставалась привлекательной страной как для стратегических, так и для портфельных инвесторов. Одновременно российский бизнес в больших объемах приобретал активы за рубежом. При этом основным реципиентом иностранных инвестиций был не сырьевой, а третичный сектор экономики: недвижимость, банки, финансы. Популярным было также автомобилестроение, хотя здесь дело в основном ограничивалось соглашениями (в частности, с GM, Volkswagen и канадской Magna) или пилотными проектами.

Среди отдельных событий следует обратить внимание на:

- покупку западными банками Импэксбанка, Инвестсбербанка, Оргрэсбанка, а также появление солидных миноритарных иностранных акционеров у «Росбанка», «Промсвязьбанка» и «Банка Москвы»;
- покупку итальянской финансовой группой Unicredit основной части бизнеса инвестгруппы «Атон» у ее топ-менеджеров, что означает конец эпохи преобладания отечественных игроков в этом сегменте бизнеса;
- аккумулирование финским Fortum блока пакета акций ТГК-1, т.е. появление первого иностранного стратегического инвестора в отечественной электроэнергетике.

Абсолютно рутинным процессом стало для российского бизнеса крупномасштабное привлечение средств с мировых финансовых рынков в форме синдицированных кредитов, выпуска еврооблигаций или проведения IPO. В 2006 г. к этому прибегали компании самых разных размеров, относящихся к различным отраслям.

Из кредитов и облигаций необходимо выделить ставшие рекордными для российского частного бизнеса за всю его историю:

- размещение ТНК-ВР еврооблигаций на \$1,5 млрд.;
- получение «Русским алюминием» синдицированного кредита на \$2,6 млрд.

В экспансии отечественных компаний за рубеж ведущую роль играли, как и ранее, представители сырьевого сектора, и, прежде всего, – металлургия.

Важнейшими событиями здесь являются:

– покупка ИБГ «Евраз» американской металлургической компании Oregon Steel Mills за \$2,3 млрд. (сделка закрыта в январе 2007).

– создание СП Новолипецкого Металлургического Комбината (НЛМК) с итальянской Dufesco. Вклад НЛМК - \$805 млн. наличными, Dufesco – ряд металлургических предприятий в Европе и США.

Кроме того, многочисленные покупки с производственными целями, однако - меньших масштабов совершали представители других отраслей. Среди них::

– покупка «Системой» греческого производителя телекоммуникационного оборудования Intracom Telecom;

– Покупка Концерном «Тракторные заводы» датского производителя оборудования для лесозаготовок Silvatek;

– покупка Группой ЧТПЗ чешского завода MSA – ведущего европейского производителя трубопроводной арматуры.

### 5.3. Изменение структуры активов

Концентрация производства в соответствии с технологической и отраслевой логикой является естественным процессом в любой развивающейся экономике. В России этот процесс идет уже достаточно долго. В 2006 г. он происходил в «нестратегических» отраслях без корпоративных войн, недружественных поглощений и активного участия государства. Отметим здесь лишь три крупнейшие по масштабам события, хотя их было значительно больше и в самых различных отраслях:

– слияние алюминиевых и глиноземных активов «Русала», СУАЛа, а также международного трейдера Glencore. В результате этой сделки, которую планируется закрыть в первой половине 2007 г., появится самая большая в мире алюминиевая компания;

– покупка Концерном «Тракторные заводы» компании «Агромашхолдинг» и возникновение на этой основе в отрасли тракторного и сельскохозяйственного машиностроения бесспорного лидера с объемом производства более \$1 млрд. в год;

– объединение продуктовых розничных сетей «Пятерочка» и «Перекресток» в единую компанию X5 Retail Group с годовым оборотом около \$2,5 млрд.

Среди наиболее значимых примеров, демонстрирующих тенденцию ухода «отцов-основателей» из своих бизнесов, можно считать следующие:

– полная продажа основателями Торговой сети «Копейка» - А.Самоновым, С.Ломакиным и А.Хачатряном - своего бизнеса Финансовой корпорации «Уралсиб»

– выход одного из двух основных совладельцев «Стальной группы Мечел» – В.Йориха – из состава ее акционеров. Часть проданного пакета приобрели портфельные инвесторы, а часть – второй совладелец «Мечела» И.Зюзин, сконцентрировавший таким образом более 70% всех акций «Мечела»;

– превращение контролирующих собственников и одновременно основных менеджеров торговой сети «Пятерочка» в пассивных акционеров (с пакетом значительно менее контрольного) в объединенной компании X5 Retail Group;

– уход всех «отцов-основателей» АФК «Система» с исполнительных должностей во всех ее структурах на посты председателей либо членов советов директоров

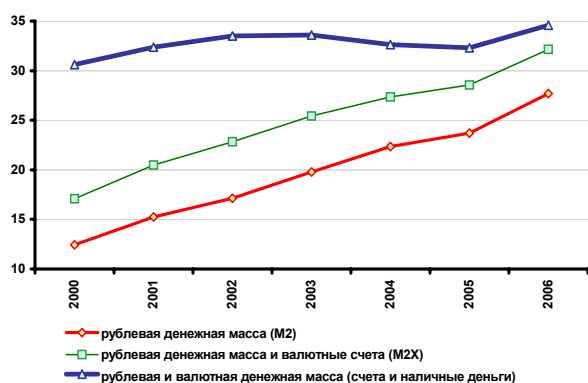
Начало дезинтеграции старых ИБГ в 2006 г. подтверждается лишь одним очевидным примером. Это фактический распад Группы МДМ, в результате которого МДМ-банк достался С.Попову, Минерально-химическая компания «ЕвроХим» - А.Мельниченко, «Трубная металлургическая компания» – Д.Пумпянскому. В совместной собственности А.Мельниченко, С.Попова и В.Рашевского осталась лишь «Сибирская угольно-энергетическая компания» (СУЭК), однако, уже объявлено о планах создания на ее базе совместного предприятия с «Газпромом».

В то же время уже в январе-феврале 2007 г. появились еще два весьма убедительных подтверждения отмеченной тенденции. Во-первых, анонсировано начало раздела активов ИБГ «Интеррос» между ее совладельцами – В.Потаниным и М.Прохоровым. Во-вторых, появилось сообщение, что генеральный директор «Северсталь-Авто» В.Швецов полностью выкупает акции компании у основного собственника ИБГ «Северсталь-групп» А.Мордашова.

## 6. Денежно-кредитная сфера

Главная тенденция 2006 г. в денежно-кредитной сфере – резкое ускорение роста монетизации экономики. Это формирует хорошую основу для дальнейшего укрепления внутреннего финансового сектора, и следовательно, механизмов трансформации национальных сбережений в инвестиции. Важно также, что более интенсивное насыщение экономики деньгами не привело к повышению уровня монетарной инфляции (см. раздел 1).

График 6.1. Отношение денежной массы к ВВП, (в среднем за год, %)



В отличие от предшествующих лет, в 2006 г. был зафиксирован мощный и слаженный рост всех денежных агрегатов (см. график 6.1). Отношение широкой денежной массы, включающей все виды денежных средств, к ВВП повысилось с 32.3% в 2005 г. до 34.6% – в 2006 г.<sup>42</sup>, т.е. на 2.3 проц. пункта. Для сравнения: за предшествующие два года оно снизилось на 1.3 проц. пункта.

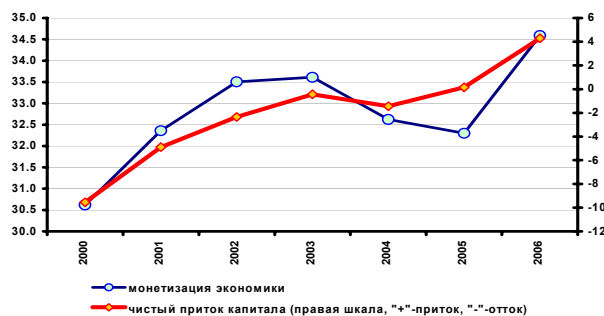
Темпы прироста широкой денежной массы составили 34.6%, рублевой денежной массы (M2) - 48.8% (2005 г. : 32.3% и 38.6% соответственно).

Ускоренный рост монетизации экономики находится в тесной связи с начавшимся масштабным чистым притоком капиталов в негосударственный сектор (см. раздел 7). Устойчивая взаимосвязь между этими показателями наблюдается на протяжении, по крайней мере, семи лет (см. график 6.2).

Такая взаимосвязь не случайна. Как известно, в функционировании российской экономики, помимо внутреннего денежного оборота, достаточно значимую роль играет замкнутая на внешний мир («оффшорная») система расчетов. Изменение и уровня монетизации экономики и чистого притока капиталов в значительной степени определяется

сдвигами в соотношении между внутренним и внешним денежным оборотом.

График 6.2. Монетизация экономики и чистый приток капиталов в негосударственный сектор, (% к ВВП)



Эти сдвиги, в свою очередь, происходят под влиянием изменения оценок частным сектором уровня инвестиционных рисков, динамики обменного курса рубля и процентных ставок, а также развития инфраструктуры финансовых рынков.

В 2006 г. все отмеченные факторы были для России благоприятными, что и стимулировало приток капитала (подробнее об этом – см. раздел 7).

Что касается конкретных механизмов повышения монетизации российской экономики, то здесь наиболее важную роль сыграли следующие.

*Механизмы повышения динамики спроса на деньги:*

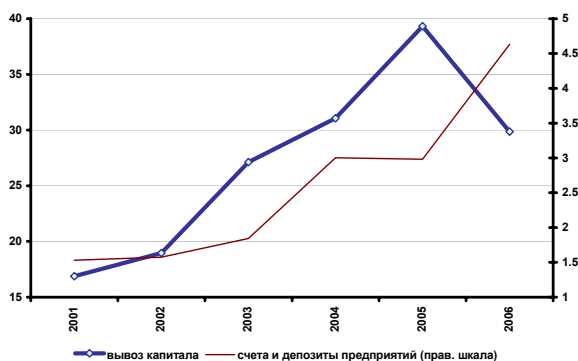
⇒ Снижение вывоза (теневого оттока) капитала → перенос части расчетов, обслуживающих инвестиции и оборот капитальных активов, из оффшоров на внутренние рынки.

Отличительной чертой прошедшего года стал перелом тенденции поступательного роста вывоза капитала, наблюдавшейся на протяжении предшествующих четырех лет.

Одновременно резко ускорилось накопление нефинансовыми компаниями средств на счетах в российских банках (см. график 6.3).

<sup>42</sup> среднегодовые показатели.

График 6.3. Вывоз капитала<sup>43</sup> и прирост средств на счетах предприятий в российских банках, (млрд. долл. и % ВВП соответственно)



⇒ Снижение чистых иностранных активов банковской системы → рост предложения кредита → снижение издержек заемщиков, связанных с привлечением кредита → спрос на дополнительные денежные остатки, обслуживающие оборот и пополняемые за счет привлечения займов.

На протяжении последних лет прослеживается достаточно четкая взаимосвязь между динамикой снижения чистых иностранных активов банков и увеличения их кредитов внутренним заемщикам. Не стал исключением и прошлый год. Чистый приток капитала, связанный с операциями банков с иностранными активами и обязательствами, увеличился более, чем вчетверо. Одновременно банковские кредиты предприятиям и населению выросли на рекордные за последние пять лет 46% за год (для сравнения: 2005 г. – 35%).

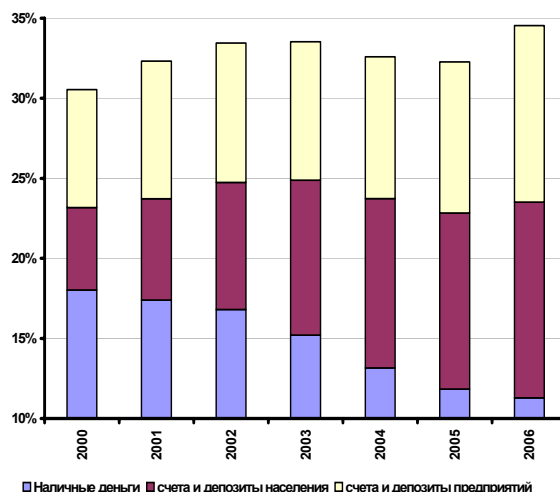
⇒ Дедолларизация активов населения → перераспределение сбережений в банковские депозиты → рост предложения кредита → повышение спроса на деньги (аналогично механизму, описанному выше).

Темп дедолларизации достиг наиболее высокого уровня за весь период наблюдений (см. раздел 7). В течение 2006 г. население «сбросило» более \$10 млрд. наличной валюты.

Одновременно продолжился процесс обезналичивания сбережений населения. В результате высвобожденные дедолларизацией средства домашних хозяйств были использованы не для накопления рублевой наличности, а для ускоренного расширения остатков на банковских депозитах (см. график 6.4).

<sup>43</sup> Вывоз капитала оценивается как сумма своевременно не полученной экспортной выручки, не поступивших товаров и услуг в счет переводов по импортным контрактам, переводов по фиктивным операциям с ценными бумагами, чистых ошибок и пропусков платежного баланса. Также в расчет вывоза капитала включена позиция «прочие активы нефинансового сектора» платежного баланса, представленного Банком России.

График 6.4. Широкая денежная масса (включая наличную и безналичную валюту) и ее элементы (в среднем за год, % к ВВП)



⇒ Приток зарубежных портфельных инвестиций → увеличение оборота рынков фондовых и капитальных активов (земля, коммерческая недвижимость) → расширение спроса на деньги для обслуживания расчетов на данных рынках.

Прошедший год ознаменовался масштабным притоком портфельных инвестиций на российский фондовый рынок (см. раздел 7). В результате годовой оборот только биржевого рынка достиг без малого \$1 трлн. (с учетом внебиржевого рынка – в несколько раз больше). По оценке, роста потребности в средствах для осуществления расчетов только на этом рынке должен был способствовать повышению спроса юридических лиц на остатки на текущих счетах на 10%.

*Механизм повышения динамики предложения денег:* расширение чистого притока капиталов → рост предложения валюты на рынке → расширение покупки «избыточного» предложения валюты Банком России с целью сгладить укрепление рубля → увеличение эмиссии, связанной с покупкой валюты Банком России → ускорение роста денежного предложения.

Важно отметить, что приток валюты по капитальным операциям оказывает неизмеримо более мощное воздействие на динамику денежного предложения, чем поступление валютных средств от внешней торговли.

Причина – связывание значительной части дополнительного притока «нефтедолларов» в Стабилизационном фонде. В случае с притоком капиталов механизмы такого связывания практически отсутствуют.

Таблица 6.1. Основные элементы платежного баланса (млрд. долл.)

	2004	2005	2006	измене- ние 2006 к 2005
<b>Счет текущих операций</b>	<b>59.0</b>	<b>83.4</b>	<b>95.1</b>	<b>11.7</b>
Торговый баланс	85.8	118.3	139.2	20.9
Баланс услуг	-13.4	-14.8	-15.9	-1.1
Баланс инвестиционных доходов органов государственного управления <sup>1</sup>	-2.2	0.5	8.4	8.0
Баланс прочих текущих операций негосударственного сектора	-11.3	-20.6	-36.6	-16.0
<b>Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами<sup>2</sup></b>	<b>-13.8</b>	<b>-21.9</b>	<b>12.4</b>	<b>34.3</b>
Сальдо по операциям сектора государственного управления <sup>1,3</sup>	-3.7	-20.3	-30.1	-9.8
Чистый приток капитала в негосударственный сектор <sup>2</sup> («-» - отток, «+» - приток)	-8.4	1.1	42.0	40.9
Сальдо прочих операций с капиталом	-1.6	-2.8	0.5	3.3
<b>Прирост международных валютных резервов</b> («-» - рост, «+» - сокращение)	<b>-45.2</b>	<b>-61.5</b>	<b>-107.5</b>	<b>-46.0</b>

<sup>1</sup> Включая Банк России

<sup>2</sup> Включая чистые ошибки и пропуски платежного баланса

<sup>3</sup> Без учета операций с резервными активами

В прошедшем году изменение сальдо по капитальным операциям негосударственного сектора обеспечило существенно больший дополнительный приток валюты на рынок, чем рост активного сальдо торгового баланса: соответственно, +\$40.9 млрд. против +\$20.9 млрд. (см. табл. 6.1).

В условиях столь масштабного притока, усилившего дисбаланс между предложением и спроса на валютном рынке, Банк России был вынужден существенно – в 1.7 раза – расширить покупки валюты в официальные резервы (см. график 6.5).

Последнее привело к соразмерному увеличению денежной эмиссии, связанной с покупкой валюты со стороны Банка России (см. табл. 6.2).

В то же время доля эмитируемых средств, которые стерилизовались в Стабилизационном фонде и на других счетах расширенного правительства, снизилась – с приблизительно 60% в 2005 г. до 50% в 2006 г.

График 6.5. Основные элементы платежного баланса (млрд. долл.)

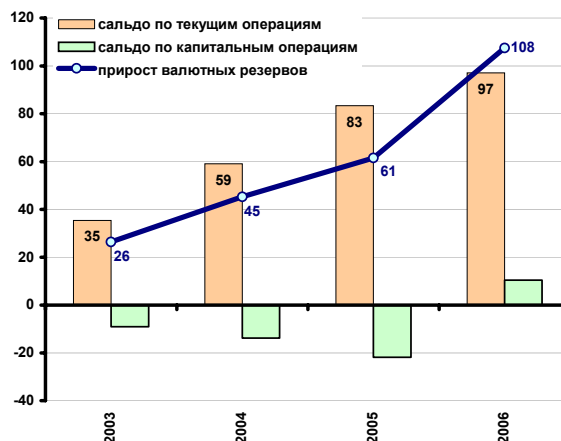
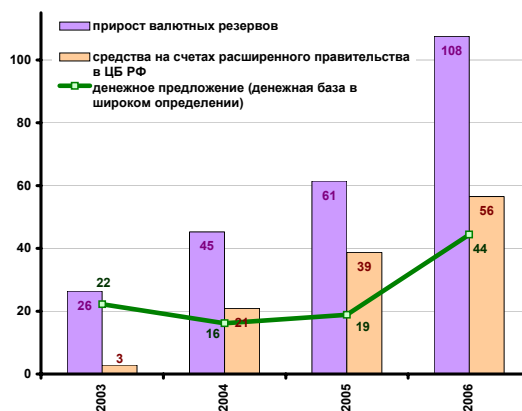


Таблица 6.2. Объем и факторы прироста денежного предложения (денежной базы в широком определении, млрд. руб.)

	2004	2005	2006
<b>Прирост денежного предложения</b>	<b>466</b>	<b>534</b>	<b>1208</b>
В том числе за счет следующих факторов:			
прироста чистых международных резервов	1327	1859	3018
изменения остатков на счетах расширенного правительства в ЦБ РФ	-602	-1096	-1535
прочих факторов	-259	-229	-275

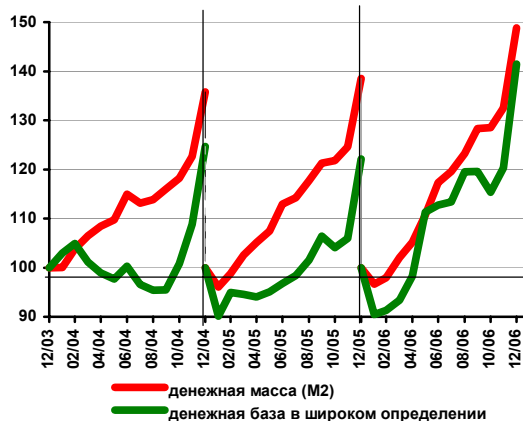
Уменьшение доли стерилизуемой эмиссии в сочетании с повышением ее масштаба привело к закономерному ускорению динамики денежного предложения (см. график 6.6). Темп прироста денежной базы в широком определении составил 41% в 2006 г. против 22-24% в 2004-2005 гг.

График 6.6. Прирост денежного предложения, валютных резервов и средств на счетах расширенного правительства (млрд. долл.)



В конечном счете, чистый приток капитала обеспечил одновременное и достаточно сбалансированное ускорение роста и спроса на деньги, и денежного предложения (см. график 6.5).

График 6.7. Денежное предложение (денежная база в широком определении) и рублевый спрос на деньги (денежная масса M2) в 2004-2006 гг., декабрь =100%



Такая сбалансированность обеспечила ряд положительных результатов.

- ⇒ Уровень монетарной инфляции, несмотря на повышение темпов роста денежных агрегатов, не увеличился.
- ⇒ Темпы роста совокупных ресурсов банковской системы заметно повысились (см. раздел 8). Это способствует укреплению механизмов финансового посредничества, обеспечивающих перераспределение сбережений в инвестиции.
- ⇒ Прекратилось ухудшение ликвидности банковской системы, наблюдавшееся в 2004-2005 гг.

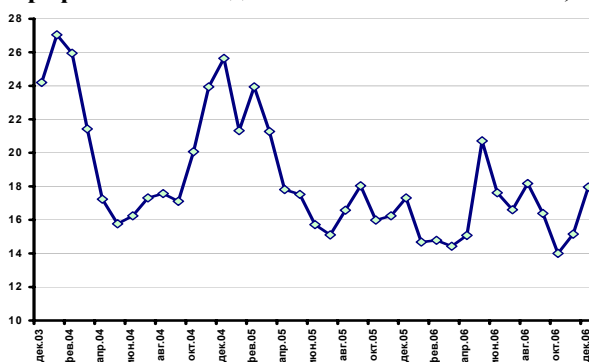
Напомним, что на протяжении предшествующих двух лет имело место устойчивое отставание динамики денежного предложения (денежной базы) от динамики спроса на деньги (денежной массы).

В результате абсолютно ликвидные активы банков<sup>44</sup>, являющиеся элементом денежной базы, росли существенно медленнее, чем средства на банковских счетах и депозитах населения и предприятий, являющиеся элементом денежной массы.

Соответственно, снижалось отношение абсолютно ликвидных активов к остаткам по счетам и депозитам, отражающее способность банков вовремя рассчитываться по своим обязательствам.

В 2006 г. это снижение прекратилось (см. график 6.8).

График 6.8. Ликвидность банковской системы<sup>1</sup>, %



<sup>1</sup> Отношение абсолютно ликвидных активов банков к их рублевым обязательствам перед клиентами и вкладчиками.

Уязвимость механизмов монетизации экономики и поддержания ликвидности банковской системы, опирающихся на приток капиталов, связана с сильной зависимостью последнего от динамики курса рубля к доллару (см. раздел 7).

Во-первых, эта динамика в значительной мере определяется нестабильной траекторией курса «евро-доллар» (см. врезку 6.1). Соответственно, скачки последнего ведут к внезапным резким изменениям потоков капиталов. Эти изменения, в свою очередь, порождают колебания ликвидности банковской системы. Отсюда данный механизм поддержания ликвидности является неустойчивым.

Во-вторых, возможность последовательного укрепления рубля без нарушения сбалансированности платежного баланса ограничена. Подобное укрепление с определенным временным лагом стимулирует рост импорта, и, соответственно, уменьшает активное внешнеторговое сальдо. В конечном счете это должно привести к тому, что избыток предложения валюты на рынке сменится ее дефицитом. В этом случае достижение сбалансированности рынка потребует ослабления рубля. Последнее вызовет «остановку» как притока капиталов, так и, соответственно, процесса монетизации экономики.

Выход состоит в усилении существующих долгосрочных, не связанных с курсовой динамикой, стимулов для притока капитала. Это, в свою очередь, требует энергичного развития инфраструктуры финансовых рынков, повышения прозрачности заемщиков и эмитентов, формирования развитых механизмов управления рисками участников рынка.

<sup>44</sup> Денежная наличность в кассах, остатки на корреспондентских счетах и депозитах банков в Банке России, облигации и другие срочные обязательства Банка России в активах банков.

### Врезка 6.1 О динамике обменного курса рубля

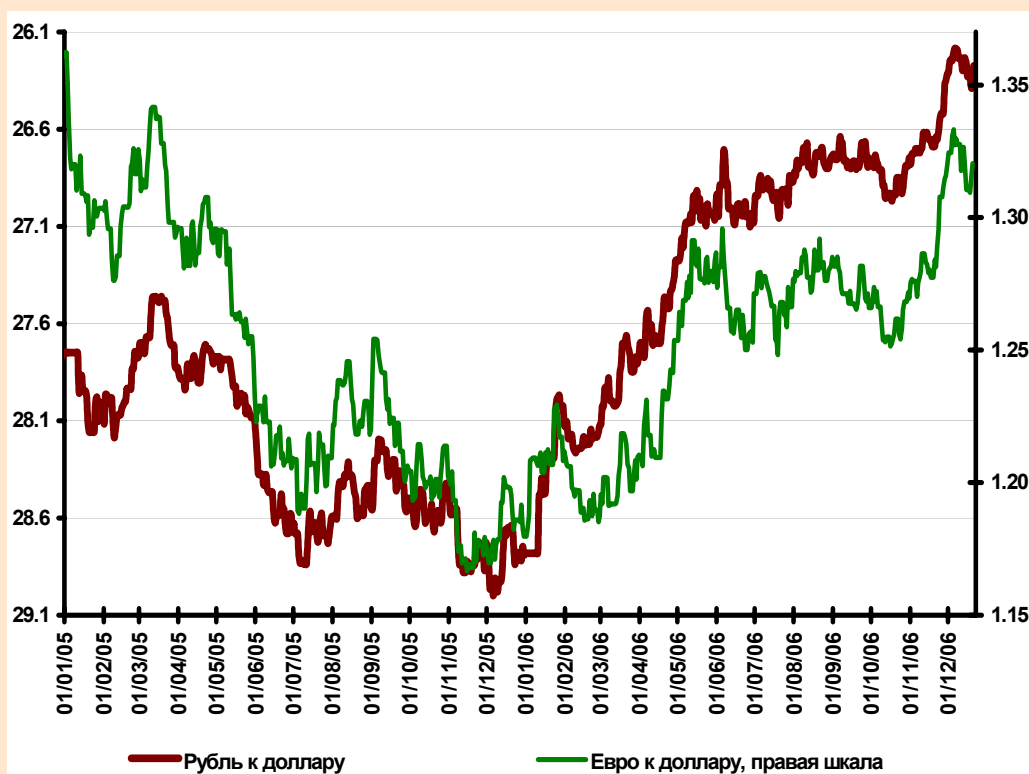
Снижение обменного курса рубля по отношению к доллару, наблюдавшееся в 2005 г., сменилось весьма интенсивным ростом. За 2006 г. этот курс повысился на 9.3%. Это наиболее высокий темп прироста за весь новейший период рыночного курсообразования в России.

Столь существенное изменение курсовой динамики обуславливалось двумя факторами:

- начавшимся на мировых рынках ослаблением доллара (см. график);
- использованием российскими монетарными властями курсовой политики в качестве инструмента сдерживания инфляции.

Закономерным следствием повышения номинального курса российской валюты стал существенный рост ее реального курса. За 2006 г. реальный эффективный курс рубля<sup>45</sup> повысился на 7.6% (декабрь к декабрю).

#### Динамика номинального обменного курса рубля и евро по отношению к доллару, руб./долл. и долл./евро соответственно



<sup>45</sup> Реальный эффективный курс рубля – курс, отражающий изменение покупательной способности российской валюты по отношению к корзине валют стран-основных торговых партнеров России. Доля той или иной валюты в корзине соответствует доле страны-эмитента во внешнеторговом обороте.

## 7. Капитальные потоки

2006 г. характеризовался кардинальным разворотом в движении трансграничных капитальных потоков и одновременно - изменением их качества. Речь идет о переходе к более «зрелой» структуре инвестиций в страну и за рубеж, свойственной для рынков, завершивших раннюю стадию интернационализации.

Чистый отток капитала 2004 г. и околонулевой баланс капитальных операций частного сектора в 2005 г. сменились бурным притоком в 2006 г. (\$42.0 млрд., см. табл. 7.1).

**Таблица 7.1. Чистый приток капитала в негосударственный сектор и его компоненты («+» - приток капитала, «-» - отток)<sup>1</sup>, млрд. долл.**

	2004	2005	2006	изменение 2006 к 2005
Чистый приток капитала	-8.4	1.1	42.0	40.9
в том числе:				
наличная валюта	1.8	1.1	10.6	9.5
вывоз капитала	-31.1	-39.3	-29.9	9.5
прямые и портфельные инвестиции нефинансовых компаний за рубеж	-14.3	-17.9	-20.9	-3.0
прямые иностранные инвестиции в нефинансовые компании	14.8	20.6	31.0	10.4
портфельные иностранные инвестиции в нефинансовые компании	0.8	3.1	16.2	13.1
ссуды и займы, проч. привл. нефинансовыми компаниями средства	16.2	27.7	9.9	-17.8
изменение чистых иностранных активов банков (активы – обязательства)	3.5	5.9	25.1	19.2

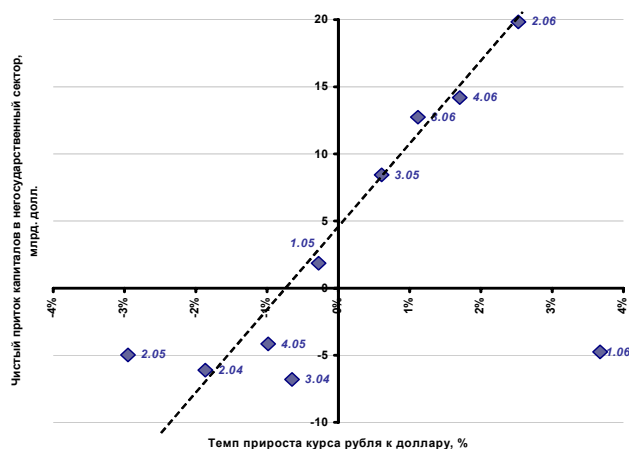
<sup>1</sup>Здесь и далее в тексте и графиках элиминировано искажающее влияние фактора приобретения ОАО «Газпром» пакета акций НК «Сибнефть» у компании Millhouse Capital на статистику прямых иностранных инвестиций (ПИИ), иностранных ссуд и займов, прямых и портфельных инвестиций нефинансовых компаний за рубеж в 2005 г. Здесь и далее данные об объемах ПИИ включают в себя в качестве элемента данные об объеме реинвестированных иностранными собственниками доходов.

За этим притоком стоят как долгосрочные, так и краткосрочные (конъюнктурные) инвестиционные стимулы. Последние пока еще играют более существенную роль.

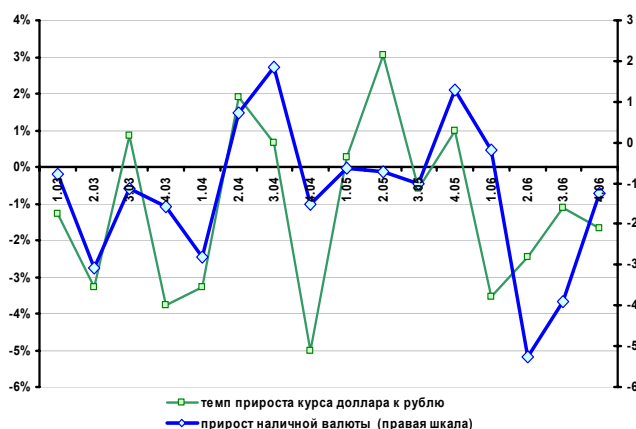
Так, на протяжении последних лет наблюдается сильное воздействие на капитальные потоки изменения курса рубля к доллару (см. график 7.1). Эта зависимость сохранялась и в прошлом году. Поскольку рост курса «рубль-доллар» в 2006 г. был наиболее сильным за все годы реформ, то нет ничего удивительного в существенном расширении притока капитала.

К числу наиболее чутко реагирующих на изменение курса видов капитальных потоков относятся операции населения с наличной валютой и изменение чистых иностранных активов банков (см. графики 7.2 и 7.3). В сумме обе эти компоненты обеспечили увеличение притока на \$28.7 млрд. (более 2/3 прироста).

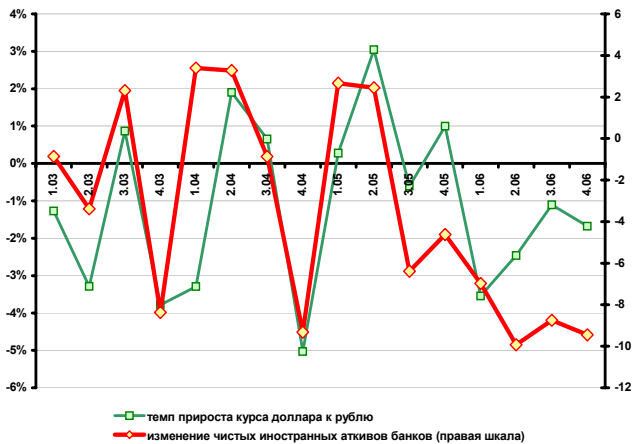
**График 7.1. Взаимосвязь между динамикой курса и чистым притоком капитала (поквартально, % и млрд. долл. соответственно)**



**График 7.2. Взаимосвязь между динамикой обменного курса и вложениями в наличную валюту (% и млрд. долл. соответственно)**



**График 7.3. Взаимосвязь между динамикой обменного курса и изменением чистых иностранных активов банков (% и млрд. долл. соответственно)**



Однако, безусловно, причины изменений в капитальных операциях не могут быть сведены лишь к динамике обменного курса.

Значимую роль играет повышение привлекательности российских активов вследствие стабильности макроэкономического и финансового положения страны, улучшения оценок как перспектив рынков, так и фундаментальной стоимости российских компаний, а также «нарабатывания» их позитивной кредитной истории. Следует отметить также облегчение доступа инвесторов к вложениям в некоторые базовые ресурсные и энергетические активы (либерализация рынка акций ОАО «Газпром» и начавшаяся реформа электроэнергетики)<sup>46</sup>.

Индикаторами усиления привлекательности российских активов для инвестиций служат:

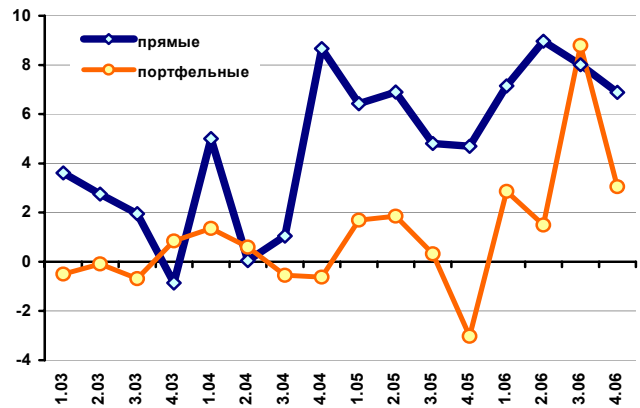
- ⇒ очередной цикл повышения суверенных кредитных рейтингов России, сигнализирующий о переоценке рисков участниками глобальных рынков (Standard and Poors, по долгосрочным обязательствам в валюте – с BVB- до BVB в декабре 2005 г. и до BVB+ в сентябре 2006 г.);
- ⇒ заметный рост индекса предпринимательских ожиданий, отражающий оценку инвестиционных перспектив отечественным бизнесом (см. раздел 1).

Изменение долгосрочной инвестиционной привлекательности влияет, прежде всего, на прямые и портфельные инвестиции из-за рубежа, долгосрочные ссуды и займы банкам, вывоз капитала. Дан-

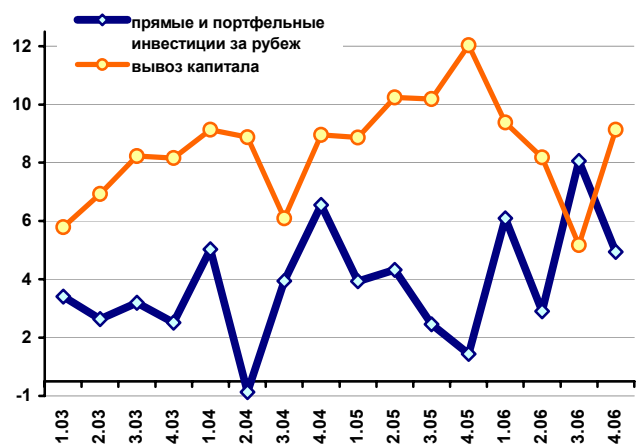
<sup>46</sup>В числе факторов, стимулировавших приток капиталов, нередко также называют либерализацию валютного законодательства в середине 2006 г. (отмена краткосрочного резервирования части вложений в отдельные виды активов на беспроцентных счетах и др.). Такое утверждение представляется сомнительным. Полученные инвесторами в результате такой либерализации выгоды (устранение косвенных издержек, связанных с резервированием) слишком малы, чтобы оказать серьезное стимулирующее воздействие.

ные виды капитальных потоков, в основном, достаточно слабо реагируют на укрепление рубля. Но при этом они демонстрируют выраженную позитивную динамику (см. графики 7.4-7.6).

**График 7.4. Привлечение прямых и портфельных иностранных инвестиций нефинансовыми компаниями (поквартально, млрд. долл.)**



**График 7.5. Вывоз капитала<sup>1</sup>, прямые и портфельные инвестиции нефинансовых компаний за рубеж (поквартально, млрд. долл.)**



<sup>1</sup>см. сноску на стр. 2

**График 7.6. Привлечение зарубежных ссуд и займов (поквартально, млрд. долл.)**



Важно, что усиление долгосрочной инвестиционной привлекательности не только стимулирует приток капиталов, но и ведет к качественным сдвигам в их структуре. В результате, она постепенно приближается к структуре более «зрелых» развивающихся рынков.

⇒ Идет устойчивое нарастание прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в нефинансовые компании, замещающих привлечение ими средств в форме ссуд и займов (см. график 7.7).

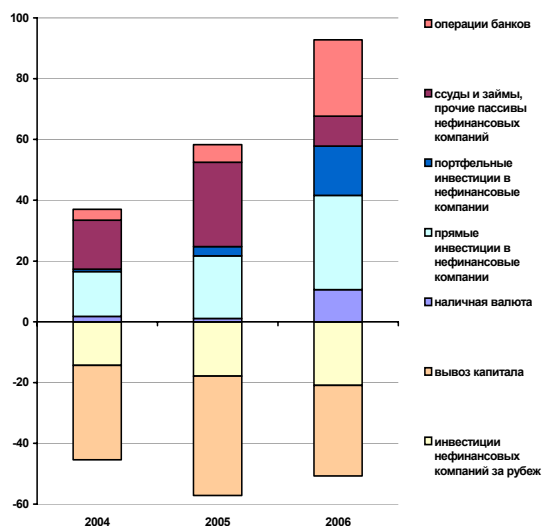
Объем ПИИ увеличился почти в полтора раза. Их величина, с учетом реинвестированных доходов, составила 3.2% ВВП, что приблизительно соответствует средней «норме» стран с развивающимися рынками (3% ВВП).

В то же время объем чистого привлечения нефинансовыми компаниями долгового капитала снизился почти вдвое.

Вытеснение прямыми инвестициями долгового финансирования, безусловно, является позитивным моментом. Оно означает сдвиг от относительно нестабильных источников финансирования, потенциально создающих для компаний риски платежеспособности, к более стабильным. Это – что, быть может, еще более важно – также и переход к притоку финансовых ресурсов, сопряженному с трансфертом технологий и навыков.

Правда, ПИИ довольно слабо диверсифицированы – значительная их часть по-прежнему направлена в топливно-добывающий сектор (см. график 7.8). Помимо этого сектора, высокие темпы роста привлечения ПИИ демонстрируют лесная и деревообрабатывающая промышленность, строительство, сектор операций с недвижимостью, транспорт и связь, производство транспортных средств.

**График 7.7. Объем и структура капиталных потоков негосударственного сектора (млрд. долл.)**



⇒ Начался активный приток зарубежных портфельных инвестиций на фондовый рынок.

Их объем достиг \$16.2 млрд., увеличившись по сравнению с предшествующим годом в пять раз. На рынок пришли средства крупных глобальных консервативных инвесторов: после серий повышений рейтингов последних лет около 95% из них получили возможность размещать активы в российские ценные бумаги.

Это привело к бурному росту капитализации и ликвидности рынка, а также повышению интереса к рынку со стороны массовых российских инвесторов (рост ПИФов, НПФ и др.).

В результате сложились предпосылки для превращения фондового рынка в значимый источник финансирования компаний (см. врезку 7.1).

⇒ Риски вложений в российский банковский сектор более не воспринимаются как чрезмерные, что открыло дорогу интенсивному привлечению банками заемных ресурсов (преимущественно – «длинных»).

Российский банковский сектор, традиционно несколько отстающий в своем позиционировании на международных рынках, наконец вступил в стадию активного привлечения долгового капитала, ранее уже пройденную нефинансовым сектором. Объем привлечения ссуд и займов превысил \$45 млрд. (в 2.6 раза больше, чем в 2005 г.).

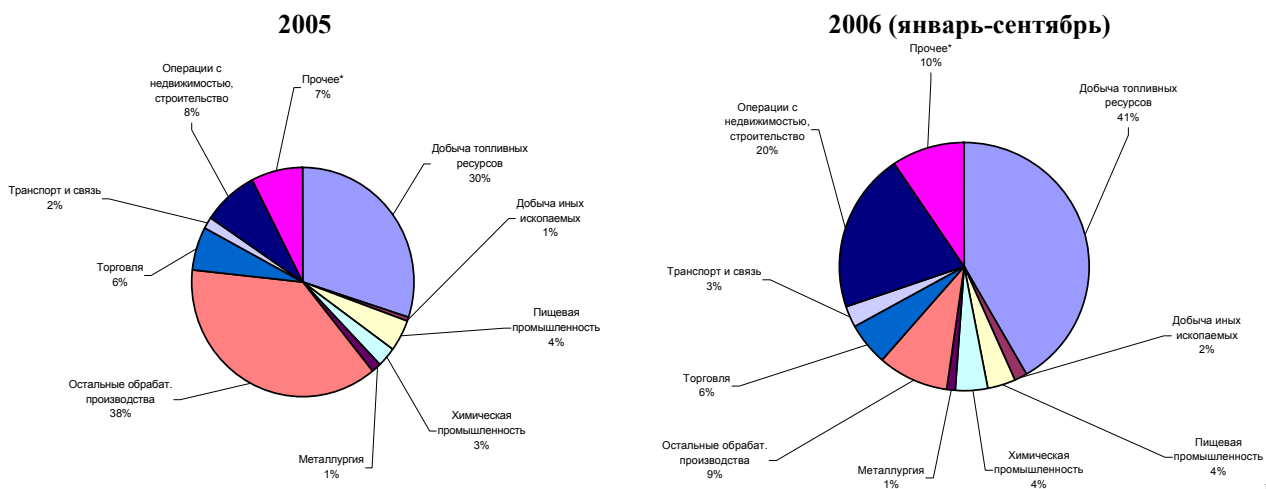
Развивается тенденция расширения прямых и портфельных инвестиций в российский финансовый сектор (приобретение иностранными инвесторами «Импексбанка», «Инвестсбербанка», «Атона», крупных пакетов акций «Росбанка», «Промсвязьбанка» и др.). Эта тенденция, несомненно, получит мощное продолжение в текущем году.

⇒ Резко снизились «теневые» вложения компаний в зарубежные активы (вывоз капитала) – на четверть к уровню 2005 г.

Частично (но не полностью) они стали замещаться открытыми прямыми и портфельными инвестициями компаний за рубеж (см. табл. 7.1).

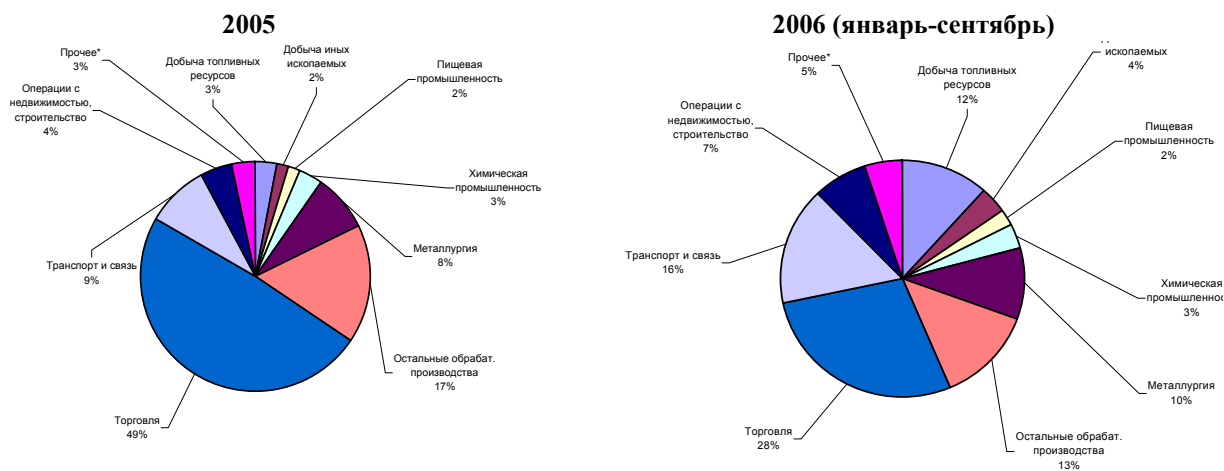
Последнее является отражением усиливающейся транснационализации бизнеса ведущих российских корпораций (подробнее об этом – см. раздел 5).

**График 7.8. Отраслевая структура прямых иностранных инвестиций<sup>1</sup> (%)**



<sup>1</sup> Прочее – производство и распределение электроэнергии, газа и воды, финансовая деятельность (без банков), образование, здравоохранение, предоставление коммунальных, социальных и прочих персональных услуг

**График 7.9. Отраслевая структура зарубежных ссуд и займов<sup>1</sup> (%)**



<sup>1</sup> См. сноску к графику 7.8.

### Врезка 7.1 О развитии фондового рынка в 2006 г.

Основной результат прошедшего года - российский фондовый рынок перестал быть «игрушечным», то есть малозначимым как для компаний, с точки зрения привлечения средств, так и для глобальных инвесторов с точки зрения размещения ресурсов.

Другой важный результат – ближе к концу года наметились «отвязывание» динамики рынка от цен на нефть и формирование новых локомотивов роста вне топливного сектора.

По итогам 2006 г. капитализация рынка вплотную приблизилась к \$1 трлн.

Индекс РТС вырос на 62% (по ценам закрытия). При этом за год радикально изменилось представление об уровне справедливых цен. Если в конце 2005 г. аналитики спорили о справедливом уровне индекса РТС в районе 1000-1200 пунктов, то в конце 2006 г. цель 2100 перестала восприниматься как нереалистичная.

16 компаний провели первичное публичное размещение акций, из них 11 - на российских рынках. Проведение IPO обеспечило компаниям привлечение \$16.7 млрд. В их числе выделяется рекордное для России IPO, проведенное «Роснефтью» в середине лета, на сумму \$10.4 млрд. (пятое по масштабам IPO в мире). Кроме того, из тех, кто провел в 2006 г. IPO следует отметить Угольную компанию «Распадская», «Северсталь», Группу ЧТПЗ («Челябинский трубопрокатный завод»), Русскую сахарную компанию «Разгуляйукросс», «Группу Черкизово», телекомпанию «СТС-Медиа», «Систему-Галс» и «Комстар-ОТС».

При этом, далеко не все IPO можно считать успешными. Так, вряд ли удачным можно назвать размещение акции групп «Разгуляй» и «Черкизово», а также «Северстали», после которого цены на них существенно упали.

Именно этот опыт привел к тому, что многие компании решили перенести свои IPO на следующий год. Во многом, благодаря данному обстоятельству 2007 г. обещает стать «годом IPO» (собираются провести более 100 компаний).

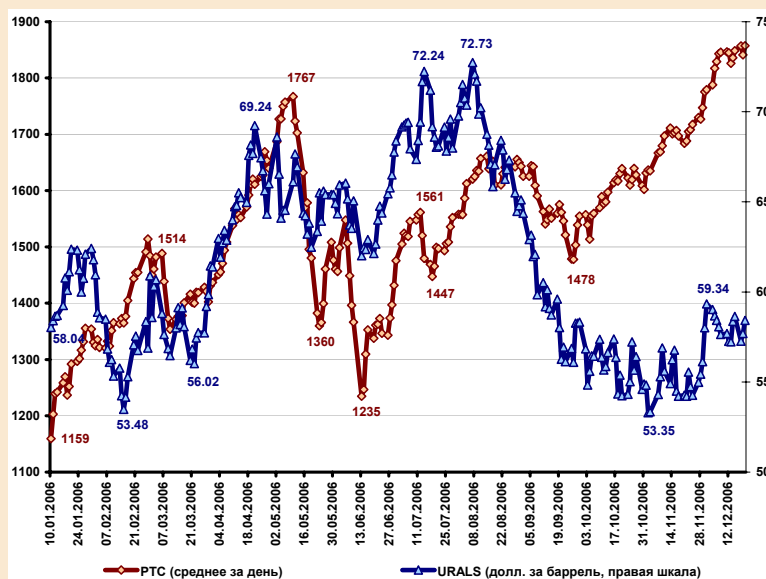
В первой половине года интенсивный рост российского рынка (59% от открытия в первый день торгов до пика 10.05.2006) был в основном связан с повышением цен на нефть. Закономерно, что ключевую роль в этом движении рынка играли нефтяные компании и «Газпром».

Однако в середине года мощный рост сменился столь же мощной коррекцией (см. график). Ее причиной стали риски повышения учетной ставки ФРС США, негативно повлиявшие на все мировые фондовые рынки.

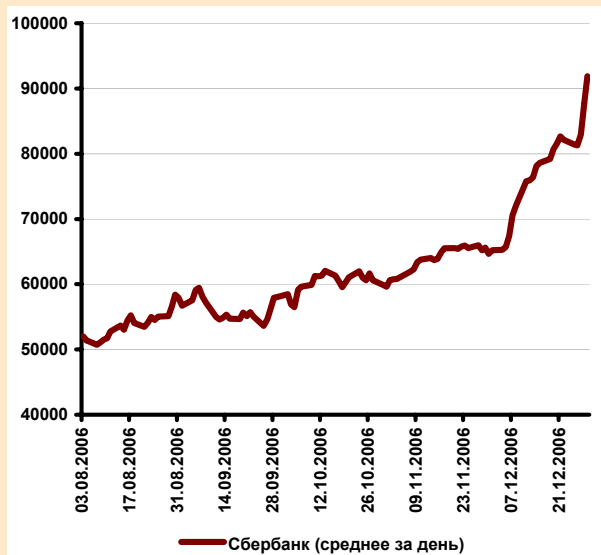
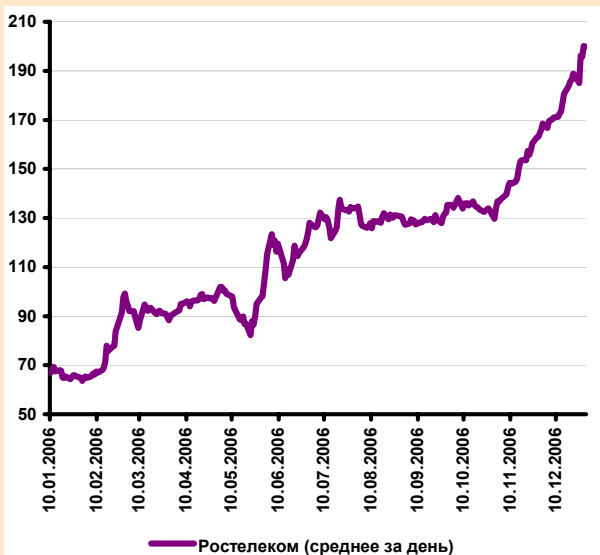
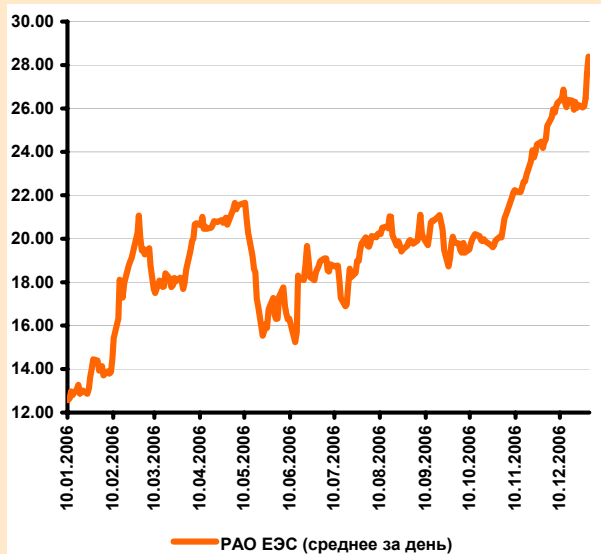
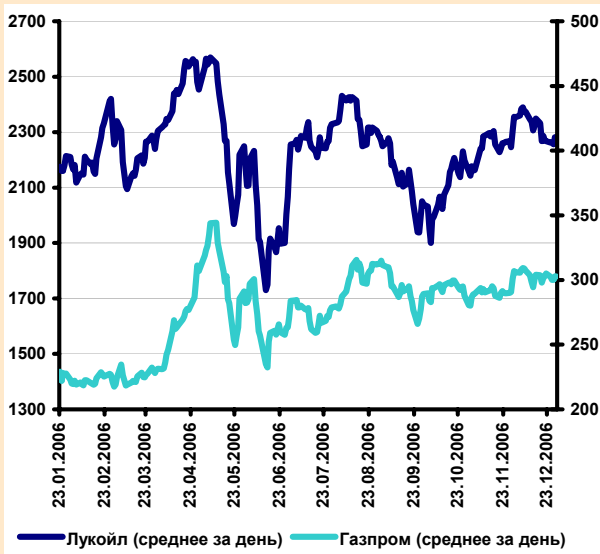
Во второй половине года рост рынка продолжился, и в ходе «новогоднего ралли», рынок показал новый исторический максимум (1928 пунктов индекса РТС). Важным моментом является то, что рост происходил в условиях падающих цен на нефть.

В ходе этого ралли основными двигателями рынка стали компании металлургического, электроэнергетического, телекоммуникационного и финансового (Сбербанк) секторов.

Индекс РТС и цены на нефть Urals (спот)



Динамика цен акций отдельных компаний



## 8. Банковская система

Прошедший год оказался исключительно благоприятным для развития российского банковского сектора:

- резко ускорился приток ресурсов в банковскую систему;
- приостановилось повышение уровня системных рисков, наблюдавшееся в предшествующие два года;
- начавшееся «возвращение» на внутренние рынки корпоративного спроса на кредит создало благоприятные возможности для размещения банками средств.

Произошедшие изменения способствуют повышению роли банковского сектора, как канала трансформации сбережений в инвестиции. Это, в частности, подтверждается возросшим вкладом кредитов банков в финансирование капитальных вложений – с 6.5% в 2005 г. до 9.3% в 2006 г. (январь-сентябрь).

Одновременно эти сдвиги усиливают привлекательность самого российского банковского сектора, как потенциального объекта инвестиций.

Последнее, в частности, будет способствовать изменению модели экспансии зарубежных финансовых институтов – от модели вытеснения национальных институтов (предоставление российским потребителям трансграничных финансовых услуг) к модели частичного поглощения (выход на потребителей через дочерний финансовый бизнес в России)<sup>47</sup>.

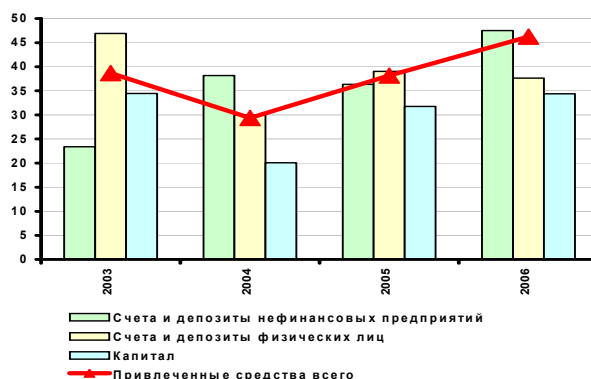
Динамика расширения объема банковских ресурсов (пассивов) существенно возросла, превысив даже достаточно сильные показатели 2005 г. (см. график 8.1). Темп прироста привлеченных средств банков составил 46% (для сравнения: 2005 г. – 38%).

Главными факторами столь интенсивной динамики стали:

- ⇒ активизация привлечения банками средств за рубежом (двукратное увеличение объема иностранных пассивов за 2006 г., против роста «только» в 1.66 раза в 2005 г.);
- ⇒ усиление притока средств на банковские счета предприятий (рост в 1.5 раза), связанное как с уменьшением вывоза капитала, так и с увеличением экспортной выручки.

Дополнительным фактором высокой динамики привлеченных средств банков стало продолжение интенсивного притока сбережений населения (см. табл. 8.1).

График 8.1. Динамика пассивов банковской системы (темпы прироста, %)



Закономерным результатом повышения темпов расширения объема банковских ресурсов явилось ускорение роста их активов – с 36% в 2005 г. до 44% в 2006 г.

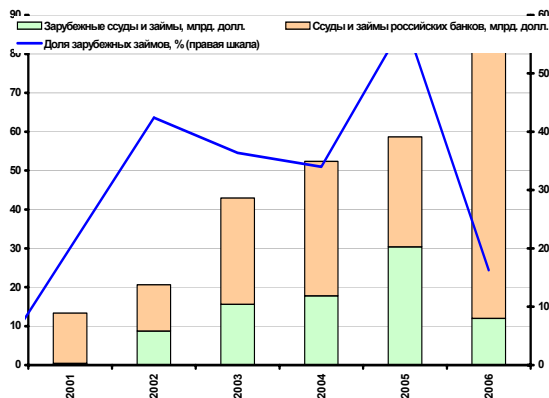
Ускорение роста банковских активов происходило в условиях корректировки финансовых стратегий как самих банков, так и компаний-заемщиков.

- ⇒ Наметился более осторожный подход банков к размещению средств в кредиты физическим лицам. Это связано с быстрым ростом просроченной задолженности по таким кредитам в предшествующие годы.
- ⇒ Спрос на заемные средства со стороны секторов, в значительной мере ориентированных на привлечение ресурсов за рубежом (топливный сектор, торговля), стал проявлять признаки насыщения<sup>48</sup>. В то же время, активизировался спрос со стороны компаний, имеющих ограниченный выход на внешние заемные рынки (энергетика, аграрный сектор, операции с недвижимостью и др.). Это привело к сдвигу спроса корпоративного сектора на кредит от внешних рынков к внутренним (см. график 8.2).
- ⇒ Масштабная корректировка фондового рынка в середине 2006 г., завершившая предшествующий ей период беспрецедентного роста (см. раздел 7) привела к переоценке банками рисков вложений на данном рынке.

<sup>47</sup> Безусловно, такой смене модели способствует и достигнутая в рамках переговоров по вступлению в ВТО договоренность о сохранении на российском рынке ограничений на предоставление иностранными банками финансовых услуг через свои филиалы.

<sup>48</sup> Отчасти это было связано с переориентацией на другие каналы привлечения капиталов из-за рубежа (см. раздел 7).

**График 8.2. Прирост ссуд и займов, привлеченных нефинансовыми предприятиями в России и за рубежом<sup>1</sup>**

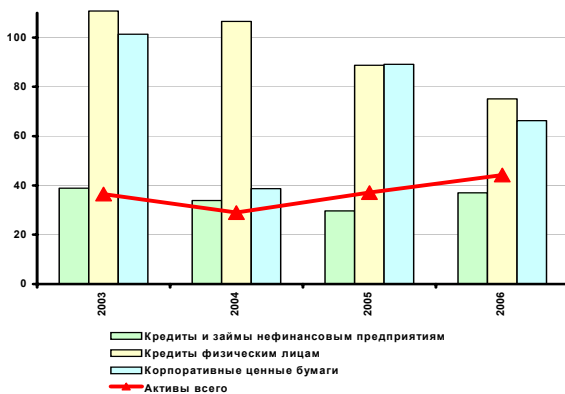


<sup>1</sup> 2005-2006 гг. — без учета изменения задолженности по кредиту консорциума иностранных банков ОАО «Газпром», предоставленного для финансирования сделки по приобретению пакета акций НК «Сибнефть».

В сумме отмеченные факторы привели к тому, что динамика наиболее интенсивно растущих в последние годы направлений размещения средств — кредитов физическим лицам и вложений в корпоративные ценные бумаги — стала более умеренной (см. график 8.3). Темпы их прироста составили всего лишь 75% и 66% соответственно (против 91% и 92% в 2005 г.).

В то же время наметился «ренессанс» такого основного для банков направления размещения, как кредиты предприятиям (2006 г.: +37% против +28% в 2005 г.).

**График 8.3. Динамика активов банковской системы (темпы прироста, %)**



Масштабный приток капиталов в сочетании с корректировкой стратегий размещения банками средств привел к временному прекращению роста основных системных рисков банковского сектора — рисков ликвидности и кредитных рисков.

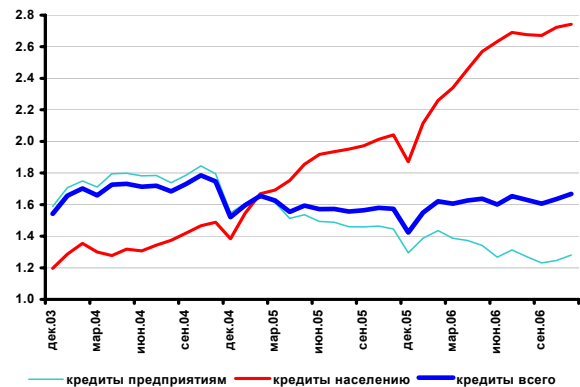
Впервые за последние два года произошла стабилизация показателей отношения ликвидных активов банков к их обязательствам перед клиентами и вкладчиками (подробнее об этом — см. раздел 6).

Доля просроченной задолженности в кредитах населению, отражающая уровень кредитных рис-

ков в данном сегменте, у же с середины прошлого года прекратила свой рост (см. график 8.4).

Это было связано со снижением агрессивности наращивания наиболее рискованных видов розничного банковского кредитования (экспресс-кредиты). При этом наметалась переориентация банков в сторону менее рискованных видов розничных операций (автокредитование, ипотека).

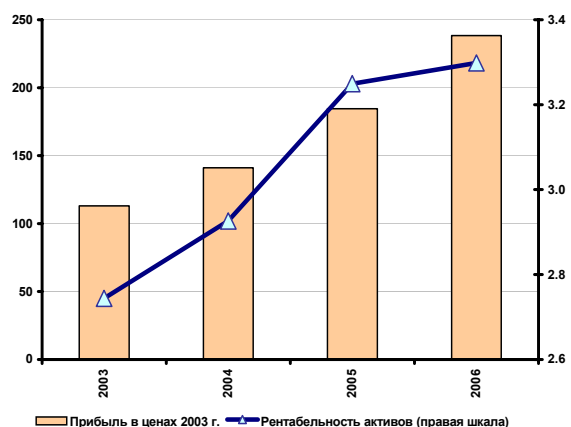
**График 2.8.4. Доля просроченной задолженности в выданных банками кредитах (%)**



Расширение базы дешевых ресурсов банков (средства на счетах компаний, внешние займы) в сочетании с интенсивной динамикой высокодоходных активов обеспечили повышение прибыльности банковского бизнеса (см. график 8.5). Рентабельность активов достигла уровня 3.2% годовых, что является наиболее высоким показателем за последние десять лет.

Значительная доходность бизнеса в сочетании с динамично растущими локальными (внутренними) рынками финансовых услуг обуславливают повышение инвестиционной привлекательности российских банков. Это создает основу для ускорения роста их капитализации, прежде всего, за счет ресурсов зарубежных инвесторов (как стратегических, так и портфельных).

**График 8.5. Объем прибыли<sup>1</sup> и рентабельность активов банковской системы**



<sup>1</sup> Дефлировано среднегодовым индексом потребительских цен

Таблица 8.1. Основные элементы баланса банковской системы

	2004	2005	2006	первый квартал 2006	второй квартал 2006	третий квартал 2006	четвертый квартал 2006
<b>остатки на конец периода, млрд. руб.</b>							
<b>Активы всего<sup>1</sup></b>	<b>7015</b>	<b>9583</b>	<b>13821</b>	<b>10220</b>	<b>11271</b>	<b>12194</b>	<b>13821</b>
<b>Элементы активов</b>							
Абсолютно ликвидные рублевые активы	719	735	1115	612	856	878	1115
Требования к нефинансовым предприятиям (кредиты и векселя)	3240	4175	5724	4385	4790	5183	5724
Кредиты физическим лицам	619	1179	2065	1289	1522	1798	2065
Государственные ценные бумаги	515	580	638	611	626	644	638
Ценные бумаги нефинансовых предприятий (кроме векселей)	248	476	792	614	712	726	792
<i>Иностранные активы, млрд. долл.</i>	19.6	29.9	51.6	39.1	38.9	40.7	51.6
<b>Элементы пассивов</b>							
Средства, привлеченные на внутреннем рынке, всего (без межбанковских) <sup>2</sup>	4655.1	6220.3	8764	6548	7260	7811	8764
средства на счетах и депозитах предприятий	1614.6	2234.3	3301	2351	2682	2864	3301
средства на счетах населения	2025.8	2812.8	3872	2957	3193	3408	3872
<i>Иностранные пассивы, млрд. долл.</i>	25.6	42.4	84.8	47.9	57.0	66.1	84.8
Собственный капитал <sup>3</sup>	965.7	1249.9	1680	1364	1421	1504	1680
<b>Чистые иностранные активы, млрд. долл.</b>	<b>-6.0</b>	<b>-12.6</b>	<b>-33.1</b>	<b>-8.8</b>	<b>-18.1</b>	<b>-25.3</b>	<b>-33.1</b>
<b>Чистый кредит сектору нефинансовых предприятий<sup>4</sup>, млрд. долл.</b>	<b>38.9</b>	<b>46.5</b>	<b>60.1</b>	<b>50.9</b>	<b>54.0</b>	<b>58.5</b>	<b>60.1</b>
<b>темпы прироста, %</b>							
<b>Активы всего<sup>1</sup></b>	<b>29.0</b>	<b>36.6</b>	<b>44.2</b>	<b>6.6</b>	<b>10.3</b>	<b>8.2</b>	<b>13.3</b>
<b>Элементы активов</b>							
Абсолютно ликвидные рублевые активы	43.8	2.2	51.8	-16.7	40.0	2.5	27.1
Требования к нефинансовым предприятиям (кредиты и векселя)	33.9	28.9	37.1	5.0	9.2	8.2	10.4
Кредиты физическим лицам	106.3	90.6	75.1	9.3	18.1	18.1	14.9
Государственные ценные бумаги	4.0	12.7	9.9	5.3	2.5	2.9	-0.9
Ценные бумаги нефинансовых предприятий (кроме векселей)	86.6	92.0	66.3	28.9	16.0	2.0	9.0
<i>Иностранные активы, в долл. эквиваленте</i>	25.4	52.6	72.9	30.8	-0.3	4.6	26.7
<b>Элементы пассивов</b>							
Средства, привлеченные на внутреннем рынке, всего (без межбанковских) <sup>2</sup>	31.5	33.6	40.9	5.3	10.9	7.6	12.2
средства на счетах и депозитах предприятий	38.1	38.4	47.7	5.2	14.1	6.8	15.2
средства на счетах населения	30.0	38.8	37.6	5.1	8.0	6.7	13.6
<i>Иностранные пассивы, в долл. эквиваленте</i>	29.2	65.8	99.9	12.9	19.1	15.8	28.3
Собственный капитал <sup>3</sup>	19.2	29.4	34.4	9.1	4.1	5.9	11.7
<b>Рентабельность активов, %</b>							
Отношение прибыли к средним за период активам (в годовом выражении)	2.9	3.2	3.3	3.9	3.1	3.2	3.0

<sup>1</sup> Активы - исключены межфилиальные обороты и счета, увеличивающие показатель величины баланса банковской системы в результате двойного учета средств.

<sup>2</sup> Средства, привлеченные на счета, депозиты, а так же в долговые обязательства банков от предприятий, населения, органов государственного управления.

<sup>3</sup> Методика расчета собственного капитала отличается от методики Банка России.

<sup>4</sup> Требования к нефинансовым предприятиям, включая вложения в акции и облигации за вычетом средств на счетах нефинансовых предприятий и другой задолженности банков перед предприятиями.

## Приложение

**Таблица 1. Динамика основных макроэкономических индикаторов**

	2006 г.			
	первый квартал	второй квартал	третий квартал	четвертый квартал
<b>Индексы инфляции:</b>				
среднемесячный индекс потребительских цен	101.6	100.4	100.3	100.6
среднемесячный индекс цен производителей промышленной продукции	101.9	101.1	101.8	98.6
<b>Производство промышленности</b>				
к соответствующему периоду предшествующего года	103.0	106.0	103.8	103.0
в среднем за месяц к предшествующему месяцу (сезонность устранена) <sup>1</sup>	99.9	100.7	100.5	100.6
<b>Оборот розничной торговли</b>				
к соответствующему периоду предшествующего года	110.6	112.3	114.2	114.5
в среднем за месяц к предшествующему месяцу (сезонность устранена)	101.3	101.2	101.0	101.2
<b>Инвестиции в основной капитал</b>				
к соответствующему периоду предшествующего года	105.9	114.1	112.9	116.8
в среднем за месяц к предшествующему месяцу (сезонность устранена)	102.4	101.2	101.0	101.7
<b>Реальные располагаемые доходы населения</b>				
к соответствующему периоду предшествующего года	106.8	113.2	111.4	109.3
в среднем за месяц к предшествующему периоду (сезонность устранена)	101.2	101.3	100.3	101.2
<b>Экспорт (стоимостные объемы)</b>				
к соответствующему периоду предшествующего года	134.2	128.6	123.4	116.8
в среднем за месяц к предшествующему периоду (сезонность устранена)	102.0	102.9	100.2	101.8
<b>Импорт (стоимостные объемы)</b>				
к соответствующему периоду предшествующего года	123.1	129.8	132.0	135.7
в среднем за месяц к предшествующему периоду (сезонность устранена)	102.7	106.1	100.6	102.0

<sup>1</sup> показатель рассчитывался на основе отраслевых индексов, взятых с весами отраслевых объемов производства за предшествующий месяц в текущих ценах

Таблица 2. Индикаторы инфляции и денежной сферы в 2006 г.

на конец периода

	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь
<b>Индекс потребительских цен, %</b>	102.4	101.7	100.8	100.4	100.5	100.3	100.7	100.2	100.1	100.3	100.6	100.8
<b>Индекс цен производителей промышленной продукции, %</b>	100.5	103.3	102.1	100.6	101.8	100.8	101.7	102.2	101.4	97.2	97.5	101.0
<b>Денежная база в широком определении, млрд. руб.<sup>1</sup></b>	2636	2661	2721	2864	3243	3286	3305	3482	3484	3361	3506	4122
в % к предыдущему периоду	90	100.9	102.3	105.2	113.2	101.3	100.6	105.4	100.1	96.5	104.3	117.5
<b>Денежная масса (M2), млрд. руб.</b>	5843	5920	6170	6360	6693	7092	7231	7449	7758	7770	8014	8996
в % к предыдущему периоду	96.6	101.3	104.2	103.1	105.2	106.0	102.0	103.0	104.1	100.2	103.1	112.2
<b>Обменный курс доллара к рублю (руб./долл.)</b>	28.41	28.20	27.88	27.57	27.06	26.98	26.92	26.77	26.74	26.86	26.63	26.29
в % к предыдущему периоду	98.6	99.2	98.9	98.9	98.1	99.7	99.7	99.4	99.9	100.4	99.1	98.7
<b>Реальный эффективный курс рубля, в % к предыдущему периоду</b>	102.3	102.2	101.5	100.0	99.3	101.4	100.7	99.9	100.2	100.0	99.7	99.8
<b>Просроченная кредиторская задолженность, млрд. руб.</b>	912	907	904	918	935	936	924	968	975	894	893	н.д.
в % к предыдущему периоду	95.4	99.4	99.7	101.6	101.8	100.1	98.7	104.8	100.7	91.8	99.8	н.д.
<b>Просроченная задолженность предприятий и организаций по заработной плате, млрд. руб.<sup>2</sup></b>	6.77	7.19	6.35	5.67	5.49	5.10	4.95	4.55	4.83	5.39	5.29	3.91
в % к предыдущему периоду	121.8	106.2	88.3	89.3	96.9	92.8	97.1	92.0	106.0	111.6	98.2	74.0

<sup>1</sup> включает в себя наличные деньги, средства на корреспондентских счетах, в фонде обязательных резервов, на срочных депозитах банков в ЦБ РФ, а так же обязательства ЦБ РФ по обратному выкупу ценных бумаг.

<sup>2</sup> отношение денежной базы (в рублях) к официальным золотовалютным резервам (в долларах)

<sup>3</sup> без задолженности из-за недофинансирования из бюджетов всех уровней

**Таблица 3. Использование располагаемых денежных доходов населения<sup>1</sup>**

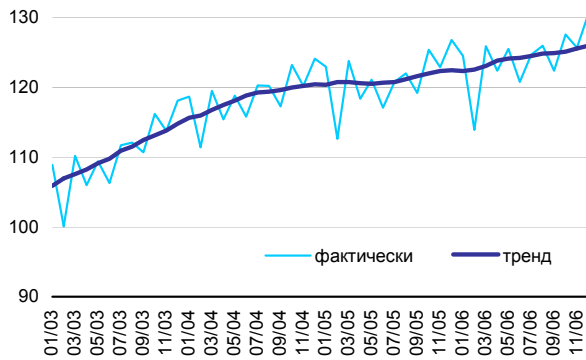
	2005 г.					2006 г.				
	первый квартал	второй квартал	третий квартал	четвертый квартал	год	первый квартал	второй квартал	третий квартал	четвертый квартал	год
<b>млрд. руб.</b>										
<b>Ресурсы</b>										
располагаемые денежные доходы <sup>2</sup>	2557.5	3000.2	3112.8	3744.3	12414.8	3021.9	3708.8	3788.0	4422.2	14940.9
<b>Использование</b>										
потребительские расходы	2056.5	2305.5	2476.3	2784.2	9622.5	2520.4	2827.4	3060.0	3418.8	11826.6
прирост активов	501.0	694.8	636.5	960.1	2792.3	501.5	881.4	728.0	1003.4	3114.3
в том числе										
- прирост рублевых вкладов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах физических лиц-предпринимателей и др.	364.4	337.6	323.0	388.3	1413.3	364.7	405.6	311.0	486.1	1567.5
- покупка валюты	212.5	264.8	315.0	381.9	1174.2	259.2	293.6	314.7	368.5	1236.0
- прирост наличных денег на руках у населения	-75.9	92.3	-1.5	189.9	204.7	-122.4	182.2	102.3	148.8	310.9
<b>в % к располагаемым денежным доходам</b>										
потребительские расходы	80.4	76.8	79.6	74.4	77.5	83.4	76.2	80.8	77.3	79.2
прирост активов	19.6	23.2	20.4	25.6	22.5	16.6	23.8	19.2	22.7	20.8
в том числе										
- прирост рублевых вкладов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах физических лиц-предпринимателей и др.	14.2	11.3	10.4	10.3	11.4	12.1	11.0	8.2	11.0	10.5
- покупка валюты	8.4	8.8	10.0	10.2	9.5	8.6	7.9	8.3	8.3	8.2
- прирост наличных денег на руках у населения	-3.0	3.1	0.0	5.1	1.6	-4.1	4.9	2.7	3.4	2.1

<sup>1</sup> в методологии Федеральной службы государственной статистики

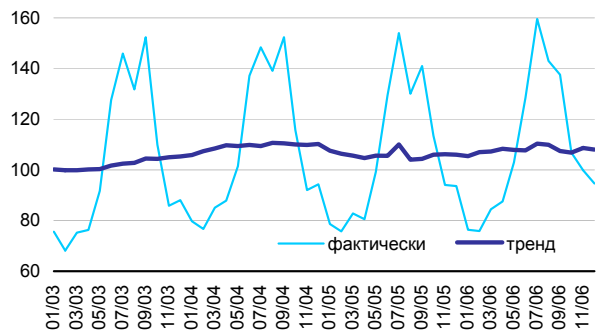
<sup>2</sup> денежные доходы за вычетом налогов и обязательных платежей

**Графики 1. Динамика промышленного производства по отраслям  
(средний уровень 2002 г = 100)**

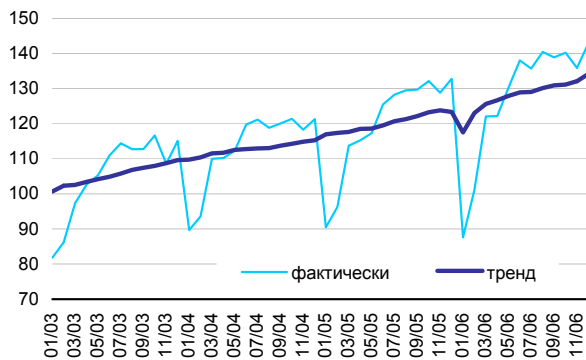
**Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых**



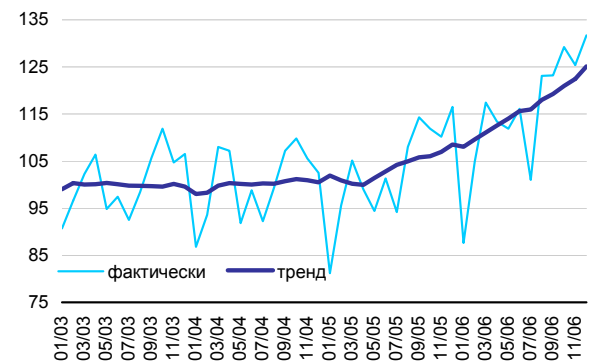
**Добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических**



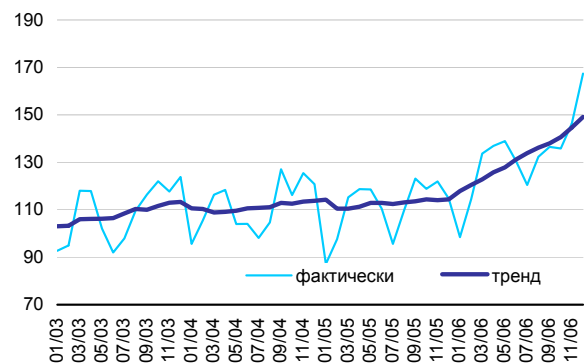
**Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака**



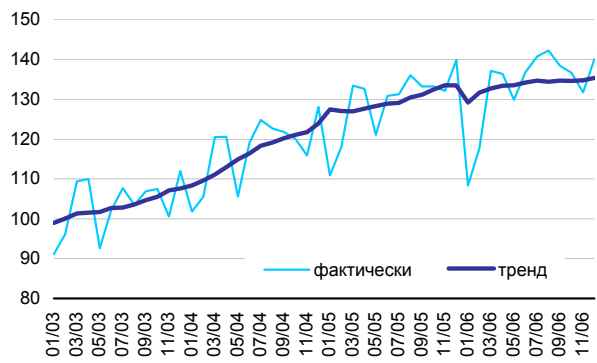
**Текстильное и швейное производство**



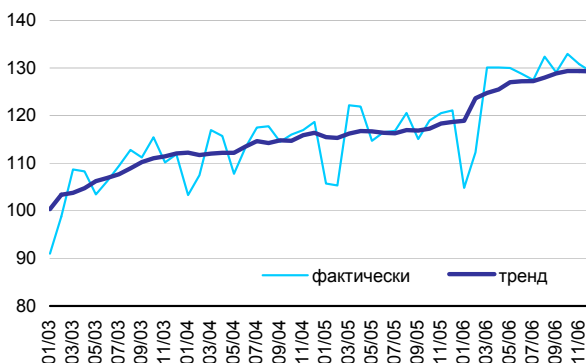
**Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви**



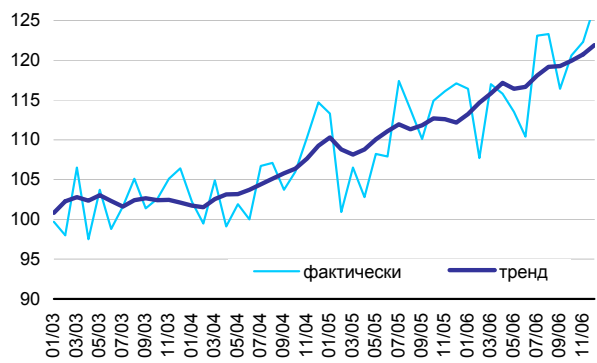
**Обработка древесины и производство изделий из дерева**



**Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность**

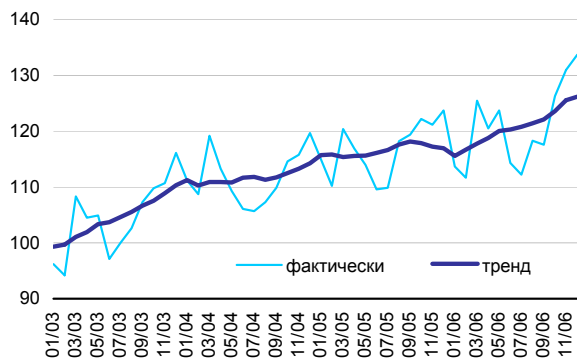


**Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов**

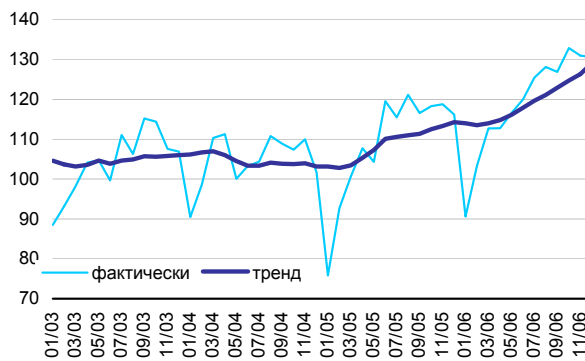


**Графики 1 (продолжение). Динамика промышленного производства по отраслям (средний уровень 2002 г = 100)**

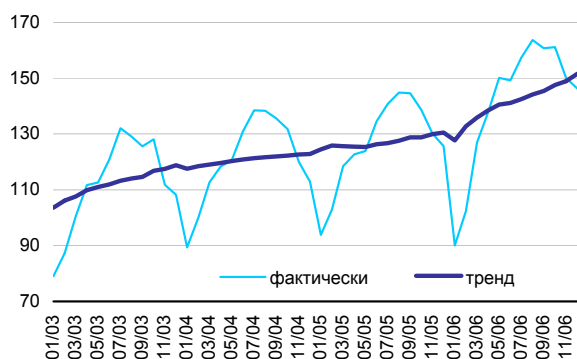
**Химическое производство**



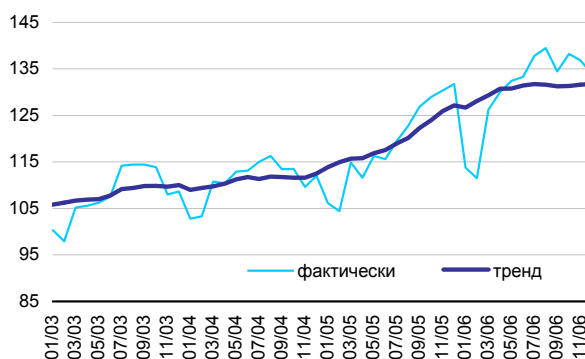
**Производство резиновых и пластмассовых изделий**



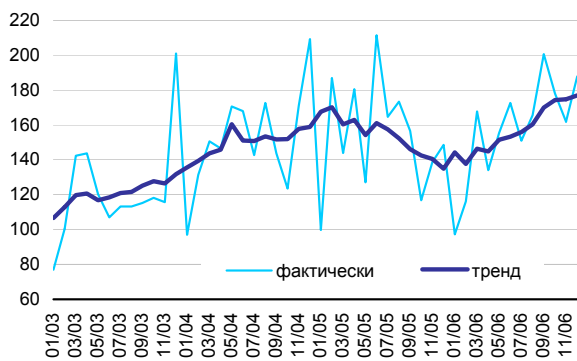
**Производство прочих неметаллических минеральных продуктов**



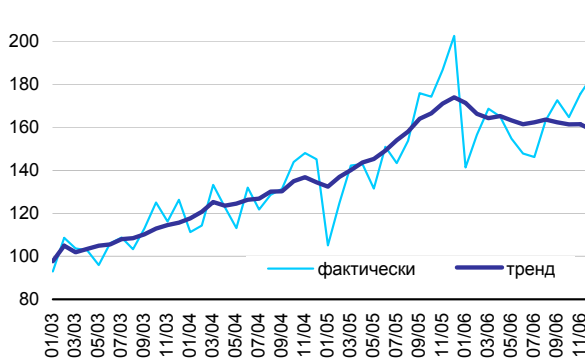
**Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий**



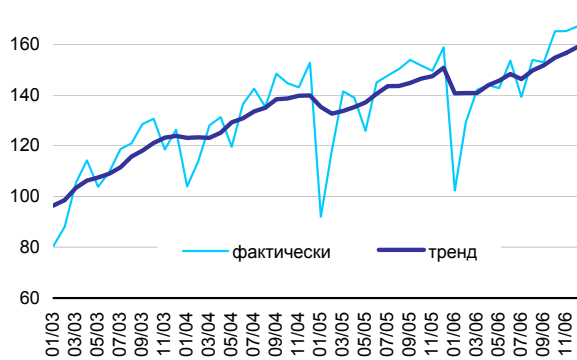
**Производство машин и оборудования**



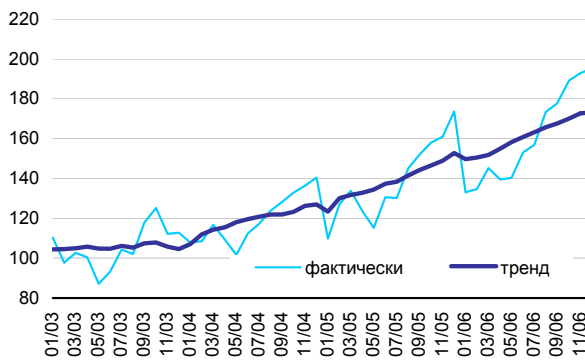
**Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования**



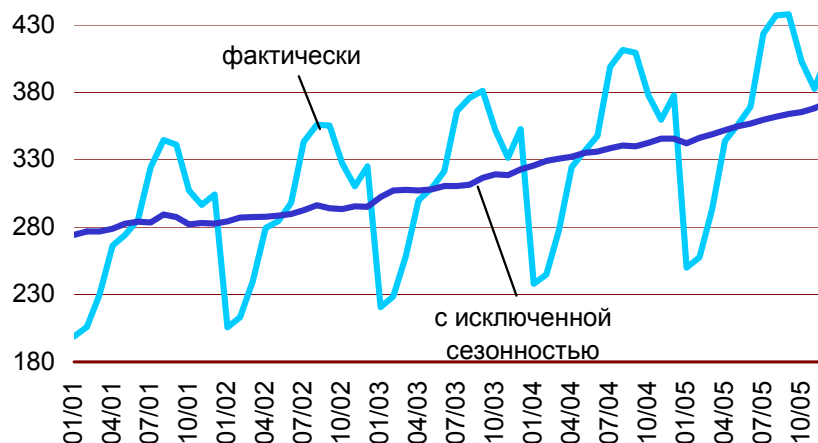
**Производство транспортных средств и оборудования**



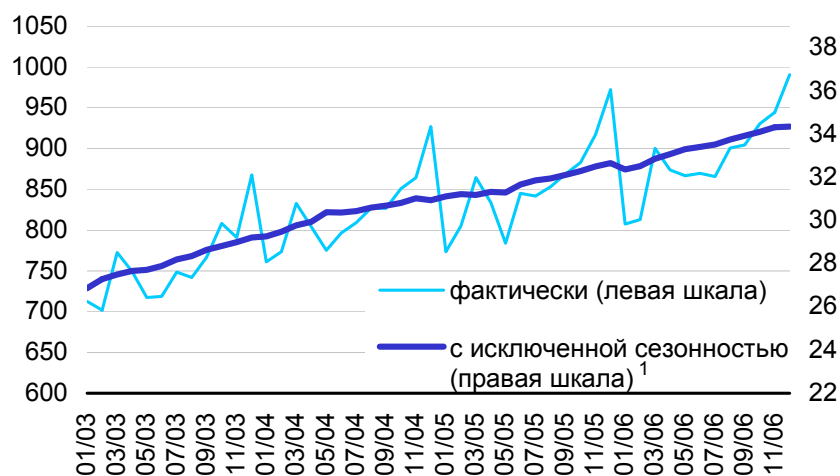
**Прочие производства**



**График 2. Валовой внутренний продукт  
(в сопоставимых ценах 2003 г.)**

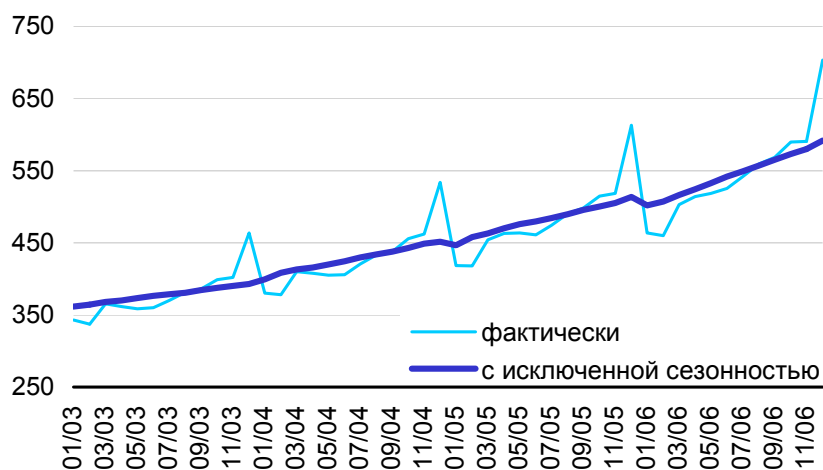


**График 3. Производство промышленной продукции  
(в сопоставимых ценах 2003 г.)**

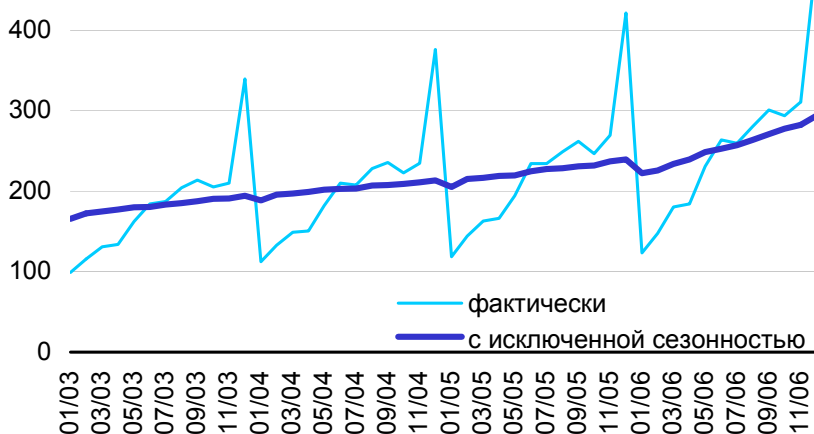


<sup>1</sup> среднесуточный выпуск промышленной продукции с исключением сезонных колебаний, правая шкала

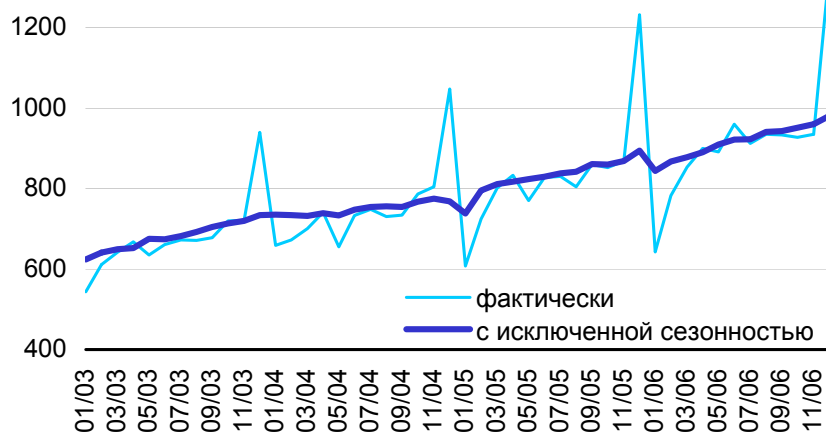
**График 4. Оборот розничной торговли  
(в сопоставимых 2003 г.)**



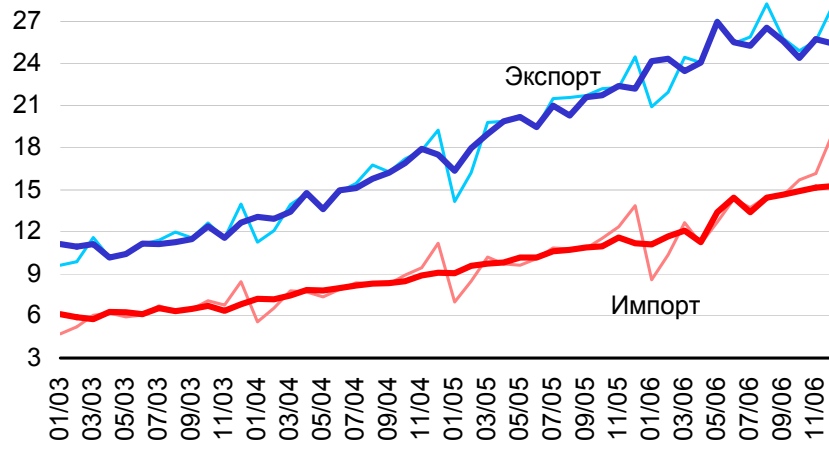
**График 5. Инвестиции в основной капитал  
(в сопоставимых ценах 2003 г.)**



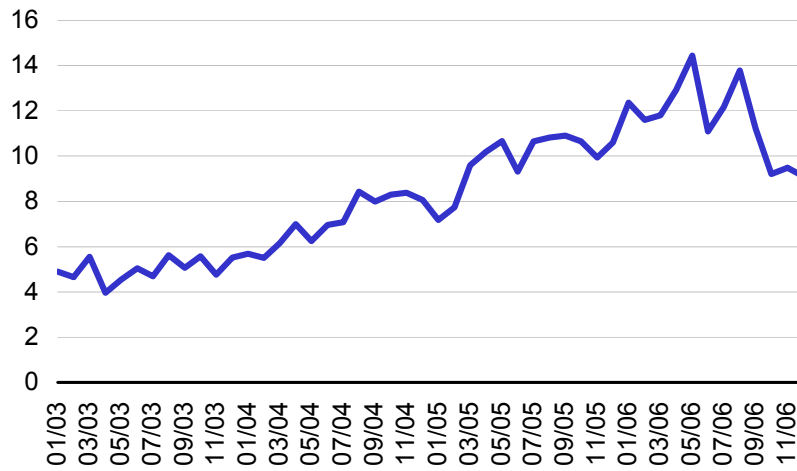
**График 6. Реальные доходы населения  
(в сопоставимых ценах 2003 г.)**



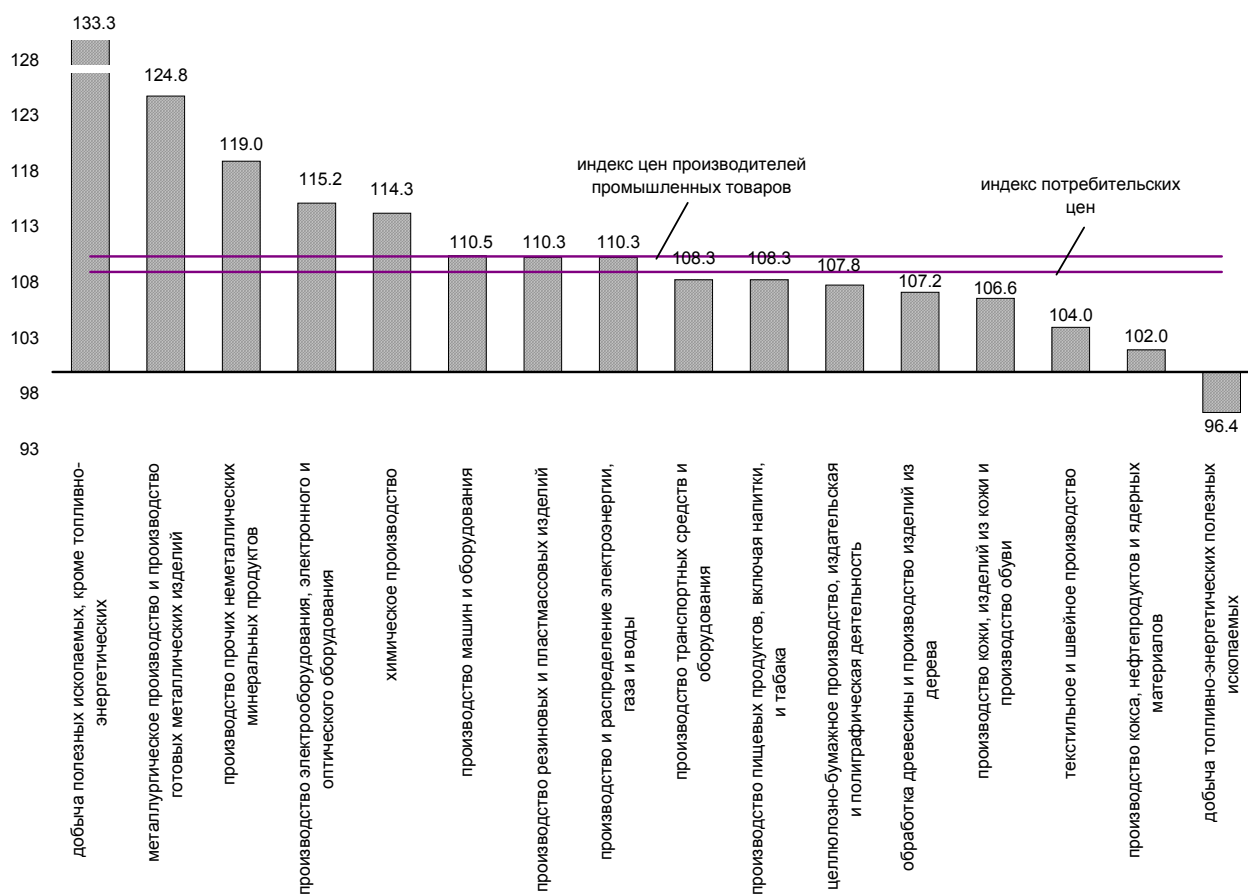
**График 7. Экспорт и импорт товаров  
(млрд. долл.)**



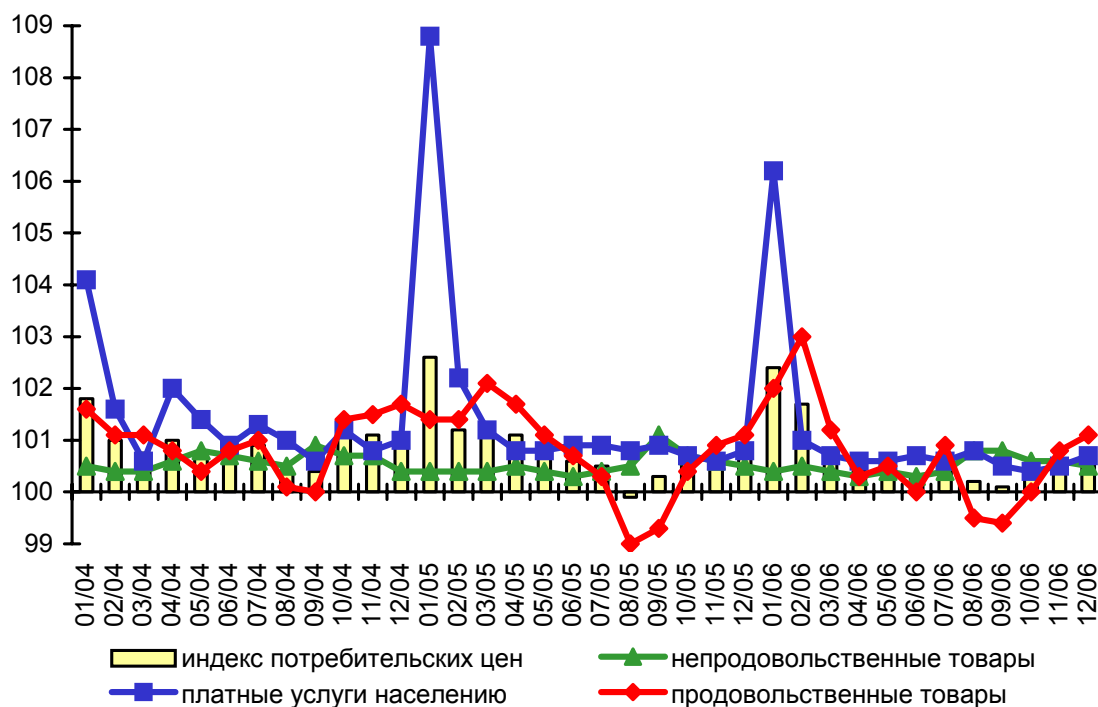
**График 8. Сальдо торгового баланса  
(млрд. долл.)**



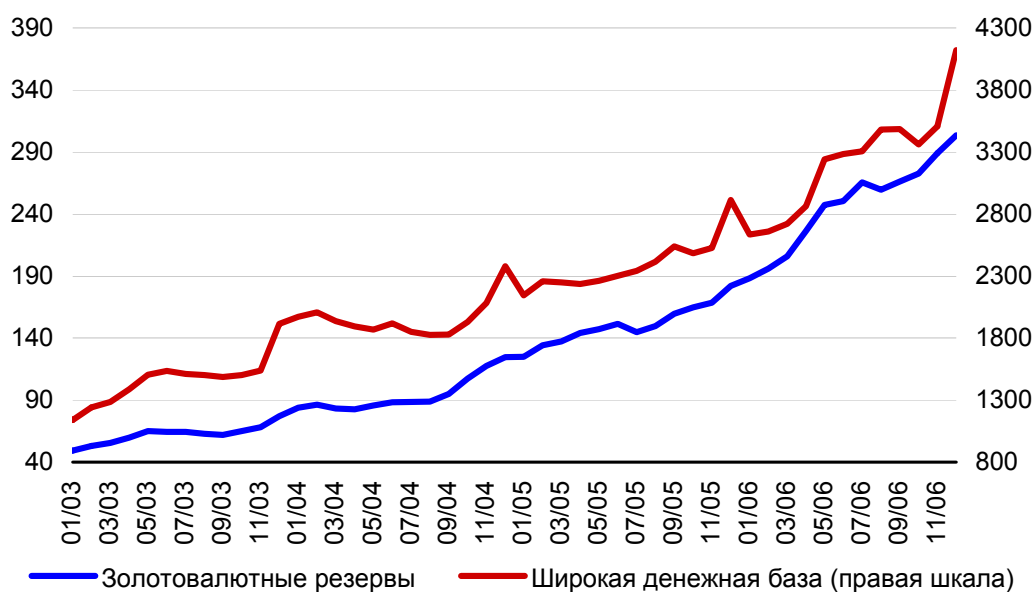
**График 9. Цены производителей продукции  
(декабрь 2006 г. к декабрю 2005 г., %)**



**График 10. Уровень инфляции на потребительском рынке, %**



**График 11. Динамика денежной базы<sup>1</sup> (млрд. руб.)  
и официальных золотовалютных резервов (млрд. долл.), на конец месяца**



<sup>1</sup> включает в себя наличные деньги, средства на корреспондентских счетах, в фонде обязательных резервов, на срочных депозитах банков в ЦБ РФ, а так же обязательства ЦБ РФ по обратному выкупу ценных бумаг.