



Экономический рост versus инфляция

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Денежная политика
Экономический рост
Инфляция
Реальный сектор
Банковская система

Банк Москвы

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

www.mmbank.ru

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Ведев Алексей
Директор ЦСИ Банка Москвы

Vedev_AL@mmbank.ru



Сохраняющийся рост мировых цен на нефть вынуждает российское правительство в очередной раз пересмотреть прогноз основных макроэкономических показателей до 2010 г. Отметим, что в последние годы ревизия прогнозных оценок производится с завидной регулярностью, причем в сторону повышения пересматриваются как темпы экономического роста, так и инфляция. Это порождает вполне закономерный вопрос – действительно ли объективно существует «размен» между инфляцией и темпами роста национальной экономики?

Вопрос этот отнюдь не праздный, поскольку поиск ответов на него лежит в области практической реализации экономической политики. А реальные дискуссии на данную тему в правительстве уже ведутся. Ряд представителей его экономического блока (Минфин и Банк России) высказывают резонные предположения, что экономика России «перегрета» и необходимо снизить темпы расширения внутреннего спроса (прежде всего кредитной активности, бюджетных расходов и денежного предложения) – для снижения инфляции и достижения финансовой сбалансированности. Противоположная точка зрения подразумевает проведение мер по максимальной поддержке и сохранению достигнутых темпов роста, в том числе за счет увеличения бюджетных расходов и использования государственных институтов развития.

Поиск ответа на данный вопрос (либо приемлемого компромисса между названными альтернативами его решения) осложняется комплексом проблем, с которыми сталкивается сегодня российская экономика. С одной стороны, основными источниками роста внутреннего спроса являются поступления от сырьевого экспорта (напрямую или опосредованно – через государственный бюджет) и банковские кредиты, стимулирующие не только инвестиции и производство, но и потребление и импорт. При этом сохраняется зависимость экономического благополучия от внешней конъюнктуры, возрастают риски, связанные с частной внешней задолженностью и «плохими» долгами.

С другой стороны, сегодня прямолинейная борьба с инфляцией и «перегревом» экономики монетарными методами может иметь скорее негативные, чем положительные последствия. Главными причинами роста цен, на наш взгляд, выступают неразвитость конкурентной среды на определенных сегментах потребительского рынка и низкая эффективность налоговой/таможенной политики. Напротив, темпы роста денежного предложения – наиболее низкие за последние пять лет. В результате усилий денежных властей по подавлению инфляции (за счет изменения ставки рефинансирования, нормы резервирования, повышения курса рубля) последняя может остаться на прежнем (ожидаемом) уровне, однако темпы роста инвестиций, промышленного производства и банковской системы снизятся. И если использовать лишь наиболее понятную и доступную часть инструментов экономической политики в отрыве от действующей модели и структурных диспропорций, окажется подавленной экономическая активность.

Денежная политика и инфляция

Попытка решения проблемы ложными средствами

Итоги первых четырех месяцев текущего года наглядно показывают, что инфляция является проблемой, способной нивелировать все позитивные достижения последних лет. Прежде всего речь идет о социальных проблемах (усилившемся социальном расслоении, снижении уровня жизни пенсионеров и беднейших слоев населения), инвестиционной активности (рост которой отмечался в последние годы), устойчивости бюджетного процесса.

Дискуссия о монетарных и немонетарных компонентах инфляции, ранее имевшая налет академичности, ныне приобретает вполне практический смысл. Цены растут главным образом в результате удорожания продовольствия и бензина (и, традиционно, удорожания услуг). Причины же ускорения роста цен видятся как в импортировании инфляции, так и в низком уровне конкуренции на различных сегментах внутреннего рынка. Как следствие, происходят изменение структуры расходов и сбережений населения, повышение процентных ставок по кредитам одновременно со снижением темпов прироста банковских кредитов.

Соотношение динамики потребительских цен и денежных агрегатов в последний год указывает на отсутствие между ними явной взаимосвязи. Тем самым подтверждается наличие значительного немонетарного компонента в росте потребительских цен. Темпы роста денежного предложения находятся на наиболее низком за последние годы уровне. Сравнивая текущую ситуацию с 2005 г., отметим, что тогда за первые четыре месяца инфляция составила те же 6.3% при сокращении широкой денежной базы на 6% и росте агрегата M2 на 5.1%. В нынешнем же году тот же инфляционный результат был достигнут при сокращении денежной базы на 10% и росте агрегата M2 (по оценке) на 3.7%. Еще более впечатляющим выглядит сравнение с прошлым годом: рост цен за январь-апрель на 4.1% был зафиксирован при увеличении денежной базы на 11.5% и денежной массы (M2) – на 11.2%(!).

В итоге набор возможных антиинфляционных мер, которые может предпринять в текущих условиях Банк России, оказывается ограничен. Эконометрический анализ показывает, что при проводимой ныне денежной политике инфляция должна была бы быть вдвое ниже, будь она исключительно монетарной. Еще большее ужесточение денежной политики заставит забыть о прошлогодних темпах роста производства и инвестиций.

Политика валютного курса в настоящее время также не сможет выступить в роли антиинфляционного фактора. Еще в период 2003–2006 гг. курс рубля был достаточно действенным инструментом в борьбе с инфляцией. Оценки для того периода указывали, что повышение номинального курса на 1% позволяло, при прочих равных, снизить инфляцию на 0.3%. Сегодня же формальный анализ указывает на отсутствие подобной зависимости. В условиях импорта инфляции увеличение доли импортной продукции на внутреннем рынке, стимулируемое крепким рублем, только усиливает влияние ситуации на внешних рынках на внутренние цены. Кроме того, укрепление рубля способно сыграть роль дестимулирующего фактора для отечественного производства.

Рост процентных ставок позволит снизить кредитную активность и, следовательно, расширение внутреннего спроса. Однако отметим, что, во-первых, именно внутренний спрос выступает «локомотивом» экономического роста. Во-вторых, процентные ставки и так растут, и здесь политика Банка России лишь следует за рыночными тенденциями. Вследствие мирового кризиса снизился приток внешних средств в банковскую систему, а ускорение инфляции привело к сокращению притока средств населения на банковские вклады. В результате выросли процентные ставки по депозитам практически во всех банках, оставаясь при этом

ниже уровня инфляции. При этом ставки по депозитам в иностранной валюте уже выше доходности соответствующих ликвидных и низкорискованных облигаций (например, «России-28» или «России-30»), что предопределяет требования к эффективности и рискованности размещения столь дорогих пассивов.

Соответственно, ситуация начала меняться и в активной части банковских операций. Повышение процентных ставок и кардинальная переоценка рисков привели к резкому снижению роста активов. Несмотря на потребительский бум, население и банки ищут некий «баланс интересов», предполагающий надежность заемщика и адекватные уровню инфляции процентные ставки, что незамедлительно вылилось в снижение темпов роста объема потребительского кредитования – и данная тенденция продолжится. Мы также ожидаем падения темпов роста кредитования предприятий.

Полагаем, что сегодня как никогда важна адекватная оценка текущей ситуации при выработке направлений денежной политики. Анализ показывает, что традиционные меры ужесточения денежной политики не позволят ослабить инфляцию. Более того, повышение процентных ставок и курса рубля снизит темпы экономического роста. Представляется, что именно умеренное смягчение денежной политики и усиление контроля за обменным курсом (недопущение его чрезмерного укрепления) дадут возможность поддержать инвестиционную активность, ограничить рост импорта, стимулировать конкурентоспособность российских производителей. Для последних крайне важны сигналы денежных властей – для расширения производства на основе его модернизации (поскольку экстенсивные факторы здесь исчерпаны). Фактически речь идет о переходе от политики «дешевых» к политике «рационально доступных» денег – с точки зрения рентабельности производства востребованных товаров и услуг. Сохранение контроля над ростом денежного предложения не должно осуществляться в ущерб насыщению экономики финансовыми ресурсами и доступности кредита для ключевых отраслей экономики.

Экономический рост и инфляция

Перспективы роста: от диктата производителя к протесту потребителя?

Реальностью (и угрозой для дальнейшего экономического роста) стало формирование на российском рынке диктата производителя (продавца) – классический случай, когда растущий внутренний спрос приводит к заметному росту цен и умеренному (и определяемому производителем) росту выпуска. Такая ситуация стала возможной не только в силу воздействия внешних факторов (повышения мировых цен на энергоносители и продовольствие). Не менее значимыми являются здесь внутренние факторы: продолжающийся рост инвестиций в российскую экономику и потребительского спроса, высокая степень загрузки производственных мощностей, высокая и/или растущая концентрация производства ряда товаров и торговых сетей, низкое качество антимонопольного регулирования товарных рынков, отставание роста производства сельскохозяйственной продукции и т.д.

В подобных условиях в большинстве производств реализуется стратегия умеренного роста выпуска при максимально приемлемом для рынка росте цен (производителей и потребительских). Этот выбор обусловлен и возможной ограниченностью производственных мощностей, и низкой конкуренцией продавцов при высокой конкуренции покупателей, и прецедентным повышением цен на мировых товарных рынках, и высокими инфляционными ожиданиями в российской экономике.

В связи с тем очевидным фактом, что за все в конечном итоге заплатит потребитель, можно констатировать, что *рост российской промышленности образца первого квартала 2008 г. обходится российским потребителям достаточно дорого*. Даже официальная инфляция (лишь частично иллюстрирующая повышение стоимости приобретаемых товаров и услуг) составила по итогам января-апреля 2008 г. 6.3% – и это только текущая реакция на рост цен на товары потребительского спроса! Но не менее важно, что высокие темпы увеличения цен на товары промежуточного и инвестиционного спроса формируют *ценовой навес* – через высокую стоимость создаваемых производственных мощностей, объектов и т.д. Этот ценовой навес в средне- и долгосрочной перспективе неминуемо проявится в повышении цен на потребительские товары и в ускорении инфляции в целом.

Говоря о перспективах роста российской промышленности, необходимо иметь в виду серьезные, близкие к тектоническим, структурные сдвиги во всей мировой экономике. Расширение спроса на продовольствие и энергоносители и рост цен, захватывающий все новые продуктовые сегменты, начали корректировать структуру потребления в мировом масштабе. Естественным результатом этого будет заметная структурная коррекция всей мировой системы производства товаров и услуг. В страновом разрезе степень «травматизма» этих процессов для потребителя, проявляющаяся в масштабах инфляции, а также продолжительность перехода к новому равновесному состоянию экономики определяются изначальным уровнем сбалансированности и внутренней стабильности экономики. Кроме того, крайне важно, чтобы экономика получала немедленные и достоверные сигналы о реальном изменении спроса на те или иные виды товаров и услуг: это не только сократит процесс коррекции, но и будет препятствовать неэффективному вложению средств в развитие неконкурентоспособных производств.

В связи с этим фронтальный рост цен производителей и высокие темпы роста потребительских цен в России могут существенным образом *дезориентировать промышленность* в определении реально конкурентоспособных производств. Ситуацию, кроме того, осложняют разгоняемый инфляционными ожиданиями потребительский спрос, низкая конкуренция производителей на ряде товарных рынков, а также сомнительная эффективность административного регулирования. Дополнительной потенциальной угрозой может стать смещение отечественной

продукции в более дорогие ценовые ниши и, как следствие, возможная переориентация спроса на импортные аналоги. В частности, зафиксированное в конце 2007 г. – начале 2008 г. резкое увеличение импорта связано главным образом с ускоряющимся ростом импорта машин и оборудования, что означает формирование дополнительной конкуренции российским производителям. В настоящее время, в условиях высокого спроса, это не рассматривается как значимая угроза, однако снижение темпов расширения спроса обострит проблемы конкурентоспособности и дальнейшего роста отечественной промышленности.

Таким образом, *проблема купирования и предотвращения рецидива роста цен является главной задачей* в связи с необходимостью повышения конкурентоспособности российской промышленности и достижения ею стабильных и высоких темпов роста. Весьма вероятно, что темпы роста производства, демонстрируемые в 2007 г. – первом квартале 2008 г., при существующей динамике ввода мощностей близки к максимально возможным. В нынешних условиях сильного ценового фона даже поддержание темпов роста выпуска, а тем более их ускорение, может расходиться с задачей достижения сбалансированного роста промышленности в средне- и долгосрочной перспективе.

Снижение темпов расширения спроса (сейчас разогретого инфляционными ожиданиями) может весьма чувствительно затормозить рост российской промышленности, в очередной раз обострив проблему ее конкурентоспособности. Этот момент отрезвления может оказаться неожиданным и весьма болезненным, и его неотвратимость диктует необходимость своевременного осознания всего спектра угроз и выработки адекватных стратегий.

Текущая инфляция

Основные итоги «пакта о невышениии цен»

По итогам апреля 2008 г. инфляция составила 1.4%, а с начала года потребительские цены выросли на 6.3%. Как и ожидалось, максимальный ценовой рост пришелся на продукты питания, подорожавшие за месяц на 2.2% (8.0% с начала года). Дополнительным малоприятным фактором стали высокие темпы роста цен и в других сегментах потребительского спроса. Так, цены на непродовольственные товары продолжили повышаться темпами, вдвое превышающими прошлогодние, а услуги, резко подорожав в апреле, вернулись на траекторию роста цен 2006–2007 гг.

Прирост потребительских цен, в %

	За апрель			За январь-апрель		
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.
Индекс потребительских цен – всего	0.4	0.6	1.4	5.4	4.0	6.3
Продовольственные товары	0.3	0.8	2.2	6.5	3.3	8.0
Непродовольственные товары	0.3	0.4	0.9	1.6	1.5	2.9
Платные услуги	0.6	0.5	1.0	8.6	8.6	8.5

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Цены на *услуги* существенным образом определяются тарифами естественных монополий, регулируемые государством. Поэтому стабильно высокие темпы их роста, особенно после утверждения ускоренного повышения тарифов естественных монополий на ближайшие годы, могут служить косвенным признанием властями невозможности снизить инфляцию до уровня экономически развитых стран.

Ускорение роста цен на *непродовольственные товары* стартовало с некоторым запозданием относительно первого ценового скачка в сегменте продовольственных товаров и, по нашему мнению, в значительной степени является следствием нарастающих инфляционных ожиданий в экономике.

В центре внимания – по-прежнему динамика цен на *продовольственные товары*. Окончание периода замораживания цен¹, инициированного властями с целью воспрепятствовать резкому повышению цен на продукты питания, позволяет подвести некоторые итоги этого мероприятия.

За полугодие действия «пакта о невышениии цен» на ряд продуктов питания (ноябрь 2007 г. – апрель 2008 г.) потребительские цены на продовольственные товары выросли примерно на 11.9%. Эти темпы соответствуют годовому росту цен на продовольствие более чем на 25%. Выход на локально рекордные темпы роста цен на продовольствие произошел в условиях демонстративного вмешательства властей всех уровней в процесс ценообразования и даже распределения продуктов питания². Очевидным вопросом является следующий: насколько сильнее выросли бы цены в случае отсутствия подобных действий властей – действий, продиктованных соображениями политической целесообразности в канун выборов. По нашей оценке, их текущий эффект близок к минимальному, а перспективный носит скорее негативный характер.

¹ С конца октября 2007 г. по 1 мая 2008 г. действовало принятое на себя крупнейшими торговыми сетями и производителями продовольственных товаров обязательство о невышениии цен на ряд социально значимых продуктов питания.

² Введение карточной системы для малообеспеченных слоев населения в Сахалинской области, которая позволяла покупать по фиксированным ценам ряд социально значимых продуктов питания.

Важнейшими факторами ускорения роста потребительских цен на продукты питания стало увеличение мировых цен на молочные продукты, растительное масло и зерно с последующим повышением цен на аналогичную отечественную продукцию и продукцию, из нее производимую. *Меры административного регулирования цен не смогли предотвратить импорт инфляции*: по большинству видов важнейших продуктов рост потребительских цен оказался сопоставимым с ростом цен на импорт или даже превысил его. Российские производители продуктов питания и торговые организации записали себе в плюс практически всю маржу от повышения мировых цен – и это при примерном сохранении объемов рынка по большинству товарных позиций.

**Прирост цен, производства и импорта важнейших продуктов питания,
в % к соответствующему периоду предыдущего года**

	Потребительские цены	Цены производителей	Цены импорта (в рублевом выражении)	Производство	Импорт
	Январь-март 2008 г.	Январь-март 2008 г.	Декабрь 2007 г. – февраль 2008 г.	Январь-март 2008 г.	Декабрь 2007 г. – февраль 2008 г.
Молоко		62		3.5	
Цельномолочная продукция	39			-0.1	
Молоко и сливки сгущенные			26		в 16 раз
Масло сливочное	44		46	5.4	-1.2
Масло растительное	55		51	-23.3	15.3
Хлеб и булочные изделия из пшеничной муки высшего сорта	28			-3.1	
Пшеница и меслин*			143*		-20.4*
Пшеница		51			
Продовольственные товары в целом	17.8				

*Экспорт.

Источник: Росстат, Федеральная таможенная служба, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Таким образом, при минимальной коррекции объемов рынка имело место максимальное повышение потребительских цен, пропорциональное росту соответствующих цен импорта. Текущий эффект от применения мер административного регулирования оказался минимален, чего нельзя сказать о его среднесрочных последствиях. К очевидно негативным последствиям относятся ухудшение позиций или вытеснение с рынка более мелких независимых производителей и продавцов (дальнейшее снижение конкуренции), создание прецедента «сговора» властей с частью участников рынка, выдача им карт-бланш на дальнейший (и еще менее обоснованный) рост цен после окончания периода их замораживания. Важно также, что расширение торговых сетей по-прежнему находится вне зоны внимания антимонопольных органов. Именно их действия в традиционной мировой практике предотвращают диктат цен и переводят установление справедливых (и приемлемых для потребителей) цен из пиар-кампаний в обыденную практику.

³ 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.

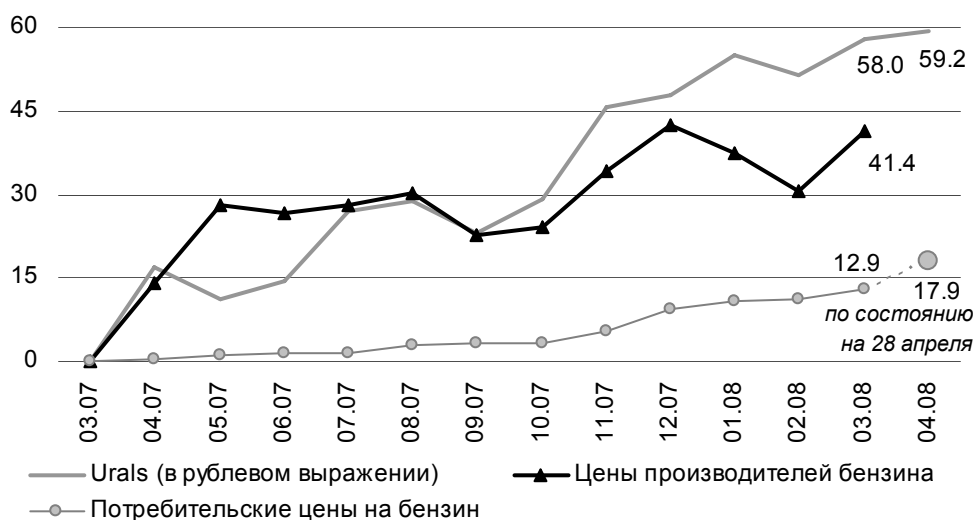
⁴ К соответствующей дате предшествующего года.

Резюмируем: динамика потребительских цен на продукты питания, характер и результаты мер по их регулированию еще раз продемонстрировали низкий уровень иммунитета российской экономики к внешним шокам, а также фактическое отсутствие инструментов, позволяющих купировать внешние шоки и минимизировать их негативные последствия.

Пересмотр оценок инфляции на 2008 г. (по оценкам МЭРТ и Минфина – около 10%, по нашим оценкам – порядка 13.5%) связан не только с фактическим 6.3%-ным ростом потребительских цен за первые четыре месяца года, но также с рядом других значимых факторов.

Помимо продолжающегося увеличения цен на продукты питания все более ощутимым становится рывок потребительских цен на *нефтепродукты*. В частности, за март–апрель текущего года потребительские цены на бензин выросли более чем на 6% и имеют серьезный потенциал к продолжению роста. Это вызвано, с одной стороны, ростом цен производителей бензина, обусловленным, в том числе, повышением мировой цены на российскую нефть Urals и пропорциональным увеличением налога на добычу полезных ископаемых. Данный налог уплачивается со всего объема добытой нефти, в том числе и с перерабатываемой в бензин для российского рынка. Далее, в силу низкой конкуренции на сбытовых рынках и ввиду личного присутствия государства как собственника в бизнесе добычи и переработки нефти рост потребительских цен на бензин традиционно активно модерируется государством (напомним, что при повышении цен производителей бензина за март–октябрь 2007 г. на 24% потребительские цены на бензин тогда увеличились всего на 3.2%). Однако фиаско с административным регулированием цен на продукты питания, возможно, отсрочит момент очередного торможения потребительских цен на бензин. Пока по итогам октября 2007 г. – апреля 2008 г. потребительские цены на бензин увеличились на 14.2% (при 14.0%-ном повышении цен производителей за октябрь–март). Новые ценовые рекорды по Urals, возможно, ускорят рост и цен на бензин, и потребительских цен в целом.

Прирост цен на бензин и цены нефти Urals, в % к марту 2007 г.



Источник: Росстат, Федеральная таможенная служба, ЦСИ Банка Москвы.

Кроме того, важнейшим инфляционным фактором становится *расширяющийся потребительский спрос*. Очевидным последствием усиления инфляционных ожиданий явился рост потребления: доля потребительских расходов в доходах населения увеличилась до 75.4% в первом квартале текущего года по сравнению с 74.1% годом ранее. Дополнительно, несмотря на снижение темпов роста банковского кредитования населения, прирост кредитов физических лиц почти на 100 млрд. руб. превысил прирост соответствующих депозитов.

Реальный сектор

Промышленное производство в первом квартале 2008 г.: управляемый «перегрев»?

Ускорение роста российской промышленности в марте (до 6.5% – год к году) вывело траекторию ее роста на прошлогоднюю: по итогам первого квартала 2008 г. промышленный выпуск вырос на 6.2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что сопоставимо с динамикой в целом за 2007 г. (6.3%).

По видимости рост российской промышленности в первом квартале был более сбалансированным, чем в прошлом году. Высокие темпы роста отмечены в производствах товаров инвестиционного (9.2% – год к году) и промежуточного (8.5% – год к году) спроса³. Быстрее, чем в 2007 г., растут производства товаров потребительского спроса (6.4% – год к году – против 6.0% в 2007 г.). Заметно ускорился рост производства и распределения электроэнергии, газа и воды (5.6% в первом квартале 2008 г. – год к году – после -0.2% в 2007 г.). Торможение роста добычи полезных ископаемых продолжает тенденцию минимального роста этого производства: падение его темпов до 0.7% (год к году) по итогам первого квартала не является провальным с учетом «эффекта базы» (весьма динамичного роста в первом квартале прошлого года) и по-прежнему находится в диапазоне 1.5–2.5% (год к году).

Прирост выпуска российской промышленности в январе-марте 2008 г., в % к соответствующему периоду предыдущего года

	Январь- февраль	Март	Январь- март	Справочно: 2007 г.
Промышленное производство	6.0	6.5	6.2	6.3
Добыча полезных ископаемых	1.4	-0.7	0.7	1.9
Обрабатывающие производства	7.7	10.4	8.7	9.5
<i>Производства товаров инвестиционного спроса</i>	7.9	11.7	9.2	14.2
в том числе:				
продукция машиностроительного комплекса	8.0	12.1	9.3	15.3
прочие неметаллические минеральные продукты	7.7	10.1	8.6	10.3
<i>Производства товаров промежуточного спроса</i>	7.0	11.3	8.5	4.2
в том числе:				
кокс и нефтепродукты	4.4	6.2	5.0	2.9
продукция металлургического комплекса	6.0	13.4	8.6	2.1
другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий)	11.0	11.5	11.1	9.6
<i>Производства товаров потребительского спроса</i>	6.7	5.9	6.4	6.0
в том числе:				
пищевые продукты	6.3	6.4	6.4	6.1
текстиль, одежда, кожа, обувь	5.5	-0.2	3.3	-1.1
продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность	8.8	6.2	7.8	9.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	7.4	1.7	5.6	-0.2

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Восстановление темпов роста промышленности (после локального замедления в конце 2007 г. и январе-феврале 2008 г.) до высокого прошлогоднего уровня и

придание росту большей сбалансированности ставят вопрос о том, с чем связано улучшение показателей роста и насколько устойчивым оно является.

Важнейшим отличием качества роста российской промышленности образца начала 2008 г. по сравнению с 2007 г. является гораздо более динамичный ценовой фон: рост цен производителей промышленной продукции в январе-марте 2008 г. ускорился (в годовом выражении) двукратно: по отношению к первому кварталу 2007 г. он составил 25.7%, тогда как в 2007 г. среднегодовой рост цен соответствовал уровню 11–12% (год к году). В значительной степени более быстрый рост цен производителей в первом квартале 2008 г. обусловлен взлетом мировых цен на энергоносители и, как следствие, ускорением роста цен в добыче полезных ископаемых и производстве кокса и нефтепродуктов. В то же время можно констатировать заметное (в 1.3–2.0 раза) ускорение роста цен производителей и в других обрабатывающих производствах.

Соотношение динамики цен производителей и выпуска российской промышленности, в % к соответствующему периоду предыдущего года

	Прирост цен производителей		Прирост выпуска	
	I квартал 2008 г.	2007 г.	I квартал 2008 г.	2007 г.
Промышленное производство	25.7	11.3	6.2	6.3
Добыча полезных ископаемых	49.2	10.5	0.7	1.9
Обрабатывающие производства	20.9	11.7	8.7	9.5
<i>Производства товаров инвестиционного спроса</i>	<i>18.5</i>	<i>13.0</i>	<i>9.2</i>	<i>14.2</i>
в том числе:				
продукция машиностроительного комплекса	12.9	9.6	9.3	15.3
прочие неметаллические минеральные продукты	33.9	26.7	8.6	10.3
<i>Производства товаров промежуточного спроса</i>	<i>21.0</i>	<i>11.7</i>	<i>8.5</i>	<i>4.2</i>
в том числе:				
кокс и нефтепродукты	49.4	3.6	5.0	2.9
продукция металлургического комплекса	5.2	18.5	8.6	2.1
другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий)	20.2	10.4	11.1	9.6
<i>Производства товаров потребительского спроса</i>	<i>20.4</i>	<i>10.4</i>	<i>6.4</i>	<i>6.0</i>
в том числе:				
пищевые продукты	23.7	11.5	6.4	6.1
текстиль, одежда, кожа, обувь	11.0	5.1	3.3	-1.1
продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность	11.8	12.1	7.8	9.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	15.6	14.4	5.6	-0.2

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Повышение цен (в разумных пределах) является той необходимой «смазкой», которая способствует интенсивному росту промышленности, поскольку фиксирует усиление востребованности продукции (конкурентоспособности производства) и стимулирует расширение ее выпуска. Однако масштабы ценовой гонки, наблюдавшейся в большинстве промышленных производств, свидетельствуют о том, в первом квартале 2008 г. российская промышленность росла на колоссальной инъекции ценового допинга.

Цены производителей промышленной продукции: импорт роста цен и/или ускорение роста цен за счет внутренних ресурсов?

Эпицентром формирования высокой и практически сплошной (по видам промышленной продукции) инфляционной волны стали энергоносители и продовольствие – виды продукции с максимальным ростом мировых цен. Пропорциональный рост на продукты питания и отложенный, но также высокий, рост цен на нефтепродукты в России были обусловлены не только интегрированностью России в мировую экономику, но и рядом сугубо внутренних факторов.

В части *продовольствия* импорт мировой инфляции стал возможен не только в связи с низкими темпами роста отечественного производства сельскохозяйственной продукции, но также вследствие неэффективной политики властей разных уровней (запоздалое снижение импортных пошлин на продовольствие и повышение пошлин на экспорт зерна, практическое отсутствие антимонопольных механизмов) и снижения конкуренции продавцов на российском продовольственном рынке (усиление торговых сетей и вытеснение более мелких независимых продавцов), которое получило дополнительный стимул в результате «пакта о неповышении цен» на ряд продуктов питания в период с октября 2007 г. по апрель 2008 г.

Рост цен на *нефтепродукты*, в свою очередь, был обусловлен увеличением мировых цен на энергоносители (в цену потребляемого в России бензина и других нефтепродуктов заложен налог на добычу полезных ископаемых, прямо зависящий от стоимости российской нефти на мировом рынке), а также низкой конкуренцией производителей и продавцов нефтепродуктов на бытовых рынках.

Помимо этого *базовым фоном* для роста цен на промышленную продукцию были высокий *спрос на товары инвестиционного спроса* (машиностроения и производства строительных материалов). Данный спрос предъявили как частные, так и государственные компании, не слишком обремененные при реализации своих инвестиционных программ проблемой цены закупаемого оборудования. Ситуацию осложняли все более ощутимые *мощностные ограничения роста выпуска* такой продукции.

Как результат, общие инфляционные ожидания, порожденные расширением внутреннего спроса, заметным ускорением роста цен в принципиально разных сегментах российской промышленности и неспособностью властей контролировать и эффективно нейтрализовать немонетарные факторы роста цен, выступили стимулом для развертывания *фронтального повышения цен* производителей промышленной продукции.

Ускорившийся и повсеместный рост цен производителей и, одновременно, восстановление и достижение большей равномерности темпов роста промышленного производства являются свидетельствами *«перегрева»* российской экономики.

В условиях фронтального повышения цен все более очевидной становится своего рода *«эйфория»* – частичная утрата рынком реальных конкурентных ориентиров, понимания действительной (не связанной с инфляционным «разогревом») востребованности выпускаемой продукции. В результате конкурентные перспективы российской промышленности при *«охлаждении»* внутреннего спроса становятся все менее очевидными.

Российская промышленность растет весьма высокими темпами, но ценовой фон ее роста настолько силен, что актуализирует уже забытый вопрос: действительно ли отечественная промышленность развивается по пути усиления ее конкурентоспособности в средне- и долгосрочной перспективе? Возможно, что в общем наборе составляющих экономического роста России значимость темпов промышленного роста как таковых снижается, а на первый план выходят проблемы замедления роста цен и реального повышения конкурентоспособности промышленности.

Банковская система

Ключевыми тенденциями развития банковского сектора России в первом квартале 2008 г. явились: снижение темпов роста активов, повышение доли кредитования корпоративного сектора, сокращение объемов банковской ликвидности.

Так, в марте 2008 г. темпы роста активов банковского сектора сохранились на уровне февраля – 2.9%, а в целом за первый квартал составили 6.0% (при этом в годовом исчислении⁴ данный показатель на 1 апреля снизился до 37%, тогда как на 1 января он составлял 44%). Падение темпов роста было обусловлено «эффектом базы»: в марте 2007 г. совокупные активы банков значительно выросли вследствие IPO Сбербанка и масштабного притока иностранных займов. Таким образом, это снижение лишь обнажает «естественный» уровень роста банковского сектора в последние месяцы. Еще более адекватно данный показатель будет отражать истинные темпы роста банковского сектора по итогам мая, когда элиминируется влияние IPO ВТБ. По нашим оценкам, годовой темп роста активов к этому моменту должен снизиться до уровня 31–33%.

Практически все основные сегменты привлеченных средств банковского сектора росли медленнее, чем в прошлом году (за исключением счетов и депозитов корпоративного сектора).

Продолжает замедляться рост вкладов населения: за март их объем увеличился на 1.7%, в целом за первый квартал – на 2.9% (в 2007 г. темпы их роста составляли 2.5 и 5.7% соответственно). В годовом исчислении темпы роста активов снизились до 32.1% – минимального уровня с середины 2005 г. С поправкой на инфляцию прирост счетов и депозитов физических лиц за последние 12 месяцев был таким же, как и в 2004 г., когда вследствие летнего кризиса приток вкладов в банки резко замедлился.

Альтернативой банковским сбережениям, с одной стороны, выступило расширение потребления, а с другой стороны – заметно выросли покупки населением иностранной валюты; только в январе-феврале чистые покупки населением иностранной валюты у банков достигли 6 млрд. долл., тогда как за весь первый квартал 2007 г. превышение покупок над продажами инвалюты составило лишь около 840 млн. долл.

Наблюдается также и умеренный рост валютных вкладов: за первый квартал их объем увеличился на 3 млрд. долл. (столько же составил прирост за весь 2007 г.), а их доля в общем объеме банковских вкладов населения прекратила снижаться.

Средства предприятий остаются основным источником роста банковского сектора. Только за март они увеличились на 6.3%, или на 330 млрд. руб. Всего за первый квартал их прирост составил 8.3%, или 430 млрд. руб., что обеспечило более трети прироста совокупных банковских активов; это в полтора раза больше, чем прирост собственных средств, и в три раза больше, чем прирост сбережений населения.

Дополнительную поддержку банковскому сектору оказал перевод части средств корпораций, обслуживающихся в Банке России: за март объем средств корпораций в ЦБР сократился на 136 млрд. руб. – это около 40% месячного прироста остатков на счетах корпоративного сектора в банковской системе.

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

	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	01.08	02.08	03.08
Пассивы, млрд. руб.	9696	13963	15516	17113	18131	20125	20146	20733	21323
Собственные средства	15.4	14.3	15.5	15.9	16.1	15.3	16.2	15.9	15.7
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	1.0	0.7
Межбанковские операции	4.0	3.4	3.3	3.1	2.9	4.1	3.8	4.0	4.3
Иностранные пассивы	13.7	17.1	16.3	17.0	17.6	18.1	18.1	17.8	17.2
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	26.2	26.0	25.7	25.4
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.3	25.1	25.0	25.8	25.5	25.6	26.4
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.0	2.2	2.6	2.4	2.6	1.5	1.9	1.6	1.7
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	6.4	5.8	5.3	5.8	5.6	5.5	5.5

Источник: ЦБР, расчеты Центра стратегических исследований Банка Москвы.

Темпы роста банковского кредитования нефинансового сектора экономики, несмотря на замедление расширения ресурсной базы, в первом квартале 2008 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросли. Так, суммарный объем кредитов экономике увеличился за январь-март текущего года на 9.8%, тогда как годом ранее – лишь на 8.7%. Годовые темпы роста выросли с 50.4 до 53.6%.

При этом структура задолженности по банковским кредитам (распределение между розничными и корпоративными) за прошедший год практически не изменилась в отличие от предшествующих лет, когда развитие розничного рынка шло опережающими темпами. Более того, в первом квартале кредитование физических лиц росло заметно медленнее, чем предприятий (7.6% против 10.6%).

Увеличение темпов роста кредитов в условиях замедляющегося расширения ресурсной базы не могло не сказаться на обеспеченности банков ликвидными активами: за квартал их объем сократился почти в полтора раза, или более чем на 500 млрд. руб. Отношение ликвидных активов к счетам и депозитам клиентов (физических лиц и предприятий и организаций) сократилось до критически низкого уровня в 10.3%.

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

	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	01.08	02.08	03.08
Активы, млрд. руб.	9696	13963	15516	17113	18131	20125	20146	20733	21323
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	1.8	1.8	1.9	2.5	1.9	1.9	1.9
Средства, размещенные в Банке России	7.3	7.5	8.0	10.9	6.1	6.9	5.8	5.1	5.1
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	5.3	4.7	5.4	5.7	5.9	6.2
Иностранные активы	9.1	9.9	11.5	8.4	10.0	9.8	10.5	11.0	10.8
Население	12.1	14.7	14.4	14.9	16.0	16.1	16.3	16.3	16.4
Корпоративный сектор	47.0	45.3	44.8	45.0	47.2	47.2	49.2	48.4	48.8
Государство	6.6	5.2	5.0	4.7	4.1	4.1	4.2	3.9	3.3
Имущество	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2

Источник: ЦБР, расчеты Центра стратегических исследований Банка Москвы.

Значительно уменьшились вложения банков в ценные бумаги – более чем на 220 млрд. руб. за квартал. Причем наибольшее сокращение пришлось на наименее рискованный сегмент – государственные долговые обязательства (120 млрд. руб.). То есть вдобавок к сокращению объема наиболее ликвидных активов уменьшается потенциальная залоговая база для получения рефинансирования со стороны Банка России.

Тем не менее банковский сектор постепенно адаптируется к работе в условиях низкого уровня ликвидных активов и замедляющегося роста ресурсной базы. Одним из индикаторов этого процесса является активизация рынка межбанковского кредитования: общий объем средств, размещенных в других банках, вырос с начала года более чем на 200 млрд. руб.

Прогноз основных экономических показателей

	Факт				Прогноз		
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Макропоказатели							
Номинальный ВВП:							
трлн. руб.	21.6	26.9	33.0	43.1	52.1	62.3	74.5
млрд. долл.	764	992	1 289	1 834	2 208	2 629	3 130
Реальный ВВП – рост в %	6.4	7.4	8.1	7.6	7.1	6.8	7.1
Промышленность – рост в %	5.1	6.3	6.3	6.0	5.6	5.3	4.7
Розничная торговля – рост в %	12.8	13.9	15.2	15.0	13.0	12.0	11.0
Инвестиции – рост в %	10.9	13.7	21.1	17.0	14.0	12.0	11.0
Экспорт – реал. рост в %	6.5	7.3	6.4	4.8	4.0	3.1	3.1
Импорт – реал. рост в %	16.6	21.9	27.3	26.0	20.0	15.0	10.0
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	30.9	38.6	32.9	29.0	24.0	22.0	21.0
M2 (декабрь к декабрю), %	38.6	48.8	47.5	32.5	28.0	24.5	24.0
M2X (декабрь к декабрю), %	37.4	40.5	44.2	31.0	26.0	23.5	23.0
Активы банковской системы, % ВВП	44.8	51.9	61.0	62.0	64.0	66.0	68.0
Инфляция							
Индекс потребительских цен (дек. к дек.), %	10.9	9.0	11.9	13.5	11.0	10.0	9.0
Индекс потребительских цен (среднегодовой), %	12.5	9.8	9.1	13.8	12.1	10.5	9.5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8.3	7.8	11.0	12.0	9.7	8.5	7.8
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23.7	23.4	23.6	21.9	20.1	18.5	17.3
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16.3	15.9	18.1	16.2	16.8	16.6	16.0
Дефицит (+) / профицит (-) федерального бюджета, % ВВП	7.5	7.4	5.4	5.7	3.3	1.9	1.3
Дефицит (+) / профицит (-) консолидированного бюджета, % ВВП	8.1	8.4	6.1	6.4	3.7	2.1	1.5
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43.0	89.2	156.5	185.0	220.8	262.9	311.7
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				64.7	103.8	128.8	140.3
Платежный баланс							
Экспорт, млрд. долл.	244	304	355	510	550	595	645
Импорт, млрд. долл.	125	165	223	305	380	465	540
Счет текущих операций, % ВВП	11.1	9.5	6.1	8.2	5.0	2.3	1.0
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	1.9	42	80.7	40	35	40	45
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	476	661	801	896	966
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	10.0	5.2	3.5	2.2	1.7	1.3	1.0
Государственный внутренний долг, % ВВП	3.9	3.8	3.8	3.8	3.9	4.1	4.2
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	28.8	26.3	24.6	23.3	23.6	23.7	23.9
среднегодовой	28.3	27.1	25.6	23.5	23.6	23.7	23.8
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	50.4	60.9	69.6	115	121.0	127.0	133.0
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.25	1.26	1.37	1.56	1.52	1.50	1.48

Источник: Росстат, ЦБР, Минфин, оценки Центра стратегических исследований 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.