

В «тихой гавани» – штормовое предупреждение

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Перспективы
экономического роста
Денежное предложение
Инфляция
Реальный сектор
Банковская система

Банк Москвы

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

www.mmbank.ru

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Ведев Алексей
Директор ЦСИ Банка Москвы

Vedev_AL@mmbank.ru



Мировую финансовую систему «штормит». Большинство экспертов сходятся во мнении, что оценить масштабы потерь крупнейших банков от кризиса пока затруднительно, но очевидно, что они достаточно велики. Во всяком случае, резкие колебания цен на мировых финансовых рынках позволяют предположить, что в текущем году не раз будут пересматриваться инвестиционные приоритеты и направления движения капиталов.

Большинство прогнозов указывают на снижение темпов роста мировой экономики и, в частности, США как крупнейшего ее участника. На фоне этих оценок фундаментальные экономические показатели России выглядят более чем благополучно. Последние оценки роста национальной экономики в 2007 г. увеличены до 8.1% ВВП, 6.4% промышленного производства, 21.5% инвестиций в основной капитал. Подобная картина дает представителям правительства основания постоянно характеризовать Россию как «тихую гавань» для международного капитала, открывая тем самым двери для иностранных инвестиций.

Однако представляется, что на пути к российской версии «тихой гавани» правительству предстоит решить немало проблем.

Первое: в последние шесть месяцев Россия столкнулась с проблемой ускорения инфляции. При этом даже ожидания ее снижения пока настолько неутешительны, что правительство идет на административное регулирование ряда цен, подчеркивая тем самым как свое бессилие в области использования рыночных мер, так и отсутствие справедливой конкуренции на товарных рынках. И лишь дополнительным фактором в правительственном пакете антиинфляционных мер выступает снижение монетарного компонента инфляции (т.е. темпов роста денежной массы). Здесь уместно напомнить, что в первой половине 2007 г. в Россию поступило лишь 70 млрд. долл. внешних инвестиций, в результате чего в «тихой гавани» немедленно возникли затруднения с регулированием денежного предложения и валютного курса рубля, а большинство процентных ставок оказалось ниже уровня инфляции.

Второе: сохраняющиеся проблемы с ликвидностью в банковской системе. Структура активов российской банковской системы формально свидетельствует об отсутствии данных проблем, однако колебания процентных ставок на межбанковском рынке указывают на значительные структурные дисбалансы – не испытывают проблем с ликвидностью государственные банки и, пока, иностранные «дочки», тогда как частный сектор регулярно сталкивается с серьезными затруднениями в этой сфере. Здесь решение проблем с ликвидностью и расширением рефинансирования входит в серьезное противоречие с борьбой с инфляцией, но стимулируется усилением рисков и стремлением поддержать экономический рост.

Третье: поддержание текущей модели экономического роста, основанной на расширении внутреннего спроса (в том числе и инвестиционного). Данное расширение в последние годы обеспечивалось двумя факторами – положительным торговым балансом и притоком иностранного капитала, позволявшим увеличивать объемы банковского кредитования. Сохранение здесь status quo зависит как от внешней конъюнктуры, так и от действий правительства и Банка России (в области налоговой политики, валютного курса, рефинансирования); если приток иностранного капитала сократится, то, при прочих равных, снизятся и темпы роста банковского кредитования и экономики в целом.

Таким образом, хотя российская экономика, в том числе банковская система и финансовые рынки, поступательно развивается, но, как и для любого растущего организма, для национальных финансов опасны шоки. Ускорение роста только за счет «внешних» средств неизбежно вызовет негативную реакцию в виде структурных диспропорций, ускорения повышения цен и усиления рисков. И именно для растущей экономики важны адекватные управляющие воздействия денежных властей, направленные на поддержание стабильности, сбалансированного роста и снижение рисков.

Перспективы экономического роста

Опубликованные Росстатом в конце января 2008 г. высокие оценки реального роста ВВП за прошедший год на 8.1% обусловили (помимо естественной и достаточно эмоциональной реакции независимых экономистов, сомневающих в подобном результате с учетом высокой инфляции) необходимость принципиального пересмотра среднесрочных прогнозов. Прежде всего пересмотру подлежит среднесрочный прогноз развития экономики России, подготовленный МЭРТ. Одновременно основательной ревизии должны подвергнуться трехлетний бюджетный план (Министерство финансов РФ) и денежная программа (Банк России).

Пока же субъекты хозяйственной деятельности и аналитическое сообщество довольствуются лишь качественными оценками (о факторах инфляции и ответственности за ее ускорение, ожидаемых темпах экономического роста и их соответствии структурной сбалансированности и проч.) и «протоколами о намерениях» представителей правительства РФ и Банка России. Намерения высказываются различные – от ужесточения денежной политики и задействования максимального административного ресурса для контроля за ростом цен до сохранения стабильности банковской системы и успешного разрешения кризиса ликвидности любой ценой, главным образом за счет предоставления банковской системе государственных ресурсов. Задачи эти весьма противоречивы, но выбор направлений их решения может принципиальным образом изменить траекторию экономического роста.

Одновременно отметим, что «несколько неожиданно высокие» статистические показатели российской экономики за 2007 год не меняют качественной характеристики структуры ее роста – как в последние годы, так и в среднесрочной перспективе.

В 2008 г. позитивная динамика российской экономики в целом сохранится – реальный прирост ВВП может достичь 7%, при этом его номинальный объем составит порядка 40 трлн. руб. Фундаментальной основой для этого послужит сохранение мировых цен на сырье на высоком уровне, что обеспечит «подушку безопасности» – положительное сальдо внешней торговли, стабильность национальной валюты и потенциально положительный нетто-приток иностранного капитала. Суммарно положительное финансовое сальдо России с внешним миром предопределяет рост доходов государственного бюджета, населения и предприятий.

Принципиальным вопросом здесь является возможность сохранения действующей модели экономического роста и – что, вероятно, еще более важно – придания ей иного качества, предопределенного ростом инвестиционным. Опубликованные недавно Всемирным банком результаты глобальных сопоставлений на основе паритетов покупательной способности валют (ППС) свидетельствуют о том, что в пересчете в доллары США по ППС доля валового накопления в российском ВВП не превышает 12%, тогда как в США она составляет около 20%, в Японии – более 22%, в Китае – около 40%. Очевидно, что переход к иному качеству роста российской экономики требует изменения количественных и качественных характеристик инвестиционной активности.

Прирост ВВП и внутреннего спроса, в % к предыдущему году

| | 2001 г. | 2002 г. | 2003 г. | 2004 г. | 2005 г. | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г. (прогноз) |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|----------------------|
| Прирост ВВП | 5.1 | 4.7 | 7.3 | 7.2 | 6.4 | 7.4 | 8.1 | 7.0 |
| за счет прироста производства товаров и услуг на внутренний рынок | 3.2 | 0.9 | 2.9 | 3.1 | 4.2 | 4.8 | 5.6 | 4.9 |
| за счет прироста производства товаров и услуг на экспорт | 1.9 | 3.8 | 4.4 | 4.1 | 2.2 | 2.6 | 2.5 | 2.1 |
| Прирост внутреннего спроса | 9.7 | 5.1 | 8.1 | 9.7 | 8.9 | 11.0 | 13.8 | 10.8 |
| <i>обусловленный:</i> | | | | | | | | |
| расходами на конечное потребление домашних хозяйств | 5.4 | 4.7 | 4.3 | 6.8 | 6.7 | 6.5 | 7.3 | 5.3 |
| валовым накоплением основного капитала | 2.2 | 0.6 | 2.6 | 2.6 | 2.2 | 3.6 | 4.4 | 3.5 |
| <i>обеспеченный:</i> | | | | | | | | |
| приростом производства товаров и услуг на внутренний рынок | 4.1 | 1.0 | 3.2 | 3.4 | 4.7 | 5.6 | 6.4 | 5.3 |
| приростом импорта товаров и услуг | 5.6 | 4.0 | 4.8 | 6.3 | 4.2 | 5.4 | 7.4 | 5.5 |

Источник: данные Росстата, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Очевидно также, что вклад населения в рост совокупного внутреннего спроса (оцениваемого как сумма расходов секторов внутренней экономики на конечное потребление и валовое накопление капитала) *сохранит преобладающее значение*. Расширение внутреннего спроса по-прежнему опережает рост производства ВВП. Однако в отличие от предшествующих двух лет интенсивное увеличение импорта в 2007 г. обусловило изменение структуры реального прироста внутреннего спроса на товары и услуги: именно прирост импорта обеспечил большую его часть (54%). В текущем году качественное изменение этого соотношения маловероятно.

Прирост производства ВВП в 2008 г. в большей степени будет ориентирован на внутреннее потребление. Такое положение наблюдается уже на протяжении последних трех лет: темпы увеличения производства товаров и услуг для потребления на внутреннем рынке превышают темпы роста производства для поставки на экспорт. Немаловажное значение в этом соотношении имеет тот факт, что начиная с 2005 г. радикально замедлился рост добычи полезных ископаемых, в первую очередь нефти. Далее, несмотря на то что средний уровень цен на нефть типа Urals повышен в правительственных прогнозах на 2008 г. до 74 долл./барр., фактически подтверждая сохранение высоких цен на сырье, он *никак не указывает на их рост*.

Таким образом, для обеспечения приемлемо высоких темпов экономического роста, с одной стороны, необходимо продолжение расширения внутреннего спроса, чему будут противодействовать возможные проблемы с притоком внешнего капитала в Россию и снижение роста банковского кредитования. С другой стороны, значительная доля расширения внутреннего спроса будет покрываться ускоренным ростом импорта, а спрос на отечественные товары будет формироваться по остаточному принципу.

Денежное предложение

Сегодня Банк России столкнулся с достаточно сложным (и противоречивым) выбором направления денежной политики.

С одной стороны, проблема ускорения роста цен порождает, помимо необходимости выработки конкретных антиинфляционных мероприятий, и дискуссию на вечные темы: кто виноват и что делать. Ряд влиятельных членов правительства напрямую возлагают вину за инфляционный скачок на руководство Банка России – рост цен по итогам 2007 г. фактически на 50% превысил плановые показатели, а цены производителей вообще повысились на «запредельные» 25.1%. Практически все экономические ведомства сходятся во мнении, что на 54–58% рост цен был обусловлен монетарным компонентом. Это можно интерпретировать как упрек Банку России в отсутствии с его стороны контроля за денежным предложением и приказа о его снижении. Озвучены и конкретные значения прироста денежной массы на 2008 год – не более 23–25% (что, по оценкам МЭРТ, обусловит вклад монетарного фактора в общий рост цен в текущем году на уровне 5%).

С другой стороны, сохраняется проблема недостатка ликвидности в банковской системе. Руководство Банка России признает существование данной проблемы (равно как и сохранение структурных диспропорций в распределении ликвидности между отдельными группами банков), осознает ее опасность и на неофициальных встречах с российскими банкирами посылает им сигналы о возможности ее положительного решения. Но не более того....

«Политический вес» проблемы борьбы с инфляцией сегодня гораздо выше по сравнению с проблемой банковской ликвидности (с учетом того, что последняя затрагивает лишь частные банки). Ужесточение денежной политики уже фактически произошло, хотя, возможно, и не в самой рестриктивной степени – хотя бы потому, что носит пассивный характер. Пассивность денежной политики означает, что процентные ставки уже выросли, ставки по рефинансированию на них повлияют незначительно, а повышение нормы обязательного резервирования лишь еще более усугубит проблемы с ликвидностью в отдельном банковском сегменте.

С точки зрения оценки способов снижения темпов роста денежного предложения и последствий соответствующего воздействия на финансы и экономику в целом важен анализ структуры и каналов эмиссии. В последние годы (начиная с 2000-го) рост денежного предложения определялся увеличением чистых иностранных активов (ЧИА) Банка России. Прочие источники обеспечивали в этот период как раз стерилизацию избыточного предложения денег (чистый внутренний кредит). Данная схема сложилась в силу объективных (положительное сальдо текущих операций платежного баланса) и субъективных (отсутствие рефинансирования банковской системы и расширение внутреннего кредита) причин и отражает ключевую проблему – слабую защиту национальной финансовой системы от колебаний сырьевой конъюнктуры и капитальных притоков. Наиболее яркий пример – первая половина 2007 г., когда действующий стерилизационный механизм обеспечивал защиту национальных финансов от притока нефтедолларов, но был бессилён перед притоком внешних инвестиций; в результате предложение денег резко возросло, создав прямую угрозу ускорения инфляции.

В текущем году схема формирования денежного предложения, основанная на росте ЧИА (валютных резервов), по-видимому, сохранится. С одной стороны, она вполне комфортна для денежных властей в силу своей простоты – нет необходимости оперативно управлять процентными ставками, а избыточный объем валютных поступлений от экспорта стерилизуется налоговыми мерами. С другой стороны, эта схема достаточно опасна, поскольку фактически не поддается регулированию приток капитала. Кроме того, в случае недостаточного роста валютных резервов может возникнуть проблема обеспечения адекватного денежного предложения – при том, что прочие инструменты формирования денежного предложения развиты слабо.

Альтернативные источники денежного предложения – увеличение внутреннего кредита и расширение рефинансирования банков – явно не способны поддержать необходимые темпы роста денежной базы. Для обеспечения «инфляционно безопасных» темпов роста денежной массы (по оценкам МЭРТ, 25–28%) денежная база должна вырасти по крайней мере на 22–24%, или на 1.2–1.3 трлн. руб. Более низкие темпы роста денежной базы приведут не только к излишнему сокращению уровня банковской ликвидности, но и могут сказаться на экономическом развитии России в целом.

Денежная эмиссия и ее основные составляющие

| | 2004 г. | 2005 г. | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г.* | | | |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | | | | | Вариант I | Вариант II | Вариант III | Вариант IV |
| Эмиссия (прирост денежной базы), млрд. руб. | 466.0 | 533.9 | 1208.2 | 1390.3 | 1237.0 | 755.0 | 1214.0 | 1237.0 |
| Темп прироста денежной базы, % | 24.3 | 22.4 | 41.5 | 33.7 | 22.4 | 13.7 | 22.0 | 22.4 |
| Факторы эмиссии, млрд. руб.: | | | | | | | | |
| изменение международных резервов | 1303.4 | 1738.5 | 2921.5 | 3808.4 | 2651.0 | 2169.0 | 2169.0 | 1687.0 |
| изменение валового кредита банкам | 9.5 | 2.3 | 15.3 | 7.2 | 0 | 0 | 100 | 300 |
| изменение валового кредита госорганам | -81.1 | -303.1 | -29.1 | 106.3 | 0 | 0 | 100 | 150 |
| изменение остатков на счетах бюджета и госкорпораций в Банке России и прочие факторы | -765.8 | -903.7 | -1699.6 | -2531.6 | -1414 | -1414 | -1155 | -900 |
| Курс доллара к рублю | 28.8 | 28.3 | 27.2 | 25.6 | 24.1 | 24.1 | 24.1 | 24.1 |
| Основные элементы платежного баланса, млрд. долл. | | | | | | | | |
| Счет текущих операций | 59.5 | 84.4 | 94.3 | 76.6 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| Приток капитала в негосударственный сектор | -9.0 | 1.9 | 42.1 | 82.1 | 70 | 50 | 50 | 30 |
| Капитальные операции госорганов и др. | -5.3 | -24.9 | -28.9 | -9.8 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| Прирост золотовалютных резервов | 45.2 | 61.5 | 107.5 | 148.9 | 110 | 90 | 90 | 70 |

* Варианты формирования денежного предложения в 2008 г.:

I – сохранение значительного притока капитала в нефинансовый сектор (70 млрд. долл.), рост золотовалютных резервов – 110 млрд. долл., прочие инструменты не задействованы;

II – снижение притока капитала в нефинансовый сектор до 50 млрд. долл., прочие инструменты не задействованы;

III – снижение притока капитала в нефинансовый сектор до 50 млрд. долл., расширение рефинансирования и операций с госдолгом;

IV – снижение притока капитала в нефинансовый сектор до 30 млрд. долл., значительное расширение рефинансирования и операций с госдолгом, сокращение бюджетных остатков в Банке России.

Источник: ЦБР, Минфин, ЦСИ Банка Москвы.

Таким образом, в настоящий момент выполнение целевых ориентиров по денежной эмиссии будет зависеть от показателей платежного баланса. Представляется, что с точки зрения борьбы с инфляцией данные ориентиры не являются чрезмерно жесткими. Но даже и их выполнение может быть связано с определенными затруднениями. В частности, для этого необходимо увеличение валютных резервов в текущем году не менее чем на 110 млрд. долл. Достижение таких объемов валютных поступлений в 2008 г. предъявляет известные (на наш взгляд, весьма жесткие) требования к чистому притоку капитала в негосударственный сектор.

В условиях сокращения в 2008 г. сальдо торгового баланса на 20 млрд. долл. (по официальной оценке – по данным МЭРТ), роста выплат инвестиционных доходов и снижения чистых поступлений от других текущих операций в сумме на 10 млрд. долл. (по оценке ЦСИ Банка Москвы) объем чистого притока капитала в Россию в текущем году должен составить около 70 млрд. долл. (в 2007 г. этот показатель достиг 82 млрд. долл.).

При этом необходимо учитывать, что в 2008 г. банки и предприятия должны, по разным оценкам, погасить внешних долгов на сумму до 80 млрд. долл. Это означает, что валовой объем заимствований негосударственного сектора должен составить не менее 150 млрд. долл. Очевидно, что при текущей конъюнктуре мировых финансовых рынков обеспечить такой результат будет гораздо сложнее, чем в прошлом году. Более того, возрастающая стоимость заимствований ведет к увеличению выплат инвестиционных доходов в будущем, еще больше сужая потенциальный объем валютных поступлений, доступных для формирования денежного предложения в среднесрочной перспективе. В результате в текущем году такой стабильный канал денежной эмиссии, как рост валютных резервов, может не только потерять свой инфляционный потенциал, но и оказаться недостаточным для адекватного роста денежного предложения.

Прирост внутреннего госдолга, согласно бюджету на 2008 г., должен составить 370 млрд. руб., при этом значительная часть государственных ценных бумаг будет востребована Пенсионным фондом России и коммерческими банками (в целях расширения залоговой базы для рефинансирования). На операции Банка России, связанные с денежным предложением, придется не более 100–150 млрд. руб.

Потенциальный объем возможного рефинансирования банков значительно больше. Однако Банк России, неоднократно подтверждавший словом и делом свою готовность к краткосрочной поддержке банков, также подчеркивал, что не считает своей функцией предоставление им долгосрочных ресурсов. И хотя потенциальный объем возможного краткосрочного рефинансирования оценивается руководством ЦРБ в 1.4 трлн. руб., этот источник денежного предложения не может считаться устойчивым в долгосрочной перспективе.

Таким образом, выбор Банка России при реализации денежной программы следующий. Желаемый результат (рост денежной базы на 22–24%) достигается при снижении сальдо по текущим операциям до 45 млрд. долл. (76.6 млрд. долл. в 2007 г.) и чистом притоке капитала в негосударственный сектор в размере 70 млрд. долл. (82.1 млрд. долл. в 2007 г.). В случае превышения указанных значений (за счет большего притока внешнего капитала) у денежных властей возникнут проблемы, аналогичные тем, что имели место в первом полугодии 2007 г. В случае же недостижения этих значений (что вполне вероятно в силу нестабильности мировой конъюнктуры и снижения цен на сырье) Банк России будет вынужден увеличить валовой кредит банковскому сектору и/или портфель государственных облигаций, а правительство – разместить часть бюджетных остатков на депозитах в коммерческих банках. На наш взгляд, наиболее вероятными проблемами Банка России в текущем году будут достижение сбалансированности и разумного рефинансирования банковской системы, нежели противостояние притоку внешнего капитала.

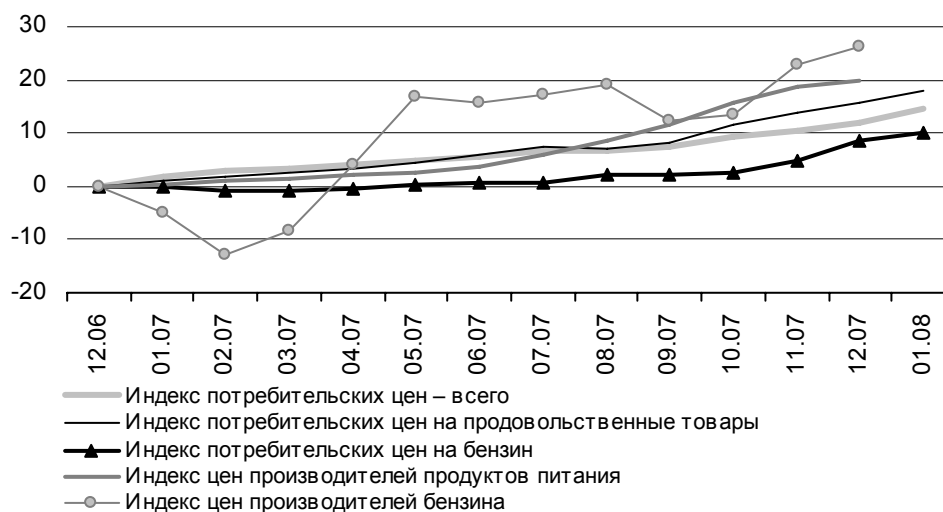
Инфляция

Российская экономика (равно как и персонально члены правительства РФ) в течение последних шести месяцев непосредственно столкнулась с ускорением инфляции, которая создает реальную угрозу и для финансовой стабильности (впрочем, как и для ныне действующего правительства), и для поступательного развития экономики в целом. Проблема состоит не только в том, что правительственные ориентиры по инфляции на 2007 год были превышены на 50% – рост потребительских цен составил 11.9% и вновь превысил психологически важный двузначный уровень. Ситуация усугубляется тем фактом, что рост цен ускорился и фактически вышел из-под контроля денежных властей.

Далее, ускорение роста цен охватило не только и не столько товары длительного пользования (автомобили, жилье и проч.), сколько социально значимые продовольственные товары, подорожание которых сказалось в первую очередь на наиболее малоимущих слоях населения. Кроме того, резко усилились инфляционные ожидания в наиболее системном смысле – начиная от ожиданий роста цен на аналогичные и связанные с ними товары и кончая ожиданиями повышения процентных ставок (как по кредитам, так и депозитам). Наконец – и возможно, это главное – у населения и хозяйствующих субъектов возникло (вероятно, вполне справедливое) ощущение, что правительство не контролирует инфляционные процессы; согласно российским традициям это означает, что все преимущества (у оптовых и розничных торговцев) и потери (у конечных потребителей) должны быть сбалансированы самими участниками рыночных отношений – как в виде увеличения цен, так и роста потребления и снижения нормы сбережений.

Инфляция действительно ускоряется: в январе 2008 г. рост потребительских цен составил 2.3% против 1.7% год назад. Более того, согласно опросу трейдеров (данные приводятся в докладе МЭРТ) ожидается значительный рост цен в первом квартале текущего года. Правительство уже предприняло ряд антиинфляционных мер – как очевидных, так и неоднозначных: среди очевидных – снижение импортных пошлин на ряд продовольственных товаров, из неоднозначных – достижение договоренности с розничными сетями о неповышении цен. Однако очевидные (прописанные в учебниках по макроэкономике) меры не привели к желаемому результату, административные же меры, на наш взгляд, лишь отложили негативный эффект (т.е. создали классический для централизованной экономики эпохи начала рыночных реформ эффект отложенной инфляции).

Прирост потребительских цен и цен производителей продуктов питания, в % к декабрю 2006 г.



Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

В качестве основных опасностей, которые влечет за собой текущее ускорение роста цен, отметим следующие:

- повышение цен на социально значимые товары, представляющее собой прямую угрозу как для социально-политической стабильности в стране, так и для адекватности проводимой бюджетной политики (постоянное провоцирование увеличения бюджетных расходов);
- создание эффекта отложенной инфляции: окончание периода административного контроля очевидно ознаменуется дополнительным ростом цен;
- формирование инфляционного потенциала за счет увеличения цен производителей: фактически двукратное превышение роста цен производителей над ростом потребительских цен обуславливает неизбежность «размена» между падением прибыли и повышением цен – в условиях расширения спроса выбор в пользу ускорения инфляции очевиден;
- сохранение инфляционных ожиданий, связанное с возможным снижением сберегательной активности и доступности кредита; по меньшей мере оно означает сокращение спроса и усиление рисков банковской системы в среднесрочной перспективе;
- неадекватные и опасные действия правительства, направленные на снижение уровня инфляции, к числу которых можно отнести: борьбу с картельными соглашениями, но не формирование конкурентной среды; ужесточение денежной политики, но не решение структурных проблем в банковской системе; пассивность действий в области регулирования притока внешнего капитала; слабое управление налоговыми стимулами и ограничениями.

В качестве очевидных шагов правительства в настоящий момент наиболее целесообразными представляются усиление контроля над конкурентной средой и проведение товарных интервенций. Данные меры помогут, по крайней мере сегодня, решить проблему повышения цен на наиболее социально значимые товары. Одновременно, принимая во внимание существующую модель экономического роста, проблемы на мировых финансовых рынках и потенциально сохраняющуюся нестабильность национальной банковской системы, представляется весьма опасным (с точки зрения сохранения темпов роста на уровне последних двух лет) ужесточение денежной политики.

Реальный сектор

2007 г.: рост российской промышленности ускорился, диспропорции роста усилились

По итогам 2007 г. выпуск российской промышленности увеличился на 6.3%. Ускорение темпов роста промышленного производства (по сравнению с 3.9% в 2006 г.) было обеспечено исключительно за счет растущего инвестиционного спроса. Производства потребительского спроса в 2006–2007 гг. росли стабильными темпами (порядка 6.0% в год). При этом увеличение добычи полезных ископаемых, производства и распределения электроэнергии, газа и воды, а также обрабатывающих производств промежуточного спроса затормозилось.

Прирост выпуска российской промышленности, в % к предыдущему году

| | 2006 г. | 2007 г. | Ускорение прироста, в % | Вклад в ускорение прироста, п.п. |
|---|------------|-------------|-------------------------|----------------------------------|
| Промышленное производство | 3.9 | 6.3 | 2.4 | 2.4 |
| Добыча полезных ископаемых | 2.3 | 1.9 | -0.4 | -0.1 |
| Обрабатывающие производства | 4.4 | 9.3 | 4.9 | 3.2 |
| <i>Производства инвестиционного спроса</i> | <i>2.1</i> | <i>16.1</i> | <i>14.0</i> | <i>3.9</i> |
| в том числе: | | | | |
| продукция машиностроительного комплекса | 1.1 | 16.2 | 15.0 | 3.9 |
| прочие неметаллические минеральные продукты | 10.8 | 10.8 | 0.0 | 0.0 |
| <i>Производства промежуточного спроса</i> | <i>6.1</i> | <i>4.7</i> | <i>-1.5</i> | <i>-0.7</i> |
| в том числе: | | | | |
| кокс и нефтепродукты | 6.1 | 2.7 | -3.4 | -0.1 |
| продукция металлургического комплекса | 8.8 | 2.0 | -6.8 | -1.2 |
| другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий) | 3.4 | 9.0 | 5.6 | 0.6 |
| <i>Производства потребительского спроса</i> | <i>6.0</i> | <i>5.9</i> | <i>-0.1</i> | <i>0.0</i> |
| в том числе: | | | | |
| пищевые продукты | 5.4 | 6.1 | 0.7 | 0.1 |
| текстиль, одежда, кожа, обувь | 8.7 | -0.3 | -9.0 | -0.2 |
| продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность | 6.4 | 9.0 | 2.6 | 0.1 |
| другая продукция конечного спроса | 7.2 | 5.1 | -2.1 | -0.1 |
| Производство и распределение электроэнергии, газа и воды | 4.2 | -0.2 | -4.4 | -0.7 |

Примечание. Обрабатывающие 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.

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

Обрабатывающие 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, ЦСИ Банк Москвы.

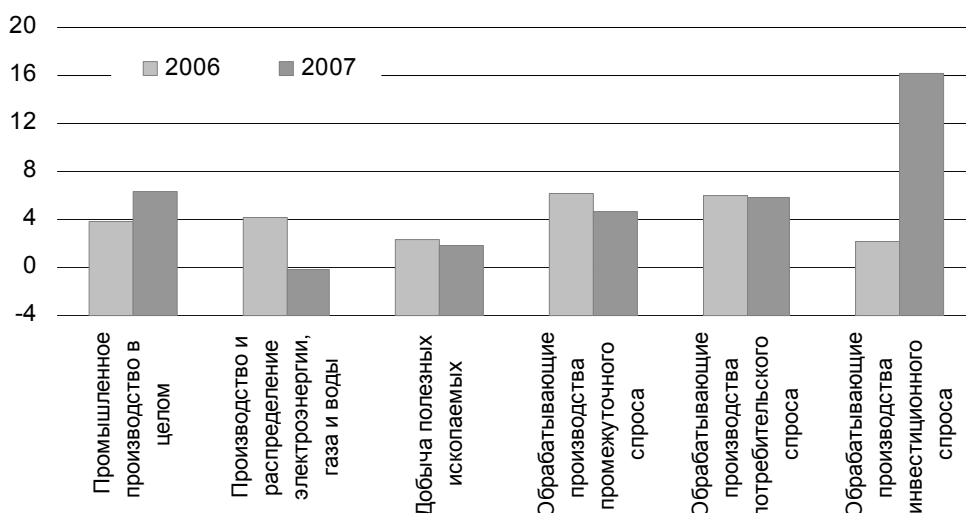
Ускорение роста российской промышленности в 2007 г. на 2.4 п.п. (до 6.3%) обеспечили:

- машиностроительный комплекс, 16.2%-ный рост которого обусловил ускорение роста промышленности в целом на 3.9%;
- производство пищевых продуктов (вклад в ускорение роста промышленности – 0.1 п.п.);
- целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность (вклад в ускорение роста промышленности – 0.1 п.п.);
- ряд производств промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий), вклад которых в итоговый промышленный индекс составил порядка 0.6 п.п.

Таким образом, в случае сохранения в 2007 г. остальными промышленными производствами темпов роста, зафиксированных в 2006 г., рост выпуска промышленности в целом ускорился бы в прошлом году на 4.7 п.п. и составил 8.6%.

Однако половину этого ускорения погасила снижающаяся динамика роста базовых промышленных производств – добычи полезных ископаемых, производства кокса и нефтепродуктов, металлургического производства, а также производства и распределения электроэнергии, газа и воды. По итогам года в этих крупнейших промышленных производствах были зафиксированы более чем умеренные темпы роста (1.9–2.7% в добыче, металлургии и производстве кокса и нефтепродуктов) или фактическая стагнация выпуска (производство и распределение электроэнергии, газа и воды).

Прирост выпуска российской промышленности, % к предыдущему году



Примечание. Обрабатывающие 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.

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

Обрабатывающие 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, ЦСИ Банк Москвы.

Существенной негативной характеристикой ускорившегося роста промышленности в 2007 г. стала *разбалансировка и заметное усиление диспропорций* российской промышленности. Если в 2006 г. рост основных групп промышленных производств (добычи, обрабатывающих производств потребительского, промежуточного и инвестиционного спроса, производства и распределения электроэнергии, газа и воды) находился в границах 2.1–6.1%, то в 2007 г. структура роста промышленности заметно изменилась. Налицо два аутсайдера по темпам роста – добыча полезных ископаемых и производство и распределение электроэнергии, газа и воды (энергетические промышленные производства), демонстрирующие динамику, близкую к стагнационной. Напротив, успехи российской промышленности в 2007 г. связаны с рывком производств инвестиционного спроса, темпы роста которых кратно превышают среднепромышленные.

Эти качественные изменения (увеличение диспропорций) в 2007 г., на наш взгляд, являются не менее существенной характеристикой роста российской промышленности, чем формальное количественное ускорение. Прежде всего структурные изменения формируют вектор и фактически ограничивают перспективы динамики промышленности в дальнейшем. Кроме того, официальные результаты роста выпуска в 2007 г., по нашему мнению, оказались несколько завышены в силу следующего обстоятельства. Мы считаем, что значимой особенностью роста промышленности в 2007 г. стал *климатический фактор*, добавивший несколько бонусных пунктов к итоговому индексу роста. Напомним, что вторая половина января и две первые недели февраля 2006 г. оказались настолько холодными, что в связи с мощностными лимитами электроэнергетики работа большого количества предприятий в этот период была ограничена. Следствиями этого явились резкое сокращение выпуска промышленности в январе–феврале 2006 г. и, соответственно, чрезвычайно узкая база для оценки результатов промышленного производства за два первых месяца 2007 г.

Таким образом, итоговые показатели 2007 г. не только учитывают рост выпуска промышленности, связанный со штатными экономическими процессами, но и включают в себя и «бонусные» пункты роста, обусловленные локальным резким ростом выпуска в начале года (в частности, по итогам января–февраля прирост выпуска промышленности составил 8.6%, а обрабатывающих производств – 15.7% – год к году).

По нашим оценкам, за 2007 г. для промышленности в целом этот бонус составил примерно 0.2 п.п. Вместе с тем для ряда производств эффект, оказанный климатическим фактором, был весьма значительным, и поправка на него существенно корректирует трактовку динамики их роста. Так, с поправкой на эффект низкой базы (январь–февраль 2006 г.) производство продукции потребительского спроса в 2007 г. росло существенно медленнее – с темпом порядка 5.3% за год (5.9% по данным статистики).

Итак, со снятым влиянием климатического фактора динамика промышленности в 2007 г. выглядит следующим образом.

- выпуск промышленности в целом увеличился на 6.1%, ускорив рост по сравнению с 2006 г. примерно на 2.0 п.п. (статистические данные – 6.3 и 2.4 п.п. соответственно);
- рост в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды и добыче полезных ископаемых был минимальным – порядка 1.1–1.7%, что ниже умеренных 2.5–2.9% годом ранее;
- темпы роста в производствах промежуточного спроса снизились до 4.5% – почти в полтора раза относительно темпов 2006 г.;
- производства потребительского спроса затормозили рост до 5.3% (6.6% в 2006 г.), и это наиболее драматичное расхождение между официальными и скорректированными на климатический фактор данными;
- производства инвестиционного спроса ускорили рост по сравнению с 2006 г. в пять раз – до 15.1%.

Резюмируем сказанное: ускорение роста российской промышленности в 2007 г. было обусловлено почти исключительно производствами инвестиционного спроса при торможении роста производств потребительского спроса, прогрессирующем отставании производств промежуточного спроса и близкой к стагнационной динамике добычи полезных ископаемых и производства и распределения электроэнергии, газа и воды.

В 2007 г. такая модель роста промышленности смогла обеспечить достижение темпов на уровне выше 6% в год, однако содержит в себе реальные угрозы снижения темпов роста в дальнейшем. Угрозы эти мы видим в усугублении структурных диспропорций, детерминированности роста исключительно инвестиционными потоками, а также в исчерпании ресурсов расширения потребительского спроса как фактора роста отечественного производства. Таким образом, в схеме 2007 года увеличение темпов роста промышленного производства сопровождалось заметным усилением рисков ее динамики в дальнейшем.

Цены производителей промышленной продукции: новое как забытое старое

Рост цен производителей промышленной продукции по итогам 2007 г. составил 25.1%. После двух лет торможения роста отпускных цен на российскую промышленную продукцию (13.4% в 2005 г. и 10.4% в 2006 г.) наблюдалось убедительное *déjà vu*.

Увеличение цен производителей в 2007 г. сопоставимо по величине и идентично по структуре результатам 2004 года (28.8%) и стало таким же неожиданным: масштабы ценового рывка в 2007 г. (до 25.1% после 10.4% в 2006 г.) практически совпадают с рекордом 2004 года (28.8% после 12.5% в 2003 г.).

Масштабы увеличения цен производителей задает *добыча полезных ископаемых*. Растущие цены контрактов на экспорт энергоносителей – декабрьские цены на российскую нефть превысили соответствующие прошлогодние более чем наполовину – сформировали общий вектор повышения цен в добыче. В результате прирост цен в 2007 г. составил 52.3% (1.6% годом ранее). Проводя параллели, можно констатировать, что ценовой реванш добычи полезных ископаемых в 2007 г. оказался несколько менее демонстративным, чем в 2004 г., когда цены выросли на 64.7% (после 1.8% в 2003 г.).

Базу для роста цен по-прежнему определяют *обрабатывающие производства* – именно динамикой цен на эту продукцию значительным образом задается тренд роста цен производителей промышленной продукции в целом. В 2007 г. повышение цен производителей в обрабатывающих производствах заметно ускорилось (до 17.9% после 13.3% годом ранее), что аналогично динамике 2004 года (21.5% после 15.8% в 2003 г.).

Наконец, цены в *производстве и распределении электроэнергии, газа и воды* продолжают расти умеренными и регулируемые темпами (порядка 12–13% в год).

Дополняет список аналогий между 2004 и 2007 гг. фактическое равенство темпов роста потребительских цен (11.7–11.9%).

**Прирост цен производителей промышленной продукции
(декабрь к декабрю), в %**

| | 2004 г. | 2005 г. | 2006 г. | 2007 г. |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Цены производителей промышленной продукции – всего | 28.8 | 13.4 | 10.4 | 25.1 |
| Добыча полезных ископаемых | 64.7 | 31.0 | 1.6 | 52.3 |
| в том числе топливно-энергетических | 69.7 | 35.3 | -3.6 | 58.1 |
| Обрабатывающие производства | 21.5 | 8.1 | 13.3 | 17.9 |
| <i>Производства инвестиционного спроса</i> | <i>16.4</i> | <i>9.8</i> | <i>12.5</i> | <i>14.7</i> |
| в том числе: | | | | |
| продукция машиностроительного комплекса | 16.5 | 8.4 | 10.9 | 10.3 |
| прочие неметаллические минеральные продукты | 15.8 | 16.7 | 19.0 | 31.1 |
| <i>Производства промежуточного спроса</i> | <i>36.8</i> | <i>11.8</i> | <i>17.0</i> | <i>14.1</i> |
| в том числе: | | | | |
| кокс и нефтепродукты | 53.7 | 24.0 | 2.0 | 43.4 |
| продукция металлургического комплекса | 37.4 | 5.4 | 24.8 | 5.0 |
| другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий) | 19.5 | 10.5 | 12.4 | 12.2 |
| <i>Производства потребительского спроса</i> | <i>10.2</i> | <i>5.0</i> | <i>8.8</i> | <i>16.9</i> |
| в том числе: | | | | |
| пищевые продукты | 11.1 | 4.0 | 8.3 | 20.0 |
| текстиль, одежда, кожа, обувь | 8.6 | 4.4 | 4.5 | 9.4 |
| продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность | 6.4 | 9.4 | 7.8 | 12.1 |
| другая продукция конечного спроса | 10.0 | 5.4 | 12.3 | 11.6 |
| Производство и распределение электроэнергии, газа и воды | 12.5 | 12.6 | 10.3 | 13.3 |
| Потребительские цены | 11.7 | 10.9 | 9.0 | 11.9 |
| <i>Справочно: цена нефти Urals, долл./барр</i> | <i>27.8</i> | <i>49.9</i> | <i>8.4</i> | <i>51.8</i> |

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, ЦСИ Банк Москвы.

Аналогии в динамике цен, а также роста выпуска промышленного производства позволяют представить инерционный сценарий динамики промышленного производства на ближайшую перспективу в виде замедления темпов выпуска промышленной продукции до уровня порядка 4%, роста цен производителей до 10–12%, а также медленного снижения инфляции до 9–11%. Однако, по нашему мнению, даже такой неамбициозный (на фоне итогов роста промышленности в 2007 г.) сценарий может оказаться оптимистичным.

В части роста выпуска в ближайшей перспективе промышленность уже практически лишена того значимого ресурса, который она получила благодаря расширению потребительского спроса, а дальнейшее наращивание инвестиционного спроса может столкнуться с мощностными ограничениями соответствующих производств, выпуск которых в 2007 г. резко увеличился. Кроме того, сценарный ориентир роста цен также может быть скорректирован в худшую сторону.

Анализ динамики цен в 2007 г., по нашему мнению, предоставляет возможность выбора из двух «безрадостных» вариантов: либо рост потребительских цен в прошедшем году оказался сильно недооцененным, либо по итогам года в промышленности сформировался мощнейший ценовой навес, удержать который будет практически невозможно. Так, цены производителей продукции потребительского спроса увеличились за 2007 г. на 16.9% (8.8% годом ранее), при этом заметное ускорение роста цен отмечалось практически во всех производствах этой группы. Повышение цен на статистически важнейшую продукцию – продукты питания – ускорилось до 20% за год (8.3% в 2006 г.), на одежду и обувь – до 9.4% (4.5% годом ранее). Кроме того, рост цен в производстве кокса и нефтепродуктов по итогам года превысил 43%.

На этом фоне увеличение потребительских цен всего на 11.9% может являться «статистическим трюком» и/или отражать результаты фактического ценового сговора властей и владельцев крупного торгового продовольственного и нефтеперерабатывающего бизнеса, согласившихся на полгода зафиксировать розничные цены на ряд продуктов питания и бензин. В любом случае динамика цен производителей промышленной продукции и потребительских цен в 2007 г. не может служить реальным основанием для ожидания замедления инфляционных процессов.

Резюмируя итоги роста выпуска и цен производителей российской промышленности в 2007 г., можно отметить следующее.

Вектор развития российской промышленности не был направлен на достижение ею сбалансированных темпов роста. Из трех двигателей роста промышленности – улучшения мировой конъюнктуры цен на экспортируемые энергоносители, расширения потребительского и инвестиционного спроса – первый сознательно отключен государством, второй стимулирует увеличение выпуска соответствующих производств во все меньшей степени. Кроме того, антиинфляционные меры по регулированию потребительских цен на продовольствие лишают это производство своевременных рыночных сигналов об уровне его конкурентоспособности и реальном спросе на его продукцию и стимулов для модернизации и увеличения выпуска. Рост промышленности все больше локализуется в секторе производств инвестиционного спроса.

Усилившийся структурный дисбаланс и накапливающийся ценовой навес в промышленности, высокая инфляция и, одновременно, уверенные заявления властей о достижении стабильных темпов роста экономики заставляют вернуться к уточнению формулировок. Если стабильность роста экономики определяется ее эластичностью по администрированию, управляемостью властями, то ее стабильность по итогам прошлого года действительно увеличилась. Если же под стабильностью понимается внутренняя сбалансированность, не исключая в то же время восприимчивости к административным сигналам, то, по-видимому, по итогам 2007 г. российская экономика оказалась отодвинутой от нее еще дальше.

Эта терминологическая коллизия тем более опасна, что ее обострение пришлось на момент заметной активизации государства как собственника и инвестора, участвующего в реализации крупных инвестиционных проектов, материализации идеи развития России по инновационному пути. Непонимание опасности несбалансированного развития, принятие государством на себя избыточной ответственности за динамику роста национальной экономики способствуют усилению рисков неуспеха в выполнении задачи максимум – достижении высоких и устойчивых темпов роста на инновационном пути развития.

Банковская система

Итоги 2007 г. – рост капитализации одновременно со структурными диспропорциями

Темпы роста активов банковского сектора в 2007 г. соответствовали предшествующему году, составив 44.1%. Совокупные активы на начало 2008 г. составили 61% ВВП. В прошедшем году сохранились практически все основные тенденции предшествующего года. При этом, во многом под влиянием внешних факторов, созданы предпосылки для коренных изменений в структуре операций и стратегиях развития российских банков.

Резко ускорилась капитализация российской банковской системы. Благодаря проведенным размещениям акций госбанков собственные средства банков выросли за год на 61% (на 955 млрд. руб.), из них уставный и добавочный капитал – на 75% (на 667 млрд. руб.). Доля собственных средств в совокупных пассивах значительно увеличилась: с 14% в 2006 г. до 15% в 2007 г., а достаточность капитала – с 14.9 до 15.6%.

Сохранилась тенденция снижения удельного веса вкладов населения в ресурсной базе банков. Темпы роста объемов счетов и депозитов физических лиц (35.6%) продолжают отставать от темпов роста банковской системы. Ускорившийся рост потребительских цен привел к изменению сберегательной модели населения: поскольку большинство вкладов в банках с учетом повышения цен остаются убыточными, это стимулирует физических лиц к поиску альтернативных инструментов сбережения, а также усиливает потребительскую активность.

Продолжило рост внешнее финансирование. Объем ресурсов, привлеченных в 2007 г. банками от нерезидентов, увеличился на 55 млрд. долл., достигнув 140 млрд. долл. Доля иностранных займов, несмотря на замедление притока зарубежных ссуд и займов во второй половине года под влиянием нестабильности на мировых финансовых рынках, составила 17.8% от совокупных пассивов. За август–сентябрь не произошло ни одного банковского размещения еврооблигаций, а всего за вторую половину года этот канал сузился более чем вдвое, составив 5.5 млрд. долл. против 13.8 млрд. долл. в первом полугодии.

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

| | 01.05 | 01.06 | 01.07 | 04.07 | 07.07 | 10.07 | 11.07 | 12.07 | 01.08 |
|---|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Пассивы, млрд. руб. | 7138 | 9751 | 14047 | 15600 | 17204 | 18231 | 18248 | 18947 | 20270 |
| Собственные средства | 16.2 | 15.4 | 14.3 | 15.5 | 15.9 | 16.1 | 16.3 | 16.0 | 15.3 |
| Кредиты Банка России | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| Межбанковские операции | 4.2 | 4.0 | 3.4 | 3.3 | 3.1 | 2.9 | 2.9 | 3.2 | 4.1 |
| Иностранные пассивы | 10.9 | 13.7 | 17.1 | 16.3 | 17.0 | 17.6 | 17.9 | 17.6 | 17.8 |
| Средства физических лиц | 28.4 | 28.9 | 27.6 | 26.3 | 25.9 | 26.0 | 26.2 | 26.0 | 26.0 |
| Средства предприятий и организаций | 23.7 | 24.0 | 24.0 | 24.9 | 25.1 | 24.5 | 23.6 | 23.9 | 25.3 |
| Счета и депозиты органов государственного управления и местных органов власти | 2.9 | 2.0 | 2.2 | 2.6 | 2.4 | 2.6 | 2.6 | 2.3 | 1.5 |
| Выпущенные ценные бумаги | 9.0 | 7.6 | 7.2 | 6.4 | 5.8 | 5.3 | 5.4 | 5.7 | 5.8 |

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Заметно уменьшилась роль государства как в формировании ресурсной базы банков, так и в проведении ими активных операций. Доля счетов и депозитов органов власти всех уровней сократилась в пассивах на 0.6 п.п. (с 2.2 до 1.5%), а доля кредитов органам власти и средств, размещенных в государственных ценных бумагах, – в активах на 1.1 п.п. Подобное положение обусловлено усилением институтов развития – свободные средства бюджетов были переведены в уставные капиталы Банка развития и других госкорпораций.

В структуре активов заметно возросла доля кредитов и займов экономике. Доля кредитов предприятиям и организациям увеличилась на 1.7 п.п., физическим лицам – на 1.3 п.п. Суммарно доля кредитов нефинансовому сектору экономики в активах банков достигла 59.1% (56.1% годом ранее). При этом доля ресурсов, привлеченных на внутреннем рынке (счета и депозиты клиентов, а также эмитированные ценные бумаги, за исключением участия в капитале), наоборот, снизилась с 59.1 до 57.4%. В итоге соотношение кредиты/депозиты возросло до 103% (95% годом ранее).

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

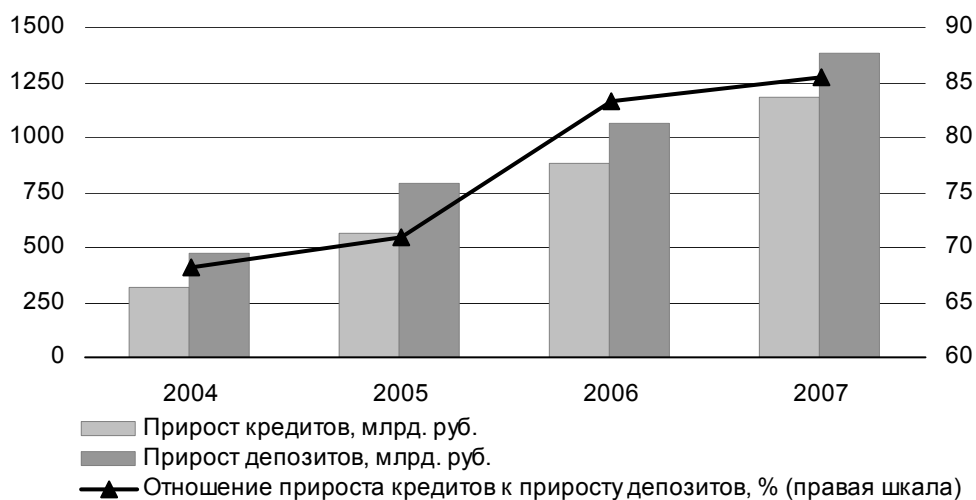
| | 01.05 | 01.06 | 01.07 | 04.07 | 07.07 | 10.07 | 11.07 | 12.07 | 01.08 |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Активы, млрд. руб. | 7138 | 9751 | 14047 | 15600 | 17204 | 18231 | 18278 | 18947 | 20270 |
| Наличные деньги и драгметаллы | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.5 |
| Средства, размещенные в Банке России | 9.8 | 7.3 | 7.5 | 8.0 | 10.9 | 6.1 | 4.9 | 5.3 | 6.9 |
| Межбанковские операции | 6.2 | 6.3 | 5.8 | 5.4 | 5.3 | 4.7 | 4.6 | 4.8 | 5.4 |
| Иностранные активы | 7.8 | 9.1 | 9.9 | 11.5 | 8.4 | 10.0 | 10.3 | 10.0 | 9.8 |
| Население | 8.7 | 12.1 | 14.7 | 14.4 | 14.9 | 16.0 | 16.5 | 16.6 | 16.0 |
| Корпоративный сектор | 49.8 | 47.0 | 45.3 | 44.8 | 45.0 | 47.2 | 48.9 | 49.3 | 46.8 |
| Государство | 8.0 | 6.6 | 5.2 | 5.0 | 4.7 | 4.1 | 3.7 | 3.6 | 4.1 |
| Имущество | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 2.2 | 2.1 |

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Отметим *нарастающий дисбаланс в операциях банков с населением*. Прирост сбережений физических лиц все с меньшим запасом покрывает выдачу розничных кредитов населению. Так, отношение прироста розничного кредитования к приросту вкладов физических лиц выросло с 70% в 2005 г. до 85% в 2007 г. Международные сопоставления указывают на величину отношения объема потребительского кредитования к объему частных депозитов в диапазоне 30–50%. На российском рынке этот показатель в 2007 г. превысил 60%.

Одновременно продолжает ухудшаться качество розничного кредитного портфеля. Объем просроченной задолженности по кредитам населению вырос за год на 86%, превысив 100 млрд. руб. К смягчающим данную тенденцию факторам можно отнести сравнительно небольшую долю просроченной задолженности (которая возросла с 2.6 до 3.1%), однако этот показатель не учитывает объемы списания безнадежной задолженности и ее продажи коллекторским агентствам. Дополнительно, быстрый рост совокупного кредитного портфеля был главным фактором, маскирующим нарастающий объем проблемных кредитов.

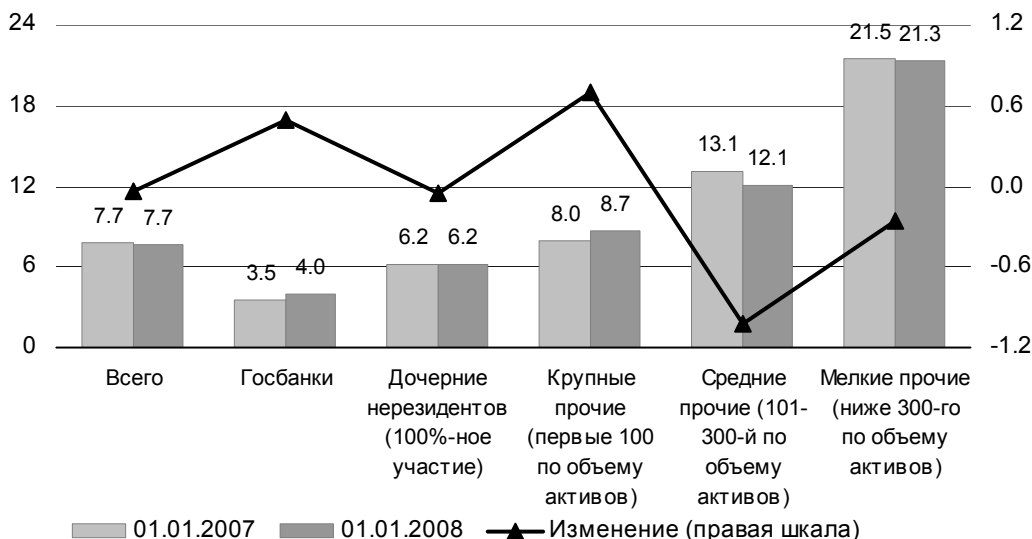
Динамика операций банков с населением



Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Наряду с ростом в активах банков удельного веса кредитного портфеля в 2007 г. уменьшалась доля банковских активов, размещенных в ценных бумагах (государственных и частного сектора). Снижение доли рыночных инструментов в активах банков потенциально обостряет проблемы с ликвидностью. Хорошо отработанный в российских условиях способ рефинансирования (операции прямого РЕПО) ограничен объемом вложений в ценные бумаги из ломбардного списка. При этом сокращение удельного общего объема вложений в ценные бумаги сопровождалось увеличением доли их наиболее рискованной составляющей – акций российских эмитентов.

Отношение ликвидных активов к совокупным активам по различным сегментам банковского сектора, в %



Источник: ЦБР, отчетность банков, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

В 2008 г. в банковской системе сохранятся и усилятся большинство основных проблем, актуализировавшихся здесь в прошлом году:

- Высокие инфляционные ожидания повлияют как на соотношение сбережений и потребления населения, так и на уровень процентных ставок. Банки будут вынуждены повышать ставки по депозитам для сохранения своей ресурсной базы. Одновременно с этим ставки по кредитным операциям будут также иметь тенденцию к повышению вследствие переоценки кредитных рисков и регулирования спроса на кредит. Увеличение стоимости денег будет поддержано решениями Банка России по повышению всех ключевых ставок и норм обязательного резервирования.
- Дисбаланс внутренних ресурсов банковской системы и внутреннего спроса на кредит будет усугубляться снижением доступа к внешнему финансированию. Дополнительно обострится проблема рефинансирования уже существующих займов. Так, только по выпущенным еврооблигациям банки должны будут погасить в 2008 г. 8 млрд. долл. – это вдвое больше, чем в 2007 г. Ожидаемые погашения синдицированных кредитов, полученных банками от зарубежных контрагентов, превышают 10 млрд. долл., а в целом же, по оценкам, в 2008 г. банкам предстоит выплатить 28 млрд. долл. в счет погашения внешних ссуд и займов.
- Ожидается обострение проблем с ликвидностью банковской системы. Общий уровень насыщения ее ликвидными активами пока остается на достаточном уровне. Однако вследствие жесткой сегментации банковского сектора, затрудненного доступа банков второго-третьего эшелона к внешнему финансированию и бюджетным деньгам возможно неоднократное повторение ситуации, аналогичной наблюдавшейся в конце лета и осени 2007 г. (характеризующейся резким ростом процентных ставок на межбанковском рынке и потребности в рефинансировании). Так, по результатам 2007 г. обеспеченность ликвидными активами снизилась практически для всех сегментов российских частных банков, не входящих в первую сотню по объему активов, хотя в целом по банковской системе показатели ликвидности имели даже некоторую тенденцию к увеличению.

В целом в 2008 г. мы ожидаем значительного замедления темпов развития банковского сектора (не выше 25–30%). Темпы притока ресурсов в банковскую систему снизятся практически по всем каналам. Наиболее стабильный источник ресурсов – население – на протяжении уже нескольких лет сохраняет темпы роста банковских вкладов на уровне 35–37%, что ниже темпов роста банковских активов в течение двух последних лет. Темпы роста средств корпоративного сектора также будут ограничены вследствие затрудненного доступа к внешнему финансированию и необходимости погашения ранее накопленной задолженности.

Новым источником ресурсов, способным в какой-то степени компенсировать потери, могут выступить государственные корпорации, когда будет принято решение о размещении временно свободных средств этих институтов в коммерческих банках. При этом с уверенностью можно утверждать, что весь их объем достанется крупнейшим госбанкам. Для остальных сегментов банковского сектора доступ к межбанковскому кредитованию будет ограничен.

Таким образом, российским банкам придется адаптировать стратегии своего развития к новым условиям, пытаться сохранять в условиях замедления роста ресурсной базы сбалансированность структуры операций.

Прогноз основных макроэкономических показателей на 2007–2010 гг.

| | Факт | | | Прогноз | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2004 г. | 2005 г. | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. |
| Национальные счета | | | | | | | |
| Номинальный ВВП: | | | | | | | |
| трлн. руб. | 17.0 | 21.6 | 26.9 | 33.0 | 40.0 | 47.5 | 55.5 |
| млрд. долл. | 592 | 764 | 992 | 1 289 | 1 619 | 1 877 | 2 110 |
| Реальный ВВП – рост в % | 7.2 | 6.4 | 7.4 | 8.1 | 7.0 | 6.8 | 6.5 |
| Промышленность – рост в % | 8.3 | 4.0 | 3.9 | 6.3 | 4.5 | 4.8 | 5.0 |
| Розничная торговля – рост в % | 13.3 | 12.8 | 13.9 | 15.2 | 13.0 | 11.5 | 10.0 |
| Инвестиции – рост в % | 13.7 | 10.9 | 13.7 | 21.1 | 18.0 | 15.0 | 13.0 |
| Экспорт – реал. рост в % | 11.8 | 6.5 | 7.3 | 7.4 | 4.8 | 4.0 | 3.1 |
| Импорт – реал. рост в % | 23.3 | 16.6 | 21.6 | 30.4 | 23.1 | 11.3 | 10.0 |
| Денежные агрегаты | | | | | | | |
| M0 (декабрь к декабрю), % | 33.8 | 30.9 | 38.6 | 32.9 | 27.5 | 23.0 | 21.0 |
| M2 (декабрь к декабрю), % | 35.8 | 38.6 | 48.8 | 47.5 | 29.0 | 26.0 | 24.0 |
| M2X (декабрь к декабрю), % | 33.7 | 37.4 | 40.5 | 44.2 | 26.0 | 25.0 | 24.0 |
| Активы банковской системы, % ВВП | 41.9 | 45.1 | 52.4 | 61.4 | 65.8 | 69.1 | 73.7 |
| Инфляция | | | | | | | |
| Инфляция (декабрь к декабрю), % | 11.7 | 10.9 | 9.0 | 11.9 | 10.0 | 9.0 | 8.0 |
| Инфляция (среднегодовая), % | 11.0 | 12.5 | 9.8 | 9.1 | 11.9 | 9.3 | 8.5 |
| Базовая инфляция (декабрь к декабрю), % | 10.6 | 8.3 | 7.8 | 11.0 | 8.5 | 7.0 | 6.0 |
| Бюджет | | | | | | | |
| Доходы федерального бюджета, % ВВП | 20.1 | 23.7 | 23.4 | 23.6 | 20.1 | 18.3 | 17.0 |
| Расходы федерального бюджета, % ВВП | 15.8 | 16.3 | 15.9 | 18.1 | 17.3 | 17.4 | 16.3 |
| Дефицит (+) / профицит (-) федерального бюджета, % ВВП | 4.3 | 7.5 | 7.4 | 5.4 | 2.9 | 0.9 | 0.7 |
| Дефицит (+) / профицит (-) консолидированного бюджета, % ВВП | 4.5 | 8.1 | 8.4 | 6.1 | 3.2 | 1.0 | 0.8 |
| Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл. | 18.8 | 43.0 | 89.2 | 156.5 | 143.1 | 167.0 | 184.0 |
| Фонд национального благосостояния, млрд. долл. | | | | | 68.3 | 67.4 | 64.9 |
| Инвестиционный фонд, млрд. долл. | | | 2.6 | 7.0 | 11 | 14.5 | 18.2 |
| Платежный баланс | | | | | | | |
| Экспорт, млрд. долл. | 184 | 244 | 304 | 354 | 410 | 405 | 400 |
| Импорт, млрд. долл. | 96 | 125 | 165 | 225 | 290 | 330 | 370 |
| Счет текущих операций, % ВВП | 10 | 11.1 | 9.5 | 5.9 | 3.4 | 0.0 | -2.6 |
| Чистый приток/отток капитала, млрд. долл. | -8.4 | 0.7 | 41.7 | 82.1 | 50 | 45 | 40 |
| Золотовалютные резервы, млрд. долл. | 125 | 182 | 304 | 476 | 576 | 616 | 596 |
| Государственный долг | | | | | | | |
| Государственный внешний долг, % ВВП | 19.3 | 9.8 | 5.2 | 3.6 | 2.6 | 2.1 | 1.7 |
| Государственный внутренний долг, % ВВП | 4.4 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 4.0 | 4.2 | 4.6 |
| Валютный курс | | | | | | | |
| Курс «рубль/доллар»: | | | | | | | |
| на конец года | 27.8 | 28.8 | 26.3 | 24.6 | 24.9 | 25.8 | 26.8 |
| среднегодовой | 28.8 | 28.3 | 27.1 | 25.6 | 24.7 | 25.3 | 26.3 |
| Экзогенные параметры | | | | | | | |
| Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр. | 34.6 | 50.4 | 60.9 | 69.6 | 80 | 75 | 70 |
| Курс «доллар/евро» (в среднем за год) | 1.24 | 1.25 | 1.26 | 1.37 | 1.42 | 1.38 | 1.35 |

Источник: Росстат, ЦБР, Минфин, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Ведев Алексей

Vedev_AL@mmbank.ru

Березинская Ольга

Berezinskaya_OB@mmbank.ru

Ковалева Марина

Kovaleva_MA@mmbank.ru

Косарев Андрей

Kosarev_AE@mmbank.ru

Хромов Михаил

Khromov_MY@mmbank.ru

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 абсолютную 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.