

## В поисках вектора 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](http://www.mmbank.ru)

### Центр стратегических исследований Банка Москвы

Ведев Алексей  
Директор ЦСИ Банка Москвы

[Vedev\\_AL@mmbank.ru](mailto:Vedev_AL@mmbank.ru)



Всего несколько месяцев назад состояние российской экономики классифицировалось правительством как «перегрев». Экономический рост поддерживался увеличением доходов населения и предприятий, банковским кредитованием, расходами бюджета, но сопровождался резким ускорением инфляции и ростом импорта. Банк России, взяв на себя ответственность за высокую инфляцию и инициативу по борьбе с ней, ужесточил денежную политику. В результате темпы расширения денежного предложения снизились до рекордно низкого уровня, все процентные ставки возросли на 1.5–2.0%, замедлился рост кредитования предприятий и населения, а банковская система оказалась на грани кризиса ликвидности. Однако инфляция осталась на прежнем высоком уровне – в августе и сентябре цены выросли на 15% (год к году).

За летние месяцы произошел ряд событий, изменивших внешнюю среду российской экономики: снизились цены на нефть, возрос курс доллара (не только к мировым валютам, но и к рублю), ухудшились условия доступа российских компаний к внешним займам, был зафиксирован отток капитала из России, сократилась капитализация фондового рынка. К осени отечественная экономика подошла с такими результатами, как высокая инфляция (с практически неизменным уровнем ожиданий ее сохранения) и снижение темпов роста производства (с высокими ожиданиями их дальнейшего падения). Наконец, в сентябре разразился кризис на финансовых рынках. И сегодня ключевым выступает уже не вопрос «охлаждения» экономики, а сохранения темпов ее роста.

В августе правительством были представлены три среднесрочные программы – практически все экономические ведомства изложили свое видение развития экономики на ближайшие годы. В зависимости от курируемых вопросов различаются и программы: Министерство экономического развития РФ настаивает на расширении инвестиций и придании росту инновационного характера; Банк России предполагает дальнейшее ужесточение денежной политики (в рамках «Основных направлений денежной политики до 2011 года»), а Министерство финансов («Бюджетная стратегия РФ до 2023 года») отстаивает необходимость сохранения уровня основных налогов и увеличения социальных выплат. Общим для этих программ является лишь одно – отсутствие единой политики в отношении поддержки экономического роста.

Противоречия в современной экономической политике очевидны: рост процентных ставок и рисков в банковской системе делает кредит менее доступным – как для предприятий, так и для населения, как для инвестиций, так и для потребления. Государство не расширяет инвестиции вследствие наличия инфляционной угрозы и их низкой эффективности. Парадоксально, но развитие банковской системы и финансовых рынков в последние годы не привело к расширению использования предприятиями привлеченных средств для инвестирования: 41.5% инвестиций в основной капитал финансируется из прибыли и амортизации и лишь 9% – за счет банковских кредитов. После окончания нынешнего кризиса роль финансовых рынков в экономическом росте представляется достаточно неопределенной. Снижение же налоговой нагрузки на предприятия фактически фиксирует «статус-кво»: финансовая система не работает, производители финансируют инвестиции в основной капитал самостоятельно.

В результате изменений во внешней среде и внутренней политике вектор роста национальной экономики оказался потерянным. Необходимо найти новый – основанный не на противоречиях между ведомствами экономического блока правительства, а на сбалансированной экономической политике.

## Денежная политика

### *Ожидаемые результаты ужесточения денежной политики*

Состояние «перегрева» российской экономики, фиксировавшееся в конце 2007 – начале 2008 гг., характеризовалось высокими темпами роста ВВП одновременно со значительным ускорением инфляции. При этом темпы роста денежного предложения, банковских активов, кредитов предприятиям и населению были выше темпов роста номинального ВВП. В результате в экономике отмечались существенные диспропорции: в реальном секторе снижалась рентабельность обрабатывающего сектора, но увеличивалась прибыль в торговле; рост кредитования нефинансового сектора стимулировал потребление, которое покрывалось импортом, а «качество» кредитов банковской системы снижалось; кроме того, финансовая сфера традиционно оставалась крайне чувствительной к притоку/оттоку внешнего капитала.

В данной ситуации Банк России взял на себя ответственность за ускорение инфляции и инициативу по борьбе с ростом цен; в результате руководство ЦБР приняло решение ужесточить денежную политику. Реальными выражениями подобного ужесточения выступили:

- увеличение резервных требований и процентных ставок в экономике;
- замедление роста основных денежных агрегатов (но только по факту – по мере ускорения инфляции, нежели как следствие использования мер денежной политики);
- отказ от жесткой фиксации курса рубля к бивалютной корзине (направленный на ограничение потоков краткосрочных спекулятивных капиталов).

Напомним, что еще летом 2007 г. Банк России впервые после кризиса 2004 года увеличил нормы отчислений в обязательные резервы, что было обусловлено резким ростом притока внешнего капитала. Правда, в октябре 2007 г. – январе 2008 г. нормы резервирования были временно сокращены на 1 п.п. для смягчения ситуации с ликвидностью, ухудшившейся под воздействием начала мирового финансового кризиса. Однако, в январе 2008 г. нормативы отчислений были возвращены на предшествующий уровень, после чего ЦБР увеличивал их еще трижды. Всего за январь-июль 2008 г. объем средств в фонде обязательного резервирования вырос на 165 млрд. руб., из которых менее 70 млрд. руб. было обусловлено расширением ресурсной базы банков, а почти 100 млрд. руб. связано с увеличением резервных требований<sup>1</sup>.

Кроме того, уже четыре раза с начала года увеличивалась ставка рефинансирования, а также ставки по основным инструментам денежного регулирования (операции РЕПО, депозитные операции и др.). Совокупное увеличение *регулируемых процентных ставок* с начала года составило 1 п.п. И если в предшествующие годы подобное увеличение можно было рассматривать как формальное следование за рыночными тенденциями, то сегодня ситуация принципиально иная: очевидно, что возрастающий объем операций Банка России по предоставлению ликвидности банковской системе усиливает влияние ставки рефинансирования на общий уровень процентных ставок в экономике. Возросли также и процентные ставки размещения временно свободных средств федерального и региональных бюджетов и государственных корпораций. В результате стоимость государственных средств увеличилась для банков на 1.0-1.5 п.п., что привело к заметному удорожанию банковских пассивов.

<sup>1</sup> С 18 сентября Банк России снизил все нормативы отчислений в ФОР на 4 п.п. Эффект от этой меры оценивается нами в 250–270 млрд. руб.

Динамика роста денежной массы (агрегата M2) к концу лета текущего года значительно замедлилась. Отметим, что этому способствовали не столько меры денежной политики, сколько ускорение инфляции. Так, годовые темпы роста двух основных составляющих компонентов денежной массы, наиболее чувствительных к росту цен, – наличных денег и рублевых вкладов населения – снизились в июле 2008 г. по сравнению с осенью 2007 г. на 10–15 п.п. (год к году).

Важнейшим последствием замедления темпов роста денежной массы стало сужение ресурсной базы банков. Если бы рублевые вклады населения росли темпами прошлого года (17.3% вместо 13.3%), то банковский сектор получил бы дополнительно 375 млрд. руб.,; соответственно, по итогам года объем недополученных розничных депозитов мы оцениваем в 440 млрд. руб. (рост на 41.5%, как за 2007 г., вместо текущих 31.9% – год к году). Таким образом, вследствие ускорения инфляции в банковскую систему не поступит свыше 17 млрд. долл., что вполне сопоставимо с оценками чистого притока иностранного капитала в банковскую систему в текущем году (сокращение притока иностранного капитала выдвигается в качестве ключевого фактора финансовой нестабильности), – результат закономерный, поскольку реальные ставки по депозитам (скорректированные на инфляцию) снизились по сравнению с прошлым годом более чем на 5 п.п.

Еще одним изменением в политике Банка России последних месяцев стал отказ от жесткой фиксации курса рубля к бивалютной корзине. ЦБР допустил ослабление рубля почти на 4% (максимум первой декады сентября к минимуму в начале августа). По отношению к доллару США ослабление рубля было еще более сильным – 8.6% за сопоставимый период, или больше 11% к минимуму в середине июля. Данная тенденция объяснялась как снижением цен на нефть (среднемесячная цена Urals в августе оказалась почти на 15% ниже июльской), так и оттоком капитала из России.

Отметим, что пока девальвация рубля практически не оказывает инфляционного воздействия: импортные товары дорожают одновременно с общим ростом цен и при стабильном курсе. Более того, со времени начала кризиса на мировых финансовых рынках возможность девальвации рубля не обсуждалась вообще – настолько велики валютные резервы РФ и сальдо внешней торговли. Колебания обменного курса рубля, управляемые Банком России, ослабляют привлекательность арбитражных сделок и уменьшают приток/отток спекулятивного капитала, что привносит дополнительную стабильность в его динамику. Есть также основания ожидать роста депозитов населения в иностранной валюте, что несколько сократит потребление и расширит ресурсную базу банковской системы.

Кризис на российском финансовом рынке разразился внезапно. В качестве основных его причин назывались «кризис доверия» и рыночная «истерика». Представляется, что все же причины его были более фундаментальными и формировались в течение последних 12 месяцев. Прежде всего, это управление рисками в ряде банков и отдельные банковские стратегии, которые предполагали активное привлечение ресурсов на внешних рынках и направление их на кредитование нефинансового сектора. Далее, кризис на мировых рынках сделал внешнее финансирование недоступным для подавляющего большинства российских банков. Наконец, ужесточение денежной политики на фоне перечисленных выше факторов обусловило рост процентных ставок и опасные колебания уровня банковской ликвидности. Реакция денежных властей была оперативной и направлена на максимальное смягчение денежной политики – резервные требования были снижены, а кредитным организациям предоставлены значительные объемы бюджетных средств.

В рамках программы действий по ликвидации данного кризиса и стабилизации состояния финансовой системы, а также поддержания темпов экономического роста усиливается значение параметров среднесрочной денежной политики. При этом сейчас, в контексте кризиса на финансовых рынках, уже неясно, останется ли в силе представленный ее вариант либо он будет принципиально пересмотрен.

## Среднесрочная денежная программа (до 2011 г.)

### **Банк России планирует критическое сжатие банковской ликвидности**

В конце лета нынешнего года Банк России уже традиционно представил среднесрочную денежную программу до 2011 г. («Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 года и период 2010 и 2011 годов»). Отметим, что сегодня заметно возросло влияние финансовой сферы на экономический рост. Высокие темпы роста банковского кредитования нефинансового сектора оказывают значительное воздействие на расширение внутреннего спроса (обеспечивая около 30% от его прироста в 2007 г.), доля банковских кредитов увеличивается до 9% в общем объеме капитальных инвестиций. Одновременно возрастает объем частного внешнего долга, принципиальным образом изменяя структуру платежного баланса сегодня и в среднесрочной перспективе.

Однако, как и в прошлом году, исходным (и, в определенной мере, внешним для Банка России) параметром выступает прогноз МЭРа на среднесрочную перспективу, в рамках которого и разрабатывались показатели денежной политики. Базовыми внешними показателями, которые определяют содержание различных вариантов экономического развития, выступают цены на нефть (и прочие энергоносители) и приток внешнего капитала. При этом параметры денежной программы лишь следуют за сценарными переменными, но никак не включают в себя оптимальную адаптацию экономической и денежной политики к возможным внешним возмущениям. Представляется, что основные направления денежной политики должны формироваться с учетом возможных изменений внешних условий, однако активное использование инструментов денежного регулирования следует ориентировать на реализуемую экономическую политику с учетом структурных проблем и ограничений финансовой сферы России.

Анализ проекта среднесрочной денежной программы показывает следующее:

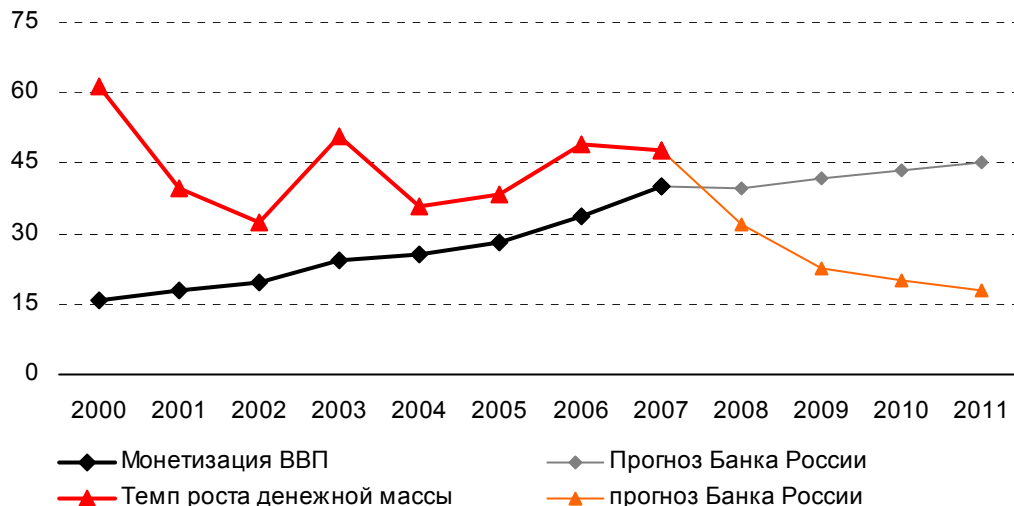
1. Банк России в среднесрочной перспективе однозначно декларирует продолжение жесткой денежной политики. При этом варианты рассматриваются в зависимости от цен на нефть, однако оценки воздействия денежного предложения и банковской системы на реальный сектор отсутствуют.
2. Во всех вариантах экономического развития, представленных Банком России, банковский сектор столкнется с жесткой нехваткой ликвидности начиная уже с 2009 г. Прогнозируемые ЦБР объемы ликвидных активов значительно уступают текущим потребностям банковской системы.
3. Независимо от сценария внешнеэкономических условий денежным властям придется изыскивать значительные объемы финансовых ресурсов для поддержки банковского сектора. Причем если в положительном сценарии объем рефинансирования будет сопоставим с объемом залоговой базы, то в негативном он превысит все доступные финансовые инструменты.
4. Поддержание даже умеренного роста банковского кредитования в прогнозируемых внешних условиях и при планируемой бюджетной политике будет сопряжено с дефицитом финансовых ресурсов в 1.5 трлн. руб.

### **Основной тренд – снижение банковской ликвидности**

Банк России планирует замедление темпов роста денежной массы: даже при реализации наиболее благоприятного сценария (сохранение цен на нефть на уровне 115–130 долл./барр.) темпы роста агрегата М2 не превысят 28% в год. Фактически это означает остановку процесса монетизации экономики, продолжавшуюся весь посткризисный период – именно такими темпами будет увеличиваться номинальный ВВП (и валовой выпуск). Монетизация (отношение М2

к ВВП) в зависимости от сценария достигнет лишь 44–47% (конец 2007 г. – 40.2%). По мировым меркам это все еще низкий уровень: даже для развивающихся стран характерна более высокая насыщенность экономики денежными ресурсами. В 2006 г. монетизация ВВП (по агрегату M2) достигала в Венгрии 50%, в Мексике – 54%, в Словакии – 55%, в Чехии – 62%.

**Уровень монетизации экономики (M2/ВВП), в %**



Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Прогнозируемое расширение денежной массы будет сбалансировано с расширением товарной массы, что формально дает основания ожидать снижения инфляции (или ее монетарной составляющей). Однако на первый план выдвигается вопрос о движущих силах экономического роста – уже не будет ускоренного роста банковского кредитования, стимулирующего инвестиции и потребление. Кроме того, это означает и замедление темпов увеличения средств нефинансового сектора на счетах и депозитах в банках, что обуславливает сохранение дефицита внутренних сбережений.

**Темпы роста денежной массы, в %**

	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Ориентир Банка России по росту M2*	19–25	20–32	36–39	37–39
Фактический рост M2	35.8	38.5	48.8	47.5

\* «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год».

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Отметим, что оценки Банка России с завидной регулярностью оказываются значительно ниже фактических темпов роста денежной массы (см. таблицу). Есть надежда, что и на этот раз денежная политика будет более стимулирующей, что подкрепляется действиями Банка России в условиях кризиса на финансовых рынках. Однако пока представленный ЦБР проект предполагает сокращение объемов ликвидных активов банков<sup>2</sup> по сравнению с концом 2007 г.: если на начало 2008 г. они составляли 1173 млрд. руб., то уже на начало 2009 г. Центробанк прогнозирует их снижение до 942 млрд. руб., а к концу 2011 г. – до 671–808 млрд. руб. в зависимости от сценария.

<sup>2</sup> Здесь под ликвидными активами понимается совокупный объем корсчетов и депозитов банков в ЦБР и вложений в ОБР. Объем средств в кассах банков и структура наличных денег в «Основных направлениях...» не оцениваются.



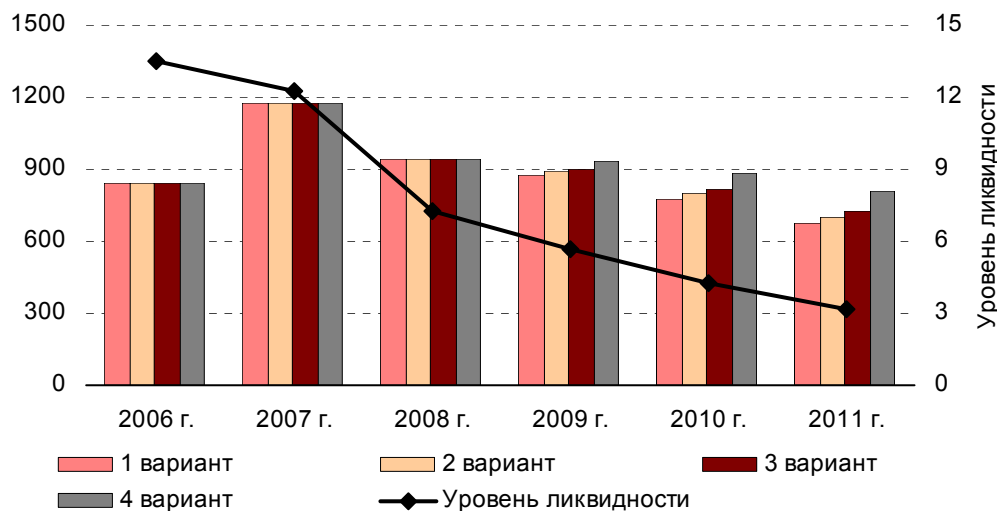
**Параметры денежной сферы до 2011 г., в %**

	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Темпы роста M2	32	19–28	16–25	14–22
Темпы роста узкой денежной базы	26	17–26	12–20	9–17
Темпы роста широкой денежной базы	18	13–22	9–17	7–15

Источник: ЦБР.

Превышение темпов роста денежной массы над темпами роста денежной базы увеличивает денежный мультипликатор (отношение денежной массы к денежной базе) с 2.4 на 01.01.2008 до 2.7 на 01.01.2009 и далее до 3.3 на конец 2011 г. Его рост напрямую зависит от способности банков трансформировать свои обязательства в кредиты небанковскому сектору экономики и *принимать на себя риски ликвидности*, связанные с несоответствием временных структур активов и пассивов. Однако обратной стороной этого процесса становится снижение фактического уровня ликвидности банковского сектора. В прогнозах Банка России отношение ликвидных активов к рублевым счетам и депозитам стремительно уменьшается: по итогам 2007 г. оно равнялось 12.3%, на конец 2008 г. оценивается уже в 7.3%, а к концу 2011 г. снижается до 3.1%. Важно также отметить, что и денежный мультипликатор, и уровень ликвидности банковского сектора в среднесрочной денежной программе не зависят от сценария (!).

**Объем ликвидных активов банков в зависимости от варианта денежной программы (млрд. руб.) и уровень ликвидности банковской системы (в %)**



Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Столь низкий уровень соотношения ликвидных активов и обязательств перед клиентами в настоящий момент могут позволить себе лишь крупнейшие государственные банки, которые за счет масштабов операций и высокого уровня доверия клиентов способны отвлекать минимум ресурсов в ликвидные активы. Только Сбербанк допускает сокращение объема ликвидных активов до 1% от совокупных обязательств; для прочих крупных банков, включая дочерние банки, нерезиденты, уровень ликвидности находится в диапазоне 5–10%; для мелких и средних это отношение превышает 15%. В условиях отсутствия кризиса ликвидности и продолжения деятельности банковского сектора ориентация на столь низкий уровень ликвидности возможна лишь при огосударствлении практически всей банковской системы с одновременным закрытием средних и мелких банков.

Отметим, что «платой» за существование тысячи мелких и средних банков выступает высокий уровень ликвидности в целом в банковской системе. Относительный уровень ликвидности должен снижаться по мере укрупнения банковской системы. Но даже если к 2011 г. он будет почти в два раза ниже, чем в 2006 г. (7.2% против 13.5%), недостаточность ликвидности для банковского сектора в сценариях, рассмотренных Банком России, оценивается нами от 480 млрд. руб. в 2008 г. до 850–1100 млрд. руб. в 2011 г.

### ***Слабое развитие финансовых рынков обуславливает обострение проблемы залогов***

Традиционно в посткризисный период Банк России ориентировался на стерилизацию избыточной банковской ликвидности, а не на ее рефинансирование: по итогам 2007 г. чистое привлечение банковских средств Банком России составляло 1123 млрд. руб.<sup>3</sup>, или около 6% совокупных активов. На таком же уровне завершались 2005 и 2006 гг. Мировой финансовый кризис, падение цен на нефть меняют эту тенденцию – уже по итогам 2008 г. Банк России планирует значительно увеличить рефинансирование национального банковского сектора: согласно оценкам ЦБР на 01.01.2009 объем кредитов банкам составит 262 млрд. руб. Это очень большой объем для конца года, когда проблем с ликвидностью банки обычно не испытывают. Например, максимальный объем средств, предоставленных Банком России кредитным организациям за последние полтора года (до сентября 2008 г.), достигал 325 млрд. руб. в ноябре 2007 г., но по итогам прошлого года объем рефинансирования не превышал 50 млрд. руб.

В дальнейшем, по оценкам Банка России, банковский сектор будет испытывать колоссальные потребности в рефинансировании. Даже в наиболее благоприятном сценарии (цена нефти Urals в 2011 г. 122 долл./барр.) объем кредитов, предоставленных ЦБР банковской системе, оценивается к концу 2011 г. в 1.6 трлн. руб. Во всех остальных сценариях объемы рефинансирования к 2011 г. превысят 4.5 трлн. руб., а в наихудшем (при снижении цен на нефть до 60 долл./барр.) ЦБР планирует увеличить валовой кредит банкам до 6.3 трлн. руб.

Возможность рефинансирования банков со стороны Банка России будет ограничена объемом доступной залоговой базы в активах банков. Сейчас, по различным оценкам, ее объем составляет около 1.5 трлн. руб., включая 0.5 трлн. руб. облигаций РФ. К 2011 г. ее объем может возрасти до 2.0–2.2 трлн. руб. без учета долговых обязательств РФ. С учетом облигаций РФ совокупная залоговая база может достигнуть 3–3.5 трлн. руб. Таким образом, дефицит залоговых инструментов для обеспечения заложенных в денежную программу объемов рефинансирования оценивается в неблагоприятном сценарии в 3.5 трлн. руб. Слабое развитие финансовых рынков может оказаться проблемой уже в ближайшее время. Включение же в состав залоговой базы для рефинансирования нерыночных активов снизит устойчивость финансовой системы и контроль за рисками (соответственно, оценкой рисков и стоимости нерыночных активов придется заниматься непосредственно Банку России).

### ***Недостаток ресурсов для поддержания кредитной активности***

Снижение цен на нефть в среднесрочной перспективе (а события последних двух месяцев подтверждают высокую вероятность подобных событий) выводит вопрос об источниках расширения денежного предложения на центральное место. На протяжении последних восьми лет расширение денежного предложения обеспечивалось за счет роста чистых иностранных активов (т.е. валютных резервов), тогда как чистый внутренний кредит выполнял стерилизационные функции, а объем кредитования банковской системы был фактически нулевым. В ближайшие три года рост валютных резервов уже не сможет обеспечить расширение денежного предложения даже при наилучшем сценарии, поэтому обеспечение денежного спроса в экономике будет удовлетворяться за счет бюджета и рефинансирования банковской системы.

<sup>3</sup> Без учета обязательных резервов и рублевых средств в кассах банков.

Однако возможности бюджета и Банка России по предоставлению ресурсов банковской системе ограничены как бюджетным планом, так и залоговой базой. По нашим оценкам, *все имеющиеся в распоряжении денежных властей ресурсы которые потенциально могут быть направлены в финансовую систему за 2008–2011 гг., ограничены объемом в 6,0–6,2 трлн. руб.* Данное значение складывается из следующих источников.

1. Объем внутреннего государственного долга на конец 2011 г., согласно проекту бюджета, достигнет 3.6 трлн. руб. При этом около 40% госбумаг находится вне Банка России и банковского сектора, их держателями являются Пенсионный фонд РФ и другие институциональные инвесторы. Таким образом, для операций по формированию денежного предложения в 2008–2011 гг. будет доступно *не более 1.9 трлн. руб.* при условии, что небанковский сектор сохранит свою долю на рынке госдолга, а банки используют весь свой портфель для получения рефинансирования или продадут его Банку России.

2. Объем средств бюджетов всех уровней, размещенных в Банке России на 1 января 2008 г., составлял 1.8 трлн. руб. (без учета 3.8 трлн. руб. в виде средств Стабилизационного фонда). Из этого объема 0.5 трлн. руб. приходилось на счета местных бюджетов и внебюджетных фондов; счета федерального бюджета составили 1.3 трлн. руб. В текущем году, исходя из оценок денежной программы, Банк России ожидает роста остатков средств федерального бюджета не менее чем на 3.1 трлн. руб., из которых 2.3 трлн. руб. должны быть перечислены в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния. То есть прочие остатки на счетах федерального правительства могут увеличиться на 0.8 трлн. руб. и составить на 01.01.2009 2.1 трлн. руб.

Согласно проекту бюджета на 2009–2011 гг. перечисления средств в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния запланированы в объеме 6.2 трлн. руб., а увеличение остатков средств на прочих счетах федерального бюджета не предусмотрено. Таким образом, общий объем ресурсов федерального правительства, не связанных в резервных фондах, который может потенциально быть размещен в экономике до 2011 г., составляет *2.1 трлн. руб.*

3. Рефинансирование кредитных организаций со стороны Банка России будет ограничено объемом доступной залоговой базы в активах банков. Сейчас, по различным оценкам, ее объем составляет около 1.0 трлн. руб. (без облигаций РФ). По самым оптимистичным оценкам, без учета долговых обязательств РФ, объем залоговой базы может удвоиться к 2011 г. до *2–2.2 трлн. руб.*

Таким образом, максимальный объем расширения денежного предложения за 2008–2011 г. (без учета операций с резервными активами и увеличения резервных фондов) составляет 6.0–6.2 трлн. руб. (при условии предоставления банковской системе *всех остатков бюджета* и использования банками *всех возможных залогов для рефинансирования*). В зависимости от сценария Банк России оценивает рост денежного предложения (широкой денежной базы) за тот же период в 3.1–5.1 трлн. руб. Эти значения представляются значительными с учетом перечисленных условий оценки максимального уровня. Однако, в среднесрочной денежной программе заложена предельно жесткая денежная политика. По нашим же оценкам, для обеспечения к 2011 г. роста монетизации экономики хотя бы до 50% и сохранения ликвидности банковской системы не ниже 7% денежное предложение должно вырасти на 5.0–6.9 трлн. руб. Нехватка источников денежного предложения в этом случае оценивается нами в 1–1.5 трлн. руб.



**Денежная эмиссия и ее факторы в 2008–2011 гг., трлн. руб.**

	Прогнозируемый объем эмиссии (3-й вариант прогноза ЦБР, 2-й вариант прогноза МЭРа, проект бюджета)	Минимально необходимый (по оценкам ЦСИ) объем эмиссии
<b>Прирост денежной базы в широком определении</b>	<b>3.9</b>	<b>6.0</b>
в том числе за счет:		
Увеличения/снижения золотовалютных резервов	7.3	7.3
Прироста Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (с учетом доходов от размещения)	-9.0	-9.0
Прочих факторов	5.7	7.7
операций с госдолгом	1.9	1.9
рефинансирования банков	2.2	2.2
снижения остатков на счетах Федерального казначейства прочих счетах бюджета	1.8	2.1
<i>Нехватка (+) / избыток (-) источников денежного предложения</i>	<i>-0.5</i>	<i>+1.5</i>

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Представляется, что среднесрочная денежная программа должна содержать видение российскими денежными властями перспектив развития банковской системы, финансовых рынков, их вклада и воздействия на экономический рост. Кроме того, принципы валютной политики и оценки платежного баланса предполагают реальную оценку притока/оттока капитала, состояния внешней задолженности (в том числе частной), возможностей ее обслуживания и рисков, обусловленных этим. Фактически денежная программа отвечает на ключевые вопросы, связанные со стабильностью национальной валюты и с оценкой источников финансирования инвестиций. В данном контексте денежная программа должна выступать не только как набор антиинфляционных мероприятий, но и как план стимулирования экономического роста и поддержки конкурентоспособности национальных производителей.

## Реальный сектор

Быстрый и фронтальный рост выпуска в российской промышленности в начале текущего года (в январе-мае прирост равнялся почти 7% – год к году) приостановился и в июне-июле составил менее 2%: менее 1% (год к году) в июне и 3.2% (год к году) в июле.

### Прирост выпуска в российской промышленности в 2008 г., в % к соответствующему периоду предыдущего года

	Январь-май	Июнь-июль	Январь-июль
<b>Промышленное производство в целом</b>	<b>6.9</b>	<b>1.8</b>	<b>5.4</b>
Добыча полезных ископаемых	0.5	-0.5	0.2
Обрабатывающие производства	10.2	2.6	7.8
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4.1	4.6	4.2

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

За последние пять с половиной лет такое резкое торможение роста выпуска наблюдалось лишь дважды: в начале 2006 г. это было связано с экстремально низкими температурами и ограничением энергоснабжения ряда предприятий; в августе-сентябре 2007 г. начался период ускорения инфляции, скорректировавший планы как потребителей, так и производителей промышленной продукции. В остальное время российская промышленность демонстрировала весьма уверенные темпы роста в диапазоне 5–10% (год к году).

Интенсивный и фронтальный рост промышленного производства на протяжении предыдущих месяцев, сопровождавшийся соответствующим повышением цен производителей промышленной продукции, заставил денежные власти говорить о состоянии «перегрева» экономики и принимать весьма жесткие меры монетарного регулирования с целью ее «охлаждения». Сейчас резкое замедление роста промышленности уже ставит вопросы об эффективности монетарных методов борьбы с «перегревом» и о перспективах дальнейшего роста.

Данные о динамике промышленного производства, представленные официальной статистикой в июне-июле, пока не дают возможности сделать *достоверные количественные оценки* относительно торможения роста или даже сокращения выпуска по отдельным видам экономической деятельности. С высокой вероятностью, в ближайшие один-два месяца они будут существенным образом скорректированы. Поэтому текущей задачей является лишь *качественное понимание* содержания нового этапа динамики российской промышленности.

*Первое.* Рост промышленного производства в июне-июле значительно замедлился по сравнению с предшествующим периодом, однако не исключено, что торможение роста является *не настолько существенным*, как это следует из официальных данных.

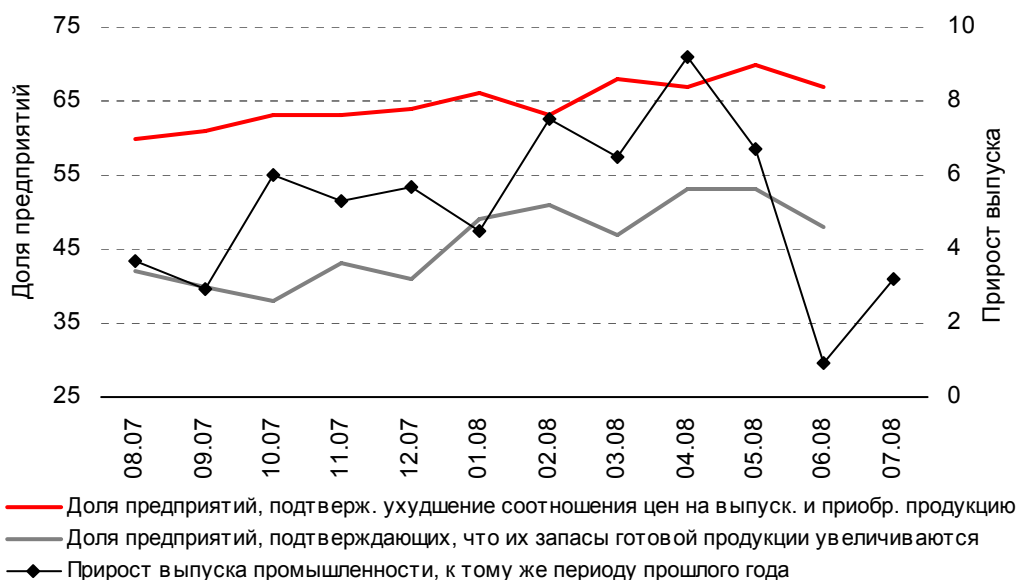
Исходя из данных официальной статистики, это торможение носило драматичный по масштабу и повсеместный характер. Однако пока качество опубликованных Росстатом данных не предоставляет возможности провести количественный анализ и сделать выводы относительно того, какие именно промышленные производства настолько резко снизили темпы роста или сократили выпуск. По нашему мнению, фронтальный характер замедления темпов роста промышленности дает основания предполагать, что весной 2008 г. они были несколько завышенными, и резкое торможение роста включает в себя эффект статистической корректировки. Кроме того, вероятно, что, несмотря на пессимистичные оценки руководителей промышленных предприятий, касающиеся роста выпуска в августе, данные

официальной статистики за тот месяц окажутся несколько лучше, чем в июне-июле, скорректировав статистический провал.

*Второе.* Увеличение выпуска промышленности в январе-мае опережало темпы расширения спроса, поэтому его замедление в июне-июле может рассматриваться как *естественная коррекция стратегии роста*.

В условиях завышенных ожиданий относительно динамики и объемов спроса выпуск промышленности увеличивался с опережением. По данным «РЭБа», в январе-мае 2008 г. более половины опрошенных руководителей промышленных предприятий подтверждали увеличение запасов готовой продукции (годом ранее их было менее 44%). Поэтому не исключено, что имело место снижение убежденности в том, что выпускаемая продукция в полном объеме востребована в сложившихся ценовых нишах, и это скорректировало производственные планы предприятий.

**Рост выпуска промышленности, запасы готовой продукции и относительные цены, %**



Источник: Росстат, РЭБ, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

*Третье.* Одной из причин, обусловивших прекращение быстрого наращивания промышленного выпуска, может быть *ухудшение финансовых результатов*.

Высокие темпы роста промышленности в январе-мае сопровождалась ухудшением соотношения цен сырья, материалов и комплектующих с ценами на производимую продукцию: затраты предприятий росли большими темпами, чем цены на производимую продукцию. Поэтому, несмотря на ускорение темпов повышения цен производителей, рентабельность большинства промышленных производств снизилась.

Рентабельность промышленного производства в целом по итогам января-мая 2008 г. увеличилась по сравнению с прошлогодними показателями (16.0 и 15.3% соответственно). Однако улучшение показателей рентабельности наблюдалось только в отраслях, непосредственно связанных с производством и переработкой энергоносителей, – в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых, производстве кокса и нефтепродуктов, химическом производстве, а также в добыче металлических руд. Во всех остальных промышленных производствах рентабельность заметно снизилась.

**Финансовые результаты деятельности предприятий экономики России  
в январе-мае 2008 г., в %**

	Рентабельность*		Доля в сальдированном финансовом результате	
	Январь-май 2007 г.	Январь-май 2008 г.	Январь-май 2007 г.	Январь-май 2008 г.
<b>Промышленное производство в целом</b>	<b>15.3</b>	<b>16.0</b>	<b>59.8</b>	<b>60.3</b>
<i>Добыча и переработка топливно-энергетических полезных ископаемых и химический комплекс</i>	21.2	26.1	25.4	34.3
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	17.3	20.7	13.1	16.9
производство кокса и нефтепродуктов	38.5	43.9	9.7	12.8
химическое производство	13.4	22.2	2.6	4.6
<i>Металлургический комплекс</i>	27.6	23.6	19.4	14.0
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	26.6	21.2	17.2	11.4
добыча металлических руд	38.0	48.6	2.2	2.6
<i>Прочие производства промежуточного спроса</i>	3.5	2.4	0.4	0.2
обработка древесины и производство изделий из дерева	3.6	1.1	0.2	0.0
производство резиновых и пластмассовых изделий	3.4	3.3	0.2	0.2
<i>Инвестиционный комплекс</i>	7.7	7.0	5.5	4.7
машиностроительный комплекс	5.1	4.4	2.7	2.2
комплекс строительных материалов	15.3	13.4	2.8	2.6
добыча прочих полезных ископаемых	18.6	16.0	0.7	0.6
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	14.4	12.8	2.1	2.0
<i>Производства потребительского спроса</i>	5.5	4.8	3.0	2.5
производство пищевых продуктов	5.6	5.2	2.3	2.1
текстильное и швейное производство, производство кожи и обуви	1.8	0.7	0.1	0.0
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	6.5	4.6	0.6	0.4
<i>Производство и распределение электроэнергии, газа и воды</i>	9.9	8.0	5.2	3.7
<i>Прочие производства</i>	8.0	8.9	1.0	0.9
<b>Строительство и операции с недвижимым имуществом</b>			<b>4.8</b>	<b>7.4</b>
<b>Транспорт и связь</b>			<b>14.7</b>	<b>11.7</b>
<b>Торговля</b>			<b>16.5</b>	<b>23.0</b>

\* Рентабельность – отношение сальдированного финансового результата к стоимости отгруженной продукции.

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банк Москвы.

*Четвертое.* Основной выигрыш от роста промышленного выпуска и повышения цен производителей промышленной продукции получили *предприятия торговли*, а не промышленности.

Внешнюю парадоксальность ситуации с быстрым увеличением цен производителей и снижением рентабельности объясняет существенный рост прибыли предприятий торговли: по итогам января-мая она выросла на 88% к соответствующему периоду предыдущего года (в промышленности – на 36%) и теперь ее доля в прибыли экономики России составляет 23% (16.5% годом ранее). Таким образом, выигрыш

от роста промышленного выпуска в условиях «перегрева» российского рынка был аккумулирован в торговых предприятиях – как в тех, которые работали на «подогреваемом» инфляционными ожиданиями розничном рынке, так и в тех, которые осуществляли оптовые поставки промышленным предприятиям. Вместе с тем, подавляющее большинство обрабатывающих производств накануне торможения роста в июне-июле находились в худшем финансовом положении, чем год назад.

Резюмируем: рост промышленности в январе-мае 2008 г. не просто происходил в условиях «перегретого» рынка – он опережал темпы расширения спроса. При этом выигрывает от ценовой гонки и ажиотажного наращивания выпуска был получен преимущественно не промышленными, а торговыми предприятиями. Можно предположить, что на волне роста спроса промышленность была ориентирована на зарабатывание прибыли не на наценке, а на объеме продаж, – иными словами, что она была готова к некоторому сокращению рентабельности, в том числе из-за более быстрого повышения цен на приобретаемую продукцию, при увеличении выпуска. Однако масштабы торговых наценок поставщиков не только снизили рентабельность производства, но и «вытолкнули» производимую продукцию в слишком дорогую ценовую нишу из-за вынужденного повышения отпускных цен на нее, резко снизив ее конкурентоспособность. Накапливающиеся запасы произведенной, но не реализованной продукции, с одной стороны, и заметное ухудшение финансовых результатов – с другой, могли стать серьезным основанием для корректировки производственных планов. С этой точки зрения торможение роста промышленности в июне-июле можно интерпретировать либо как временное снижение темпов роста выпуска с целью уменьшения запасов готовой продукции (и тогда следует ожидать возобновления роста), либо как переход от эйфорической уверенности в росте спроса на производимую продукцию к более трезвой оценке ее конкурентоспособности – тогда в ближайшие месяцы можно ожидать возобновления роста промышленности, однако его темпы уже будут более низкими, чем в январе-мае 2008 г.

По нашему мнению, в настоящее время большинство российских промышленных предприятий оказались в своеобразной *точке принятия решения*, допускающей выбор одной из двух стратегий, и этот выбор будет значительным образом определять конкурентоспособность российской промышленности, как минимум, в среднесрочной перспективе.

*Первая стратегия* предполагает те же амбициозные планы роста выпуска. *Вторая стратегия* заключается в снижении ажиотажного роста и выходе на стабильные, но меньшие темпы роста.

Реализация *первой стратегии* (временное снижение экономического роста, сокращение запасов готовой продукции и возобновление роста) усложняется активным использованием властями монетарных методов «охлаждения» «перегрева» экономики, а также политикой формирования тарифов на электроэнергию, газ и железнодорожные перевозки: это сдерживает рост спроса и заставляет отказываться от устаревающих производств.

Против выбора *второй стратегии* роста работает не только искушение продолжать реализацию первой стратегии, но также сохраняющийся высокий ценовой фон и снижение обеспеченности промышленности собственными ресурсами для финансирования как текущей производственной, так и инвестиционной деятельности.

Так, данные за июнь-июль 2008 г. свидетельствуют о продолжающемся ускорении роста цен производителей – в среднем цены производителей оказались выше прошлогодних на 30.8%, увеличившись за два месяца на 10.6%. Даже без учета вклада добычи полезных ископаемых (роста мировых цен на нефть) увеличение цен находится на исключительно высоком уровне.



**Прирост цен производителей промышленной продукции, в %**

	К соответствующему периоду предыдущего года (в среднем)		За период
	Январь-май 2008 г.	Июнь-июль 2008 г.	Июнь-июль 2008 г.
<b>Промышленная продукция – всего</b>	<b>26.7</b>	<b>30.8</b>	<b>10.6</b>
Добыча полезных ископаемых	44.6	44.0	23.5
Обработывающие производства	22.2	28.7	7.1
потребительского спроса	23.8	26.6	2.3
инвестиционного спроса	17.6	19.2	3.3
промежуточного спроса	24.5	37.3	13.3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	16.0	15.5	0.8

*Примечание.* Обработывающие производства потребительского спроса: производство пищевых продуктов; текстильное и швейное производство; производство кожи, изделий из кожи и обуви; целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность.

Обработывающие производства инвестиционного спроса: производство прочих неметаллических минеральных продуктов; машиностроительный комплекс.

Обработывающие производства промежуточного спроса: обработка древесины и производство изделий из дерева, производство кокса и нефтепродуктов; химическое производство; производство резиновых и пластмассовых изделий; металлургическое производство и производство готовых металлических изделий.

*Источник:* Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Кроме того, ухудшение финансовых показателей промышленности означает снижение ее обеспеченности собственными ресурсами для финансирования текущей производственной и инвестиционной деятельности, а также снижение возможности использования банковского кредита. Это во все большей степени ограничивает возможности предприятий по модернизации производства и переходу к выпуску новой продукции с более высоким потенциалом конкурентоспособности.

Жесткая денежная политика, направленная на снижение инфляции и «борьбу с перегревом», одновременно с действием внешних факторов фактически блокирует реализацию второй стратегии (модернизация производства и выход на меньшие, но стабильные темпы роста). Сегодня не только остаются, но и усугубляются проблемы финансирования инвестиций, формирования стабильно благоприятного инвестиционного климата, стимулирования конкуренции на товарных рынках, эффективности антимонопольного законодательства.

## Банковская система

### Снижение темпов роста кредитования неизбежно

Июль 2008 г. оказался пока самым неудачным месяцем для банковской системы в текущем году: не считая сезонного замедления в январе: рост активов за прошедший месяц составил всего 1.0%, а годовые темпы роста снизились до 33.9%. За январь-июль текущего года темпы развития банковского сектора (15.7%) стали наименьшими после 2004 г. (11.1%). Собственно, 2004 год может выступать неким ориентиром состояния банковской сферы и ликвидности, поскольку помимо локального банковского кризиса именно тогда был введен мощный инструмент стерилизации ликвидности (Стабфонд).

Замедление роста активов банковского сектора в 2008 г. было обусловлено снижением динамики как привлеченных, так и собственных средств. В то же время 2007-й был пиковым годом с точки зрения роста капитала банковского сектора и снижение темпов увеличения собственных средств банков во многом было связано с «эффектом базы»: за первые семь месяцев 2008 г. темпы роста капитала банковского сектора были сопоставимы с аналогичным периодом 2006 г. и заметно выше 2004–2005 гг.

Негативное влияние на динамику активов оказали главным образом привлеченные средства: практически все основные виды привлеченных средств банков росли медленнее по сравнению с прошлым годом, а отдельные сегменты (средства на счетах корпоративных клиентов и физических лиц) за период с начала года – даже медленнее, чем в 2004 г. За первые семь месяцев текущего года средства на счетах и депозитах физических лиц выросли на 13.3% (2007 г. – 17.3%, 2004 г. – 15.8%), корпоративного сектора – на 7.7% (2007 г. – 24.8%, 2004 г. – 13.1%).

Население сократило свою сберегательную активность под воздействием ускорения инфляции и сохранения высоких инфляционных ожиданий. Увеличение темпов роста валютных депозитов общей картины пока не изменило: хотя замедление темпов роста общего объема депозитов физических лиц оказалось не таким драматичным, как их рублевой составляющей. Однако, в любом случае, можно с уверенностью утверждать, что на этом сегменте ресурсной базы банков мы имеем дело со среднесрочной тенденцией снижения темпов развития.

### 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	05.08	06.08	07.08
<b>Пассивы, млрд. руб.</b>	<b>9696</b>	<b>13963</b>	<b>15516</b>	<b>17113</b>	<b>18131</b>	<b>20125</b>	<b>21323</b>	<b>21725</b>	<b>22433</b>	<b>23059</b>	<b>23282</b>
Собственные средства	15.4	14.3	15.5	15.9	16.1	15.3	15.7	15.7	15.6	15.3	15.4
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.7	0.4	0.2	0.2	0.3
Межбанковские операции	4.0	3.4	3.3	3.1	2.9	4.1	4.3	4.6	4.3	4.1	4.3
Иностранные пассивы	13.7	17.1	16.3	17.0	17.6	18.1	17.2	17.8	18.0	18.3	19.1
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	26.2	25.4	25.7	25.7	25.5	25.6
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.3	25.6	24.9	25.8	26.2	24.1	24.6	25.5	24.0
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.0	2.2	2.6	2.4	2.6	1.5	1.7	2.6	2.8	2.5	3.0
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	6.4	5.8	5.3	5.8	5.5	5.7	5.7	5.7	5.5

Источник: ЦБР, расчеты Центра стратегических исследований Банка Москвы.

Замедление роста средств корпоративных клиентов оказалось более значительным, чем населения. В то же время мы не можем пока однозначно оценить данную тенденцию как устойчивую. Во-первых, летом прошлого года объем средств на счетах корпоративных клиентов значительно вырос в силу

заемной активности корпораций на внешних рынках и аукциона по активам «ЮКОСа». Во-вторых, с переходом на новый график уплаты налогов в июле стал осуществляться большой отток средств именно со счетов юридических лиц. Эти обстоятельства искажают общую картину динамики средств предприятий и организаций в банках. По нашим оценкам, если элиминировать влияние фактора «ЮКОСа» и квартальных налоговых платежей, динамику этого сегмента ресурсной базы пока можно характеризовать как стабильную.

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

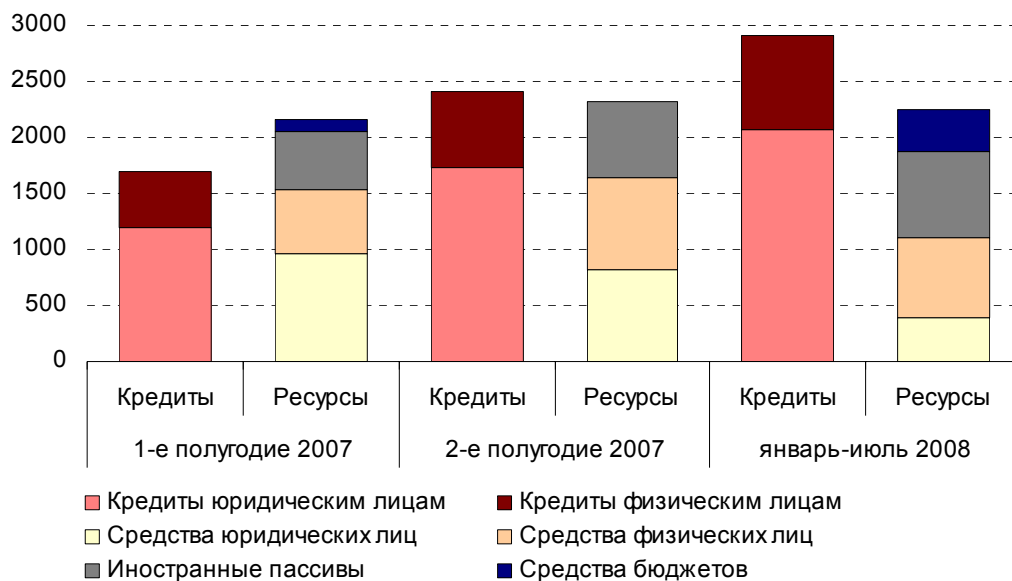
	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	03.08	04.08	05.08	06.08	07.08
<b>Активы, млрд. руб.</b>	<b>9696</b>	<b>13963</b>	<b>15516</b>	<b>17113</b>	<b>18131</b>	<b>20125</b>	<b>21323</b>	<b>21725</b>	<b>22433</b>	<b>23059</b>	<b>23282</b>
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	1.8	1.8	1.9	2.5	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9
Средства, размещенные в Банке России	7.3	7.5	8.0	10.9	6.1	6.9	5.1	4.8	5.1	5.8	4.9
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	5.3	4.7	5.4	6.2	6.5	5.9	5.9	6.2
Иностранные активы	9.1	9.9	11.5	8.4	10.0	9.8	10.8	9.9	10.6	9.9	9.5
Население	12.1	14.7	14.4	14.9	16.0	16.1	16.4	16.8	16.8	17.0	17.5
Корпоративный сектор	47.0	45.3	44.8	45.0	47.2	47.2	48.8	49.3	49.0	49.1	49.7
Государство	6.6	5.2	5.0	4.7	4.1	4.1	3.3	3.3	3.4	3.4	3.2
Имущество	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1

*Источник:* ЦБР, расчеты Центра стратегических исследований Банка Москвы.

За последние три месяца стало очевидным замедление роста кредитного портфеля банков. С осени прошлого года вплоть до конца апреля текущего годовые темпы роста объема совокупных кредитов физическим и юридическим лицам держались в диапазоне 53–55%. Однако к концу июля темпы роста кредитов сократились с 54.6 до 49.1% (год к году), в том числе розничное кредитование – с 55.9 до 52.0% и корпоративное – с 54.1 до 48.0%. Недостаточность ресурсной базы для поддержания прежних темпов уже становится критичной.

За первые семь месяцев 2008 г. объем банковских кредитов предприятиям и населению увеличился на 2.9 трлн. руб. Остатки средств на счетах и депозитах этих экономических агентов в банках выросли лишь на 1.1 трлн. руб. Таким образом, дефицит внутренних ресурсов за январь-июль 2008 г. достиг 1.8 трлн. руб. За весь прошедший год величина такого дефицита была в два раза меньше – 0.9 трлн. руб. (4.1 трлн. руб. совокупного прироста кредитов против 3.2 трлн. руб. увеличения внутренней депозитной базы).

**Прирост основных видов кредитов и ресурсов банковского сектора, млрд. руб.**



Источник: ЦБР, расчеты Центра стратегических исследований Банка Москвы.

При этом в 2007 г. данный дефицит был компенсирован внешними займами – прирост иностранных пассивов банковского сектора достиг почти 1.2 трлн. руб. За первые семь месяцев текущего года объем иностранных пассивов увеличился менее чем на 0.8 трлн. руб., т.е. компенсировал меньше половины дефицита внутренних ресурсов. Государственная поддержка банковского сектора, выражающаяся в направлении дополнительных бюджетных средств в комбанки, явно недостаточна для сохранения прежних темпов развития кредитного рынка.

Продолжение снижения темпов банковского кредитования становится фактически неизбежным; тенденцию могут изменить лишь коренные изменения в государственной политике по отношению к банковскому сектору и масштабный приток иностранного капитала.

**Прогноз основных экономических показателей**

	Факт				Прогноз		
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
<b>Макропоказатели</b>							
Номинальный ВВП:							
трлн. руб.	21.6	26.9	33.0	42.6	50.2	59.1	69.5
млрд. долл.	764	992	1 289	1 746	1 894	2 111	2 356
Реальный ВВП – рост в %	6.4	7.4	8.1	7.1	6.4	6.7	7.2
Промышленность – рост в %	5.1	6.3	6.3	5.1	5.0	5.0	5.2
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	11.0	10.0	12.0	13.0
Экспорт – реал. рост в %	6.5	7.3	6.4	6.4	5.7	5.5	5.6
Импорт – реал. рост в %	16.6	21.9	27.3	26.6	17.2	14.4	12.4
<b>Денежные агрегаты</b>							
M0 (декабрь к декабрю), %	30.9	38.6	32.9	25.0	23.0	20.0	19.0
M2 (декабрь к декабрю), %	38.5	48.8	47.5	30.5	26.7	23.7	22.0
M2X (декабрь к декабрю), %	36.3	40.6	44.2	29.3	25.7	23.0	21.5
Активы банковской системы, % ВВП	44.8	51.9	61.0	63.0	65.0	67.0	68.0
<b>Инфляция</b>							
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	14.0	11.8	10.5	9.5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8.3	7.8	11.0	12.0	9.7	8.5	7.8
<b>Бюджет</b>							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23.7	23.4	23.6	22.5	21.2	19.8	19.0
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16.3	15.9	18.1	16.8	17.5	17.4	16.7
Дефицит (+) / профицит (-) федерального бюджета, % ВВП	7.5	7.4	5.4	5.7	3.7	2.4	2.3
Дефицит (+) / профицит (-) консолидированного бюджета, % ВВП	8.1	8.4	6.1	6.4	4.1	2.7	2.6
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43.0	89.2	156.5	167.1	184.6	205.2	233.2
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				50.1	73.8	102.6	128.3
<b>Платежный баланс</b>							
Экспорт, млрд. долл.	244	304	354	490	480	470	470
Импорт, млрд. долл.	125	164	223	305	380	460	540
Счет текущих операций, % ВВП	11.1	9.5	6.1	7.2	2.1	-2.4	-5.5
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	2.0	41.9	82.9	25	35	40	45
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	476	618	675	653	560
<b>Государственный долг</b>							
Государственный внешний долг, % ВВП	10.0	5.2	3.5	2.3	2.0	1.6	1.4
Государственный внутренний долг, % ВВП	3.9	3.8	3.8	3.8	4.1	4.6	5.1
<b>Валютный курс</b>							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	28.8	26.3	24.6	25.5	27.2	28.8	29.8
среднегодовой	28.3	27.1	25.6	24.4	26.5	28.0	29.5
<b>Экзогенные параметры</b>							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	50.4	60.9	69.6	105	90	80	72
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.24	1.26	1.37	1.50	1.40	1.37	1.35

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



**Центр стратегических исследований Банка Москвы**

Ведев Алексей

[Vedev\\_AL@mmbank.ru](mailto:Vedev_AL@mmbank.ru)

Березинская Ольга

[Berezinskaya\\_OB@mmbank.ru](mailto:Berezinskaya_OB@mmbank.ru)

Ковалева Марина

[Kovaleva\\_MA@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_MA@mmbank.ru)

Косарев Андрей

[Kosarev\\_AE@mmbank.ru](mailto:Kosarev_AE@mmbank.ru)

Хромов Михаил

[Khromov\\_MY@mmbank.ru](mailto: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.