

## Внешняя «инфекция»: репетиция кризиса, или тест на устойчивость

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

### СОДЕРЖАНИЕ

Денежная сфера

Денежное предложение и валютный курс

Инфляция

Реальный сектор

Банковская система

### Банк Москвы

Россия, 107996, Москва, ул. Рождественка, 8/15, стр. 3

[www.mmbank.ru](http://www.mmbank.ru)

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

Ведев Алексей

Директор ЦСИ Банка Москвы

[Vedev\\_AL@mmbank.ru](mailto:Vedev_AL@mmbank.ru)



Очередной кризис на глобальных рынках незначительно затронул российский финансовый сектор – такого мнения придерживаются большинство экспертов. Колебания цен на акции российских предприятий (локальный минимум на 9% оказался ниже уровня начала августа 2007 г., по итогам августа снижение составило всего 3%), краткосрочный рост процентных ставок на межбанковском рынке (до 8.6% по однодневным кредитам при уровне инфляции в 8.7% относительно соответствующего периода предыдущего года) и ряд отложенных размещений выпусков еврообондов практически полностью отражают список негативных внешних факторов. Вместе с тем были высказаны и оценки о позитивном воздействии данного кризиса на состояние российских финансов – незначительный отток капитала (на уровне 7.5 млрд. долл.) позволил «охладить перегрев» национальных финансов, связанный с масштабным притоком капитала на внутренний рынок в первом полугодии – 70 млрд. долл. против ожидавшихся 10-15.

Действительно, приток внешнего капитала, обусловленный активностью государственных компаний и банков на внешнем рынке, создал определенные проблемы для российских денежных властей. Увеличение валютных резервов и связанного с этим денежного предложения стимулировало расширение внутреннего спроса, подогреваемое кредитной активностью населения и предприятий. Производство товаров и услуг и импорт (рост которого составил по сравнению с аналогичным периодом прошлого года 37%) не успевали за спросом – рост цен ускорился. И сейчас правительственные установки на уровень инфляции по итогам года в 8% выглядят скорее как фактор снижения инфляционных ожиданий, нежели как реалистичная оценка.

Мы полагаем, что рассматривать Россию в качестве «тихой гавани» для мирового капитала (а такое мнение слышится все чаще) по меньшей мере преждевременно. «Нефтяное благополучие» по-прежнему скрывает структурные проблемы в экономике и в финансовой сфере. Да и в целом Россия, несмотря на весь свой ресурсный потенциал, пока не готова к эффективному освоению значительных иностранных инвестиций. Национальная экономика сейчас достаточно устойчива к внешним финансовым шокам (пока цены на сырье высоки и глобальная экономика относительно устойчиво развивается), но емкость рынка внешних инвестиций крайне низка – «тихая гавань» пока предназначена лишь для очень ограниченного числа участников.

Глобальный кризис ликвидности еще раз напомнил о неустойчивости российской финансовой сферы. Очевидно (мы это не раз отмечали в наших предыдущих обзорах), что ее структурные проблемы, к которым мы относим дефицит внутренних ресурсов и высокую долю иностранных пассивов, опасно высокие темпы роста банковских кредитов, сегментацию межбанковского рынка, низкий уровень развития финансовых рынков и др. при неблагоприятных внешних воздействиях неизбежно вызовут нестабильность.

Парадоксально, но внешний кризис, оказав минимальное негативное воздействие на национальную экономику, вместе с тем в значительной степени позитивно повлиял на российские денежные власти. Банк России эффективно использовал рефинансирование коммерческих банков для стабилизации денежного рынка, а президент России В. Путин фактически признал банковскую систему «стратегически важным сектором». Но все же оптимальной для национальных финансов видится конструкция, при которой приток внешнего капитала оказывает на них стимулирующее воздействие, а внешние возмущения эффективно нейтрализуются.

## Денежная сфера

### *Внешние шоки – тренинг денежных властей*

Согласно предварительным планам экономика России в 2007 г. должна была поступательно развиваться в условиях некоторого снижения цен на нефть, умеренного притока в страну внешнего капитала и сокращения уровня инфляции. Ожидалось также некоторое снижение темпов роста депозитов и кредитов. В целом 2007-й представлялся годом сбалансированного роста и позитивных структурных изменений – как для финансовой стабильности, так и для инвестиционной активности и развития национальной промышленности.

Эти планы предполагали отсутствие внешних возмущений, но в текущем году последовательно «случились» два внешних шока.

Первый (позитивный, произошедший весной) был связан с масштабным притоком внешнего капитала. Внешние инвестиции одновременно с притоком экспортной выручки (а цены на нефть остались на высоком уровне и даже повысились) обусловили резкий рост национальных валютных резервов (98.5 млрд. долл. за первое полугодие при ожидавшихся 107.5 млрд. долл. за весь 2007 г.) и необходимость значительного расширения денежного предложения. Существенная часть притока капитала в конечном итоге была локализована в трех крупнейших государственных банках (около 40 млрд. долл.). Это позволило Банку России использовать фактически единственную возможность стерилизации избыточной ликвидности – разместить соответствующие ресурсы на своих депозитных счетах и в облигациях. Государственные банки от стерилизации средств терпели убытки, но в качестве «премии» Банк России увеличивал процентные ставки по депозитам.

Результатами подобного (позитивного) шока явились ускорение инфляции, расширение внутреннего спроса, усиление инвестиционной активности и сохранение темпов роста объема банковских кредитов на высоком уровне.

Второй (негативный, произошедший в середине августа) шок был спровоцирован внешними возмущениями. Падение цен на акции российских компаний в начале кризиса (14-16 августа) составило свыше 100 пунктов по шкале РТС (с 1927 до 1820 пунктов, -6%). Однако к концу месяца цены на корпоративные бумаги вернулись к первоначальному уровню, полностью восстановив потери (1926 пунктов, 3 сентября). Отметим, что акции российских банков проявили устойчивость к внешним неблагоприятным воздействиям и цены на них практически не изменились (за исключением акций ВТБ — их цена с 13 по 31 августа упала на 12%). Кризис практически не оказал воздействия на российскую экономику (не наблюдались отток вкладов из банковской системы и повышение процентных ставок по кредитам физическим и юридическим лицам), а производство и инвестиции росли благодаря благополучной сырьевой конъюнктуре и внутреннему спросу.

Летний внешний шок имел скорее психологическое воздействие на банковскую систему и финансовые рынки. Действительно, вложения банков в ценные бумаги незначительны – инвестиции в корпоративные облигации составляют 2.2% от активов кредитных организаций, в акции – 1.6%. По различным оценкам, отток капитала из России составил за период кризиса от 5.5 до 10 млрд. долл.; в то же время избыточная банковская ликвидность на счетах в Банке России снизилась на 38 млрд. долл. Таким образом, здесь логичнее предположить мультиплицирующее действие оттока капитала, падение ликвидности облигаций и планомерное снижение избыточной ликвидности (как последствия первого позитивного шока), фиксировавшиеся с июня текущего года, нежели его прямое действие.

В любом случае последний внешний шок заставил денежные власти еще раз обратить внимание на проблемы в финансовой сфере. К ним прежде всего следует

отнести сегментированность банковской системы (и межбанковского рынка), высокую долю иностранных пассивов, зависимость от внешнего рынка капитала и неразвитость инструментов рефинансирования.

Президент В. Путин впервые в новейшей российской истории публично высказался в поддержку национальной банковской системы (во время визита в Австралию в сентябре 2007 г.). Это высказывание представляется принципиально важным, поскольку, с одной стороны, обозначает место отечественной банковской системы как стратегически важного сектора экономики России. С другой стороны, Президент РФ фактически отдал Банку России приказ максимально развивать систему рефинансирования. Данное распоряжение является крайне актуальным, поскольку согласно денежной программе до 2010 г. объем рефинансирования банковской системы должен последовательно увеличиваться (в силу невозможности расширения денежного предложения лишь за счет чистых международных резервов), между тем как существующая система неэффективна.

Банк России достаточно оперативно и квалифицированно отреагировал на кризис ликвидности, увеличив рефинансирование банковской системы в разы. В наиболее кризисный период (в конце августа, когда недостаток ликвидности совпал с налоговыми платежами предприятий в бюджет) объем сделок РЕПО доходил до 270 млрд. руб. (10.5 млрд. долл.). Дополнительно Банк России расширил список принимаемых в залог обязательств. В результате банковская система получила в свои активы 1.4 трлн. руб. ценных бумаг, под которые можно привлечь рефинансирование. Тем не менее этот объем представляется предельно низким, поскольку к концу 2010 г. валовой кредит банкам (без учета возможных рыночных колебаний) должен составить 670-1014 млрд. руб. К тому же распределение этих ценных бумаг среди отдельных банков весьма неравномерно – большая их часть находится в портфелях крупнейших банков.

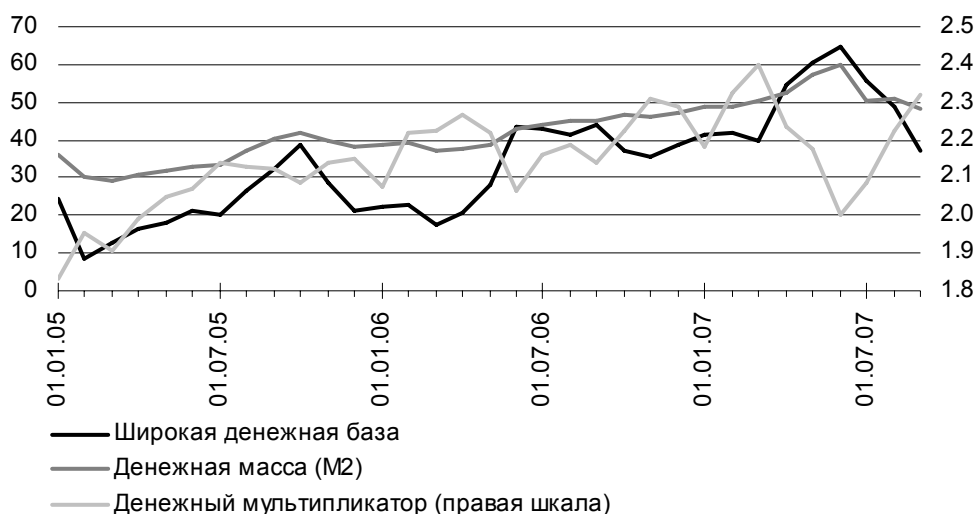
### **Денежное предложение и валютный курс**

*В результате двух шоков денежные показатели возвращаются на свою первоначальную траекторию*

Если масштабный приток иностранного капитала в первом полугодии 2007 г. (70 млрд. долл.) обусловил резкое расширение денежного предложения и поставил под сомнение стабильность национальной финансовой сферы, то отток капитала в августе обеспечил, по выражению чиновников, «охлаждение ее перегрева». Темпы роста всех денежных показателей снизились, и сейчас есть основания ожидать их приближения к первоначально планировавшимся уровням.

Так, темпы роста денежного предложения (широкая денежная база) фактически вернулись к своему среднесрочному уровню: на 1 сентября текущего года годовые (к сентябрю 2006 г.) темпы прироста широкой денежной базы снизились, по оценкам, до 37%. За период января-августа 2007 г. увеличение денежного предложения оказалось даже менее значительным, чем за аналогичный период прошлого года: соответственно 15.7 и 19.5%. Денежная масса (агрегат M2) в летний период росла всего на 1.1% в среднем за месяц против 6.3% в среднем за март-май. Как следствие, годовые (с 1 сентября 2006 г.) темпы роста данного показателя вернулись на уровень прошлого года, составив, по оценкам, 48.4%.

**Денежный мультипликатор и темпы роста денежных агрегатов, в % к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

В оставшиеся до конца года месяцы ожидается снижение притока капитала в Россию. Согласно оценкам Банка России сальдо счета текущих операций составит в 2007 г. 50.7 млрд. долл., что на 12 млрд. долл. ниже предварительных оценок. Чистый приток иностранного капитала в страну за первые восемь месяцев 2007 г. составил 59 млрд. долл., при этом до конца года Банк России не ожидает его увеличения.

Основываясь именно на этих предположениях, мы прогнозировали курс рубля к доллару на уровне 26.0-26.2 руб./долл. (при курсе 1.3 долл. /евро). Однако падение курса американской валюты на мировых рынках и изменение политики курсообразования Банка России заставляют нас пересмотреть данный прогноз.

В условиях возросшего давления на обменный курс в результате начавшегося оттока капитала Банк России перешел от политики ступенчатого изменения курса рубля к бивалютной корзине (0.55 доллара и 0.45 евро) к более рыночному курсообразованию. Так, за период с начала февраля, когда было установлено текущее соотношение валют в корзине, до конца июня колебания курса рубля составляли не более сотых долей процента, тогда как за июль-август дневные его колебания к корзине достигали 0.3%, максимальные же отклонения приближались к 1%. Такая политика позволяет Банку России более гибко реагировать на изменения конъюнктуры, а усиление волатильности курса рубля снижает эффективность трансграничных спекулятивных операций с капиталом.

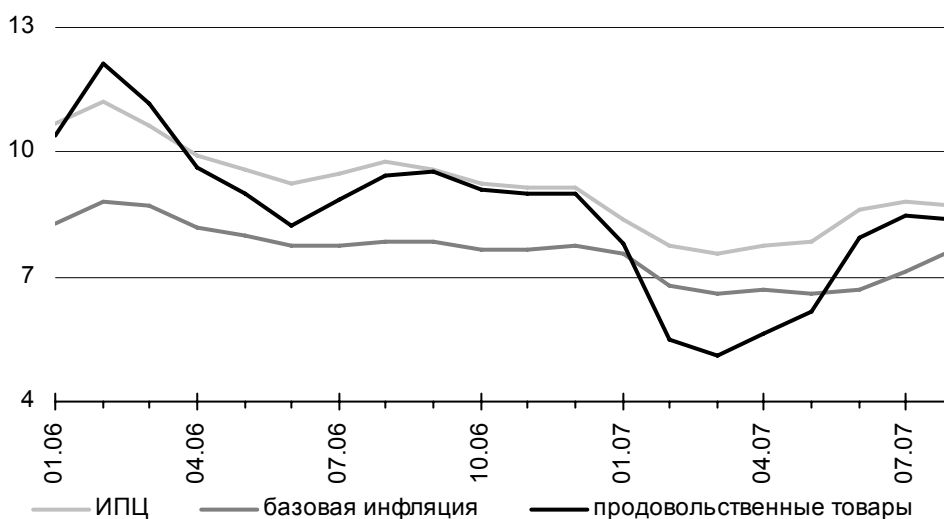
Мы ожидаем, что в текущем году рост реального эффективного курса рубля не превысит 5%, а номинальный курс рубля к бивалютной корзине сохранится до конца года в 1-1.5%-ном коридоре относительно текущего значения.

## Инфляция

Индекс потребительских цен за первые восемь месяцев года составил 6.7% (7.1% за аналогичный период 2006 г.). Ожидавшейся правительством России дефляции в августе не случилось: ИПЦ за август составил 0.1%, несмотря на снижение цен на плодоовощную продукцию на 16.1%. С начала года цены на плодоовощную продукцию выросли на 18.7%, а на продовольственные товары в целом – на 7.0%. Услуги с начала года подорожали на 11.1% — это с учетом более низких темпов роста на услуги ЖКХ (увеличение на 13.2% против 16.7% годом ранее).

Таким образом, у правительства фактически нет шансов выполнить норматив роста потребительских цен в текущем году, равный 8%. Для этого необходимо, чтобы за оставшиеся четыре месяца года рост цен не превысил 1.1-1.2% (для сравнения: за сентябрь-декабрь 2006 г. инфляция составила 1.8%). Интенсивное расширение внутреннего спроса обуславливает рост цен на непродовольственные товары на уровне прошлого года. Однако цены на бензин за январь-август повысились лишь на 2.1%, тогда как годом ранее их увеличение составило 9.3% даже при частичном административном контроле в конце года. Маловероятно, что российские производители нефтепродуктов «сохранят сознательность» на внутреннем рынке при столь благоприятной внешней конъюнктуре.

**Динамика индекса потребительских цен,  
в % к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Кроме того, базовая инфляция, уровень которой пока сравнительно невелик (5% за первые восемь месяцев года), в июле-августе выросла до 0.9-1% по сравнению с 0.3-0.5% за предыдущие месяцы. В результате ее годовой уровень (к соответствующему месяцу предыдущего года) достиг 7.7%, что сопоставимо с соответствующим значением за 2006 г. (7.8%). По итогам 2007 г. мы прогнозируем базовую инфляцию на уровне 7.3-7.5%, что соответствует ее росту за оставшиеся четыре месяца года не менее чем на 2.3%. В результате итоговый показатель инфляции может приблизиться к 9% — если не случится новых внешних шоков.

## Реальный сектор

*Июнь–июль 2007: замедление темпов роста российской промышленности преодолено*

Прирост выпуска российской промышленности в июле 2007 г. к соответствующему периоду предыдущего года составил убедительные 7.8%. Темпы роста выпуска промышленного производства за июль-август (показатель июня – 10.9%) позволяют говорить о том, что летом 2007 г. отечественная промышленность преодолела весеннее торможение роста.

Ускорение роста промышленности происходит в условиях сохранения структуры ее роста:

- в добывающих производствах выпуск растет медленно и его динамика продолжает снижаться (1.2% в июле после 2.0% во 2 кв. 2007 г. и 4.2% в 1 кв.);



- производство и распределение электроэнергии, воды и газа восстанавливает темпы роста (порядка 3.0% в июне–июле после 0.2% в апреле–мае и сокращения выпуска на 5.7% в 1 кв. 2007 г.);

Интенсивный рост обрабатывающих производств продолжает оставаться главным компонентом расширения выпуска промышленного производства: в июне–июле по сравнению с соответствующими прошлогодними объемами он увеличился, составив 15.6% (12.5% годом ранее). Аналогичная динамика наблюдалась в данном секторе в начале 2007 г., однако в отличие от января–февраля, когда рекордные показатели обрабатывающих производств требовали существенной корректировки на климатический фактор, успехи июня–июля всецело являются заслугой российской промышленности.

**Рост выпуска российской промышленности в 2007 г.,  
в % к соответствующему периоду предыдущего года**

	I квартал	Апрель-май	Июнь	Июль
<b>Индекс промышленного производства</b>	<b>8.4</b>	<b>5.9</b>	<b>10.9</b>	<b>7.8</b>
Добыча полезных ископаемых	4.2	2.0	2.0	1.2
Обрабатывающие производства	14.5	8.4	15.6	12.5
<i>Производства потребительского спроса</i>	<i>13.1</i>	<i>9.3</i>	<i>6.1</i>	<i>6.2</i>
Производство пищевых продуктов	13.7	9.4	6.9	6.2
Текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и обуви	12.1	6.6	-0.9	-0.5
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	10.8	6.1	8.5	9.9
Прочие производства	12.9	14.1	3.3	5.9
<i>Производства инвестиционного спроса</i>	<i>21.8</i>	<i>12.0</i>	<i>29.6</i>	<i>21.8</i>
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	25.8	15.8	10.0	9.9
Машиностроительный комплекс	21.1	11.4	32.9	23.8
<i>Производства промежуточного спроса</i>	<i>9.3</i>	<i>4.8</i>	<i>3.6</i>	<i>3.8</i>
Обработка древесины и производство изделий из дерева	11.0	9.3	1.4	3.4
Производство кокса, нефтепродуктов	6.0	1.5	6.3	2.6
Химическое производство	10.6	7.5	7.2	9.9
Производство резиновых и пластмассовых изделий	24.1	23.4	18.7	25.3
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	8.2	2.8	0.4	0.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-5.7	-0.2	2.9	3.3

Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Безусловным лидером роста промышленного выпуска, обеспечившим неожиданно высокие темпы роста обрабатывающего сектора и промышленности в целом, в июне-июле стал машиностроительный комплекс. Производство машин и оборудования увеличилось в этот период относительно соответствующего временного интервала предыдущего года на 52.3%, производство электронного и оптического оборудования – на 27.8%, транспортных средств и оборудования – на 14.8%. Кроме того, сохраняет стабильно высокие темпы роста выпуск строительных материалов (производство неметаллических минеральных продуктов в июне–июле увеличивалось примерно на 10.0%). В результате, на волне продолжающегося роста инвестиций в российской экономике, в производствах *инвестиционного спроса* за два рассматриваемых месяца выпуск увеличился более чем на четверть.

Напротив, список производств, ориентированных на *потребительский спрос*, рост которых замедляется, в июне-июле расширился. Еще по итогам мая мы отмечали

как возможную угрозу ослабление эффекта расширения потребительского спроса в качестве ресурса роста соответствующих промышленных производств; при этом мы исходили из динамики текстильного и швейного производства. В июне–июле резкое торможение выпуска было зафиксировано еще и в производстве пищевых продуктов и товаров народного потребления (прочие производства); кроме того, в июле впервые была отмечена стагнация роста кожевенного производства и производства обуви. Даже на фоне впечатляющих темпов роста промышленности в целом динамика пищевой и легкой отраслей и производства потребительских товаров в июне–июле настораживает: выпуск пищевых продуктов вырос за этот период на 6.6% (не менее 9.4% в предшествующие месяцы 2007 г.), продукции легкой промышленности – даже сократился на 0.8% (соответствующий показатель в январе–мае составлял не ниже 6.6%), прочих производств – увеличился всего на 4.6% (абсолютный минимум за последние полтора года).

В итоге, по нашим оценкам, июнь–июль 2007 г. (относительно соответствующего периода предыдущего года) российская промышленность закончила с приростом выпуска на 9.4%, что превышает даже несколько завышенный из-за климатического фактора результат первого квартала текущего года (8.4%). Вместе с тем ускорение роста российской промышленности происходит при нарастании дисбаланса структуры этого роста. Его негативными чертами являются:

- Продолжающееся торможение роста добычи полезных ископаемых. В условиях улучшения мировой конъюнктуры цен на энергоносители выбор такой стратегии фиксирует нерыночный характер данного сегмента и формирует базу для повышения внутренних цен на энергоносители.
- Замедление роста производств, ориентированных на потребительский спрос. Это может означать, что расширяющийся потребительский спрос, являвшийся существенным ресурсом роста российской промышленности в 2006 г. – первом квартале 2007 г., становится в меньшей степени ориентированным на отечественную продукцию и снижает свое стимулирующее значение для российской промышленности.
- Локализация роста промышленности исключительно в инвестиционном сегменте. Темпы роста машиностроительного комплекса и производства неметаллических минеральных продуктов становятся определяющими в формировании динамики промышленного производства в целом.
- Низкие и продолжающие снижаться темпы роста производств промежуточного спроса. В условиях ускорения роста производств инвестиционного спроса такая динамика производств, призванных поставлять продукцию лидерам роста, свидетельствует о наличии серьезных структурных диспропорций в отечественном промышленном производстве.

В июне–июле зафиксирован переход российской промышленности к новой модели роста. Если к 2006 г. она отказалась от такого ресурса роста, как увеличивающийся спрос на продукцию добычи полезных ископаемых и в прошлом году ее рост базировался на расширяющемся потребительском и инвестиционном спросе, то теперь из трех возможных ресурсов ее роста действующим остается только последний. Вместе с тем ставка исключительно на инвестиционный спрос как на главную базу роста российской промышленности может оказаться стратегически и тактически неоптимальной в связи с существующим дисбалансом отечественной промышленности (отставанием роста производств промежуточного спроса) и неизбежными мощными ограничениями машиностроительного комплекса.

*Рост цен производителей промышленной продукции:  
июльская пауза после рекордов второго квартала*

Увеличение цен производителей в июне 2007 г. на 2.5% вывело российскую промышленную продукцию на новый ценовой рекорд: за второй квартал 2007 г. цены на нее увеличились на 12.7%. В июле 2007 г. рост цен на продукцию

российской промышленности резко затормозился, составив 0.7%. Общий ценовой фон в отечественной промышленности в последние месяцы характеризуется ускорением роста цен на продукцию потребительского и инвестиционного спроса и замедлением роста цен на продукцию производств промежуточного потребления. Главным фактором, обусловившим ценовые рывки, была динамика мировых цен на энергоносители и опережающее по отношению к ней повышение цен в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых.

### Прирост цен производителей промышленной продукции (за период), в %

	2007 г.				Январь-июль 2006 г.
	I квартал	II квартал	Июль	Январь-июль	
<b>Индекс цен производителей промышленной продукции – всего</b>	<b>1.6</b>	<b>12.7</b>	<b>0.7</b>	<b>15.3</b>	<b>11.3</b>
Добыча полезных ископаемых	-2.8	36.7	-0.1	32.8	17.6
в том числе топливно-энергетических	-3.4	41.8	-0.2	36.8	17.5
Обрабатывающие производства	0.9	7.2	1.1	9.5	9.4
производства потребительского спроса	2.4	2.8	1.6	6.8	5.8
производства промежуточного спроса	3	4.5	1.3	9.1	8.2
производства инвестиционного спроса	0.4	9.9	-0.4	10	13.1
в том числе производство нефтепродуктов	-10.2	20.4	3	14.9	17.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	13.5	0.5	0.4	14.5	10.1
Потребительские цены	3.4	2.2	0.9	6.6	6.9
Цена нефти Urals, долл./барр	-3.2	19.8	6.4	23.3	23.5

*Примечание.* Производства потребительского спроса: производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и обуви, целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность, прочие производства.

Производства инвестиционного спроса: производство прочих неметаллических минеральных продуктов, машиностроительный комплекс.

Производства промежуточного спроса: обработка древесины и производство изделий из дерева, производство кокса и нефтепродуктов, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий, металлургическое производство и производство готовых металлических изделий.

*Источник:* Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Главной интригой и основным источником роста цен на промышленную продукцию во втором квартале 2007 г. явилось увеличение цен на продукцию в *добыче топливно-энергетических полезных ископаемых*. Тенденция к повышению этих цен в рассматриваемый период, с учетом почти 20%-ного увеличения мировых цен на российскую нефть, была предсказуемой. Однако масштабы итогового роста цен в этом производстве оказались шокирующими: 41.8%. По всей видимости, аппетиты российского нефтяного сектора в лице вертикально интегрированных компаний, с одной стороны, позволяли улучшить его финансовые результаты после провальных четвертого квартала 2006 г. и первого 2007 г.; с другой стороны, обуславливали дальнейшее вытеснение с рынка независимых нефтепереработчиков. В контексте такого стремительного роста цен в добыче увеличение цен производителей нефтепродуктов за второй квартал «всего» на 20.4% не выглядело чрезмерным, и угроза продолжения их повышения в связи с продолжающимся ростом мировых цен на российскую нефть вынудила власти к достаточно жестким высказываниям относительно возможности применения административных мер по сдерживанию увеличения цен на нефтепродукты. В данном контексте логичным выглядит резкое торможение роста цен производителей в добыче полезных ископаемых и нефтепереработке в июле, несмотря на продолжающееся улучшение конъюнктуры мировых цен на энергоносители.



Второй существенной особенностью роста цен производителей стало увеличение темпов повышения цен на *продукцию потребительского спроса* и их выход на прошлогоднюю траекторию роста. За второй квартал текущего года цены на эту продукцию повысились на 2.8% (как и во втором квартале 2006 г.), в июле – на 1.6% (0.4% годом ранее). Важно, что по итогам последних четырех месяцев прирост цен производителей в большинстве этих производств оказался существенно выше соответствующих прошлогодних значений.

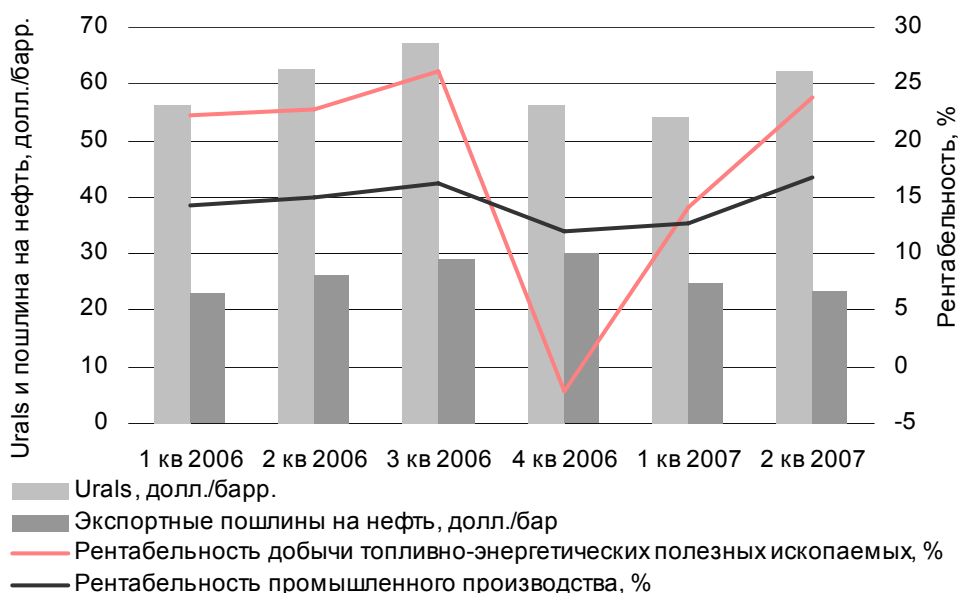
Таким образом, можно констатировать формирование в промышленности ценового навеса, складывающегося из интенсивного роста цен производителей нефтепродуктов и продукции потребительского спроса, что уже проявилось в ускорении повышения потребительских цен (1.8% за июнь–июль 2007 г. против 0.9% за аналогичный период 2006 г.) и, по видимому, будет иметь продолжение.

*Финансовые итоги: «нефтяной реванш», но не только*

Прибыль, заработанная предприятиями экономики России за второй квартал 2007 г., составила 1273.6 млрд. руб. Этот период оказался для них гораздо более удачным, чем предшествующий с объемом прибыли в 991.5 млрд. руб. Улучшались финансовые результаты и относительно прошлогодних значений: в реальном выражении (с учетом дефлирования на рост цен производителей) прирост прибыли в апреле-мае к соответствующему периоду прошлого года составил 20%, тогда как по итогам первого квартала – всего 7%.

Ожидаемое улучшение финансового положения в добыче полезных ископаемых, связанное с ростом мировых цен на энергоносители и низким уровнем ставки экспортной пошлины на нефть, выразилось в почти двукратном увеличении по сравнению с первым кварталом прибыли данной отрасли и в повышении рентабельности до 24.3% — уровня, наблюдавшегося до начала ухудшения мировой конъюнктуры цен на российскую нефть.

**Мировые цены и экспортные пошлины на российскую нефть\* и рентабельность промышленного производства**



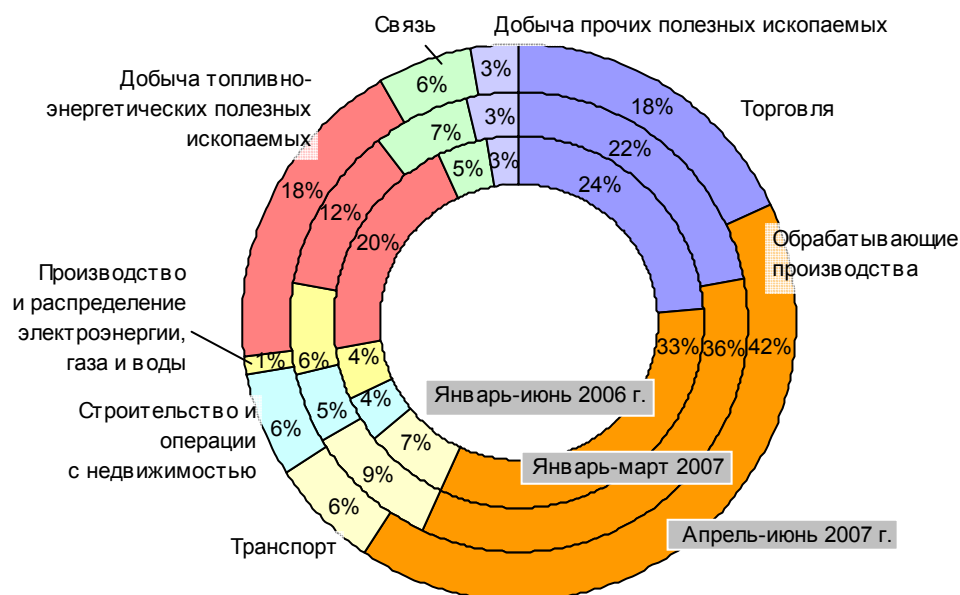
\* Средняя цена на российскую нефть Urals за квартал рассчитана с лагом в один месяц.

Источник: Росстат, ГТК, Reuters, ЦСИ Банка Москвы.

В результате добыча полезных ископаемых в апреле–мае практически восстановила статус-кво в распределении прибыли, зарабатываемой предприятиями российской экономики: если в провальных четвертом квартале

2006 г. и в первом 2007 г. доля прибыли российской экономики, приходящейся на предприятия добычи полезных ископаемых, составляла не более 14%, то по итогам второго квартала текущего года она увеличилась до 20%, вплотную приблизившись к привычным прошлогодним значениям.

**Структура прибыли по основным видам экономической деятельности в первом полугодии 2006 и 2007 гг.\***



\* Без учета прибыли предприятий «прочих» видов экономической деятельности.

Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Вместе с тем даже рост доли прибыли экономики, аккумулируемой в добыче полезных ископаемых, не изменил тенденцию к смещению центра зарабатывания прибыли в обрабатывающие промышленные производства, и именно финансовые успехи последних можно считать главным сюрпризом второго квартала 2007 г. По итогам апреля-июня около 40% прибыли российской экономики приходилось на предприятия обрабатывающего сектора. Помимо роста выпуска базой для радикального улучшения их позиций стал беспрецедентный уровень рентабельности – 16.2% по итогам второго квартала 2007 г., что свидетельствует о наличии значимого ресурса дальнейшего роста этих обрабатывающих производств.

**Промышленные производства: рентабельность\* и доля в прибыли российской экономики, в %**

	Рентабельность		Доля в прибыли экономики	
	II квартал 2006 г.	II квартал 2007 г.	II квартал 2006 г.	II квартал 2007 г.
Промышленное производство в целом	14.9	16.7	60	61
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	22.7	23.9	19	18
добыча прочих полезных ископаемых	27.7	27.4	3	3
обрабатывающие производства	13.5	16.2	36	39
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4.7	3	2	1

\* Рассчитана как отношение сальдированного финансового результата к стоимости отгруженных товаров.

Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Кроме того, рост концентрации прибыли в обрабатывающих производствах сопровождался заметным ухудшением финансовых результатов предприятий торговли: их прибыль в реальном выражении снижалась на протяжении всего первого полугодия 2007 г., а их доля в прибыли экономики России по итогам первых шести месяцев текущего года составила всего 18% (23% годом ранее). На фоне роста прибыли промышленных производств это также может свидетельствовать о заинтересованности внутреннего рынка в отечественной продукции и являться подтверждением наличия резерва роста российской промышленности.

### Банковская система

После резкого роста весной в июне-июле 2007 г. темпы развития банковского сектора замедлились. Так, в июне прирост совокупных банковских активов составил 1.0%, в июле – 1.6%, в то время как за март-май среднемесячное увеличение активов достигало 5.5%. Годовое увеличение активов сократилось с 52.4% на 1 июня 2007 г. до 49.0% на 1 августа 2007 г.

Снижение темпов роста коснулось как привлеченных, так и собственных средств банков. При этом если наращивание капиталов кредитных организаций в июне-июле было сопоставимо по темпам со средним уровнем прошлого года (1.9% в июне и 2.4% в июле против 2.5% в среднем за 2006 г.), то привлечение заемных и клиентских ресурсов замедлилось гораздо сильнее: 0.9% в июне и 1.4% в июле 2007 г. по сравнению с 3.2% в 2006 г. в среднемесячном выражении.

На протяжении двух рассматриваемых месяцев банковская система испытывала отток средств нефинансовых предприятий. В июне это очевидным образом объяснялось окончанием проведения аукционов по реализации активов «ЮКОСа». Суммарный объем средств корпоративного сектора на банковских счетах сократился за месяц на 8%; а без учета средств, связанных с банкротством «ЮКОСа», наоборот, вырос на 6.3%. В июле отток уже носил фронтальный характер — даже с исключением «эффекта ЮКОСа» сокращение составило 2.3%. Это было связано с начавшейся нестабильностью на финансовом рынке и оттоком средств инвесторов с российского рынка.

### Структура активов банковской системы России (на 1-е число месяца), в % к итогу

	01.05	01.06	01.07	04.07	05.07	06.07	07.07	08.07
<b>Активы, млрд. руб.</b>	<b>7138</b>	<b>9751</b>	<b>14047</b>	<b>15600</b>	<b>15904</b>	<b>17032</b>	<b>17204</b>	<b>17477</b>
Наличные деньги и драгметаллы	2.8	2.7	2.6	1.8	1.9	1.7	1.8	1.8
Средства, размещенные в Банке России	9.8	7.3	7.5	8.0	9.5	13.1	10.9	9.1
Межбанковские операции	6.2	6.3	5.8	5.4	5.2	4.6	5.3	5.3
Иностранские активы	7.8	9.1	9.9	11.5	9.3	8.3	8.4	8.0
Население	8.7	12.1	14.7	14.4	14.7	14.3	14.9	15.3
Корпоративный сектор	49.8	47.0	45.3	44.8	45.0	43.6	45.0	46.0
Государство	8.0	6.6	5.2	5.0	4.9	4.8	4.7	4.8
Имущество	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.2	2.3	2.3

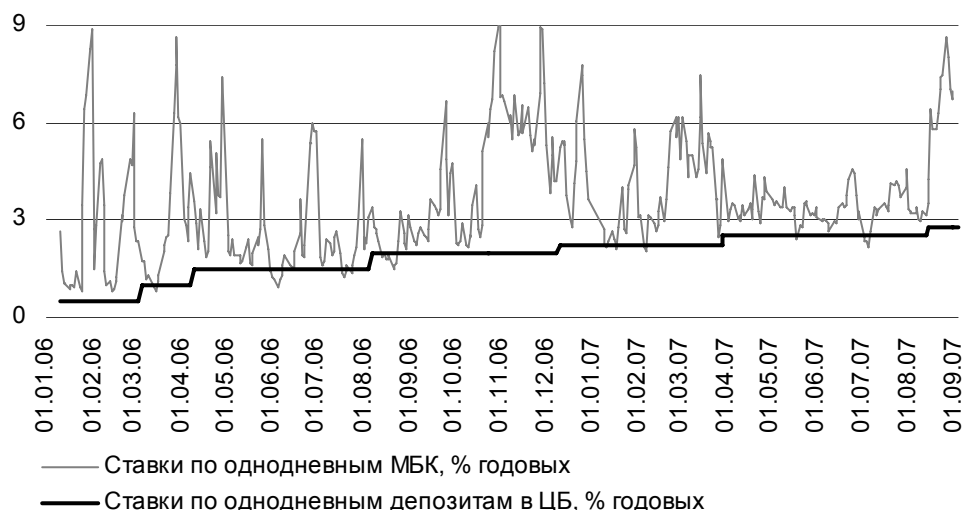
Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

**Структура пассивов банковской системы России  
(на 1-е число месяца), в % к итогу**

	01.05	01.06	01.07	04.07	05.07	06.07	07.07	08.07
<b>Пассивы, млрд. руб.</b>	<b>7138</b>	<b>9751</b>	<b>14047</b>	<b>15600</b>	<b>15904</b>	<b>17032</b>	<b>17204</b>	<b>17477</b>
Собственные средства	17.1	16.3	15.2	15.9	15.8	16.1	16.2	16.4
Кредиты Банка России	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Межбанковские операции	4.2	4.0	3.4	3.3	3.3	2.8	3.1	3.2
Иностранные пассивы	9.9	12.8	16.1	15.3	15.4	15.3	16.1	16.5
Средства физических лиц	28.4	28.9	27.6	26.3	26.6	25.3	25.9	26.0
Средства предприятий и организаций	23.7	24.0	24.0	24.9	24.7	26.6	25.1	24.0
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.9	2.0	2.2	2.6	2.6	2.7	2.4	2.7
Выпущенные ценные бумаги	9.0	7.6	7.2	6.4	6.0	5.7	5.8	5.7

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Отток клиентских средств спровоцировал и сокращение объема ликвидных активов. В результате, если в июне снижение ликвидности было характерно только для крупнейших банков, то в июле оно затронуло уже весь сектор. Даже без учета крупнейших банков объем ликвидных активов сократился в июле более чем на 10%. По итогам августа ситуация с ликвидностью еще более обострилась, несмотря на то что по агрегированным показателям сохранялась достаточно благоприятная ситуация — отношение ликвидных активов, размещенных в кассах и в ЦБР, к клиентским счетам и депозитам составило на 1 сентября 2007 г., по оценкам, около 15%. (Для сравнения: в прошлом году этот показатель колебался в диапазоне 12.6–17.6%). Однако резко возросшие ставки межбанковского кредитования и масштабные операции рефинансирования со стороны Банка России свидетельствуют о том, что по обеспеченности ликвидными активами банковский сектор сильно неоднороден.

**Процентные ставки денежного рынка**


Источник: ЦБР.

Одним из важных факторов сокращения ликвидности в июне и особенно в июле стало начало освоения Сбербанком и ВТБ средств, полученных в результате размещений на рынке их акций. Об этом свидетельствовало значительное увеличение темпов роста кредитования экономики этими банками объемом кредитов

Сбербанка вырос за июнь-июль на 11.7%, ВТБ – на 23.8%. Причем у Сбербанка ускорение кредитования началось лишь спустя три месяца после рыночного размещения, а ВТБ приступил к освоению полученных средств практически без промедления.

При этом в Сбербанке ускорение кредитования осуществлялось практически полностью за счет долгосрочного кредитования. Весь прирост последних двух месяцев здесь состоял из кредитов на срок свыше 1 года, обеспечив почти половину увеличения совокупного долгосрочного кредитования реального сектора банками за этот период. Закономерным последствием ускорения кредитования стало снижение достаточности капитала Сбербанка и ВТБ. Однако, за исключением этих банков, достаточность капитала остается стабильной на уровне 15.3-15.5%.

Таким образом, можно констатировать, что изменение динамики развития банковского сектора в последние месяцы в основном является результатом операций крупнейших банков.



**Прогноз основных макроэкономических показателей на 2007–2010 гг.**

	Факт			Прогноз			
	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
<b>Национальные счета</b>							
Номинальный ВВП:							
млрд. руб.	17 046	21 620	26 781	31 180	35 659	40 539	45 929
млрд. долл.	592	764	987	1 210	1 394	1 566	1 721
Реальный ВВП – рост в %	7.2	6.43	6.7	7.3	6.8	6.8	5.9
Промышленность – рост в %	8.3	4.0	4.4	5.2	5.0	5.2	5.2
Розничная торговля – рост в %	13.3	12.8	13.9	14.0	12.3	10.6	8.2
Инвестиции – рост в %	10.8	10.9	13.7	16.9	14.5	9.1	12.5
Экспорт – реал. рост в %	11.8	6.4	5.8	4.8	4.8	4.0	3.1
Импорт – реал. рост в %	23.3	17.0	19.7	25.6	23.1	11.3	16.5
<b>Денежные агрегаты</b>							
M0 (декабрь к декабрю), %	33.8	30.9	38.6	29.0	25.7	20.9	20.7
M2 (декабрь к декабрю), %	35.8	38.6	48.8	37.3	27.5	21.9	19.5
M2X (декабрь к декабрю), %	33.7	37.4	40.5	30.2	20.7	19.6	21.3
Активы банковской системы, % ВВП	41.9	45.1	52.8	59.5	68.2	74.8	82.7
<b>Инфляция</b>							
Инфляция (декабрь к декабрю), %	11.7	10.9	9.0	8.5-8.7	7.8	7.2	6.8
Инфляция (среднегодовая), %	11.0	12.5	9.8	8.4	8.2	7.5	7.0
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	10.6	8.3	7.8	7.3-7.5	6.6	6.4	6.1
<b>Бюджет</b>							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20.1	23.7	23	23.7	21.8	21.4	21.0
Процентные расходы, % ВВП	1.2	1.0	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
Непроцентные расходы, % ВВП	14.6	15.3	15.5	17.4	17.9	17.9	17.9
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4.3	-7.5	-7.4	-5.8	-3.5	-3.1	-2.8
Резервный фонд, млрд. долл.	18.8	43.0	89.1	163.0	138	156	168
Фонд будущих поколений, млрд. долл.					64.1	82.3	88.5
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2.6	7.0	11.0	14.5	18.2
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4.5	-7.7	-7.7	-6.0	-3.7	-3.3	-3.0
<b>Платежный баланс</b>							
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	338	354	354	358
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	230	271	304	359
Счет текущих операций, % ВВП	10.0	10.9	9.7	4.8	2.1	0.2	-2.9
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	0.7	41.7	71.0	52.1	48.9	55.0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	447	549	616	623
<b>Государственный долг</b>							
Государственный внешний долг, % ВВП	18.6	10.6	5.1	3.7	2.9	2.3	2.0
Государственный внутренний долг, % ВВП	4.4	3.9	3.8	3.2	2.7	1.9	0.8
<b>Валютный курс</b>							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	27.8	28.8	26.3	25.4	25.8	26.0	27.4
среднегодовой	28.8	28.3	27.1	25.8	25.6	25.9	26.7
<b>Экзогенные параметры</b>							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	34.6	50.4	60.9	60	56	53	53
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.24	1.25	1.26	1.35	1.35	1.33	1.30

Источник: Росстат, ЦБР, Центр развития, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Он содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшими в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет в себе значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.