

Ритуальная жертва – темпами роста

Центр стратегических исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Денежная политика

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



Инфляция в мае 2008 г. составила 1.4%, или 15% в годовом исчислении, и уже фиксирует «красную линию», превышение которой обозначает реальную угрозу не только финансовой стабильности, но и темпам роста производства. Ряд экспертов (а их сегодня меньшинство) высказывают мнение, что и 15–20%-ная инфляция вполне приемлема для развивающейся экономики, особенно сырьевой и испытывающей внешний ценовой шок. Однако, по большому счету, сегодня уже никто из серьезных экономистов не верит в подобный экономический рост, где 8%-ное реальное увеличение ВВП и 10–11%-ный рост реальных доходов населения сосуществуют со столь высокой инфляцией. И представляется, что именно 15%-ная инфляция способна затормозить инвестиционный процесс и увеличить финансовые риски и диспропорции.

Предприятия промышленности практически не получили никакого выигрыша от ускорения инфляции – рентабельность осталась на уровне 14.8%. Проигрыш предприятий обрабатывающей промышленности налицо – рентабельность в первом квартале 2008 г. снизилась до 13.9% (с 15.1% годом ранее). Именно поэтому мы отмечаем 15%-ную инфляцию «красной линией». Процентные ставки (по меньшей мере, ставки по кредитам) стремятся в положительную реальную область, т.е. превысить инфляцию. И если данная тенденция сохранится (особенно учитывая инфляционные ожидания), то стоимость кредитов предприятиям в ближайшем будущем составит 17–20% годовых. Это означает, что большая часть предприятий обрабатывающего сектора будет отсечена от кредитных ресурсов. Учитывая фактически полную загрузку мощностей и усиливающиеся ограничения по трудовым ресурсам (связанные как с демографическими тенденциями, так и с нарастающим дисбалансом между квалификацией и стоимостью трудовых ресурсов в России), единственным фактором увеличения выпуска остается рост производительности труда на основе масштабной модернизации основного капитала. В условиях недоступности банковского кредита интенсивность данного процесса резко снизится.

Борьба с «перегревом» экономики не может иметь целью лишь снижение инфляции. Задача состоит в переходе к иному качеству экономического роста, основанному на выпуске продукции с высокой степенью переработки, поддерживаемому устойчивой финансовой системой, снижением зависимости от глобальных сырьевых рынков и рынков капитала. Денежная политика должна быть направлена на максимально позитивное использование «паузы роста» для ликвидации всех структурных дисбалансов и построение фундамента для последующего этапа экономического роста. Причем этот фундамент должен быть создан с учетом не только текущих проблем, но и будущих угроз.

Однако основной опасностью выступает возможность «упустить» экономический рост и не воспользоваться благоприятной внешней конъюнктурой. Стремление достичь сбалансированности при отсутствии достаточной «регулирующей воли» у экономического блока правительства и при низкой эффективности используемых им для этого мероприятий легко может перейти в банальную экономическую стагнацию. И тогда придется решать уже более сложные проблемы и в более неблагоприятных условиях. Жертва окажется не просто напрасной, но и ухудшит условия для роста в будущем.

Денежная политика

Приоритет ужесточению денежной политики уже отдан

Банк России сегодня регулярно подтверждает свою ответственность за инфляцию, располагая при этом для борьбы с ростом цен лишь инструментами денежной политики. К таким инструментам относятся изменение процентных ставок и резервных требований, а также ограничение денежного предложения. Убедившись в отсутствии проблем с ликвидностью (формально на это указывают минимальный спрос со стороны банков на бюджетные ресурсы и стабилизация процентных ставок на межбанковском рынке), Банк России увеличил ставку рефинансирования (до 10.75%) и нормы обязательного резервирования.

Ужесточение денежной политики направлено на снижение темпов роста внутреннего спроса, в том числе и за счет ограничения банковского кредитования нефинансового сектора. Ряд представителей экономического блока правительства (Минфин, Банк России), международных финансовых организаций (МВФ, Всемирный банк) и независимых экспертов сходятся во мнении, что российская экономика в рамках действующей модели роста «перегрета». В определенном смысле есть основания полагать, что высокие темпы роста экономики уже «слишком дорого стоят», формируют новые структурные диспропорции и влекут за собой негативные последствия в виде риска снижения ее конкурентоспособности.

Во-первых, российские предприятия просто не успевают *адекватно откликнуться* на растущий спрос, что вызвано ограничениями по основным факторам производства (производственным мощностям и трудовым ресурсам). Следствиями расширения внутреннего спроса становятся повышение цен на отечественную продукцию и увеличение объемов импорта. Все это нивелирует экономический рост. С этой точки зрения определенная «пауза роста» внутреннего спроса (его менее интенсивное расширение) может в большей степени соответствовать задачам развития национальной промышленности в средне- и долгосрочной перспективе. Совпадая с естественным временным лагом между осуществлением инвестиций и вводом мощностей, она может дать обрабатывающему сектору российской экономики необходимое время для увеличения производства действительно конкурентоспособной продукции.

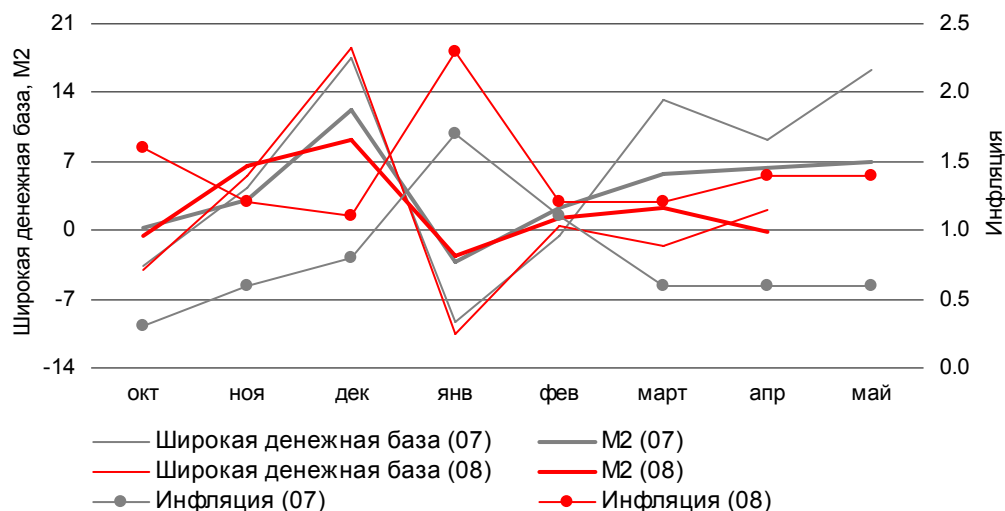
Во-вторых, высокие темпы роста усиливают дисбалансы и риски. Возрастает разрыв между уровнями сбережений и кредитов нефинансовому сектору, снижается уровень ликвидности, уменьшается доля ценных бумаг в банковских активах. Ускоренное развитие банковского сектора увеличивает соответствующие риски – несоответствия временной и валютной структуры активов и пассивов, «плохих долгов», технических дефолтов и др.

В-третьих, сохраняется проблема удержания инфляции на умеренном уровне. Оставляя за рамками настоящего обзора дискуссию о причинах нынешнего ускорения инфляции, отметим, что высокие темпы роста внутреннего спроса, денежного предложения и банковской системы (значительно превышающие темпы роста номинального ВВП) обуславливают сохранение повышенного «инфляционного фона». «Естественный» инфляционный фон может (и должен) быть ниже наблюдаемого сегодня, но тем не менее остается на достаточно высоком по международным меркам уровне – 5–7%.

Сегодня возможные антиинфляционные действия Банка России должны соответствовать двум критериям. Первый связан с поиском баланса между финансовой стабильностью и депрессивным воздействием, оказываемым ужесточением денежной политики на текущий экономический рост, – эффектом, который нельзя однозначно оценить как негативный и который может оказаться целесообразным в среднесрочном периоде. Второй связан с эффективностью использования инструментов мер денежной политики для снижения инфляции. И

здесь достаточно уместным представляется применение статистического анализа зависимости темпов роста цен от денежного предложения.

Темпы роста денежных агрегатов и потребительских цен за последние восемь месяцев и годом ранее, в % к предыдущему месяцу

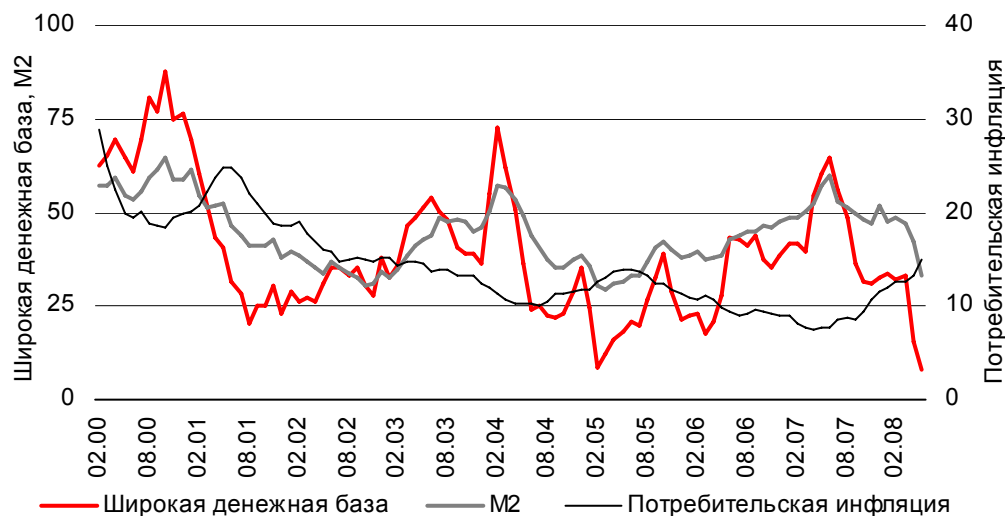


Примечание: 07 – период с октября 2006 г. по май 2007 г.; 08 – период с октября 2007 г. по май 2008 г.
 Источник: Банк России, Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Статистический анализ показывает, что в периоды с октября по февраль 2006–2008 гг. динамика роста денежных агрегатов (широкой денежной базы и M2) практически совпадала. Однако уже тогда темпы роста цен превышали уровень годичной давности. Далее, после февраля 2007 г. наблюдалось увеличение темпов расширения денежного предложения, при этом отмечался устойчивый тренд к снижению инфляции. И если бы не внешний шок во второй половине года (связанный с удорожанием продовольствия), то, даже несмотря на массивный приток капитала и рост денежного предложения, инфляция в 2007 г. была бы однозначной. Напротив, в текущем году денежной политикой созданы наиболее благоприятные условия для снижения темпов роста цен – однако последние сохраняются на высоком уровне. Тем самым на основе статистического анализа *нельзя утверждать, что ограничение денежного предложения приведет к снижению инфляции*. Содержательный же анализ показывает, что товарные группы, где наблюдается наиболее интенсивный ценовой рост, не связаны (или связаны незначительно) с расширением внутреннего спроса и банковского кредитования. Более того, маловероятно, что при ограничении расширения внутреннего спроса население сократит потребление продовольственных товаров и услуг ЖКХ.

Исследование темпов роста цен и денежного предложения на более длительном временном интервале *статистически* позволяет сделать вывод о наличии неких циклов роста денежного предложения и ускорения роста цен (с лагом в 0.8–1.0 года). Представляется, что данная гипотеза соответствует лишь формальным статистическим критериям и на этом основании принимать решения об изменении направлений денежной политики по меньшей мере рискованно. Рискованно именно в силу значительного временного лага и действия значительного набора «прочих факторов». Тем не менее, при прочих равных, денежные власти сегодня существенно снижают монетарную составляющую инфляции. Если темпы роста цен в ближайшие месяцы не снизятся, то этого не случится уже не из-за «неправильной» денежной политики.

Темпы роста денежного предложения и потребительской инфляции, в % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: Банк России, Росстат.

Первой реакцией банковской системы (в апреле 2008 г.) на ужесточение денежной политики стало снижение ликвидности и иностранных активов. Однако темпы кредитования предприятий и населения практически не изменились и остались на высоком уровне (56% – кредиты населению и 54% – предприятиям в годовом исчислении).

Представляется маловероятным, что именно низкие ставки денежного рынка и высокие темпы роста денежного предложения привели к ускорению роста цен на продовольствие, бензин и услуги ЖКХ для населения. Более того, основным фактором поддержки экономического роста в кратко- и среднесрочной перспективе видится расширение инвестиций в основной капитал, возможное лишь при умеренных процентных ставках по кредитам. Именно в силу этих причин Банк России берет на себя ответственность за ужесточение денежной политики, которое может не снизить темпы роста цен, но снизить темпы экономического роста и увеличить риски в банковской системе.

Реальный сектор

Рост ценовой волны продолжается

Цены производителей промышленной продукции в апреле 2008 г. уверенно продолжали расти, увеличившись за месяц на 4.5%. Заметное ускорение роста цен наблюдалось во всех группах промышленных производств, за исключением производства и распределения электроэнергии, газа и воды.

Прирост цен производителей, в %

	За месяц		К тому же месяцу предыдущего года	
	Март 2008 г.	Апрель 2008 г.	Март 2008 г.	Апрель 2008 г.
Промышленное производство	0.7	4.5	27.4	27.3
Добыча полезных ископаемых	-5.6	7.3	48.5	43.9
Обработывающие производства	3.2	4.7	22.8	23.9
производства товаров инвестиционного спроса	1.3	1.8	19.9	20.4
производства товаров промежуточного спроса	4.8	7.5	24.5	25.4
производства товаров потребительского спроса	2.3	2.9	22.8	24.9
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	1.6	-1.2	17.9	17.0

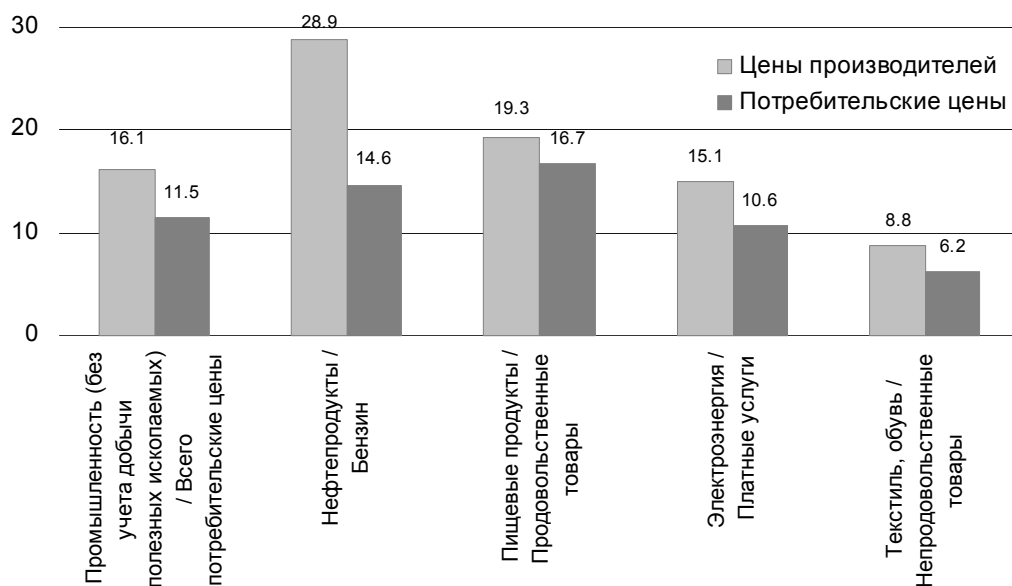
Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

В годовом выражении увеличение цен производителей осталось на уровне марта текущего года (27.4%), однако можно утверждать, что *ценовая волна продолжает набирать высоту*. Во-первых, налицо продолжающееся ускорение роста цен в обрабатывающих производствах (23.9% в апреле после 22.8% в марте – год к году). Это ускорение носит тотальный характер, распространяясь на производства, ориентированные на разные виды спроса. Далее, некоторое торможение повышения цен в добыче полезных ископаемых (до 43.9% после 48.5% в марте – год к году) носит временный характер: резкий рост мировых цен на энергоносители, наблюдавшийся в мае, вновь приблизит этот показатель к 50% в годовом выражении. Наконец, некоторое снижение цен в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды также преждевременно рассматривать как тенденцию – возможно, что майские данные скорректируют динамику снижения цен и в этом сегменте промышленного производства.

Прогнозировать начало замедления роста цен на промышленную продукцию пока рано. Ценовая гонка продолжается, усложняя решение задачи снижения темпов инфляции, а затем и перелома тенденции.

С точки зрения воздействия на инфляцию продолжил формироваться как оперативный, так и отложенный ценовой навес. Оперативный ценовой навес, формирующийся в производствах потребительского спроса, по нашим оценкам, составил на начало мая 2008 г. не менее 2.5%; за восемь месяцев, с сентября 2007 г. (начало агрессивного роста цен производителей промышленной продукции потребительского спроса, а также цен на бензин), потребительские цены уже увеличились на 11.5%. При этом сопоставление компонентов потребительских цен и цен производителей аналогичной продукции свидетельствует о сохранении накопленного и пока не реализованного ценового навеса: даже в случае прекращения повышения цен на соответствующую промышленную продукцию в ближайшие месяцы нужно ожидать увеличения потребительских цен с начала года как минимум до 9.0% (6.3% за январь–апрель).

Прирост цен производителей промышленной продукции и потребительских цен за сентябрь 2007 г. – апрель 2008 г., в %



Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Помимо этого ускоряющийся рост цен производителей продукции промежуточного и инвестиционного спроса не только снижает реальную отдачу от инвестиций в российскую экономику, но и уже сейчас формирует высокий ценовой фон для потребительского рынка в дальнейшем – как всегда, за все заплатит потребитель.

С точки зрения финансовых результатов российской промышленности ценовая гонка не улучшает финансовые показатели предприятий. Сохранение по итогам первого квартала текущего года рентабельности промышленного производства на прошлогоднем уровне (14.7%) стало возможным только за счет добычи полезных ископаемых, тогда как рентабельность обрабатывающих производств и производства и распределения электроэнергии, газа и воды заметно снизилась.

Финансовые показатели деятельности предприятий промышленности, в %

	Рентабельность		Доля в прибыли экономики	
	I квартал 2007 г.	I квартал 2008 г.	I квартал 2007 г.	I квартал 2008 г.
Промышленное производство	14.7	14.8	59.4	56.4
Добыча полезных ископаемых	15.3	19.9	12.9	18.2
Обрабатывающие производства	15.1	13.9	38.7	32.7
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	12.4	10.1	7.8	5.5
<i>Справочно: торговля и ремонт</i>			19.6	21.5

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Сокращение прибыли российской экономики, приходящейся на эти производства, при росте прибыли предприятий торговли является дополнительным аргументом в пользу наличия у государства действенных рычагов управления инфляционными процессами. Как мы уже указывали, в первую очередь к ним относится антимонопольное регулирование рынков – контроль за расширением розничных сетей, за ценообразованием на неконкурентном (в региональном разрезе) рынке нефтепродуктов. Однако в настоящее время отсутствует понимание того, власти какого именно уровня должны отслеживать проявления монополизма на розничных рынках, не говоря уже о конкретных процедурах предотвращения такого поведения продавцов.

Кроме того, несмотря на экстремально высокие и продолжающие расти мировые цены на нефть, в принципе не рассматривается вопрос о реформировании системы налогообложения нефтедобычи. Напомним, что налог на добычу полезных ископаемых увеличивается пропорционально росту мировой цены на российскую нефть и уплачивается со всего объема добытой нефти, в том числе и с перерабатываемой в России для внутренних потребителей. Отечественный потребитель продолжает платить в бюджет все большие и большие налоги, а нефтяные компании имеют «непобедимый» аргумент, оправдывающий рост розничных цен на нефтепродукты. В такой ситуации изменения порядка начисления НДС – введение «налоговых каникул» на период разработки месторождения и достижения соответствующих объемов добычи и повышение не облагаемого НДС минимума по нефти Urals с 9 до 15 долл./барр., – возможно, и приведут к расширению инвестиций в разведку и добычу нефти, но практически не скажутся на динамике потребительских цен на нефтепродукты.

Разрушительный характер роста цен (и потребительских, и производителей промышленной продукции) выводит на первый план задачу ослабления инфляционных ожиданий в российской экономике. Необходимы реальные и продуманные действия властей, которые «остудили» бы рынок и вывели его из «перегретого» состояния. До этого момента и потребители, и промышленное производство будут оставаться без адекватных представлений о конкурентоспособности и реальном векторе динамики российской экономики.

Промышленное производство: новый виток ускорения роста

Прирост выпуска российской промышленности в апреле 2008 г. составил рекордные 9.2% (год к году) (6.2% в первом квартале текущего года). Главным компонентом этого ускорения стало резкое увеличение темпов роста производств инвестиционного и промежуточного спроса. Оно скомпенсировало торможение роста выпуска в добыче полезных ископаемых, производстве и распределении электроэнергии, газа и воды, а также производстве продукции потребительского спроса.

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

	Январь-март	Апрель	Январь-апрель	Справочно: 2007 г.
Промышленное производство	6.2	9.2	6.9	6.3
Добыча полезных ископаемых	0.7	0.4	0.6	1.9
Обработывающие производства	8.7	14.5	10.2	9.5
<i>Производства товаров инвестиционного спроса</i>	9.2	22.3	12.5	14.2
в том числе:				
продукция машиностроительного комплекса	9.3	24.4	13.1	15.3
прочие неметаллические минеральные продукты	8.6	14.6	10.3	10.3
<i>Производства товаров промежуточного спроса</i>	8.5	12.5	9.5	4.2
в том числе:				
кокс и нефтепродукты	5.0	-0.8	3.6	2.9
продукция металлургического комплекса	8.6	13.4	9.8	2.1
другая продукция промежуточного спроса (обработка древесины, химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий)	11.1	18.5	13.2	9.6
<i>Производства товаров потребительского спроса</i>	6.4	5.4	6.1	6.0
в том числе:				
пищевые продукты	6.4	5.5	6.1	6.1
текстиль, одежда, кожа, обувь	3.3	1.8	3.0	-1.1
продукция целлюлозно-бумажного производства; издательская и полиграфическая деятельность	7.8	6.7	7.5	9.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	5.6	0.2	4.5	-0.2

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Итоги роста выпуска российской промышленности за январь–апрель 2008 г. выглядят исключительно позитивно – темпы ее роста увеличились до 6.9% (год к году) после 6.3% в 2007 г. Структура роста заметно выровнялась и выглядит более сбалансированной. Ушли структурные провалы роста в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды (4.5% за январь–апрель 2008 г. – год к году – после -0.2% в 2007 г.), производствах промежуточного спроса (9.5 и 42% соответственно). Темпы роста производств инвестиционного спроса – высокие (12.5%), но не экстремально высокие (14.2% в 2007 г.). Несколько менее привлекательно, но также приемлемо выглядит рост производств потребительского спроса, сохранивших по итогам первых четырех месяцев 2008 г. прошлогодние темпы (порядка 6.0% – год к году). Негативной динамикой роста промышленности характеризуется лишь близкое к стагнационному изменению в добыче полезных ископаемых (0.6% в январе–апреле 2008 г. – год к году – после 1.9% в 2007 г.), но ее производственные показатели уже давно вышли из поля рыночного

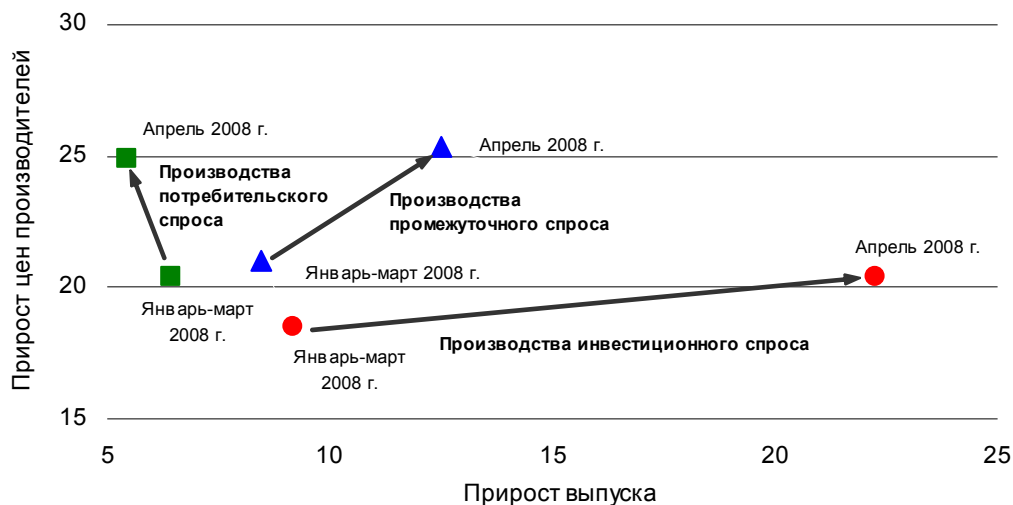
стимулирования. Таким образом, формально рост российской промышленности за первые четыре месяца 2008 г. оказался весьма успешным.

Однако, по нашему мнению, ситуация не является безусловно оптимистичной.

Во-первых, выравнивание темпов роста и ускорение роста промышленности в марте-апреле 2008 г. происходило при заметном ускорении расширения спроса на промышленную продукцию (и цен производителей). И неясно, насколько произошедший рост производства адекватен конкурентоспособности выпускаемой продукции – конкурентоспособности не сейчас, в период «перегретого» спроса, а после его окончания – в среднесрочной перспективе.

Далее, выход на убедительно высокие показатели роста и его сбалансированную структуру произошел в марте-апреле. При этом вектор роста обрабатывающих производств иллюстрирует наличие серьезных потенциальных угроз формированию динамики промышленного выпуска в дальнейшем. Восстановление темпов роста инвестиционных производств происходит непредсказуемо высокими темпами и сопровождается заметным повышением цен производителей. Производства потребительского спроса продолжают «испытывать на лояльность» растущий спрос потребителей, предпочитая активное повышение цен сохранению до того умеренных темпов роста выпуска. Наконец, ускорение темпов роста производств промежуточного спроса сопровождается пропорциональным и существенным повышением цен производителей, что уже нашло свое отражение, и будет далее негативно отражаться, на финансовых результатах промышленности.

Прирост выпуска и цен производителей в обрабатывающих производствах в январе–апреле 2008 г., в % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Таким образом, вопрос стабильности темпов роста российской промышленности и ее конкурентоспособности в среднесрочной перспективе (после окончания периода «перегретого» спроса) остается и будет оставаться открытым до решения главного вопроса – купирования роста цен, перелома инфляционных настроений и, в итоге, радикального снижения инфляции.

Банковская система

В апреле 2008 г. темпы роста активов банковского сектора замедлились до 1.9%, а в годовом исчислении¹ они составили 37%. Снижение темпов роста по сравнению с предшествующими месяцами затронуло как собственные, так и привлеченные средства банков: привлеченные средства выросли за месяц на 2.0% (март – 3.1%, февраль – 3.2%), собственные – на 1.4%, что является минимальным уровнем за последние 12 месяцев.

Основным фактором замедления роста ресурсной базы банков в апреле 2008 г. стало заметное сокращение средств на счетах и депозитах *корпоративного сектора*. Остальные сегменты привлеченных средств продемонстрировали достаточно уверенное расширение.

Несмотря на ускорение темпов роста цен (а в апреле инфляция составила 15% – год к году), вклады населения увеличились в этом месяце на 3.0%. Не считая традиционного сезонного притока средств на банковские депозиты в декабре, это наибольшие темпы с лета прошлого года.

Столь высокие темпы роста были достигнуты, несмотря на довольно скромные результаты крупнейшего розничного банка страны: в Сбербанке объем вкладов увеличился за месяц лишь на 2.2%. По остальным банкам суммарный объем вкладов вырос на 3.8%, что явилось следствием более активной ценовой политики.

Остатки средств на счетах *корпоративных клиентов* сократились за рассматриваемый период на 6.2%, или почти на 350 млрд. руб. Основной причиной послужили крупные налоговые выплаты, осуществлявшиеся в конце месяца. При этом срочные депозиты корпоративных клиентов продолжали увеличиваться, несмотря на платежи в бюджет (их рост за месяц составил 3.4%). Корпоративный сектор по-прежнему не сталкивается с дефицитом ресурсов, а временное сокращение средств на его расчетных счетах уже в следующем месяце восполнится новыми доходами предприятий, в первую очередь экспортными поступлениями.

На фоне сократившихся средств на счетах корпоративного сектора заметно (более чем в полтора раза) выросли *остатки на счетах и депозитах бюджетов всех уровней* в коммерческих банках: общее увеличение составило здесь около 210 млрд. руб., из которых лишь 40 млрд. руб. пришлось на увеличение средств Минфина и федерального бюджета в банках, включая средства, размещенные на депозитных аукционах. Оставшийся прирост пришелся на счета и депозиты субъектов Федерации и местных органов власти. Таким образом, размещение бюджетных средств в банковском секторе произошло главным образом за счет местных бюджетов.

В этих условиях становится понятным отсутствие интереса банков к бюджетным аукционам – необходимые государственные ресурсы кредитные организации получили и так, притом на более длительный срок. Около 40% прироста средств местных бюджетов (70 млрд. долл.) пришлось на депозиты на срок от 91 до 180 дней. Однако получателями бюджетных средств все равно оказались преимущественно банки, аффилированные с государством, – на Сбербанк и ВТБ пришлось две трети прироста бюджетных счетов (144 из 212 млрд. руб.).

¹ К соответствующей дате предшествующего года.

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

	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	03.08	04.08
Пассивы, млрд. руб.	9696	13963	15516	17113	18131	20125	21323	21725
Собственные средства	15.4	14.3	15.5	15.9	16.1	15.3	15.7	15.7
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.7	0.4
Межбанковские операции	4.0	3.4	3.3	3.1	2.9	4.1	4.3	4.6
Иностранные пассивы	13.7	17.1	16.3	17.0	17.6	18.1	17.2	17.8
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	26.2	25.4	25.7
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.3	25.1	25.0	25.8	26.4	24.3
Счета и депозиты органов государственного управления и местных органов власти	2.0	2.2	2.6	2.4	2.6	1.5	1.7	2.6
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	6.4	5.8	5.3	5.8	5.5	5.7

Источник: ЦБР, расчеты Центра стратегических исследований Банка Москвы.

Несмотря на сокращение депозитной базы, кредитная активность банковского сектора сохранилась по всем направлениям – и розничному, и корпоративному: суммарно доля кредитов в активах банковского сектора достигла к концу апреля 2008 г. абсолютного максимума в 63%. Поддержать кредитование экономики оказалось возможным лишь за счет снижения прочих активов. В апреле почти на 10 млрд. долл. сократились иностранные активы банков, прежде всего краткосрочные межбанковские кредиты в зарубежных банках. Таким образом, банковский сектор потратил практически весь запас валютной ликвидности, накопленный за два предыдущих месяца.

Учитывая то, что и объем резервных активов (т.е. средств, размещенных в Банке России) находится на минимально допустимом уровне, «запас прочности» на случай шока у пассивной базы банков практически отсутствует. Правда, майская динамика ликвидности, ставок межбанковского рынка и спроса банков на рефинансирование как со стороны ЦБР, так и со стороны федерального бюджета дает основания полагать, что пока ситуация с ресурсной базой по крайней мере не ухудшилась.

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

	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	03.08	04.08
Активы, млрд. руб.	9696	13963	15516	17113	18131	20125	21323	21725
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	1.8	1.8	1.9	2.5	1.9	1.9
Средства, размещенные в Банке России	7.3	7.5	8.0	10.9	6.1	6.9	5.1	4.8
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	5.3	4.7	5.4	6.2	6.5
Иностранные активы	9.1	9.9	11.5	8.4	10.0	9.8	10.9	9.9
Население	12.1	14.7	14.4	14.9	16.0	16.1	16.4	16.8
Корпоративный сектор	47.0	45.3	44.8	45.0	47.2	47.2	48.8	49.3
Государство	6.6	5.2	5.0	4.7	4.1	4.1	3.3	3.3
Имущество	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2

Источник: ЦБР, расчеты Центра стратегических исследований Банка Москвы.

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.