



Финансовая независимость – лучше, но сложнее

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Новая финансовая политика России – движение к независимости?!

Денежное предложение

Реальный сектор

Банковская система

Банк Москвы

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

www.mmbank.ru

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Алексей Ведев
Директор ЦСИ Банка Москвы

Vedev_AL@mmbank.ru



Первый квартал 2008 г. для мировой экономики стал периодом достижения новых неожиданных и безрадостных рекордов, периодом превращения консервативных или умеренно пессимистичных прогнозов в необоснованно оптимистичные. Однозначно оправдываются только негативные качественные прогнозы – например, волатильность конъюнктуры на мировых финансовых рынках. Но уровень, за который вышел ряд важнейших показателей (100 долл./барр. для мировой цены на нефть, 1.58 долл./евро и снижение доллара ниже 100 иен), оказался для большинства аналитиков и участников рынка слишком высоким и достигнутым в неожиданно короткие сроки.

В такой обстановке сохранение поступательного тренда развития российской экономики является результатом сальдирования *плюса* от растущих сырьевых цен и *минуса* как следствия глобальной финансовой нестабильности.

Модель экономического роста в России остается прежней – за счет расширения внутреннего спроса (потребительского и инвестиционного), финансируемого за счет экспорта сырья и притока капитала. То есть экономика растет как следствие интенсификации потребления и инвестиций, финансируемых извне, но при деградирующих внутренних чистых сбережениях.

Но в последнее время ситуация начала быстро меняться. Мировой финансовый кризис обозначил для России, по меньшей мере, три проблемы: во-первых, внешние заимствования стали дороже; во-вторых, сократился их объем (так называемый «страновой лимит»); в-третьих, наметилась тенденция оттока внешних портфельных инвестиций. Дополнительной проблемой может выступить рецессия в США и в еврозоне, которая должна выразиться в снижении спроса на российское сырье и уменьшить экспортные поступления.

Перечисленные факторы уже сегодня формируют системный выбор, стоящий перед российскими экономическими властями: – поддерживать высокие темпы экономического роста за счет замещения внешних ресурсов государственными либо допустить их снижение для достижения финансовой стабильности и сбалансированности. Оба варианта имеют под собой достаточное обоснование, имеют свои преимущества и недостатки. Замещение внешних ресурсов государственными означает использование аккумулированных средств от сырьевой ренты для внутренних целей, однако при этом сохраняются риски высокой инфляции и «перегрева» ряда сегментов рынка. Снижение темпов экономического роста потенциально позволит устранить структурные диспропорции, элементы «перегрева», а также оптимизировать ситуацию в банковской системе и «подтянуть» ее на финансовых рынках. По существу, выбор между двумя названными вариантами – это системный выбор того, что лучше для России: жить лучше, но с высокими рисками, или не так хорошо, но с меньшими рисками. Действительно, политический выбор...

Определенным компромиссом здесь может явиться концентрация усилий правительства на развитии национальной финансовой сферы на качественно ином уровне. Необходимость подобной меры назревает уже давно – достаточно вспомнить банковский кризис лета 2004 года, введение механизма Стабилизационного фонда, неконтролируемый приток внешнего капитала при угрозе инфляции в 2007 г.; все эти события происходили на фоне высоких и растущих мировых цен на сырье. При этом в последние пять лет официальные прогнозы инфляции были далеки от реальных, а денежные власти России демонстрировали свою беспомощность перед внешними шоками. И если окончательный выбор пока не сделан, то, по меньшей мере, обозначено приоритетное направление экономической политики – создание мощной и самостоятельной финансовой системы, способной противостоять внешним негативным воздействиям. Преимущества такого направления очевидны, но их реализация потребует, для эффективного решения комплекса системных задач, коренной перестройки политики денежных властей.

Новая финансовая политика России – движение к независимости?!

Потребность в изменении принципов финансовой политики давно назрела – страна со значительным потенциалом экспорта сырья при высоких и растущих ценах на него не должна быть настолько подвержена воздействиям негативной конъюнктуры, складывающейся на мировых финансовых рынках. Принципиально выбор здесь предельно прост: либо Россия наращивает сырьевой экспорт, используя текущую ситуацию, аккумулируя при этом ресурсы для будущего развития и *используя* их, либо национальная экономика попадает в зависимость от притока внешних инвестиций. Если все же экономика России оказывается в зависимости от внешних инвестиций (именно от инвестиций, а не от технологий, которые можно купить и на «нефтяные» доходы), то это должно предполагать благоприятные инвестиционный климат и конкурентную среду в стране, дешевую и качественную рабочую силу, низкие налоги. Подобные преимущества национальной экономики сегодня стремительно «сходят на нет». Одновременно правительство РФ не направляет для роста выпуска аккумулируемые сырьевые доходы (все средства размещаются за рубежом) и не улучшает условия для притока внешних инвестиций.

В результате Россия не использует значительный накопленный от экспорта сырья финансовый потенциал для внутреннего развития. При этом внешняя задолженность корпораций и банков весьма велика и продолжает расти, равно как и сохраняются нехватка банковской ликвидности, а также проблемы с рефинансированием внешней задолженности. В целом текущая ситуация может быть охарактеризована как бездействие. При этом национальная банковская система в последние годы развивалась опережающими рост ВВП темпами – коммерческие банки направляли дешевые внешние ресурсы на стимулирование потребления и, в незначительной степени, на инвестиционные цели. По сравнению с Программой развития банковской системы (подготовленной Банком России) все абсолютные и относительные показатели превышены, однако устойчивость банковской системы снизилась, а ее потребность в рефинансировании со стороны Банка России постоянно возрастает. Между тем дальнейшее развитие банковской системы как полноправного участника экономического роста, обеспечивающего нефинансовый сектор кредитами на расширение инвестиций и потребления, является одной из наиболее насущных экономических задач.

В среднесрочной перспективе развитие национальной банковской системы сопряжено с рядом проблем. Основной, и при этом системной, их них является недостаток внутренних ресурсов для обеспечения потребностей экономики. Экономический рост, основанный на расширении внутреннего спроса (потребительского и инвестиционного), требует соответствующего наращивания банковского кредитования. Так, в 2006 и 2007 гг. темпы роста кредитов предприятиям составили 39 и 50% соответственно, кредитов населению – 75 и 57% (при росте номинального ВВП на 24 и 23%). При этом чистое привлечение банками внешних ресурсов составило 27.6 млрд. долл. в 2006 г. и 41.3 млрд. долл. в 2007 г. Добавим, что предприятия нефинансового сектора также активно заимствовали средства за рубежом – 7.1 и 43.5 млрд. долл. соответственно. Приведенные цифры непосредственно свидетельствуют о высокой зависимости российской банковской системы и нефинансового сектора от международных рынков капитала.

Ситуация с обеспеченностью внутренними ресурсами год от года ухудшается, поскольку темпы роста кредитов предприятиям и населению растут быстрее, чем их сбережения. Превышение объемов кредитования предприятий над их депозитами возросло с 1.6 трлн. руб. на начало 2006 г. до 3.4 трлн. руб. на начало 2008 г. Далее, если на начало 2006 г. объем депозитов населения превышал объем кредитов физическим лицам в 2.4 раза, то к началу 2008 г. – лишь на 60%.

По сравнению с внутренними сбережениями иностранные ресурсы в этот период имели два основных преимущества – значительно более длинные сроки и достаточно низкую стоимость. Если в кредитах и депозитах, привлеченных от нерезидентов, 75% от общего объема имели срочность свыше года, в том числе 40% – свыше трех лет, то доля внутренних ресурсов, имеющих срочность свыше года, не превышала 55%, свыше трех лет – 7%.

Данная системная проблема (недостатка внутренних сбережений) имеет два принципиально различающихся варианта решения. Либо будет найден некий другой источник финансирования кредитов, либо резко снизятся темпы роста кредитов нефинансовому сектору, активов банковской системы и, следовательно, экономического роста. При этом расширенное правительство и Банк России располагают значительными ресурсами – средства Резервного фонда, Фонда национального благосостояния, Инвестиционного фонда, остатки средств на счетах федерального правительства, профицит консолидированного бюджета, средства институтов развития, средства Пенсионного фонда России, средства, аккумулированные в виде валютных резервов РФ. Общий объем этих средств сегодня превышает (и существенно) потенциальный объем привлекаемых внешних ресурсов – по меньшей мере 250 млрд. долл. могут быть задействованы на внутреннем рынке

Фактически речь идет о предстоящем *выборе направления экономической политики* – сохранении высоких темпов экономического роста либо их заметном снижении вследствие недостатка финансовых ресурсов. Оба указанных направления имеют свои преимущества и недостатки. Например, замедление экономического роста повышает шансы на успех в снижении темпов инфляции, повышении стабильности банковской системы (хотя и за счет банкротств и поглощений ряда банков), усилении сбалансированности развития финансовых рынков (с устранением элементов «перегрева» на ряде сегментов, прежде всего на рынке недвижимости), устранении диспропорций в потреблении и сбережениях.

При выборе политики сохранения высоких темпов расширения внутреннего спроса и роста кредитной активности в случае резкого сокращения притока иностранного капитала и повышения его стоимости правительство может заместить внешние средства своими ресурсами. На практике это будет означать существенное снижение зависимости от мировых рынков капитала и построение достаточно независимой национальной финансовой системы.

Основные требования к новой финансовой политике

Ключевые цели финансовой политики, направленной на построение мощной и независимой финансовой системы, следующие:

- сохранение оптимального обменного курса рубля – с точки зрения стимулирования производства, притока инвестиций и поддержания финансовой стабильности;
- снижение зависимости от колебаний внешней конъюнктуры;
- повышение стабильности банковской системы;
- расширение ресурсных возможностей банковской системы для поддержки экономического роста.

Достижение вышеозначенных целей и эффективное функционирование финансовой системы потребуют реализации следующих мер:

- *Снижения уровня инфляции:* для роста инвестиционной активности необходимо снизить инфляцию до, как минимум, 4–5%, при этом следует ограничить импортируемую инфляцию эффективной налоговой политикой (изменением импортных и экспортных пошлин), а монетарный компонент – регулировать денежным предложением и процентными ставками.

- *Улучшения структуры платежного баланса:* выравнивания торгового баланса в результате ограничения роста импорта (за счет обменного курса рубля и импортных пошлин) одновременно с максимальной поддержкой роста экспорта товаров с высоким уровнем обработки (включая субсидирование экспорта, государственное лоббирование, страхование экспорта, кредитование внешних потребителей посредством Банка развития).
- *Управления денежным предложением* за счет процентной политики, а не за счет изменения валютных резервов.
- *Развития системы рефинансирования банковской системы,* позволяющей избегать кризисных проявлений в отдельные периоды и провоцировать нестабильность инвесторов и клиентов банковской системы.
- *Стимулирования проведения банковской системой* (по крайней мере – крупнейшими банками) *сбалансированной политики,* направленной на развитие производства и оптимальной с точки зрения управления рисками структуры активов/пассивов, реализацию эффективного контроля.
- *Сохранения оптимальной институциональной структуры банковской системы,* подразумевающей поддержание паритета между государственными, иностранными и частными банками. Данный паритет предполагает достижение баланса между влиянием зарубежных финансовых институтов и внешней конъюнктуры, стратегиями частных банков, направленными на максимизацию прибыли, социальной нагрузкой и льготами в выделении государственных ресурсов государственным банкам – для эффективного развития национальной банковской системы.
- *Эффективного использования государственных ресурсов;* предполагает предоставление свободных бюджетных ресурсов российским банкам на аукционной основе (с учетом рисков), кооперацию коммерческих банков с институтами развития в рамках реализации различных проектов, развитие режима частно-государственного партнерства.

В любом случае, построение мощной национальной финансовой системы, способной противостоять внешним шокам и максимально эффективно содействовать поступательному развитию экономики России, потребует как экстраординарных усилий правительства, так и качественного изменения используемых им для этого инструментов. Указанная задача действительно является первостепенной для следующего президентского срока – сложной для реализации, но крайне необходимой для будущего развития.

Денежное предложение

Ужесточение денежной политики в условиях кризиса ликвидности

В начале февраля 2008 г. Банк России, несмотря на заверения о готовности оказать банковскому сообществу максимальную поддержку с ликвидностью, денежную политику как раз ужесточил – практически все ключевые ставки с 4 февраля 2008 г. были увеличены на 0.25 п.п. Кроме того, с 1 марта были увеличены обязательные резервные требования – на 1 п.п. по обязательствам перед банками-нерезидентами и на 0.5 п.п. по прочим обязательствам. Данные действия повлияли на ситуацию с ликвидностью незначительно, а увеличение резервных требований было к тому же частично компенсировано повышением коэффициента усреднения (расширением возможности использовать часть средств на корсчетах в качестве обязательных резервов) – основной акцент был сделан на психологическом и политическом аспектах. Банк России продемонстрировал, что, с одной стороны, задача снижения инфляции сохраняет приоритет над задачей поддержания ликвидности банковского сектора, а с другой стороны, что регулятор будет активнее использовать весь спектр имеющихся в его распоряжении инструментов (процентные ставки, резервные требования) при формировании денежного предложения.

В феврале весьма актуализировался вопрос о необходимости развития альтернативных инструментов денежного предложения. В этот период был зафиксирован наибольший месячный прирост рефинансирования банков – с 1 февраля по 1 марта объем требований Банка России к банковскому сектору увеличился на 189 млрд. руб., а их величина по состоянию на 1 марта 2008 г. превысила 230 млрд. руб. В то же время рекордные дневные объемы предоставления ликвидности, наблюдавшиеся в августе и ноябре 2007 г. (272 и 300 млрд. руб. соответственно), превзойдены не были. То есть потенциал предоставления краткосрочных средств банкам еще далеко не исчерпан.

При этом рост золотовалютных резервов РФ (ЗВР) – традиционный источник денежного предложения – был достаточно умеренным. Вследствие резкого падения курса доллара рублевый эквивалент ЗВР в феврале даже уменьшился, но и с учетом переоценки валют вклад ЗВР в эмиссию (эмиссионный эффект) составил менее 60 млрд. руб. (менее 1/4 от прироста активов органов денежного регулирования).

В результате во второй раз (ранее аналогичная ситуация наблюдалась в августе 2007 г.) пик банковского рефинансирования совпал с провалом в притоке валюты по внешнеэкономическим операциям, обусловив львиную долю эмиссии и удержав денежное предложение от сокращения. В условиях налоговых выплат и роста бюджетных остатков в Банке России увеличение денежной базы в феврале составило лишь 23 млрд. руб.

В ближайшей перспективе мы ожидаем повторения подобных ситуаций, когда Банк России будет вынужден расширять спектр инструментов денежного предложения. В январе-феврале текущего года даже при колоссальном активном сальдо торгового баланса (18.3 млрд. долл. в январе – максимальное значение за всю историю наблюдений) рост валютных резервов был достаточно скромным – 5 млрд. долл. за два месяца (очищено от влияния переоценки валют). Это означает до 20–25 млрд. долл. оттока капитала за этот период. Таким образом, даже благоприятнейшая конъюнктура на мировом рынке сырья не обеспечивает стабильного источника денежного предложения на внутрисоссийском рынке.

Реальный сектор

Торможение роста промышленности в январе, возможно, преувеличено, но и это не добавляет оптимизма

В январе 2008 г. выпуск российской промышленности увеличился на 4.8% (год к году). Сам факт замедления роста промышленного производства (по сравнению с 5.6% в четвертом квартале 2007 г.) не стал неожиданным, но его масштабы и структура заметно ослабляют оптимизм относительно перспектив роста промышленности в краткосрочной перспективе.

Прирост выпуска российской промышленности, в % к соответствующему периоду предыдущего года

	2007 г.			Январь 2008 г.
	III квартал	IV квартал	Декабрь	
Промышленное производство	4.9	5.6	6.5	4.8
Добыча полезных ископаемых	0.8	0.8	0.6	0.6
Обрабатывающие производства	7.2	7.8	8.4	4.6
<i>Производства инвестиционного спроса</i>	<i>13.8</i>	<i>12.7</i>	<i>12.9</i>	<i>5.1</i>
в том числе:				
продукция машиностроительного комплекса	14.4	13.7	14.4	5.8
прочие неметаллические минеральные продукты	10.0	5.6	3.2	1.9
<i>Производства промежуточного спроса</i>	<i>3.3</i>	<i>4.1</i>	<i>5.9</i>	<i>4.2</i>
в том числе:				
кокс и нефтепродукты	1.9	0.7	3.4	2.7
продукция металлургического комплекса	-0.5	0.2	3.5	2.3
другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий)	9.6	10.6	10.0	8.0
<i>Производства потребительского спроса</i>	<i>4.2</i>	<i>6.1</i>	<i>5.6</i>	<i>4.6</i>
в том числе:				
пищевые продукты	4.1	5.8	4.2	3.1
текстиль, одежда, кожа, обувь	-4.7	-3.0	-2.6	2.3
продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность	9.3	10.4	10.3	6.8
другая продукция конечного спроса	3.5	6.1	8.8	8.8
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	3.2	4.3	8.3	12.8

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, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Замедление роста выпуска российской промышленности в январе 2008 г. вызвано резким торможением роста обрабатывающих производств: после 6.3–9.0% в течение трех завершающих месяцев 2007 г. первый месяц 2008 г. данный сектор завершил с приростом всего в 4.6%.

Снижение темпов роста выпуска обрабатывающих производств в рассматриваемый период было практически тотальным. Производства промежуточного спроса вышли на темп роста, соответствующий 4.2% (5.9% в декабре 2007 г.), производства потребительского спроса снизили темпы до 4.6% (5.6% месяцем ранее, или 6.1% в четвертом квартале 2007 г.). Шокирующими выглядят итоги роста производств инвестиционного спроса – 5.1% в январе после стабильных почти 13%-ных темпов роста во втором полугодии прошлого года.

Основные гипотезы, характеризующие структуру и масштабы торможения роста обрабатывающих производств и промышленности в целом в январе 2008 г., следующие.

Качественно январские результаты, возможно, свидетельствуют о том, что существенными ограничителями роста обрабатывающего сектора и промышленности в целом становятся мощностные (для производств инвестиционного спроса) и спросовые (для производств потребительского спроса) ограничения.

Непривычно низкие (и снижающиеся на протяжении последних трех месяцев) темпы роста производства строительных материалов, замедление роста выпуска машиностроительного комплекса могут быть следствием достижения исключительно высокого уровня загрузки имеющихся мощностей. Подтверждают этот тезис результаты опросов «РЭБ»¹: в соответствии с ними предприятия машиностроения и промышленности строительных материалов лидируют среди всех промышленных производств по загрузке мощностей (уровень порядка 82–83%). С учетом высоких темпов роста этих производств на протяжении всего 2007 г. их производственные показатели в текущем году могут оказаться достаточно скромными. Фактически результаты января можно расценивать как количественный сигнал мощностной неготовности данного сегмента обрабатывающей промышленности к дальнейшему росту инвестиций в российскую экономику, что может проявиться в возникновении дефицита на эту продукцию с ускорением повышения цен на нее или/и в росте импорта соответствующих материалов и оборудования.

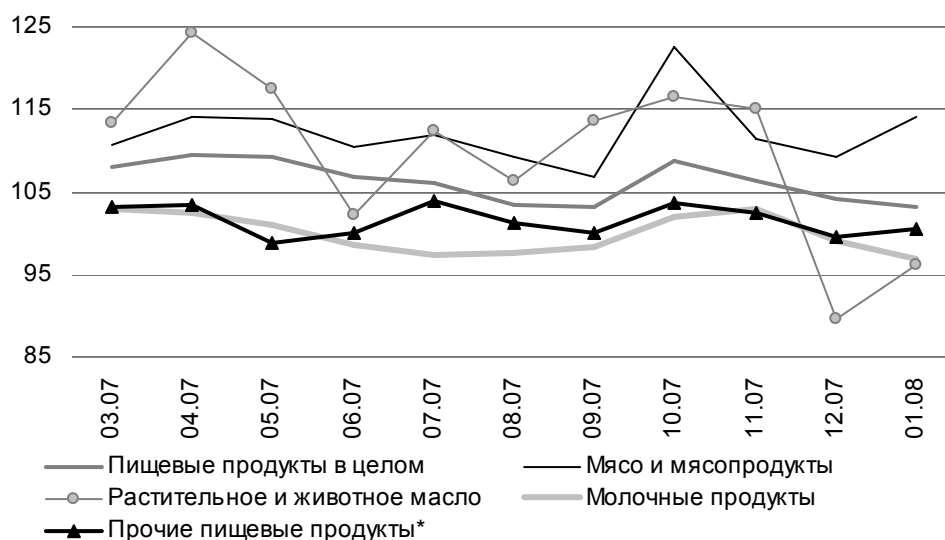
Вторым важнейшим фактором торможения роста обрабатывающих производств и промышленности в целом по-прежнему является снижение стимулирующего воздействия расширения потребительского спроса на рост соответствующих производств. В максимальной степени это сказывается на производстве пищевых продуктов, одежды и обуви. Выпуск текстиля и кожи и изделий из них на протяжении второго полугодия прошлого года неумолимо сокращался (и в этом контексте неожиданная положительная динамика в январе 2008 г. требует дополнительного анализа по результатам следующих месяцев), рост выпуска пищевых продуктов замедляется третий месяц подряд. Существенной проблемой роста обрабатывающих производств потребительского спроса продолжает оставаться падение их конкурентоспособности в добровольно (в результате активного повышения цен на выпускаемую продукцию) занятой ими ценовой нише.

Немаловажным является также недостаточно эффективное государственное администрирование, нередко усугубляющее диспропорции российской промышленности и формирующее риски ее дальнейшего роста. Новым и наиболее ярким примером этого стала ситуация в производстве пищевых продуктов. Неочевидный с точки зрения эффективности способ государственного регулирования цен на продукты питания лишает эти производства рыночных сигналов относительно качества продукции и спроса на нее. Последние месяцы 2007 г. и январь 2008 г. подтвердили наше предположение о том, что локальный положительный шок, связанный с практикой регулирования потребительских цен, не имеет даже краткосрочной производственной перспективы: лишь в октябре 2007

¹«РЭБ» («Российский экономический барометр») – долгосрочная научно-исследовательская программа, осуществляемая Центром исследования переходной экономики ИМЭМО РАН с декабря 1991 г. Исследования проводятся на промышленной выборке «РЭБ», которая насчитывает около 800 хозяйствующих субъектов. Ежемесячно число обрабатываемых анкет-ответов составляет около 200.

г. выпуск пищевых продуктов увеличился на 8.8%, в ноябре-декабре темп их роста активно снижался и в январе составил 3.1%. Важно, что динамика, близкая к стагнационной, наблюдается в ключевых с точки зрения социально уязвимых слоев населения продуктовых группах – производстве молочной продукции, масла, прочих пищевых продуктов (хлеба, хлебобулочных и кондитерских изделий, макаронных изделий, майонеза, сахара, чая, кофе).

**Рост выпуска пищевых продуктов,
в % к соответствующему периоду предыдущего года**



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Выбор «пакта о ненападении» (т.е. подписание федеральными властями договора с крупнейшими торговыми сетями о фиксировании цен на ряд социально значимых продуктов) подменил собой опробованную другими странами практику контролирования региональными властями рынка продуктов более широкой номенклатуры и недопущения установления на нем монополично высоких цен. Неэффективность применения выбранных мер регулирования проявляется в монополизации рынка, продолжающемся повышении цен на продукты питания и сохранении низких темпов роста их производства.

Резюмируем сказанное: итоги роста промышленности в январе текущего года дают основания сделать следующие качественные выводы.

- Обрабатывающие производства инвестиционного спроса входят в период нарастания мощностных ограничений их дальнейшего роста, что, при намеченных амбициозных инвестиционных планах, может вылиться в дефицит на их продукцию с ускорением повышения цен на нее и/или в росте импорта аналогичных материалов и оборудования.
- Способность обрабатывающих производств потребительского спроса конкурировать с импортом в новой ценовой нише, попадание в которую обусловлено быстрым повышением цен на выпускаемую продукцию, существенно снизилась.
- Рост обрабатывающих производств промежуточного спроса по-прежнему слабо коррелирует с динамикой других производств и умерен по масштабу.
- Влияние государства как собственника (в части добычи полезных ископаемых, продолжающей демонстрировать темпы, близкие к стагнационным) и модератора экономических процессов (в части регулирования производства пищевых продуктов) на рост промышленности не является однозначно оптимальным.

Каждый из названных факторов и все они в совокупности представляют собой серьезную угрозу для сохранения стабильных и высоких темпов роста промышленности на ближайшую перспективу.

В завершение считаем необходимым отметить, что фактические масштабы торможения роста промышленности в январе 2008 г. до 4.8% после более высоких производственных показателей второго полугодия 2007 г., возможно, являются несколько преувеличенными в силу «эффекта базы» (чрезвычайно высоких официальных темпов роста в январе–феврале 2007 г.) и в ближайшие месяцы будут несколько скорректированы.

Вместе с тем, по нашему мнению, это не меняет тренда роста промышленности и не сокращает список основных угроз для него. Начавшийся год для российской промышленности, скорее всего, будет существенно более сложным, особенно в связи с обозначенной для нее и национальной экономики в целом задачей перехода на качественно новый путь развития.

Цены производителей промышленной продукции и потребительские цены: гонка продолжается

Динамика роста цен производителей промышленной продукции и потребительских цен в январе 2008 г. явилась дополнительным подтверждением представленных выше выводов и гипотез.

Цены на промышленную продукцию в январе продолжили свой рост с наблюдавшимися в 2007 г. темпами: прирост за январь составил 1.6%. Масштаб увеличения цен производителей в данный период диктовала мировая конъюнктура цен на энергоносители: цены в добыче полезных ископаемых выросли за месяц на 4.2%. Вместе с тем исключительно важным обстоятельством является сохранение общего ценового фона в виде высоких темпов роста цен на продукцию, значимую в контексте перспектив реализации инвестиционных проектов, и продукцию потребительского спроса.

Прирост цен производителей промышленной продукции, в %

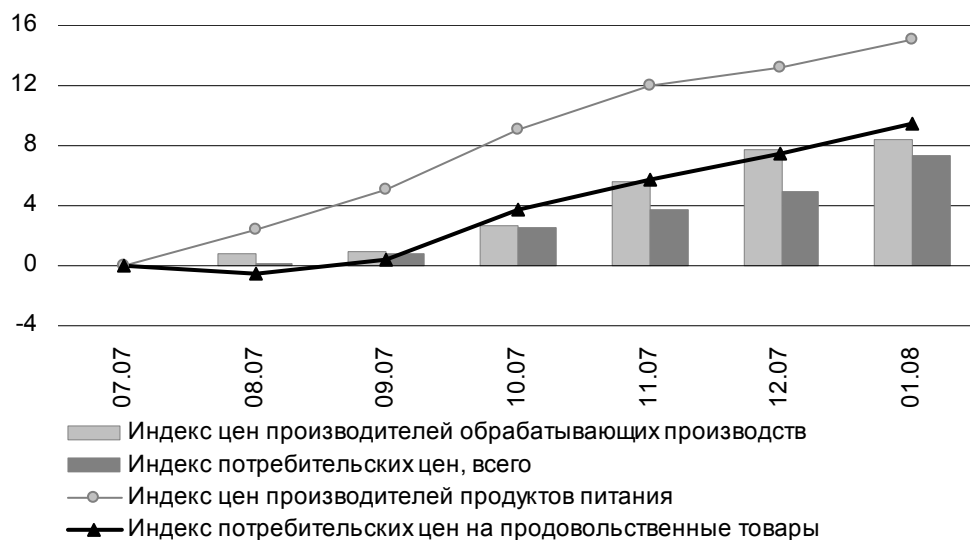
	Прирост цен		Справочно:
	Январь 2008 г./ декабрь 2007 г.	Январь 2008 г./ январь 2007 г.	прирост выпуска Январь 2008 г./ январь 2007 г.
Промышленная продукция – всего	1.6	25.2	4.8
Добыча полезных ископаемых	4.2	48.4	0.6
Обрабатывающие производства	0.7	19.5	4.6
в том числе:			
продукция машиностроительного комплекса	2.2	11.6	5.8
прочие неметаллические минеральные продукты	2.1	34.0	1.9
кокс и нефтепродукты	-3.9	45.9	2.7
пищевые продукты	1.7	22.4	3.1
текстиль, одежда, кожа, обувь	1.6	10.7	2.3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0.8	12.1	12.8
Потребительские цены	2.3	12.6	
продовольственные товары	1.9	16.7	
непродовольственные товары	0.6	6.7	
платные услуги	5.4	14.1	

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Увеличение цен производителей продукции инвестиционного комплекса по итогам января превысило 2% – рост цен по сравнению с концом 2007 г. заметно ускорился. Ускорение роста цен с одновременным снижением темпов роста выпуска, по нашему мнению, является практически безальтернативным сценарием динамики большей части этих производств на ближайшую перспективу. С одной стороны, он обусловлен повышающимся спросом на продукцию этих производств вследствие расширения инвестиций, с другой – производственные мощности большинства предприятий в настоящее время и в ближайшем будущем не смогут обеспечить требуемый рынком объем предложения. Наиболее очевиден этот феномен в производстве строительных материалов (прочие неметаллические минеральные продукты), где отпускные цены за год увеличились более чем на треть и темпы роста снизились до 1.9% (год к году).

Далее, весьма высокими темпами повышаются цены производителей продукции потребительского спроса – продуктов питания, одежды и обуви: за январь они увеличились на 1.6–1.7%, что обуславливает дальнейший рост потребительских цен на эту продукцию. Январское увеличение потребительских цен на продукты питания даже превысило рост цен производителей этой продукции, что можно рассматривать как частичное восстановление статистически нарушенного статуса в четвертом квартале 2007 г. (официально низкие показатели роста потребительских цен).

Прирост потребительских цен и цен производителей в обрабатывающих производствах, в % к июлю 2007 г.



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Проблема формирования в промышленном производстве ценового навеса, подталкивающего потребительские цены вверх, обострилась летом 2007 г., с началом активного роста цен на продукты питания. Административные меры по регулированию цен на ряд социально значимых продуктов питания, принятые в октябре 2007 г., зафиксировали этот ценовой навес в части продовольственных товаров в размере около 5.8%. Такое отставание динамики повышения потребительских цен от динамики цен производителей продуктов питания наблюдается на протяжении последних четырех месяцев и может являться нижней оценкой того, насколько ускорится рост потребительских цен в случае восстановления рыночного порядка ценообразования.

*Прибыль экономики России: статистика
как главный ресурс роста*

Согласно подведенным финансовым результатам деятельности предприятий в 2007 г. прибыль экономики России составила за прошедший год 5.73 трлн. руб. (4.87 трлн. руб. за 2006 г.).

Существенной характеристикой достигнутых в прошлом году финансовых результатов стал их неожиданный масштаб: по итогам января–ноября 2007 г. сальдированный финансовый результат составлял всего 4.52 трлн. руб. (3.55 трлн. руб. годом ранее), и годовой показатель, объединяющий предшествующие результаты и их корректировки, а также результаты декабря, оказался выше на 1.20 трлн. руб. (на 1.32 трлн. руб. для 2006 г.).

**Финансовые результаты деятельности
предприятий экономики России**

	Сальдированный финансовый результат, млрд. руб.		Превышение годового показателя над показателем за одиннадцать месяцев, млрд. руб.		Структура сальдированного финансового результата, в %, по данным за	
	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.	январь-ноябрь 2007 г.	январь-декабрь 2007 г.
Экономика в целом	4865	5726	1319	1202	100.0	100.0
<i>Материальное производство</i>	2425	2973	230	287	59.4	51.9
Промышленность	2299	2766	212	242	55.8	48.3
Добыча полезных ископаемых	718	907	38	106	17.7	15.8
Обрабатывающие производства	1463	1739	145	109	36.0	30.4
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	117	120	30	27	2.0	2.1
Сельское хозяйство, рыболовство и рыбоводство	56	98	6	17	1.8	1.7
Строительство	71	109	12	28	1.8	1.9
<i>Услуги</i>	2440	2754	1089	915	40.6	48.1
Связь	181	297	14	38	5.7	5.2
Транспорт	215	363	-31	-5	8.1	6.3
Оптовая и розничная торговля; ремонт	868	1011	152	195	18.0	17.7
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	902	763	764	521	5.4	13.3
Прочие	273	320	191	167	3.4	5.6

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Декабрьский скачок прибыли (на 27% для расчета показателя за 2007 г. и на 37% – для уточнения итогов 2006 г. относительно результатов за одиннадцать месяцев), по-видимому, имеет ту же природу, что и пересчет ВВП в декабре 2007 г.: в результате этого пересчета ВВП за 2006 г. был увеличен с 6.7 до 7.4%.

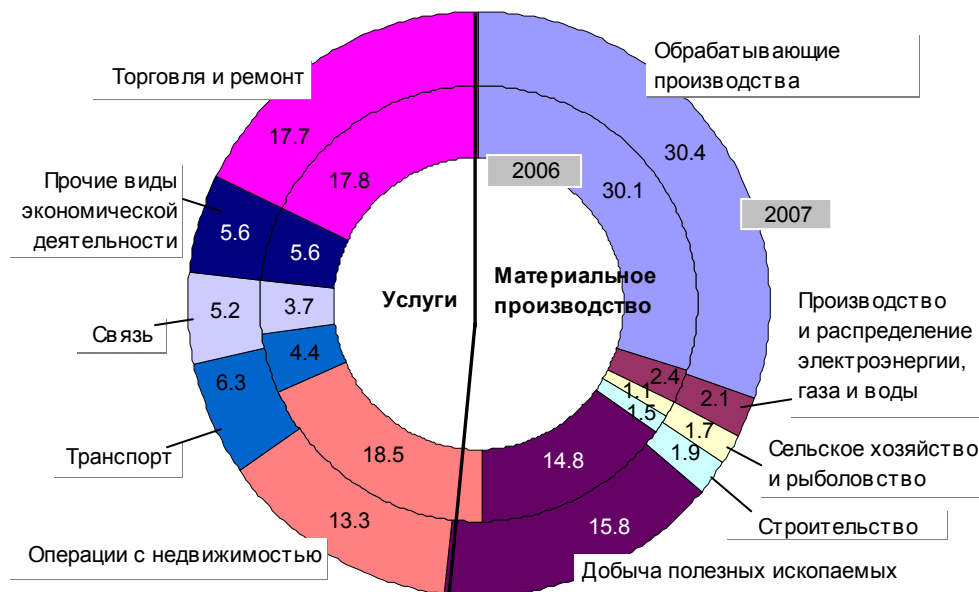
Был существенно дооценен объем прибыли, зарабатываемой в операциях с недвижимым имуществом, а также в прочих видах экономической деятельности. Так, сальдированный финансовый результат предприятий, работающих с недвижимостью, и предприятий прочих видов экономической деятельности за одиннадцать месяцев 2006 и 2007 гг. составлял 220 и 396 млрд. руб.

соответственно. При этом соответствующие годовые показатели равнялись 1175 и 1084 млрд. руб.

Произведенные корректировки качественно изменили структуру прибыли экономики России: если по итогам одиннадцати месяцев 2007 г. несомненным центром формирования прибыли было материальное производство (59.4% прибыли экономики), то на основании данных за год можно говорить о том, что вклад в формирование прибыли экономики производства товаров и сферы услуг гораздо ближе к паритету. Радикальная переоценка вклада сферы услуг связана не с традиционными и наиболее емкими видами сервиса (торговля, транспорт, связь), а с операциями с недвижимостью и прочими услугами: их вклад в прибыль экономики увеличился с 8.8% по итогам одиннадцати месяцев 2007 г. до 18.9% по данным за 2007 г.

Таким образом, получившиеся годовые финансовые результаты деятельности предприятий экономики России выглядят следующим образом. Сальдированная прибыль за 2007 г. увеличилась по сравнению с показателем 2006 г. на 17.7% в номинальном и примерно на 3.2% в реальном выражении (дефлировано ценами производителей). Подтверждена тенденция, которая отмечалась на протяжении всего 2007 г., – смещение центра зарабатывания прибыли в товарное производство. Если по обновленным результатам 2006 г. в производстве товаров и сфере услуг зарабатывался примерно одинаковый объем прибыли, то в 2007 г. на материальное производство пришлось 51.9% прибыли предприятий экономики России.

Структура сальдированного финансового результата предприятий экономики России, в %



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Увеличение вклада товарного производства в прибыль экономики в 2007 г. обусловлено динамикой выпуска в добыче полезных ископаемых (прирост на 1.0 п.п.) при стабильности доли в прибыли экономики обрабатывающих производств. Этот результат также можно считать достаточно неожиданным, поскольку на протяжении года существенной характеристикой прибыли отечественной экономики было смещение центра ее формирования именно в обрабатывающие производства.

Итак, формально минувший год оказался для экономики России удачным в финансовом плане.

Прибыль продолжала расти как номинально, так и в реальном выражении. Ее формирование в товарном производстве и сфере услуг остается близким к паритетному: некоторое отклонение от него объясняется увеличением прибыли в добыче полезных ископаемых, что было ожидаемым в контексте роста мировых цен на энергоносители.

Обусловленное этим фактором увеличение вклада промышленного производства в прибыль экономики до 48.3% (+1.0 п.п. к итогам 2006 г.) происходило при практическом сохранении уровня рентабельности промышленного производства (15.0 и 14.7% по итогам одиннадцати месяцев 2006 и 2007 гг. соответственно). При этом рентабельность наиболее прибыльных производств – добычи полезных ископаемых, производства кокса и нефтепродуктов и металлургического производства – снизилась с 25.1 до 23.8% (одиннадцать месяцев 2006 и 2007 гг. соответственно). Результаты менее прибыльной части промышленных производств, напротив, улучшились – их рентабельность выросла с 6.5 до 7.2%.

На этом фоне главным источником пессимизма остается непредсказуемость официальной статистики. Ее неожиданные и лишь отдаленно характеризующие реальную динамику результаты (индекс потребительских цен), невероятные по масштабам и предоставляемые без каких-либо комментариев и объяснений корректировки и дооценки (ВВП, прибыль) усложняют понимание происходящего в экономике в оперативном режиме и резко ограничивают возможности оптимизации вектора ее развития в кратко- и среднесрочной перспективе. По нашему мнению, подобное качество статистических сигналов о реальных процессах, происходящих в экономике России, является серьезным фактором риска для успешности реализации поставленных перед нею амбициозных задач.

Банковская система

В январе 2008 г. традиционное сезонное замедление динамики развития банковского сектора оказалось сильнее, чем в предыдущие годы: активы за месяц выросли всего на 0.1% (в январе 2007 г. – 0.6%, в январе 2006 г. – 0.2%). Основная причина этого – стагнация ключевых источников привлеченных средств: заемные и клиентские ресурсы банков сократились за месяц на 0.8%, в том числе средства на счетах и депозитах корпоративного сектора – на 1.3%, средства на счетах физических лиц – на 0.6%.

Очевидно, таким образом, что причины подобного замедления в значительной мере лежат вне банковского сектора и обусловлены поведением экономических агентов. Так, сокращение средств корпоративного сектора вызвано оттоком капитала; в январе, по оценкам, его объемы составили 10–12 млрд. долл., и не менее половины из этой суммы пришлось на небанковский сектор. Норма же сбережений населения, по всей видимости, сокращается под влиянием достаточно ощутимого роста цен и обесценивания вкладов в реальном выражении. Процентные ставки по большинству видов депозитов физических лиц заметно уступают даже официальным оценкам повышения цен.

В этих условиях естественным ответом со стороны банков, направленным на удержание ресурсной базы, станет увеличение процентных ставок. Так, в марте Сбербанк уже объявил о повышении ставок по вкладам на 0.5 п.п.

В то же время собственные средства банков (фонды, прибыль и ее капитализация др.) продемонстрировали заметное увеличение – на 5.0%. Это оказало стабилизирующее воздействие на развитие банковского сектора и позволило сохранить совокупную динамику его показателей в положительной области. Соответственно, достаточность капитала, по нашим оценкам, в январе возросла с 15.5 до 16.0%.

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	01.08	02.08
Пассивы, млрд. руб.	7101	9696	13963	15516	17113	18131	20125	20146
Собственные средства	16.2	15.4	14.3	15.5	15.9	16.1	15.3	16.2
Кредиты Банка России	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
Межбанковские операции	4.2	4.0	3.4	3.3	3.1	2.9	4.1	3.8
Иностранные пассивы	10.9	13.7	17.1	16.3	17.0	17.6	18.1	18.1
Средства физических лиц	28.4	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	26.2	25.9
Средства предприятий и организаций	23.7	24.0	24.0	24.9	25.1	24.5	25.5	25.1
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.9	2.0	2.2	2.6	2.4	2.6	1.5	1.9
Выпущенные ценные бумаги	9.0	7.6	7.2	6.4	5.8	5.3	5.8	5.6

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Несмотря на сокращение ресурсной базы, темпы кредитных операций банковского сектора сохранились на высоком уровне, характерном для прошлого года: кредиты нефинансовому сектору выросли на 3.4% (52.8% к соответствующей дате прошлого года), населению – на 1.2% (57.2%).

Таким образом, с одной стороны, в условиях сокращения ресурсной базы банкам удалось поддержать кредитную активность, главным образом за счет ликвидных активов. С другой стороны, в такой ситуации сужается потенциал дальнейшего сбалансированного развития сектора: дисбаланс между внутренними ресурсами и кредитованием экономики продолжает нарастать, а резервные активы снижаются.

**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	01.08	02.08
Активы, млрд. руб.	7101	9696	13963	15516	17113	18131	20125	20146
Наличные деньги и драгметаллы	2.8	2.7	2.6	1.8	1.8	1.9	2.5	1.9
Средства, размещенные в Банке России	9.8	7.3	7.5	8.0	10.9	6.1	6.9	5.8
Межбанковские операции	6.2	6.3	5.8	5.4	5.3	4.7	5.4	5.7
Иностранные активы	7.8	9.1	9.9	11.5	8.4	10.0	9.8	10.5
Население	8.7	12.1	14.7	14.4	14.9	16.0	16.1	16.3
Корпоративный сектор	49.8	47.0	45.3	44.8	45.0	47.2	47.2	49.2
Государство	8.0	6.6	5.2	5.0	4.7	4.1	4.1	4.2
Имущество	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Прогноз основных экономических показателей

	Факт				Прогноз		
	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Макропоказатели							
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	1 639	1 885	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	6.3	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	25.0	18.0	15.0
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							
Индекс потребительских цен (дек. к дек.), %	11.7	10.9	9.0	11.9	10.0	9.0	8.0
Индекс потребительских цен (среднегодовой), %	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	355	440	435	460
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	223	290	350	410
Счет текущих операций, % ВВП	10	11.1	9.5	5.9	5.2	0.5	-1.7
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	0.7	41.7	82.1	40	35	40
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	476	596	636	636
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	19.3	10.0	5.2	3.5	2.4	2.0	1.6
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	24.6	25.8	26.8
среднегодовой	28.8	28.3	27.1	25.6	24.4	25.2	26.3
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	34.6	50.4	60.9	69.6	90	85	90
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.24	1.25	1.26	1.37	1.48	1.40	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 существования 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.