

Весеннее обострение – кризиса ликвидности

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Кризис банковской ликвидности – не внешние причины, но ошибки стратегий

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



Весной текущего года российская банковская система столкнулась с проблемой снижения ликвидности. Формально это снижение не драматично (уровень ликвидности снижался до 4% активов и ранее), однако нестабильность на мировых рынках капитала и активное давление российского банковского сообщества вынудили руководство денежных властей принять определенные меры. Прежде всего, был расширен залоговый список для получения кредитов Банка России. Далее, принято решение о размещении временно свободных бюджетных средств и уже размещены на банковских депозитах средства институтов развития. Наконец, развернулась дискуссия об изменении системы рефинансирования банковской системы, предполагающем введение беззалогового кредитования коммерческих банков Банком России.

Высокие темпы роста банковского сектора (и его рентабельность) в последние годы делали его привлекательным объектом для инвестирования, но и породили ряд проблем. К последним относятся структурные диспропорции на межбанковском рынке (вследствие сегментирования банковской сферы на три кластера – государственные, частные и иностранные банки), а также неадекватное управление рисками и структурой активов. Подавляющее большинство банковских стратегий предусматривали сохранение политики «дешевых денег» – широкий доступ к относительно дешевому внешнему финансированию и отрицательные реальные процентные ставки на внутреннем рынке. Одновременно высокими темпами рос кредитный портфель банков. Однако ситуация изменилась.

Вероятность возникновения проблем с банковской ликвидностью была легко прогнозируемой. В последние три года национальная банковская система оказалась «перекредитована». При этом если объем ликвидности сохранялся на приемлемом уровне, то вложения в ценные бумаги (т.е. потенциальная ликвидность) за тот же период сократились. Причины очевидны – дефицит финансовых инструментов с низкими рисками и высокой ликвидностью одновременно с реальной отрицательной доходностью по ним. Результатами такого положения выступили необоснованно высокие (с точки зрения управления рисками) темпы роста кредитов, сегментированность межбанковского рынка и рост процентных ставок на нем, вероятность банкротств отдельных банков с угрозой дестабилизации всей банковской системы.

Снижение банковской ликвидности до потенциально опасного уровня лишней раз демонстрирует системные проблемы российской банковской сферы: недостаток внутренних ресурсов и не совсем адекватное управление рисками для обеспечения экономического роста одновременно с сохранением финансовой стабильности. В последние несколько лет недостаток внутренних ресурсов для столь быстрого расширения кредитования покрывался притоком внешних средств. Теперь, по всей видимости, настала очередь действовать российским денежным властям. Действия последних – необходимость в рамках целевых установок экономической политики оценить нехватку финансовых ресурсов (прежде всего внешних поступлений) и, с учетом рисков ускорения инфляции, создать механизм предоставления банковской системе недостающих средств.

Кризис банковской ликвидности – не внешние причины, но ошибки стратегий

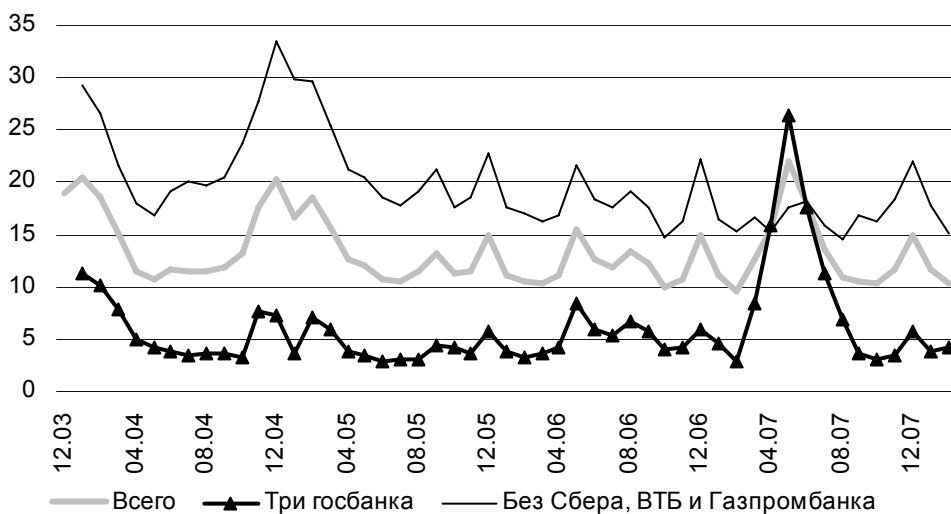
Объем банковской ликвидности (кассы и счета в Банке России) в первые месяцы 2008 г. заметно сократился – с 1.5 трлн. руб. по состоянию на 1 января до 1.0 трлн. руб. на 1 марта. Отношение ликвидных активов к совокупным активам банков снизилось за этот период с 7.4 до 4.9%, к счетам и депозитам клиентов – с 14.0 до 9.6%. Соответственно, возросли ставки на межбанковском рынке. Учитывая график погашения внешней задолженности (а локальный его пик приходился на март) и налоговые платежи (рост которых происходит в апреле), обозначилась опасность возникновения кризиса ликвидности.

Оценивая текущую напряженность с банковской ликвидностью, необходимо ответить на три вопроса. Во-первых, в чем причины сжатия ликвидности? Во-вторых, какие могут быть приняты меры для решения этой проблемы? В-третьих, каковы могут быть ее последствия?

В качестве основной причины падения уровня ликвидности называется кризис на мировых финансовых рынках, который для России, согласно мнению банковского сообщества, означает удорожание внешних заимствований и снижение их объема. Однако основной объем иностранных займов (и тем более внешних инвестиций, привлеченных посредством IPO/SPO и покупки акций) пришелся на крупнейшие национальные банки: на 30 крупнейших российских банков приходится более 80% всех иностранных пассивов. Очевидно, что остальные коммерческие банки фактически не имели доступа к внешнему финансированию. Далее, банковским сообществом выдвигается тезис, в соответствии с которым крупнейшие банки имеют доступ к рефинансированию и бюджетным средствам, тогда как средние и мелкие банки от них фактически отсечены.

Из приведенного графика видно, что, во-первых, при общем понижающем тренде ликвидные активы банковской системы не находятся на критически низком уровне – такой уровень достигался за последние три года не раз, что не приводило к кризису. Во-вторых, крупнейшие банки имеют более низкий относительный уровень ликвидности, что определяется как их масштабами, так и степенью доверия клиентов. (Вместе с тем отметим, что предоставление бюджетных средств крупнейшим банкам сопряжено с существенно меньшими рисками, чем прочим.) Наконец, согласно инструкциям Банка России все российские коммерческие банки имеют равный доступ к рефинансированию, определяемый наличием залога.

Ликвидные активы банков, в % к счетам и депозитам нефинансового сектора

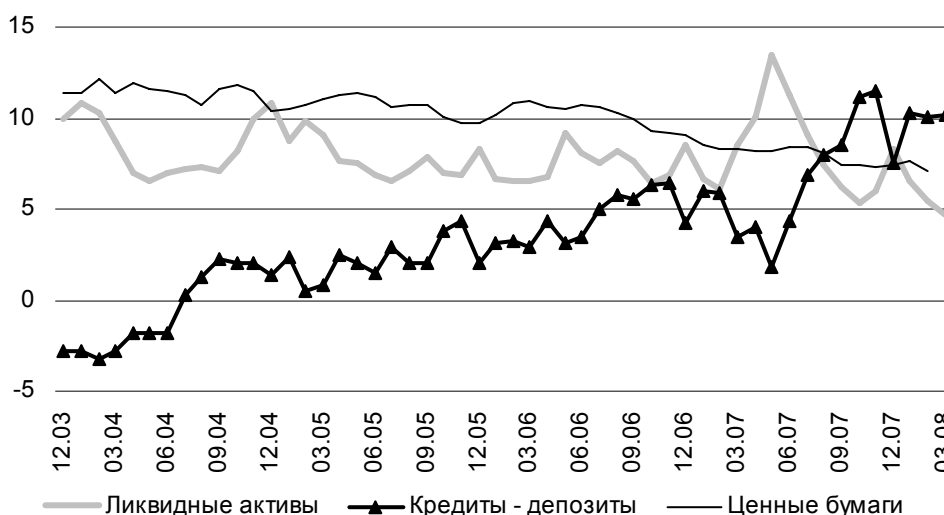


Источник: Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Причины снижения ликвидности и рост рисков в национальной банковской системе кроются не только и не столько в мировой финансовой нестабильности. Ключевой причиной здесь выступают *банковские стратегии управления структурой активов*. Прежде всего, российская банковская система, как уже указывалось выше, «перекредитована» – отношение объема кредитов нефинансовому сектору к внутренним депозитам возросло с 95% на начало 2004 г. до 120% на начало 2008 г. И если в 2006 г. нехватка внутренних банковских сбережений для поддержания столь высоких темпов роста кредитов составляла 235 млрд. руб., то в 2007 г. превысила 1 трлн. руб. и еще возрастет в текущем году.

Далее, наряду с высокими темпами роста кредитов нефинансовому сектору снижаются банковские вложения в ценные бумаги (потенциальная ликвидность) – с 11.5 до 7.5% от активов за период 2004–2007 гг. Причинами чего являются дефицит ликвидных и низкорискованных ценных бумаг и их невысокая доходность (существенно ниже процентных ставок по депозитам населения). В результате рост соотношения кредиты/депозиты одновременно со снижением доли ценных бумаг в активах и определяет колебания уровня ликвидности при общем нисходящем тренде.

Ликвидные активы банковской системы, разность между внутренними кредитами и депозитами, вложения в ценные бумаги, в % к активам



Источник: Банк России, ЦСИ Банка Москвы.

Таким образом, уровень банковской ликвидности снижается в силу действующих тенденций в структуре активов. Решения указанной проблемы могут быть следующие.

Первое – рефинансирование Банком России неотложных потребностей банковской системы. Данная мера носит краткосрочный и в какой-то мере «пожарный» характер. Напомним, что Банк России является кредитором в последней инстанции: он готов предоставить ликвидность любому банку, испытывающему недостаток ликвидности, под адекватный залог и на короткий срок. На наш взгляд, сейчас проблемы рефинансирования Банком России коммерческих банков не существует. Потенциальный объем рефинансирования составляет примерно 1.5 трлн. руб., при том что банковская система востребовала кредитов не более чем на 300 млрд. руб. Более того, существенно расширен список залоговых инструментов – возможно, он даже избыточно рискован, а введение беззалогового кредитования банков вообще представляется неоправданно рискованным.

Второе – размещение государственных средств на счетах коммерческих банков. Здесь имеется в виду размещение на банковских депозитах временно свободных средств бюджета и ресурсов государственных институтов развития.

Последствия проведения подобной политики могут быть различными. Здесь важно подчеркнуть, что российские банки в ходе текущего кризиса продемонстрировали не свою уязвимость по отношению к внешним шокам, а некачественный характер управления структурой активов. И если краткосрочные бюджетные средства будут направлены на рефинансирование более длительных кредитов, то через несколько месяцев ситуация с падением ликвидности повторится вновь – возможно, даже в более драматичном варианте.

Фактически речь идет о возможных направлениях экономической политики – дискуссия на эту тему наблюдается сегодня в правительственных кругах. Подчеркивается необходимость либо поддержания высоких темпов экономического роста, в том числе за счет высоких темпов роста банковских кредитов, либо их снижения для достижения финансовой сбалансированности. В рамках данного выбора необходимо оценить потенциальный дефицит ресурсов банковской системы и предоставить ей соответствующие государственные средства. Если ресурсов будет недостаточно, то снизятся темпы роста кредитования и экономического роста. В случае же их избытка инфляционное давление со стороны спроса возрастет.

Прогноз развития банковской сферы до 2010 г.

Сегодня уже очевидно, что развитие национальной банковской системы в ближайшие два-три года будет существенно отличаться от тенденций прошлых лет. Прежде всего отметим резко изменившиеся внешние условия: если в 2005–2007 гг. российский финансовый рынок был растущим и привлекательным для внешних инвесторов (в условиях дешевых внешних ресурсов), то в 2008–2010 гг. он хотя и останется растущим, но с меньшими темпами и, следовательно, будет менее привлекательным из-за переоценки рисков международными инвесторами. При этом оценка потенциального нетто-притока внешнего капитала в российскую банковскую систему является принципиально важным показателем с точки зрения перспектив ее роста.

Далее, отметим возрастающий дефицит внутренних сбережений. Здесь речь идет не о снижающейся норме внутренних сбережений (в рамках балансов доходов/расходов населения и предприятий), а о превышении спроса на кредитные ресурсы над приростом внутренних сбережений. Напомним, что экономический рост в последние три года обуславливался увеличением внутреннего спроса, часть которого обеспечивалась притоком экспортной выручки, но около трети – ростом кредитования нефинансового сектора.

Следовательно, в качестве важнейших вырисовываются следующие вопросы: сможет ли банковская система в 2008-м и в последующие годы обеспечить прирост кредитования (и, соответственно, внутреннего спроса) и если да, то за счет каких источников и каковы будут последствия этого. Однако главный вопрос – это оценка вклада банковского кредитования в экономический рост и устойчивости поступательного развития экономики в условиях расширения внутренних сбережений.

Разработка среднесрочного прогноза развития банковской сферы базируется на динамике макроэкономических показателей в рамках основного сценария экономического развития России в 2008–2010 гг., подготовленного Министерством экономического развития и торговли РФ. Ключевыми гипотезами данного сценария являются: сохранение высоких цен на нефть и прочее сырье, сохранение инфляции на относительно высоком уровне, рост реальных доходов населения и инвестиций в основной капитал.

В рамках базового официального сценария возможны два варианта развития банковской системы, обеспечивающие увеличение объемов кредитов, которое необходимо для роста ВВП на ожидающемся уровне.

Сценарий 1. Сохраняющийся высокий (хотя и снижающийся) чистый приток иностранного капитала в банковскую систему. Реализация данного сценария предполагает сохранение чистого притока внешнего капитала в банковскую систему, что будет обеспечено крупнейшими банками – в виде размещения облигаций, привлечения синдицированных кредитов, а также прямых инвестиций в капитал. Согласно нашим оценкам чистое привлечение иностранного капитала в 2008 г. в этом сценарии сохранится на прошлогоднем уровне и составит 42 млрд. долл. В дальнейшем данный показатель снизится: до 33 млрд. долл. в 2009 г. и 27 млрд. долл. в 2010 г.

**Основные параметры прогноза развития банковского сектора до 2010 г.,
в % к предшествующему году**

	2006 г. (факт)	2007 г. (факт)	2008 г. (прогноз)	2009 г. (прогноз)	2010 г. (прогноз)
Активы	44.1	44.1	29	24	21
Кредиты предприятиям и организациям	38.5	50.4	35	29	24
Кредиты физическим лицам	75.3	57.0	46	37	30
Средства предприятий и организаций	44.9	52.3	30	23	23
Средства физических лиц	36.4	35.0	31	29	25
Чистый приток иностранного капитала в банковский сектор, млрд. долл.	27.5	45.9	42	35	30

Источник: ЦСИ Банка Москвы.

Сценарий 2. Замещение внешнего финансирования государственными ресурсами. В этом сценарии предполагается существенное сокращение чистого притока внешнего капитала в банковскую систему – до 10 млрд. долл. в 2008 г. При этом недостающие для поддержки темпов роста банковских кредитов ресурсы будут компенсироваться государственными ресурсами в виде депозитов средств институтов развития и временно свободных бюджетных остатков, а также расширения рефинансирования со стороны Банка России.

Общий объем недополученных иностранных займов по сравнению с первым сценарием оценивается в 2008 г. в 735 млрд. руб. Частично эти средства могут быть получены в результате сокращения внутренних и внешних ликвидных активов. При этом не менее 450 млрд. руб. должно быть дополнительно получено банковским сектором (от госорганов и Банка России) для сохранения сопоставимых темпов кредитования экономики.

Кроме того, снижение притока капитала будет означать замедление роста валютных резервов Банка России и, следовательно, сужение денежного предложения. Дополнительный перевод бюджетных средств со счетов Банка России в банковский сектор будет способствовать поддержанию темпов роста денежного предложения, заместив эмиссию покупками иностранной валюты. В 2009–2010 гг. потребность банковского сектора в дополнительных ресурсах сохранится на уровне 400–500 млрд. руб. в год с учетом сокращения ликвидных активов.

В двух представленных сценариях последовательно снижающиеся темпы роста кредитов предприятиям и физическим лицам остаются на уровне, позволяющем поддерживать расширение внутреннего спроса и содействовать росту ВВП. Результаты расчетов представлены в таблице.

Сценарий 3 предполагает недостаток ресурсов банковской системы для обеспечения обозначенных выше темпов роста кредитов – как в силу проблем на мировых финансовых рынках, так и стремления российского правительства снизить уровень инфляции всеми возможными мерами. В данном сценарии сокращение притока иностранного капитала в банковский сектор не будет сопровождаться финансовой поддержкой банков со стороны правительства и Банка России. В результате темпы банковского кредитования экономики в 2008 г. замедлятся: до 30% – корпоративного сектора и 40% – населения.

Это может привести к снижению темпов прироста валового накопления основного капитала на 3.4 процентного пункта, а расходов домашних хозяйств на конечное потребление – на 0.9 процентного пункта. Общее влияние замедления кредитования на экономический рост может обусловить сокращение темпов прироста ВВП на 1.2 процентного пункта.

Кроме того, в условиях незначительного роста валютных резервов и жесткой бюджетной политики экономика столкнется с проблемами резкого замедления роста денежного предложения и сжатия ликвидности. При сохранении параметров бюджетной политики, аналогичных сценарию 1, рост денежной базы может замедлиться с 20–22 до 13–14%. Это может привести к различным негативным проявлениям «денежного голода» – от сжатия денежной массы (M2) до полномасштабного кризиса банковской ликвидности. В таком случае правительству все равно придется «распечатать» свои резервы, пустив значительные средства либо на прямое расширение государственных расходов, либо на увеличение капиталов госкорпораций.

Основные параметры вариантов экономического развития в 2008 г.

	2006 г. (факт)	2007 г. (факт)	2008 г.		
			Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3
Показатели банковского сектора					
Прирост активов, %	44.1	44.1	29	27	24
Прирост кредитов предприятиям и организациям, %	38.5	50.4	35	35	30
Прирост кредитов физическим лицам, %	75.3	57.0	46	46	40
Чистый приток иностранного капитала, млрд. долл.	27.5	45.9	42	15	15
Увеличение остатков бюджетных средств и средств от Банка России, млрд. руб.	100.5	31.2	250	700	250
Макропоказатели					
Реальный прирост валового накопления основного капитала, %	13.7	21.1	16.0	16.0	12.6
Реальный прирост расходов на конечное потребление домашних хозяйств, %	13.9	15.2	13.7	13.7	12.8
Реальный прирост ВВП, %	7.4	8.1	7.5	7.5	6.3

Источник: ЦСИ Банка Москвы.

Перспективы экономического роста – вклад банковского сектора

Модель экономического роста сохраняется прежней. В ней наблюдаются структурные проблемы (см. раздел «Реальный сектор»), однако локомотивом роста остается расширение внутреннего спроса. Вклад кредитных ресурсов в экономический рост в 2007 г. был значительным: около 30% прироста внутреннего спроса было обеспечено приростом кредитных ресурсов (прирост кредитов предприятиям и организациям – 2.93 трлн. руб. и физическим лицам – 1.18 трлн. руб.; итого порядка 12.5% ВВП).

Проведенные ЦСИ Банка Москвы исследования позволяют обосновать количественные оценки влияния динамики кредитов экономике на темпы ее роста. Информационную базу составляет методологически согласованное объединение данных денежно-кредитной статистики и национальных счетов; полученные модельные решения характеризуются высокой степенью устойчивости при обеспечении необходимой точности оценок. В качестве ключевых объясняющих факторов выступают соотношения потоков кредитов и ряда показателей расходов в методологии национальных счетов.

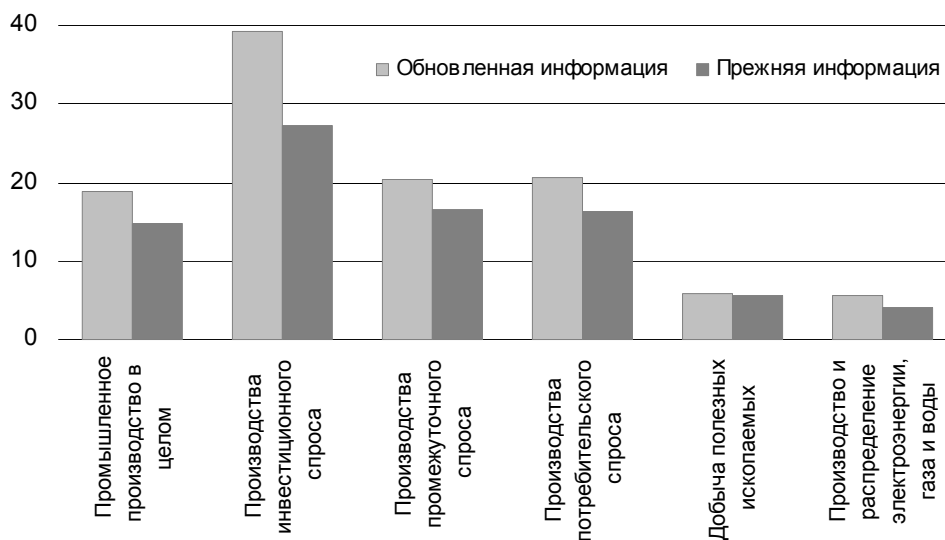
Полученные результаты свидетельствуют: увеличение (уменьшение) темпов прироста кредитов физическим лицам на 10 процентных пунктов в современных условиях означает увеличение (уменьшение) темпов реального прироста расходов домашних хозяйств на конечное потребление не менее чем на 1.6 процентного пункта. Еще более существенное значение имеет динамика кредитов корпорациям для обеспечения темпов роста валового накопления основного капитала: изменение темпов прироста кредитов на 10 процентных пунктов может вызвать соответствующее изменение роста ВНОК в размере 6 процентных пунктов. В целом это позволяет прогнозировать реальные темпы динамики ВВП в зависимости от динамики развития банковской сферы (см. таблицу).

Реальный сектор

Промышленное производство: статистика остается важнейшим источником ускорения роста

Ньюсмейкером марта 2008 г. уже традиционно стал Росстат, обнародовавший пересмотренные данные о динамике выпуска российской промышленности в 2005–2007 гг. В соответствии с ними рост российской промышленности в последние три года был заметно выше, чем это виделось ранее. Недавно выявленный дополнительный прирост составил в целом по промышленности 3.9 п.п. за три года. В добыче полезных ископаемых корректировка была минимальной, производствах промежуточного и потребительского спроса – гораздо более заметной (порядка 4 п.п.). Основные же корректировки были предприняты Росстатом в оценке динамики производств товаров инвестиционного спроса¹ (более 12 п.п.). В частности, оказалось, что прирост машиностроительного комплекса в 2005-2007 гг. был заниженным почти в полтора раза: если ранее он оценивался в 26.6%, то после пересмотра – уже более чем в 40%.

Прирост выпуска российской промышленности за 2005–2007 гг., в % к 2004 г.



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

¹ Здесь и далее к производствам товаров потребительского спроса относятся производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и обуви, целлюлозно-бумажное производство, издательская и полиграфическая деятельность; к производствам товаров инвестиционного спроса - производство прочих неметаллических минеральных продуктов, машиностроительный комплекс; к производствам товаров 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.

Поскольку Росстат традиционно не комментирует статистическое улучшение ретроспективных показателей отечественной экономики, остается только предполагать, что явилось источником очередного подтверждения интенсивного роста промышленности в недавнем прошлом. С высокой вероятностью, радикальный пересмотр данных в части машиностроения связан с низким качеством первичной информации производств с длительным технологическим циклом и/или с недостаточно эффективной статистической обработкой этих данных.

**Прирост выпуска российской промышленности в 2005–2007 гг.
(данные до и после корректировки), в % к предыдущему году**

	2005 г.		2006 г.		2007 г.	
	Новые данные	Прежние данные	Новые данные	Прежние данные	Новые данные	Прежние данные
Промышленное производство	5.1	4.0	6.3	3.9	6.3	6.3
Добыча полезных ископаемых	1.4	1.3	2.5	2.3	1.9	2.0
Обрабатывающие производства	7.6	5.7	8.3	4.4	9.5	9.4
<i>Производства товаров инвестиционного спроса</i>	10.8	7.4	10.1	2.9	14.2	15.0
в том числе:						
продукция машиностроительного комплекса	12.0	8.3	8.7	1.0	15.3	15.8
прочие неметаллические минеральные продукты	4.9	3.5	15.7	10.8	10.3	11.9
<i>Производства товаров промежуточного спроса</i>	6.4	5.0	8.6	6.7	4.2	4.1
в том числе:						
кокс и нефтепродукты	4.4	5.4	7.1	6.1	2.9	2.6
продукция металлургического комплекса	7.0	5.7	9.8	8.8	2.1	1.8
другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий)	7.0	3.4	7.9	3.6	9.6	9.9
<i>Производства товаров потребительского спроса</i>	5.9	3.4	7.5	5.8	6.0	6.3
в том числе:						
пищевые продукты	6.6	4.4	7.0	5.4	6.1	6.4
текстиль, одежда, кожа, обувь	3.1	-1.7	13.6	8.7	-1.1	-0.1
продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность	3.6	1.2	7.0	6.4	9.1	8.9
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0.9	1.2	4.9	4.2	-0.2	-1.3

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Однако заметной дооценке подвергся и выпуск других, менее сложных в статистической интерпретации производств – резиновых и пластмассовых изделий (на 10–11% в год в 2005–2006 гг.), текстильного, швейного, кожевенного, обувного производств (на 2.9–5.5% в год в 2005–2006 гг., что, с учетом низких темпов роста их выпуска, весьма внушительно), а также химического производства и производства древесины (на 1.5–3% в год, что также немало в контексте их динамики).

Теперь по-новому выглядит траектория роста промышленности: не низкие 4%-ные темпы роста в 2005–2006 гг. с заметным ускорением до 6.3% в 2007 г., а убедительный 5.1%-ный рост в 2005 г. с выходом на 6.3% в 2006 г. и удержанием этих темпов в 2007 г. При этом обрабатывающие производства, как оказалось, не

проходили периода торможения роста (5.7%–4.4%–9.4% в годовом выражении в 2005–2007 гг.), а росли ускоряющимися темпами (7.6%–8.3%–9.5%).

Главным компонентом этого роста были производства товаров инвестиционного спроса, которые, как выяснилось, росли стабильно высокими (более 10% в год в 2005–2006 гг.) и ускоряющимися (14.2% в 2007 г.) темпами. В соответствии с пересмотренными Росстатом данными темпы роста российских производств товаров инвестиционного спроса в 2005–2006 гг. были сопоставимы с темпами роста инвестиций в российскую экономику, тогда как ранее рост выпуска этих производств оценивался в 2.9–7.4% в год.

Изменилась и динамика роста производств товаров потребительского спроса. После корректировок оказалось, что они не находятся на восходящей траектории роста, как это констатировалось ранее (3.4%–5.8%–6.3% в 2005–2007 гг.). Пик роста был пройден в 2006 г., и в 2007 г. увеличивающийся потребительский спрос обусловил рост этих производств темпами 2005 г. (5.9%–7.5%–6.0% в 2005–2007 гг.).

Завершая краткий анализ свежего портрета роста российской промышленности, нельзя не отметить, что разочаровывающее качество статистической информации опасно тем более, что оно становится все более очевидным в момент принятия решений, направленных на качественное обновление промышленного производства. Фактически сбившаяся навигационная система – это серьезнейшая дополнительная угроза для российской экономики в процессе ее развития по и без того рискованному инновационному пути.

Пересмотренные данные о динамике и структуре роста российской промышленности с серьезным опозданием зафиксировали формирование в реальном секторе активно дискутируемого сейчас «перегрева» – стремительного роста производств товаров инвестиционного спроса, подгоняемого расширением инвестиций, и торможения роста производств товаров потребительского спроса, перешедших к фиксации прибыли с помощью активного повышения цен.

Важным системным выводом в связи с этим является увеличение значимости уже не количественных оценок, а качественного понимания процессов, происходящих в российской экономике. В этой связи, несмотря на масштабный пересмотр системы показателей, мы констатируем адекватность и актуальность наших комментариев относительно процессов, происходящих в отечественной промышленности. Уже в середине прошлого года мы говорили о завершении ее перехода на инвестиционно ориентированную модель роста – при торможении роста производств товаров потребительского спроса, системном отрыве от них и отставании роста производств товаров промежуточного спроса и сознательном ограничении роста добывающих производств. Уже тогда, с нашей точки зрения, были очевидными резкое возрастание структурных диспропорций российской промышленности, детерминированность ее роста исключительно инвестиционными потоками, а также исчерпание ресурса роста потребительского спроса как фактора повышательной динамики отечественного производства, что неизбежно повышает риски сохранения устойчивой траектории промышленности в целом. Сегодня уточненные данные официальной статистики полностью подтверждают наш анализ.

Февраль 2008 г.: високосный год заметно улучшил показатели роста промышленного производства

По итогам февраля текущего года выпуск российской промышленности увеличился на 7.5% (год к году), что заметно превышает не только показатель января (4.5%), но и месячные производственные показатели последнего полугодия. В результате за два первых месяца 2008 г. рост выпуска составил весьма высокие 6.0% и промышленность практически вернулась на прошлогоднюю траекторию роста (6.3% за 2007 г.).

**Прирост выпуска российской промышленности в январе-феврале 2008 г.,
в % к предыдущему году**

	Прямые данные		С коррекцией на календарный фактор			Справочно: 2007 г.
	Февраль	Январь-февраль	Январь	Февраль	Январь-февраль	
Промышленное производство	7.5	6.0	4.5	2.1	3.1	6.3
Добыча полезных ископаемых	2.3	1.4	0.6	-2.8	-1.3	1.9
Обрабатывающие производства	11.2	7.7	4.0	5.6	4.8	9.5
<i>Производства товаров инвестиционного спроса</i>	12.7	7.7	2.6	7.0	4.8	14.2
в том числе:						
продукция машиностроительного комплекса	12.4	7.7	2.9	6.8	4.8	15.3
прочие неметаллические минеральные продукты	13.5	7.7	1.8	7.8	4.8	10.3
<i>Производства товаров промежуточного спроса</i>	9.7	7.1	4.5	4.2	4.2	4.2
в том числе:						
кокс и нефтепродукты	6.1	4.4	2.7	0.8	1.6	2.9
продукция металлургического комплекса	9.5	6.0	2.6	4.0	3.1	2.1
другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий)	13.5	11.7	9.9	7.8	8.7	9.6
<i>Производства товаров потребительского спроса</i>	9.7	6.7	3.6	4.2	3.8	6.0
в том числе:						
пищевые продукты	9.5	6.3	3.0	4.0	3.4	6.1
текстиль, одежда, кожа, обувь	8.6	5.5	2.2	3.2	2.6	-1.1
продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность	10.8	8.8	6.7	5.3	5.9	9.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	2.0	7.4	12.8	-3.1	4.5	-0.2

Источник: Росстат, ЦСИ Банк Москвы.

Однако, по нашему мнению, об ускорении роста промышленности и ее выходе на устойчиво высокие темпы роста пока говорить преждевременно. Относительно более высокие темпы роста производства в феврале и за два первых месяца 2008 г. существенным образом обусловлены календарным фактором (дополнительным рабочим днем 29 февраля).

По нашим оценкам, с коррекцией на календарный фактор в феврале промышленность, напротив, замедлила свой рост до 2.1%, и по итогам двух месяцев ее выпуск увеличился всего на 3.1%, что вдвое ниже по сравнению с аналогичным прошлогодним показателем.

Темпы роста выше прошлогодних продемонстрировало производство и распределение электроэнергии, газа и воды (4.5% в январе-феврале 2008 г. после практической стагнации в 2007 г.). Прошлогодними темпами растет комплекс производств товаров промежуточного спроса (4.2% – год к году). Депрессивная динамика по-прежнему наблюдалась в добывающих производствах (-1.3% в январе-феврале после 1.9% в 2007 г.)

Условным плюсом можно считать некоторое оживление роста производств товаров потребительского и инвестиционного спроса в феврале (по сравнению с январскими показателями). Так, реальный (с учетом календарного фактора) рост выпуска производств товаров инвестиционного спроса составил в феврале 7.0% после 2.6% в январе. Для производств товаров потребительского спроса эти показатели соответственно равнялись 4.2 и 3.6%.

Вместе с тем масштабы торможения роста производств товаров потребительского и инвестиционного спроса относительно прошлого года по-прежнему весьма велики: итоговый (за два месяца) прирост их выпуска оказался кратно ниже соответствующих прошлогодних результатов. Почти трехкратное падение темпов наращивания выпуска производствами товаров инвестиционного спроса (до 4.8% в январе-феврале 2008 г. после 14.2% в 2007 г.), почти двукратное торможение роста производств товаров потребительского спроса (до 3.8% после 6.0% в 2007 г.) – это еще одно свидетельство серьезности проблемы структурных диспропорций российской промышленности и угрозы торможения ее роста из-за «перегрева».

Цены производителей промышленной продукции: два пишем, три в уме

Рост цен производителей промышленной продукции по итогам января-февраля 2008 г. составил 2.2%. Умеренность роста цен на промышленную продукцию в начале года была обусловлена главным образом снижением цен в добыче полезных ископаемых (-0.6% за январь-февраль) и незначительным повышением цен в обрабатывающих производствах (0.7%) при традиционном для января-февраля и плановом взлете тарифов естественных монополий: цены в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды выросли за два месяца на 16.9%.

Прирост цен производителей промышленной продукции, в %

	Февраль 2008 г./ декабрь 2007 г.	Февраль 2008 г./ февраль 2007 г.
Цены производителей промышленной продукции – всего	2.2	26.8
Добыча полезных ископаемых	-0.6	50.6
Обрабатывающие производства	0.7	20.3
<i>Производства инвестиционного товаров спроса</i>	<i>4.3</i>	<i>17.9</i>
в том числе:		
продукция машиностроительного комплекса	4.5	13.1
прочие неметаллические минеральные продукты	3.8	33.9
<i>Производства товаров промежуточного спроса</i>	<i>-0.2</i>	<i>21.8</i>
в том числе:		
кокс и нефтепродукты	-10.2	47.6
продукция металлургического комплекса	2.7	4.7
другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий)	7.4	21.0
<i>Производства товаров потребительского спроса</i>	<i>3.1</i>	<i>19.8</i>
в том числе:		
пищевые продукты	3.3	23.4
текстиль, одежда, кожа, обувь	3.0	10.9
продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность	3.4	11.6
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	16.9	16.9
Потребительские цены	3.5	12.7
<i>Справочно: цена нефти Urals, долл./барр</i>	<i>3.8</i>	<i>72.1</i>

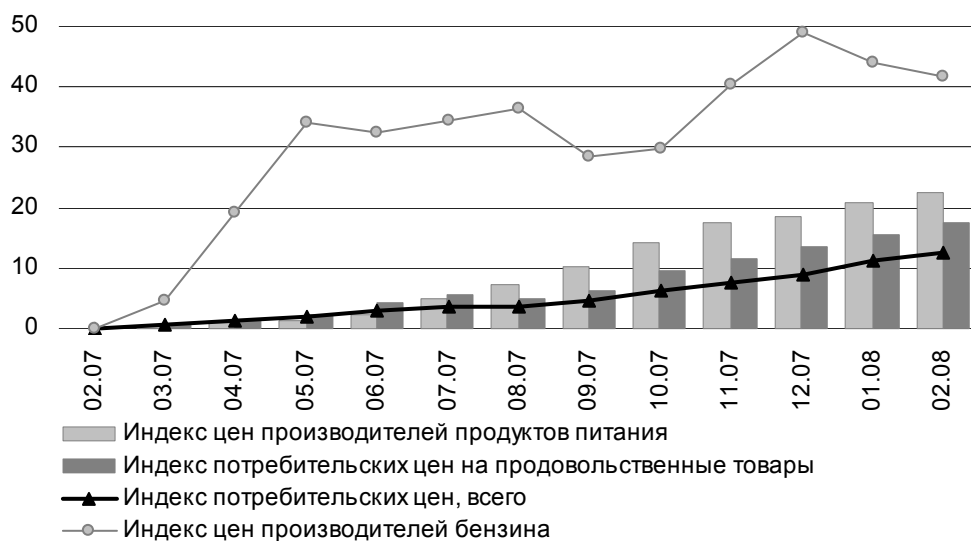
Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Вместе с тем, по нашим оценкам, данные официальной статистики в части роста цен производителей в январе-феврале 2008 г. несколько занижены. С учетом динамики цен на продукцию отдельных обрабатывающих производств рост цен в обрабатывающем секторе в целом был существенно выше (порядка 1.9% при официально зафиксированных 0.7%), что задает более высокий итоговый показатель для промышленного производства. По нашим расчетам, увеличение цен производителей промышленной продукции за январь-февраль 2008 г. составило около 3.0%.

В промышленности продолжает формироваться ценовой навес: годовое увеличение цен производителей (показатель «февраль к февралю») приблизилось к 27%, при том что в декабре годовой показатель составлял 25.1%. При этом рост цен на продукцию обрабатывающих производств по основным секторам (инвестиционного, потребительского и промежуточного спроса) был равномерно высоким – от 17.9 до 21.8% за год.

Раскручивание инфляционной спирали в промышленном производстве, стимулируемое внешними (повышение мировых цен на энергоносители и продукты питания) и внутренними («перегретость» экономики, опережающий рост спроса) факторами, имеет серьезный потенциал дальнейшего ускорения увеличения потребительских цен. В первую очередь об этом свидетельствует динамика цен на пищевые продукты и нефтепродукты.

Прирост потребительских цен и цен производителей на некоторые виды промышленной продукции, в % к февралю 2007 г.



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

В этом смысле торможение или прекращение роста цен производителей продовольственных товаров и бензина не может рассматриваться ни как тенденция (в связи с ростом мировых цен и ожидаемым окончанием срока моратория на повышение цен на продовольствие), ни как предвестник торможения динамики соответствующих потребительских цен: последние продолжают свой рост в силу уже накопленного ценового навеса.

Данные о росте потребительских цен в марте 2008 г. на 1.2% (4.8% по итогам первого квартала 2008 г.) при существенном подорожании продовольственных товаров – на 2.0% (5.7% за квартал) и бензина – на 1.7% (3.2% за квартал) фиксируют реализацию этого ценового навеса и делают практически нереальным удержание по итогам года однозначной инфляции.

Финансовые итоги января: прибыль российской экономики увеличивается за счет ТЭК и торговли

Прибыль, заработанная предприятиями экономики России в январе 2008 г., составила 498 млрд. руб. (342 млрд. руб. годом ранее). При этом центр формирования прибыли российской экономики заметно сместился в сектор торговли и ТЭК: в январе 2008 г. на них пришлось почти 60% прибыли экономики, тогда как годом ранее – только 49%. Номинальный прирост прибыли производств ТЭК и торговли в январе составлял убедительные 53–86%.

Рост прибыли нефтегазового комплекса и торговли решающим образом обусловлен резким повышением мировых цен на экспортируемые энергоносители (порядка 60–70% в декабре 2007 г. – январе 2008 г. в годовом выражении) и увеличением почти в полтора раза внешнеторгового оборота России (январь 2008 г. – год к году).

Динамика и структура финансового результата деятельности предприятий экономики, в %

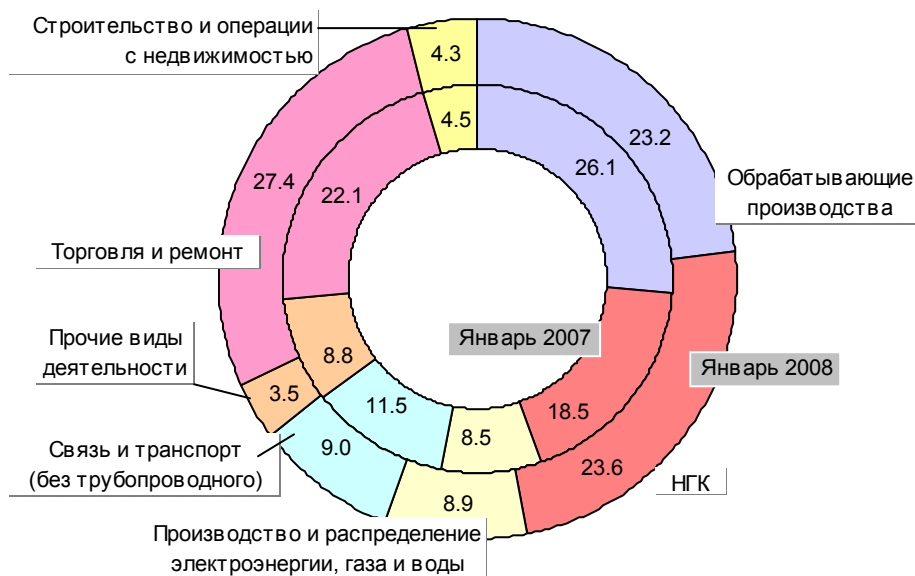
	Структура		Прирост прибыли Январь 2008 г. / январь 2007 г.
	Январь 2007 г.	Январь 2008 г.	
Всего в экономике	100.0	100.0	
Виды экономической деятельности – лидеры роста прибыли	49.1	59.9	78
Торговля и ремонт	22.1	27.4	80
ТЭК (добыча топливно-энергетических полезных ископаемых и транспортирование по трубопроводам, производство и распределение электроэнергии, газа и воды)	27.0	32.5	76
в том числе:			
Нефтегазовый комплекс (добыча топливно-энергетических полезных ископаемых и транспортирование по трубопроводам)	18.5	23.6	86
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	8.5	8.9	53
Другие виды экономической деятельности	50.9	40.1	15
Обрабатывающие производства	26.1	23.2	30
Остальные виды экономической деятельности	24.8	16.8	-1
<i>Справочно:</i>			
Прибыль экономики, млрд. руб.	342	498	46
Прирост цен производителей, %			24.7

Источник: Росстат, ЦСИ Банк Москвы.

Далее, несмотря на заметное уменьшение доли в прибыли экономики России обрабатывающих производств (до 23.2% в январе 2008 г. против 26.1% в январе 2007 г.), можно констатировать некоторое улучшение их финансовых показателей. Их прибыль выросла на 30% в номинальном выражении, что, с учетом роста их выпуска и цен на выпускаемую продукцию, свидетельствует об увеличении рентабельности обрабатывающих производств.

Неожиданно провальными оказались в январе финансовые итоги деятельности предприятий остальных видов экономической деятельности – строительства и сферы услуг (без учета предприятий торговли и трубопроводного транспорта): их прибыль сократилась даже в номинальном выражении. В контексте общего повышения цен на товары и услуги в России такой результат может быть объяснен только резким увеличением в январе инфраструктурных расходов (на электроэнергию, аренду и т.д.), однако масштабы финансовых потерь этих предприятий оказались настолько значительными, что требуют дополнительного анализа.

Структура прибыли экономики России по видам деятельности, в %



Примечание. НГК – добыча топливно-энергетических полезных ископаемых и транспортирование по трубопроводам.

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Банковская система

Традиционное для начала года замедление динамики развития банковского сектора в нынешнем году сопровождается следующими особенностями.

Во-первых, как мы уже отмечали в предыдущем обзоре, в 2008 г. сезонное замедление оказалось сильнее, чем в предшествующие годы: за первые два месяца 2008 г. совокупные активы выросли на 3.0%, тогда за аналогичный период 2007 г. их рост составил 3.1% (в 2006 г. – 3.4%).

Во-вторых, помимо сезонного фактора низкие темпы роста во многом были обусловлены негативными тенденциями развития ключевых рынков привлеченных средств банковского сектора. Уже несколько месяцев демонстрируют замедление темпов роста счета и депозиты населения, а за два первых месяца 2008 г. вклады физических лиц увеличились лишь на 1.2%, или примерно на 60 млрд. руб., что является минимальным уровнем за соответствующий период в течение последних нескольких лет. Причины такой динамики, очевидно, кроются в резком ускорении роста потребительских цен и в соответствующих сдвигах в сберегательной модели домашних хозяйств.

Темпы наращивания иностранных пассивов, в условиях неблагоприятной конъюнктуры мировых рынков, снижаются. Кроме того, для поддержания прошлогодних темпов их роста требуются значительно более крупные объемы новых займов вследствие эффекта масштаба.

Таким образом, два из трех основных источников ресурсной базы сохраняют тенденцию к сужению и в среднесрочной перспективе.

Третий источник (средства на счетах клиентов корпоративного сектора) пока сохраняет опережающие темпы роста: по отношению к 1 марта 2007 г. прирост данного показателя составил почти 57% – больше, чем прирост иностранных пассивов. Однако этого явно недостаточно, чтобы поддержать темпы роста сектора в целом на уровне прошлого года.

В активной части операции банков демонстрируют постепенный отход от приоритета розничного кредитования в пользу корпоративного сектора. Так, темпы роста розничного и корпоративного кредитования понемногу сближаются, а по

объемам приростов (что хорошо коррелирует с объемами вновь выданных кредитов) корпоративный сектор обгоняет розничный в разы: за январь-февраль 2008 г. прирост кредитов предприятиям и организациям в 4.5 раза превысил прирост кредитов физическим лицам.

**Структура пассивов банковской системы России
(на конец месяца), в % к итогу**

	12.04	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	01.08	02.08
Пассивы, млрд. руб.	7101	9696	13963	15516	17113	18131	20125	20146	20733
Собственные средства	16.2	15.4	14.3	15.5	15.9	16.1	15.3	16.2	15.9
Кредиты Банка России	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2
Межбанковские операции	4.2	4.0	3.4	3.3	3.1	2.9	4.1	3.8	4.1
Иностранные пассивы	10.9	13.7	17.1	16.3	17.0	17.6	18.1	18.1	17.8
Средства физических лиц	28.4	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	26.2	25.9	25.7
Средства предприятий и организаций	23.7	24.0	24.0	24.9	25.1	24.5	25.5	25.1	25.2
Счета и депозиты органов государственного и местного самоуправления	2.9	2.0	2.2	2.6	2.4	2.6	1.5	1.9	1.6
Выпущенные ценные бумаги	9.0	7.6	7.2	6.4	5.8	5.3	5.8	5.6	5.5

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Такая динамика вполне естественна в условиях замедления роста ресурсной базы и возрастающих рисков – работа с крупными корпоративными клиентами традиционно менее рискованна и менее затратна, чем операции на розничном рынке.

Еще одним индикатором усиления рисков может служить резкий рост иностранных активов, объем которых увеличился за январь-февраль на 14 млрд. долл. и достиг отметки в 92 млрд. долл. Поскольку увеличение иностранных активов почти на 80% было вызвано ростом краткосрочных (на срок до 30 дней) средств, размещенных в иностранных банках, подобная динамика может объясняться как накоплением банками резервов перед предстоящими выплатами зарубежных займов (в марте банкам предстояло погасить около 1.5 млрд. долл. ранее полученных кредитов и займов), так и, вероятно, неэкономическими мотивами.

**Структура активов банковской системы России
(на конец месяца), в % к итогу**

	12.04	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	01.08	02.08
Активы, млрд. руб.	7101	9696	13963	15516	17113	18131	20125	20146	20733
Наличные деньги и драгметаллы	2.8	2.7	2.6	1.8	1.8	1.9	2.5	1.9	1.9
Средства, размещенные в Банке России	9.8	7.3	7.5	8.0	10.9	6.1	6.9	5.8	5.1
Межбанковские операции	6.2	6.3	5.8	5.4	5.3	4.7	5.4	5.7	6.0
Иностранные активы	7.8	9.1	9.9	11.5	8.4	10.0	9.8	10.5	10.9
Население	8.7	12.1	14.7	14.4	14.9	16.0	16.1	16.3	16.2
Корпоративный сектор	49.8	47.0	45.3	44.8	45.0	47.2	47.2	49.2	48.4
Государство	8.0	6.6	5.2	5.0	4.7	4.1	4.1	4.2	3.9
Имущество	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	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	40.9	49.4	58.7
млрд. долл.	592	764	992	1 289	1 718	2 084	2 456
Реальный ВВП – рост в %	7.2	6.4	7.4	8.1	7.6	7.1	6.5
Промышленность – рост в %	8.3	4.0	3.9	6.3	5.5	5.2	5.0
Розничная торговля – рост в %	13.3	12.8	13.9	15.2	15.0	13.0	12.0
Инвестиции – рост в %	13.7	10.9	13.7	21.1	17.0	14.0	12.0
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	32.0	26.0	23.0
M2X (декабрь к декабрю), %	33.7	37.4	40.5	44.2	30.5	24.6	21.9
Активы банковской системы, % ВВП	41.7	44.8	51.9	61.0	63.5	65.2	66.4
Инфляция							
Индекс потребительских цен (дек. к дек.), %	11.7	10.9	9.0	11.9	11.2	9.5	9.0
Индекс потребительских цен (среднегодовой), %	11.0	12.5	9.8	9.1	12.9	9.8	9.2
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	10.6	8.3	7.8	11.0	10.0	8.4	7.8
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20.1	23.7	23.4	23.6	19.7	17.6	16.0
Расходы федерального бюджета, % ВВП	15.8	16.3	15.9	18.1	16.9	16.8	15.4
Дефицит (+) / профицит (-) федерального бюджета, % ВВП	4.3	7.5	7.4	5.4	2.8	0.9	0.6
Дефицит (+) / профицит (-) консолидированного бюджета, % ВВП	4.5	8.1	8.4	6.1	3.2	1.0	0.7
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	18.8	43.0	89.2	156.5	151.0	181.0	207.5
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.					72.1	73.1	72.5
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2.6	7.0	11.0	14.5	18.2
Платежный баланс							
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	354	455	475	510
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	225	305	370	440
Счет текущих операций, % ВВП	10	11.1	9.5	5.9	4.9	1.4	-0.6
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	656	676
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	19.3	9.8	5.2	3.6	2.3	1.8	1.4
Государственный внутренний долг, % ВВП	4.4	3.9	3.8	3.8	4.0	4.1	4.3
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	27.8	28.8	26.3	24.6	23.6	23.8	24.0
среднегодовой	28.8	28.3	27.1	25.6	23.8	23.7	23.9
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	34.6	50.4	60.9	69.6	95	97	105
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.24	1.25	1.26	1.37	1.54	1.52	1.50

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.