

## Новые реалии для российских финансов

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

### СОДЕРЖАНИЕ

Денежная сфера  
Инфляция  
Обменный курс  
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)



Нестабильность на мировых финансовых рынках, следствиями которой явились дефицит ликвидности и переоценка рисков, не оказали немедленного негативного воздействия на российские финансы, в том числе и на банковскую систему. Объем банковской ликвидности сохранялся на весьма высоком уровне и, за вычетом трех крупнейших государственных банков, соответствовал значениям начала текущего года. Процентные ставки возросли (в отдельные периоды они достигали 10% годовых по межбанковским кредитам overnight), но подобный рост фиксировался и осенью 2006 г. Формальное заключение денежных властей (и ряда экспертов): оснований для финансового кризиса в России нет.

Тем не менее эйфория в банковской сфере не наступила. Российские банки вполне осознали изменение ситуации – отныне внешнее финансирование будет осуществляться в меньшем объеме и будет более дорогим. Доля внешнего финансирования в российской банковской сфере значительна: 17% от совокупных пассивов, и она в существенной мере определяет стоимость фондирования. При этом доступ к рефинансированию со стороны Банка России хотя и расширен, но не намного (и не слишком дешев – свыше 6%). Очевидно, что по меньшей мере до конца первого квартала 2008 г. средняя стоимость фондирования возрастет.

В начале года мы задавались вопросом: был ли 2006 год началом нового тренда в развитии банковской системы или это был некий статистический выброс, обусловленный масштабным притоком иностранного капитала в банковский сектор. Российские власти, похоже, решили, что это была устойчивая тенденция – и не только в банковском секторе. Для всей экономики был пересмотрен прогноз – теперь темпы роста ВВП оцениваются по итогам года уже как 7.3% (против 6.5% ранее). Однако сейчас стало очевидным превышение уровнем инфляции не только ее целевого ориентира, но и прошлогоднего уровня. Высокие же показатели экономического роста в текущем году наряду с ростом процентных ставок создают все предпосылки для снижения темпов экономического роста в 2008 г.

Сегодня мы полагаем, что фундаментальные вызовы и угрозы российской финансовой системе «расписаны» до 2010 г., и аналитики, таким образом, более чем обеспечены работой. Что-то случилось внезапно, что-то планировалось заранее: внезапно – удорожание внешних ресурсов и сокращение их объема, по меньшей мере в текущем и следующем годах; заранее планировалось последовательное снижение сальдо счета текущих операций платежного баланса. И существующие, и новые угрозы изучены явно недостаточно – и денежными властями при выработке финансовой политики, и коммерческими банками с точки зрения адаптации их стратегий к новым реалиям. В любом случае эйфория первого полугодия должна пройти, и необходимо осознать вновь сложившуюся конфигурацию финансовой системы и факторов экономического роста.

## Денежная сфера

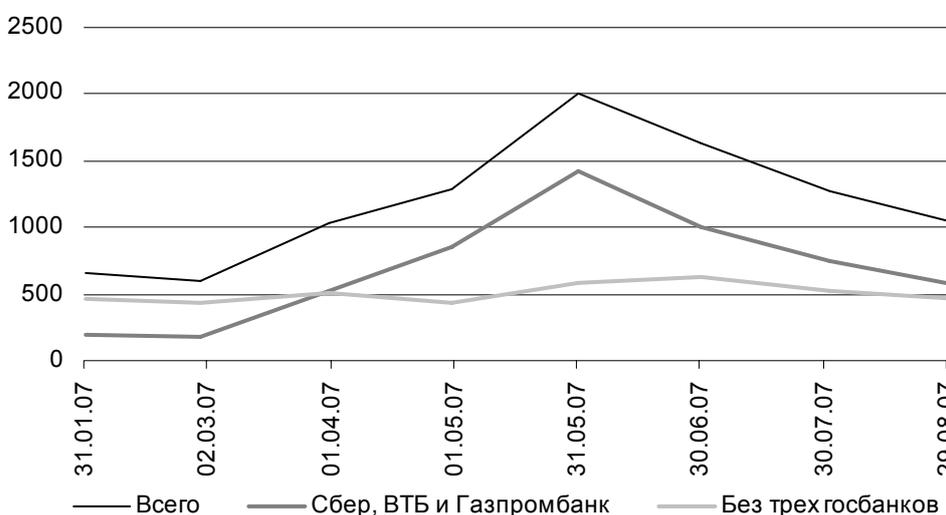
*«Дым рассеялся» – национальная банковская система оказалась устойчивой к оттоку капитала, но не может развиваться без его притока*

Последовательные действия денежных властей экономически развитых стран дают основания ожидать относительной стабилизации ситуации в финансовой сфере до конца текущего года. К таким действиям следует отнести оперативное выделение банкам значительного объема ликвидности и снижение ФРС ставки рефинансирования. В результате фондовые индексы на большинстве рынках восстановили свои докризисные значения и даже демонстрируют заметный рост. Тем не менее для России (прежде всего для банков и крупных национальных компаний) в качестве прямых кратко- и среднесрочных последствий кризисных явлений можно назвать:

- повышение стоимости заимствований на внешних рынках капитала;
- снижение «странового объема», т.е. доступного для российских компаний и банков объема внешнего капитала.

Российские банки и крупные компании в значительной степени зависят от внешних заимствований, причем *не столько от оттока капитала, сколько от его притока*. И то, что отток капитала был относительно невелик и в незаметной мере сказался на состоянии банковского сектора, вовсе не означает финансовой стабильности, а скорее указывает на то, что существенное сокращение притока капитала окажет ощутимое воздействие в течение более длительного периода.

**Динамика ликвидных активов банковской системы, млрд. руб.**



*Примечание.* Колебания уровня ликвидности были обусловлены состоянием трех крупнейших банков, у остальных кредитных организаций в течение кризиса объем ликвидности составлял около 500 млрд. руб. (свыше 20 млрд. долл.) и соответствовал уровню начала года.

*Источник:* ЦБ РФ, отчетность банков, ЦСИ Банка Москвы.

Ухудшение условий доступа к внешним ресурсам приводит к ограничению темпов роста объемов банковских кредитов. Прямым следствием этого выступит снижение темпов роста внутреннего спроса и, следовательно, темпов экономического роста. Удорожание же внешнего финансирования обусловит следующие явления в финансовой сфере России:

- Рост стоимости привлеченных средств повлечет за собой повышение процентных ставок по кредитам. В данных условиях возможно изменение структуры банковских кредитов – прежде всего от крупных к средним и мелким заемщикам, а также к физическим лицам (в условиях более пристального изучения кредитоспособности последних). Кроме того, банки будут активизировать свои действия на рынке более рискованных ценных бумаг. Подобное изменение структуры активов неизбежно будет провоцировать увеличение рисков в банковской системе.
- В условиях снижения темпов роста кредитования предприятий в связи с повышением процентных ставок ряд перспективных секторов экономики могут оказаться в ситуации дефицита ресурсов, что вновь актуализирует проблемы нехватки финансовых ресурсов для осуществления структурных изменений в отечественной экономике, в первую очередь направленных на снижение ее сырьевой зависимости. Данное обстоятельство будет тормозить проведение структурных реформ в национальной экономике.

Отдельно отметим возможность возникновения кризиса на рынке недвижимости. Согласно большинству оценок сейчас 20–40% покупок недвижимости осуществляется в инвестиционных целях. Падение цен на рынке недвижимости, по нашим оценкам, может быть спровоцировано ее продажами финансовыми институтами для пополнения ликвидности, что, учитывая структуру рынка, вызовет «эффект домино». Роль физических лиц будет в этом процессе невелика, но снижение цен на 10–20% до конца года выглядит, на наш взгляд, вполне вероятным сценарием.

#### *Среднесрочные сценарии развития банковской системы*

Год назад ЦСИ Банка Москвы сформулировал два базовых сценария развития банковской системы – *ускоренного роста* и *сбалансированного развития*.

Идентификация этих сценариев определялась существованием системных факторов – дефицитом внутренних ресурсов и дилеммой в поиске источников его погашения (за счет внешних источников или государственных ресурсов). Очевидно, что несколько более рискованным выглядит сценарий ускоренного развития, предполагающий масштабный приток внешнего капитала и рост банковского кредитования высокими темпами. Данный сценарий позволяет обеспечить масштабное расширение внутреннего спроса и высокие темпы роста экономики, но содержит в себе угрозы высокой инфляции, банковской нестабильности (в силу возможности возникновения кризиса «плохих долгов»), депрессии на финансовых рынках. Сценарий же сбалансированного роста выглядит более привлекательным с точки зрения обеспечения финансовой стабильности, но ограничивает темпы экономического роста (по крайней в ближайшие годы).

Начиная с 2004 г. в России отмечается *дефицит внутренних ресурсов* для поддержания экономического роста, который означает превышение объема кредитов и ценных бумаг над банковскими депозитами физических и юридических лиц. Источниками покрытия такого дефицита могут выступать внешние заимствования и/или средства денежных властей (правительства и ЦБР). Уровень недостаточности внутренних ресурсов последовательно возрастает: если в 2005 г. он составлял 170 млрд. руб., то в 2006 г. – уже 303 млрд. руб. Соотношение «кредиты/депозиты» для российской банковской системы в 2006 г. составляло 103% (без учета ликвидности, ценных бумаг и иностранных активов) и имеет тенденцию к росту, что указывает на высокую кредитную нагрузку по сравнению с внутренней базой.

**Оценка недостаточности («-» – избыточности) внутренней ресурсной базы и источники ее восполнения (нейтрализации), млрд. руб.**

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
<b>Первичная нехватка ресурсов</b>	<b>-149</b>	<b>-195</b>	<b>29</b>	<b>-104</b>	<b>-4</b>	<b>72</b>	<b>170</b>	<b>303</b>	<b>469</b>
<b>Источники восполнения («-» – нейтрализации):</b>									
Внешний мир	-101	-75	22	45	246	26	232	602	706
Федеральное правительство	22	20	4	5	-2	59	-36	46	27
ЦБР	-70	-139	3	-154	-247	-13	-25	-344	-265

*Примечание.* Оценки за 2007 г. в начале года производились без учета масштабного притока капитала в первой его половине и кризиса ликвидности на глобальных рынках. Возможно, что под действием перечисленных факторов конечный результат может измениться.

*Источник:* ЦСИ Банка Москвы.

Фактически перед российскими денежными властями стоит стратегический выбор между сбалансированным ростом (менее рискованным, но и с меньшими темпами) и ускоренным развитием банковского сектора – уже сейчас, с превышением плановых значений, но и с большими рисками. Оба сценария имеют под собой реальную почву и определяются скорее политическими предпочтениями, чем экономической целесообразностью; здесь прежде всего действует фактор, связанный с политическими циклами, а не со среднесрочным планированием. Однако денежными властями должен быть сделан осознанный выбор; пока же движение между двумя сформулированными сценариями оказывается спонтанным – скорее в силу внешних обстоятельств.

#### *Перспективы экономического роста*

Экономика России за первые восемь месяцев текущего года растет существенно быстрее, чем это предполагалось ранее: прогноз роста ВВП на текущий год изменен с 6.4 до 7.3%, промышленного производства – с 5.2 до 6.0%, инвестиций – с 12.8 до 18.2%. Однако оценки пересмотрены только на текущий год – среднесрочные прогнозы остались неизменными. Данный факт доказывает, что коррекции подверглись лишь оценки ключевых показателей нынешнего года, но не фундаментальные значения в рамках среднесрочных тенденций. Это означает, что основные направления экономической политики остаются неизменными, но в силу текущей конъюнктуры экономический рост оказался большим, чем предполагалось ранее.

Повышение темпов экономического роста было обусловлено более значительным (чем ожидалось ранее) расширением внутреннего спроса, главным образом за счет действия двух факторов – сохранения высоких цен на нефть и существенных темпов роста банковских кредитов. И здесь важно отметить, что в следующем году действие данных факторов может смениться на противоположное – уровень цен на сырье, по всей видимости, несколько снизится, а темпы роста банковского кредитования сократятся наверняка. Дополнительно, существует эффект базы в силу уже зафиксированного высокого роста выпуска в текущем году. Все это в совокупности означает, что в 2008 г. темпы роста в лучшем случае будут теми же, что и предусмотренные в правительственной среднесрочной программе, но более вероятно, что они окажутся ниже.

## **Инфляция**

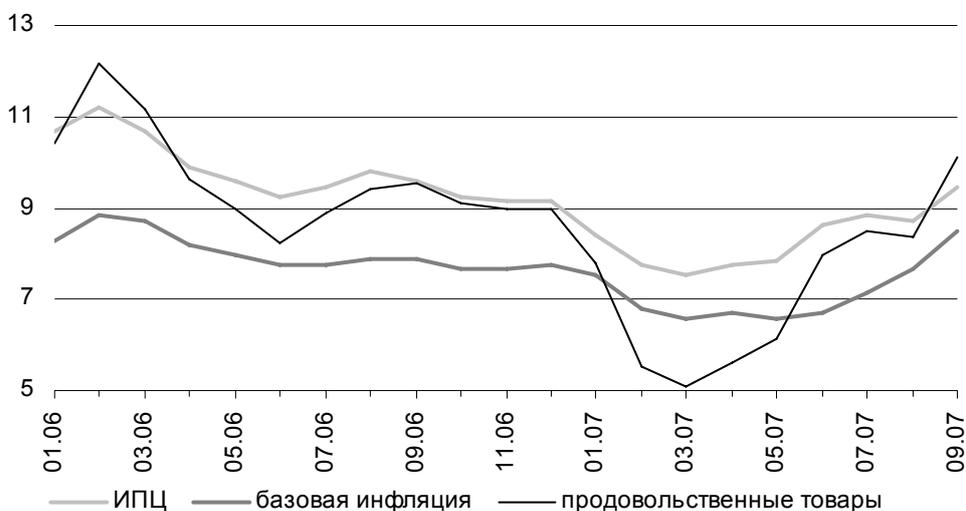
*Ключевой вопрос – насколько будет превышен правительственный ориентир*

Рост цен в сентябре 2007 г. оказался шокирующим лишь для правительства России, поскольку стало совсем уже очевидным невыполнение годового ориентира

по инфляции. Потребительские цены выросли с начала года на 7.5%, что выше, чем за аналогичный период прошлого года (7.2%). Напомним, что по итогам прошлого года потребительская инфляция составила 9% и данный результат был достигнут за счет существенных усилий правительства по контролю за ценами на бензин и роста курса рубля. В текущем же году противостоять повышению мировых цен на продовольственные товары правительству не удастся. Цены на бензин и так практически стабильны – рост всего на 2.3% за девять месяцев против 12.2% годом ранее. Обменный курс рубля до конца года будет стабильным по отношению к бивалютной корзине (эффективность использования данного антиинфляционного инструмента до конца года будет достаточно низка), и отдельные его колебания по отношению к основным мировым валютам будут определяться лишь состоянием мирового рынка.

Таким образом, правительство фактически не имеет рычагов воздействия на инфляцию. Наличные деньги в обращении возросли за первые восемь месяцев года всего 13.8% (17% годом ранее), и ограничение предложения денег не исправит ситуацию. Кроме того, с 1 октября повышен размер пенсий, что, при всей социальной важности данной меры, создает дополнительное давление именно на рынок продовольственных товаров. Бюджетные же расходы в условиях приближающихся выборов будут если не расширяться, то осуществляться точно в срок, и смещение их графика не сможет использоваться в нынешнем году (в прошлом году в декабре было исполнено 19% годового объема бюджетных расходов, и частично рост цен был перенесен на январь). С учетом того, что за первую неделю октября рост ИПЦ достиг 0.5%, наши оценки потребительской инфляции в текущем году составляют 10.0-10.5%.

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



Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Отметим, что перспективы инфляции на следующий год выглядят более оптимистично. Прежде всего, возрастет стоимость денег, что обусловит повышение процентных ставок, в том числе по депозитам населения. Этот фактор будет способствовать увеличению сберегательной активности населения. Далее, возрастет стоимость потребительских кредитов, что несколько ограничит потребительский бум. При этом рост тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства будет на уровне прошлых лет (повышение цен на природный газ и электроэнергию окажет воздействие на предприятия, но для населения будет ограничено). В случае проведения сбалансированной бюджетной политики есть все основания ожидать снижения (пусть и незначительного) инфляции в 2008 г.

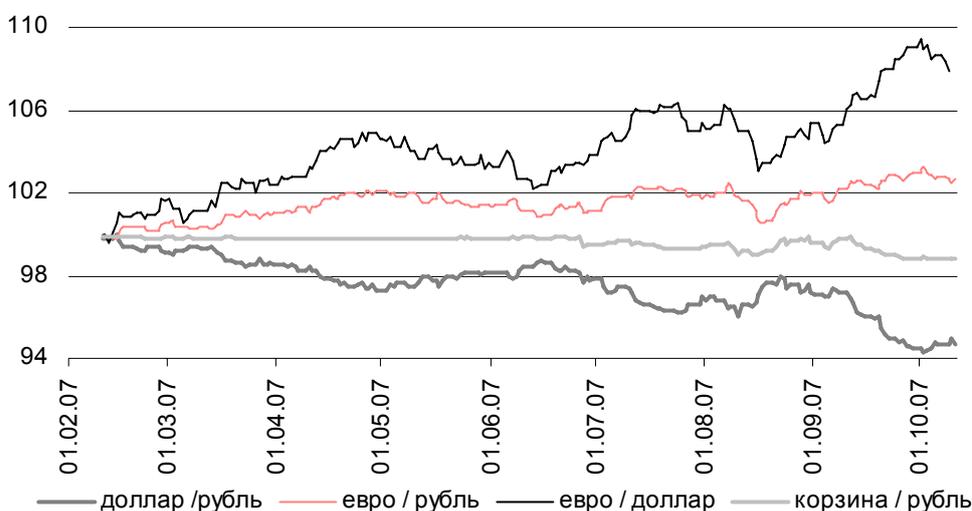
## Обменный курс

Начиная с июля 2007 г. Банк России придерживается более гибкой политики курсообразования (см. предыдущий обзор) – за сентябрь курс рубля по отношению к корзине валют вырос почти на 1%. Процесс укрепления рубля к бивалютной корзине сопровождался падением доллара США по отношению к евро на мировых рынках.

Укрепление рубля к доллару позволило в очередной раз продемонстрировать усилия Банка России по борьбе с инфляцией. Кроме того, эта мера выступила фактором, противодействующим оттоку капитала из российской экономики – доходность по рублевым инструментам в пересчете на иностранную валюту увеличилась. При этом повышение курса евро к рублю потенциально может несколько ограничить рост импорта, поскольку значительная часть российского импорта поступает из стран еврозоны (по данным Федеральной таможенной службы, рост импорта из стран дальнего зарубежья в Россию увеличился за январь-август на 49.8%).

До конца года мы ожидаем определенной коррекции курса доллара по отношению к евро – до уровня 1.35–1.37 долл./евро. Использование обменного курса рубля в антиинфляционных целях в текущем году представляется бессмысленным, тогда как значительный рост импорта можно интерпретировать как реальную угрозу платежному балансу и конкурентоспособности национальной экономики. Дальнейшее укрепление рубля к бивалютной корзине до конца года мы оцениваем не более чем на 0.5%. В этих условиях курс доллара к рублю к концу года будет находиться в диапазоне 25.2 – 25.5 руб./долл.

**Динамика обменных курсов (9 февраля 2007 г.<sup>1</sup> = 100%)**



Источник: ЦБ РФ, ЕЦБ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

## Реальный сектор

*Торможение роста выпуска промышленного производства в августе – холодный душ или сюрпризы статистики?*

По итогам августа российская промышленность увеличила выпуск на 3.8% (год к году), что не только контрастирует с блестящими результатами ее роста в июне–июле, но и является худшим динамическим показателем в 2007 г.

<sup>1</sup> С 9 февраля 2007 г. действует текущая структура бивалютной корзины – операционного ориентира курсовой политики Банка России (0.45 евро и 0.55 доллара США)

Об ускорении роста выпуска можно говорить только в таких видах деятельности, как производство резиновых и пластмассовых изделий, прочих неметаллических минеральных продуктов, электрооборудования, электронного и оптического оборудования. При этом ряд промышленных производств заметно сократили выпуск по сравнению с объемами августа прошлого года (текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и обуви, металлургическое производство, производство машин, транспортных средств и оборудования, прочие производства). Большинство промышленных производств ощутило затормозили свой рост.

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

	Август	Июнь-июль	Июнь-август	Апрель-май
<b>Индекс промышленного производства</b>	<b>3.8</b>	<b>9.4</b>	<b>7.5</b>	<b>5.9</b>
Добыча полезных ископаемых	0.5	1.6	1.2	2.0
Обрабатывающие производства	5.5	14.1	11.1	8.4
<i>Производства потребительского спроса</i>	<i>3.5</i>	<i>6.1</i>	<i>5.2</i>	<i>9.3</i>
Производство пищевых продуктов	3.4	6.6	5.5	9.4
Текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и обуви	-4.8	-0.8	-2.2	6.6
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	9.5	9.2	9.3	6.1
Прочие производства	2.3	4.6	3.8	14.1
<i>Производства инвестиционного спроса</i>	<i>9.5</i>	<i>25.9</i>	<i>20.3</i>	<i>12.0</i>
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	12.2	9.9	10.7	15.8
Машиностроительный комплекс	9.0	28.6	21.9	11.4
<i>Производства промежуточного спроса</i>	<i>2.1</i>	<i>3.7</i>	<i>3.1</i>	<i>4.8</i>
Обработка древесины и производство изделий из дерева	2.5	2.4	2.4	9.3
Производство кокса, нефтепродуктов	1.9	4.3	3.5	1.5
Химическое производство	5.3	8.5	7.4	7.5
Производство резиновых и пластмассовых изделий	26.7	22.0	23.6	23.4
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	-1.2	0.2	-0.2	2.8
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	2.2	3.1	2.8	-0.2

Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Тотальное ухудшение динамических показателей подавляющего большинства промышленных производств, еще месяц назад демонстрировавших неплохие темпы роста, заставляет более осторожно подходить к интерпретации данных официальной статистики. Напрямую из них следует только то, что они безупречно вписываются в канву текущей политической ситуации в России, подтверждая цифрами замедление роста отечественной промышленности как базы роста национальной экономики в целом и необходимость придания им нового импульса, оставляя вместе с тем возможность статистического рывка в канун выборов.

По нашему мнению, пока преждевременно драматизировать масштаб замедления роста промышленного выпуска и расценивать августовские данные как переломную точку в его динамике. Более продуктивным может являться объяснение этого явления исходя из эффекта базы (август 2006 г. локально был самым успешным за период с июня по декабрь 2006 г., что несколько обесценивает результаты роста промышленности в августе 2007 г. – год к году). Кроме того, показатели августа текущего года могут рассматриваться как своего рода коррекция почти неправдоподобно успешной динамики выпуска промышленности в июне-июле и просто фиксировать выход промышленности на уровень очень

неплохих темпов роста выпуска (порядка 7.5% – год к году). Наконец, сентябрьские данные также могут существенным образом скорректировать общую картину динамики выпуска российской промышленности.

На наш взгляд, несмотря на шокирующие формальные итоги августа, гораздо большую озабоченность должны вызывать не они, а структура роста промышленности. Показатели динамики выпуска промышленных производств в истекшем месяце подтверждают наши предположения и опасения, высказанные ранее:

- Добывающие производства продолжают снижать и до того низкие темпы роста (0.5% в августе после 1.2% в июле и 2.0% в апреле-июне), во все большей степени тормозя рост промышленности в целом. Переход к стагнации (0.3% в августе после 1.7% в апреле-июле) все более оговариваемой добычи топливно-энергетических полезных ископаемых не смогла предотвратить даже улучшавшаяся мировая конъюнктура цен на энергоносители.
- Обрабатывающие производства, ориентированные на потребительский спрос, действительно снижают темпы роста. Даже не фиксируя как окончательный масштаб снижения темпов роста их выпуска (3.5% в августе после 6.1% в июне-июле и 9.3% в апреле-мае), приходится констатировать факт формирования этой тенденции и вовлеченность в процесс торможения роста выпуска всех основных производств, ориентированных на потребительский спрос (производства пищевых продуктов, текстильного и швейного, кожевенного и обувного, товаров народного потребления).
- Обрабатывающие производства промежуточного спроса демонстрируют низкие и продолжающиеся снижаться темпы роста, что связано с прекращением роста выпуска в металлургии и падением темпов роста в производстве кокса и нефтепродуктов.
- Обрабатывающие производства инвестиционного спроса превращаются в единственный сегмент промышленности, растущий стабильно высокими темпами. Ухудшение его динамических показателей в августе (9.5% – год к году, т.е. до уровня, который может оцениваться как неплохой в контексте общей динамики промышленности) связано с динамикой выпуска машин и оборудования, и, на фоне роста выпуска этих производств в предшествующие месяцы, не рассматривается нами как знаковое.

Резюмируя, отметим, что в августе итоги динамики промышленного производства оказались безрадостными, но не в силу формально резкого торможения роста выпуска (что, возможно, будет скорректировано уже в ближайшие месяцы), а в связи с фиксацией новой модели роста российской промышленности. Из трех двигателей ее роста – улучшения мировой конъюнктуры цен на экспортируемые энергоносители, расширения потребительского спроса и инвестиционного спроса – первый сознательно отключен государством, а второй стимулирует увеличение выпуска соответствующих производств во все меньшей степени. Рост промышленности все больше локализуется в секторе обрабатывающих производств инвестиционного спроса.

Такая модель не только обуславливает заведомо более низкие темпы роста российской промышленности, чем в случае сохранения баланса указанных факторов роста, – она предполагает воспроизводство несбалансированной (или, как минимум, неоптимальной) структуры промышленного производства и в среднесрочном периоде является более рискованной с точки зрения задачи достижения устойчивых темпов роста промышленности и экономики в целом.

*Цены производителей промышленной продукции:  
возобновление роста после июльской паузы*

В августе цены производителей промышленной продукции повысились на 2.1%, возобновив рост после короткой июльской паузы, во время которой цены увеличились на 0.7%.

Базовыми компонентами повышения цен в промышленности остаются постепенно ускоряющие свой рост цены производителей продукции инвестиционного и потребительского спроса (при замедлении роста цен на продукцию промежуточного спроса) и возобновление тенденции к повышению цен в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды. Помимо перечисленных фоновых факторов, задающих общий вектор динамики цен на российскую промышленную продукцию, решающим компонентом, определяющим «рывкообразную» динамику цен в промышленности в целом, является увеличение цен в добыче полезных ископаемых.

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

	Среднемесячный прирост			Январь-август	
	Август 2007 г.	Июнь- июль 2007 г.	Апрель- май 2007 г.	2007 г.	2006 г.
<b>Индекс цен производителей промышленной продукции – всего</b>	<b>2.1</b>	<b>1.6</b>	<b>4.9</b>	<b>17.7</b>	<b>13.7</b>
Добыча полезных ископаемых	5.5	3.3	13.2	40.1	22.2
в том числе топливно-энергетических	5.9	3.6	14.9	44.9	22.3
Обрабатывающие производства	0.8	1.3	2.9	10.4	11.6
производства потребительского спроса	1.6	1.5	0.7	8.5	6.4
производства промежуточного спроса	1.7	1.5	1.4	11.0	9.1
производства инвестиционного спроса	-0.2	0.8	3.9	9.8	17.6
в том числе производство нефтепродуктов	3.0	1.2	10.1	18.4	26.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0.6	0.1	0.3	15.2	10.1
<i>Справочно:</i>					
Потребительские цены	0.1	0.9	0.6	6.7	7.1
Цена нефти Urals, долл./барр	9.0	3.2	9.3	34.4	33.0

*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, Банк Москвы.

Так, ускорение роста цен на промышленную продукцию в августе явилось в первую очередь следствием повышения цен на энергоносители (в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых и производстве нефтепродуктов), а также в обеспечивающих производствах (производстве и распределении электроэнергии, газа и воды).

Важно, что постепенное усиление темпов роста цен производителей производств потребительского и инвестиционного спроса в последние месяцы является весьма неоднородным, характеризуя масштабы маневра, которым эти производства располагают для оживления или продолжения роста выпуска.

Так, в *производствах инвестиционного спроса* указанная динамика обеспечена главным образом производством неметаллических минеральных продуктов (строительных материалов) – наиболее благополучным в настоящее время производством, лидером как в динамике выпуска, так и в росте цен на производимую продукцию. Далее, на протяжении последнего года стабильные темпы повышения цен демонстрирует производство машин и оборудования, транспортных средств и оборудования, что, с учетом фактического прогресса их выпуска, дает основания оценивать перспективы их роста как достаточно высокие. Наконец, в производстве электрооборудования, электронного и оптического оборудования увеличение цен производителей замедляется – в значительной степени в связи с эффектом базы и не является негативным сигналом с точки зрения дальнейшего наращивания выпуска этого оборудования. Таким образом, в краткосрочной перспективе в случае инерционного сценария перспективы роста обрабатывающих производств инвестиционного спроса являются весьма позитивными.

В *производствах потребительского спроса* ускорение роста цен производителей обусловлено преимущественно повышением цен на продукцию в производстве пищевых продуктов, целлюлозно-бумажном производстве и издательской и полиграфической деятельности. В то же время в производствах текстильном и швейном, кожевенном и обувном, товаров народного потребления рост цен производителей в последние месяцы резко замедлился.

С учетом динамики выпуска наиболее благополучным является целлюлозно-бумажное производство, издательская и полиграфическая деятельность; спрос на продукцию этого производства позволяет ему одновременно ускорять рост и выпуска, и цен на производимую продукцию. Замедление роста производства пищевых продуктов при увеличении темпов повышения цен на нее означает наличие возможности оживления динамики выпуска этой продукции при некотором уменьшении ценовых appetитов производителей.

Наконец, одновременное замедление роста выпуска и цен производителей в производствах текстильном и швейном, кожевенном и обувном, товаров народного потребления свидетельствует о практическом исчерпании в них ресурсов роста, предоставленных им расширяющимся потребительским спросом. С большой вероятностью, в случае инерционного сценария эти производства будут отодвинуты на периферию промышленного роста, и оживление их динамики станет возможным только в результате значительных инвестиций в них и организации выпуска конкурентоспособной продукции.

*Финансовые итоги: прибыль экономики все больше зависит от прибыли обрабатывающих производств*

Прибыль, заработанная российскими предприятиями в июле 2007 г., составила 388 млрд. руб. (309 млрд. руб. годом ранее). Прибыль продолжает расти относительно прошлогодних номиналов, но темпы ее роста в июле заметно снизились по сравнению со вторым кварталом (1.26 и 1.36 раза соответственно). Главными причинами подобной динамики являются снижение темпов роста прибыли в строительстве и операциях с недвижимым имуществом и сокращение прибыли в торговле и ремонте.

Вместе с тем прибыль промышленных производств в июле продолжила свой рост с теми же высокими темпами, которые отмечались и в весьма удачном втором квартале 2007 г. (1.37 раза). Еще более важно, что исключительно высокие темпы роста прибыли сохранили обрабатывающие производства: в течение последнего полугодия их прибыль превышает соответствующие прошлогодние номиналы в полтора раза.

Доля промышленности в прибыли российской экономики продолжает увеличиваться (61% в апреле–июле 2007 г. против 59% годом ранее), и главным фактором этой тенденции является именно упрочение позиций обрабатывающих производств, которыми в апреле–июле текущего года было заработано 40% прибыли российской экономики (соответствующее прошлогоднее значение – 36%).

Кроме того, рост финансовой полезности промышленных производств с точки зрения прибыли экономики в целом обусловлен не только увеличением ими выпуска продукции, но и повышением их рентабельности: по итогам июля 2007 г. рентабельность промышленного производства составила 15.1%, что хоть и ниже итогов второго квартала, но заметно превышает соответствующие показатели прошлого года (14.6% в апреле–июле 2006 г.).

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

	Рентабельность			Доля в прибыли экономики	
	Июль 2007 г.	Апрель-июль 2007 г.	Апрель-июль 2006 г.	Апрель-июль 2007 г.	Апрель-июль 2006 г.
<b>Промышленное производство в целом</b>	<b>15.1</b>	<b>16.3</b>	<b>14.6</b>	<b>61</b>	<b>59</b>
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	20.4	22.9	22.2	18	20
Добыча прочих полезных ископаемых	29.1	27.9	27.7	3	3
Обрабатывающие производства	14.8	15.8	13.3	40	36
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-3.1	1.7	3.1	1	1

*Примечание.* Рентабельность рассчитана как отношение сальдированного финансового результата к стоимости отгруженных товаров.

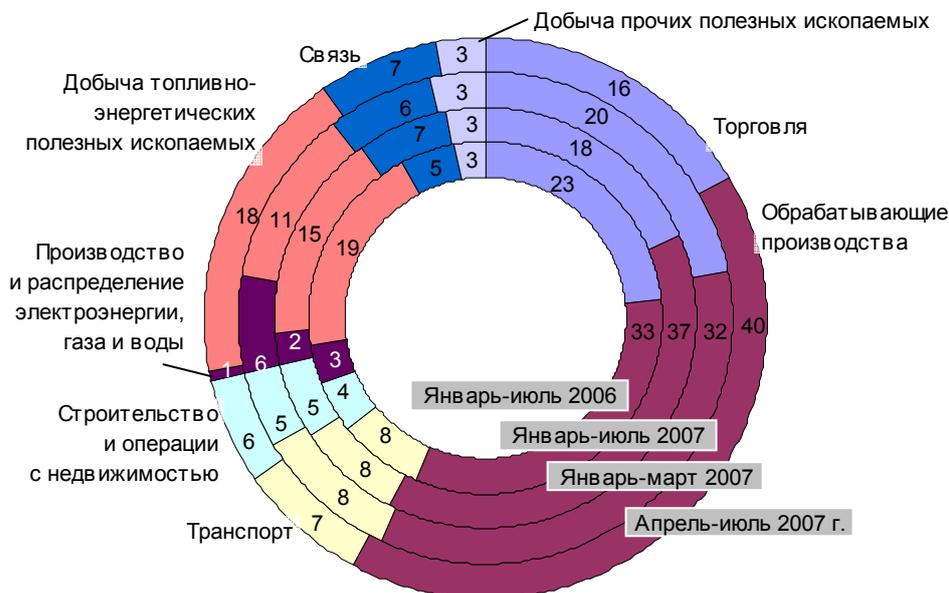
*Источник:* Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Рост рентабельности промышленного производства в последние месяцы почти исключительно обусловлен динамикой этого показателя в обрабатывающем секторе. В то время как рентабельность добывающих производств относительно высоких прошлогодних значений изменилась незначительно, а производства и распределения электроэнергии, газа и воды – снизилась, рост рентабельности обрабатывающего сектора с 13.3 до 15.8% (за апрель–июль 2006 г. и 2007 г. соответственно) стал главным фактором улучшения соответствующего показателя российского промышленного производства в целом.

Рост выпуска обрабатывающих производств и их рентабельности происходит при явном ухудшении финансовых результатов торговли: прибыль соответствующих предприятий снижается уже не только в реальном выражении, но и в номинально (48.4 млрд. руб. в июле 2007 г. против 62.7 млрд. руб. годом ранее).

Таким образом, обрабатывающие производства располагают все увеличивающимся потенциалом роста, признаками чего являются увеличение их прибыли и повышение рентабельности. С другой стороны, одновременное снижение прибыли торговли, во-первых, может свидетельствовать о заинтересованности внутреннего рынка в отечественной продукции и, во-вторых, являться следствием реорганизации финансовых потоков, которые ранее аккумулировали большую часть прибыли в торгово-посреднических структурах, а ныне ориентированы на ее концентрацию непосредственно в производственных единицах холдингов и в других торгово-промышленных группах, что также может являться обнадеживающим сигналом с точки зрения перспектив российской промышленности.

**Структура прибыли предприятий российской экономики\* в январе-июле 2006 и 2007 гг., в %**



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

Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

**Банковская система**

Развитие банковской системы России постепенно выходит на траекторию умеренного роста. Активы в августе увеличились на 2.8%, что практически соответствует среднемесячным показателям прошлого года. Однако темпы роста кредитования реального сектора экономики сохраняются на высоком уровне – в августе они составили 4.3%. Розничное кредитование, пребывавшее в течение предшествующих месяцев в области пониженных темпов, в августе продемонстрировало максимальный уровень прироста с начала года – 5.0%. Таким образом, падение темпов роста банковских активов произошло вследствие снижения в них ликвидной составляющей и вложений в ценные бумаги. Важно отметить именно уменьшение роли рыночных инструментов, что обуславливает пропорциональный рост рисков в банковской системе.

**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	09.07
<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>	<b>17959</b>
Наличные деньги и драгметаллы	2.8	2.7	2.6	1.8	1.9	1.7	1.8	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	7.5
Межбанковские операции	6.2	6.3	5.8	5.4	5.2	4.6	5.3	5.3	5.3
Иностранные активы	7.8	9.1	9.9	11.5	9.3	8.3	8.4	8.0	8.7
Население	8.7	12.1	14.7	14.4	14.7	14.3	14.9	15.3	15.7
Корпоративный сектор	49.8	47.0	45.3	44.8	45.0	43.6	45.0	46.0	46.6
Государство	8.0	6.6	5.2	5.0	4.9	4.8	4.7	4.8	4.6
Имущество	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	2.2	2.3	2.3	2.3

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Очевидным (и ожидавшимся) последствием нестабильности на мировых рынках стало увеличение стоимости для национальной банковской системы практически всех видов ресурсов при одновременном сжатии доступных источников фондирования. В августе замедлился рост ключевого для банков источника ресурсов – внешних займов: если весной и в июне-июле 2007 г. средний темп роста иностранных пассивов банков составлял 5.1%, то августе он упал уже до 3.8%. При этом с середины июля не было проведено ни одного размещения российскими банками еврооблигаций, и, таким образом, рыночный канал привлечения средств нерезидентов оказался перекрыт.

**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	09.07
<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>	<b>17959</b>
Собственные средства	17.1	16.3	15.2	15.9	15.8	16.1	16.2	16.4	16.4
Кредиты Банка России	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Межбанковские операции	4.2	4.0	3.4	3.3	3.3	2.8	3.1	3.2	3.2
Иностранные пассивы	9.9	12.8	16.1	15.3	15.4	15.3	16.1	16.5	16.7
Средства физических лиц	28.4	28.9	27.6	26.3	26.6	25.3	25.9	26.0	29.9
Средства предприятий и организаций	23.7	24.0	24.0	24.9	24.7	26.6	25.1	24.0	24
Счета и депозиты органов государственного управления и местных органов власти	2.9	2.0	2.2	2.6	2.6	2.7	2.4	2.7	2.9
Выпущенные ценные бумаги	9.0	7.6	7.2	6.4	6.0	5.7	5.8	5.7	5.5

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Ликвидность банковской системы в августе продолжала быстро снижаться. И хотя во многом это снижение (как и в предыдущие два месяца) было связано с операциями крупнейших госбанков, ликвидность прочих кредитных организаций также подошла к наиболее низкому уровню за последние несколько лет. Отношение ликвидных активов к клиентским счетам и депозитам по этому сегменту банковской системы к 1 сентября 2007 г. опустилось до 15.5% – до сопоставимых уровней ликвидность снижалась лишь в конце октября 2006 г. и в феврале 2007 г.

Ситуация с ликвидностью в истекшем месяце усугубилась не только оттоком внешних ресурсов, но и значительным ростом вложений в иностранные активы. Так, только у Газпромбанка средства, размещенные у нерезидентов (преимущественно в краткосрочных межбанковских кредитах), выросли в августе на 4.5 млрд. долл. В целом по банковской системе иностранные активы увеличились за месяц на 6.7 млрд. долл. Вполне логичное объяснение этому – выросшие процентные ставки на мировом финансовом рынке наряду с более низкими рисками. В конце августа – начале сентября ставка LIBOR по однодневным долларovým кредитам держалась на рекордных уровнях, превышающих 5.5% годовых.

В ближайшие месяцы сохранятся как дефицит ликвидности, так и недостаточность источников фондирования. Нехватка ликвидности будет несколько смягчена оперативным решением Банка России о временном (с 11 октября 2007 г. по 14 января 2008 г.) снижении нормативов отчисления в ФОР: нормативы обязательных резервов снижены на 1 процентный пункт – до 3.0% по рублевым счетам физических лиц и до 3.5% по прочим обязательствам. Данная мера позволит банкам высвободить до 90 млрд. руб. – это в три раза меньше максимального объема операций прямого РЕПО, достигнутого в конце августа, но превышает

объем текущих операций. В первой декаде октября ежедневный объем операций прямого РЕПО находился в пределах 50–75 млрд. руб.

О дешевизне практически всех видов привлеченных средств придется забыть на неопределенный срок. В целях стимулирования притока сбережения населения большинство крупнейших банков в сентябре уже повысили депозитные ставки на 0.5–1.0 процентного пункта. Стоимость же размещения банковских облигаций на внутреннем рынке увеличилась на 2–4 процентных пункта.

В целом мы ожидаем замедления развития банковской системы – по крайней мере, до конца текущего года. В сентябре-декабре среднемесячные темпы роста активов банковской системы не превысят 2%, в результате за год они составят около 40%.

**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	10.0	7.8	7.2	6.8
Инфляция (среднегодовая), %	11.0	12.5	9.8	8.8	8.8	7.5	7.0
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	10.6	8.3	7.8	9.0	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	5.5	2.1	0.2	-2.9
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	0.7	41.7	50.0	52.1	48.9	55.0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	430	534	601	608
<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.