Современные ограничения для либерализма

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Управление процентными ставками является сравнительно новым инструментом денежной политики. В новейшей истории российские денежные власти проводили активную процентную политику лишь в 1997–1998 гг., стремительно расширяя рынок государственных заимствований. Тогда, несмотря на возросшие сбережения населения и снижавшуюся инфляцию, все закончилось системным финансовым кризисом. Напротив, в нынешнем столетии денежные власти фактически устранились от проведения процентной политики, в максимально либеральном стиле сконцентрировавшись на борьбе с избыточной ликвидностью. Низкие процентные ставки и значительный объем доступных финансовых ресурсов обеспечивались поступлением нефтяных доходов и привлечением внешних займов при минимальных ограничительных действиях государства. В результате росли производство, доходы и потребление населения, но импорт и внешний долг увеличивались быстрее, что ухудшило положение России в контексте мирового финансового кризиса. В конечном итоге «тихая гавань» оказалась в большей степени подверженной «глобальному шторму», чем прочие «жертвы» мирового кризиса.

Сегодня, видимо отстаивая либеральную экономическую модель, Банк России процентной политикой пытается решить весьма противоречивые задачи. С одной стороны, целям стабилизации курса рубля и снижению инфляции отвечает жесткая денежная политика, предполагающая положительные реальные процентные ставки и ограничительный рост денежного предложения. С другой стороны, поддержка реального сектора национальной экономики требует масштабной финансовой помощи, в том числе привлечения доступных кредитов со сравнительно низкими процентными ставками. В настоящий момент существует значительное число предприятий (представляющих стратегический интерес, системообразующих, проводящих модернизацию, связанных с импортом в своем производственном цикле и прочие), которые испытывают производственный шок, вызванный падением спроса, удорожанием комплектующих, недоступностью банковского кредита. Да и результат подобного «шока» не заставил себя ждать – в январе текущего года выпуск обрабатывающей промышленности снизился на четверть.

В современных условиях реализация в классическом виде политики «дорогих» или «дешевых» денег приводит скорее к негативным последствиям. Очевидно, что с учетом сложившейся структуры российской экономики, структурных проблем, а также ухудшения глобальной конъюнктуры использование чисто рыночных механизмов неизбежно сопровождается издержками, потерями и новыми угрозами. Выбор одного из направлений процентной политики осложняется сопоставлениями «pro» и «contra» в его проведении – фактически происходит выбор одного из имеющихся «плохих» решений. Улучшение же последних возможно лишь административным регулированием (коль скоро речь идет о распределении государственных сбережений) и активной работой государства на микроуровне с представителями бизнеса. Необходим, таким образом, поиск некоего комбинированного варианта: либо жесткой денежной политики совместно с выборочным субсидированием процентных ставок, налоговыми льготами, прямым государственным финансированием; либо масштабной поддержки реального сектора, сопровождаемой усилением валютного регулирования и контроля за использованием государственных средств.

СОДЕРЖАНИЕ

Денежная политика
Реальный сектор
Банковский сектор

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

Денежная политика

Девальвация рубля (с августа 2008 г. курс рубля снизился к бивалютной корзине на 40%) является уже свершившимся фактом. Несмотря на все обсуждаемые плюсы и минусы снижения курса рубля, оно уже принципиально изменило валюту сбережений населения и предприятий, вызвало рост цен на внутреннем рынке и удерживает девальвационные и инфляционные ожидания на высоком уровне. Все усилия российских денежных властей по приданию рублю функций валюты расчетов, сбережений и инвестиций, предпринимавшиеся на протяжении пяти лет, в итоге оказались перечеркнуты двухмесячной девальвацией. Возможность возврата к прежней ситуации во многом будет определяться процентной политикой Банка России, проведение которой в значительной степени осложняется финансовым кризисом и спадом в реальном секторе национальной экономики.

В самом общем виде процентная политика разделяется на рестриктивную (предполагающую ограничение предложения денег и повышение стоимости финансовых ресурсов) и экспансионистскую (направленную на расширение денежного предложения и предполагающую низкие процентные ставки). Условно *политика «дешевых» или «дорогих» денег* зависит от уровня процентных ставок и инфляции, а также от ожиданий уровня инфляции в будущем. Четкое определение указанных типов денежной политики отсутствует. Полагаем, что для российской экономики, развитие которой в последние двадцать лет характеризовалось высокой инфляцией, условное разделение на «дорогие» и «дешевые» деньги может быть произведено на основе реальных процентных ставок.

Динамика реальных процентных ставок (номинальных, скорректированных на индекс потребительских цен) (CPI) и индекс цен производителей (PPI))

Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Так, из приведенного графика видно, что за последние двенадцать лет политика «дорогих» денег проводилась лишь в 1997 г. – первой половине 1998 г. Тогда целями подобной политики выступали снижение инфляции и сохранение стабильного курса рубля, а инструментом – доходность ГКО. В результате в тот период отмечались *снижение инфляции, стабильность обменного курса рубля, рост сбережений населения* (правда, известен и итог той политики – системный финансовый кризис).

Напротив, в 2000-х годах проводилась политика «дешевых» денег. Эта политика реализовывалась за счет притока в страну нефтяных средств и привлечения

внешних займов при минимальных ограничительных действиях государства. В результате политика «дешевых» денег *изменила модель роста, сделав основным фактором экономического развития расширение внутреннего спроса*.

Макроэкономические задачи, которые стоят в настоящее время перед правительством РФ и Центральным банком, следующие:

- преодоление экономического спада;
- удержание инфляции в допустимых рамках (менее 15%);
- стабилизация курса рубля и платежного баланса;
- поддержка уровня жизни населения;
- ограничение безработицы;
- стабилизация состояния банковской системы;
- поддержка минимального уровня кредитования реального сектора.

Перечисленные задачи представляются достаточно противоречивыми с точки зрения выработки денежной и экономической политики в целом. Дополнительными факторами, воздействующими на выбор неких оптимальных пропорций, являются:

- В денежной политике – произошедшая в последние месяцы смена инструментария. В течение нескольких лет, предшествовавших финансовому кризису, ЦБ РФ практически не проводил рефинансирования банковской системы, а Министерство финансов размещало свои ценные бумаги в ограниченных объемах. Сейчас ситуация принципиально изменилась: Банк России фактически определяет стоимость денег в экономике своими ставками рефинансирования.
- В экономической политике – обострение «кадрового кризиса». Любое принятие решений по отбору предприятий и проектов для финансирования, субсидирования, выдачи гарантий и проч. связано как с нехваткой квалифицированных кадров, так и с «человеческим фактором». В рамках этой проблемы ведется поиск универсальных рыночных механизмов, позволяющих осуществлять корректировку экономической политики и поведения субъектов хозяйственной деятельности.

Поэтому *чисто рыночные механизмы неизбежно сопровождаются издержками, потерями и новыми угрозами.* Выбор одного из направлений процентной политики осложняется факторами «pro» и «contra» – фактически здесь происходит выбор одного из имеющихся «плохих» решений.

Политика «дорогих» денег

Рестриктивная (направленная на ограничение расширения денежного предложения) политика «дорогих» денег предполагает высокий уровень процентных ставок и традиционно рассматривается как средство подавления инфляции.

Сегодня выбор подобной политики может быть обусловлен задачами:

- поддержки стабильного обменного курса рубля и сокращения спроса на иностранную валюту;
- удержания и снижения уровня инфляции.

Реализация политики «дорогих» денег включает в себя повышение (или неснижение) уровня процентных ставок по предоставляемым Банком России и правительством финансовым ресурсам, а также ограничения по расширению денежного предложения. Последствия реализации данной политики будут различными.

Позитивные последствия:

– стимулирование сбережений нефинансового сектора (вследствие роста процентных ставок по депозитам и стабилизации инфляционных и девальвационных ожиданий);

– селекция предприятий по эффективности (дорогой банковский кредит смогут привлекать лишь предприятия, эффективные сегодня).

Негативные последствия:

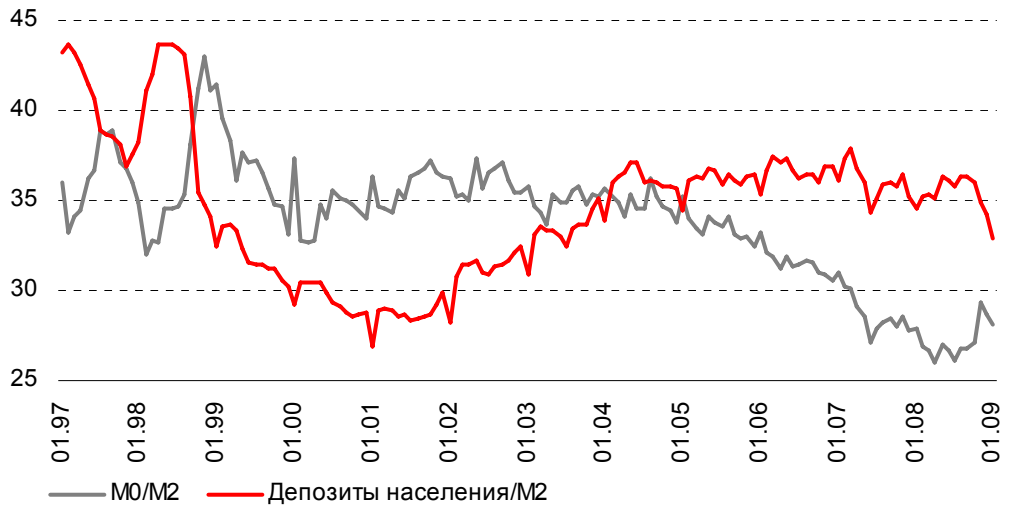
– сокращение объемов кредитования и усиление спада в экономике;

– рост издержек, связанных с удорожанием обслуживания банковских кредитов, и провоцирование инфляции издержек;

– снижение устойчивости банковской системы;

– ухудшение ситуации с «плохими» долгами.

Доля банковских рублевых депозитов и наличных денег в обращении (М0) в денежной массе М2, в % к итогу



Примечание. Политика «дорогих» денег увеличивает банковские сбережения населения. Однако в условиях стабильного обменного курса и снижающейся инфляции уменьшение доли наличных денег в обращении и рост сбережений населения могут происходить и при проведении политики «дешевых» денег.
Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Ожидаемые результаты в текущем году:

– стабилизация курса рубля;

– рост сбережений населения;

– снижение темпов роста кредитования;

– сохранение уровня инфляции за счет девальвации, инфляционных ожиданий, премий за риск (инфляция не вырастет, но и не снизится);

– увеличение числа дефолтов по внутренним и внешним займам;

– сокращение спроса и снижение объемов производства;

– падение инвестиционной активности;

– рост числа банкротств предприятий и банков.

В целом политика «дорогих» денег позволит в 2009 г. сохранить курс рубля в объявленном коридоре и удержать инфляцию в пределах 20%. Кроме того, она даст возможность снизить разрыв между кредитами и сбережениями нефинансового сектора.

Реальный сектор экономики в условиях проведения политики «дорогих» денег будет испытывать растущий кредитный голод. Лишь незначительная часть эффективных сегодня предприятий смогут воспользоваться банковским кредитом, что можно объяснить снижающейся рентабельностью промышленного производства. Новые уровни рентабельности свидетельствуют о падении способности к выживанию и об ухудшении перспектив промышленных производств в период проведения политики «дорогих» денег, а также об отсутствии государственных программ их поддержки.

Рентабельность промышленного производства и реального сектора в целом, в %

	2007 г.	2008 г.		
		1-е полугодие	III квартал	IV квартал
Реальный сектор в целом	11.7	14.1	10.9	-0.8
из него промышленное производство	12.9	15.5	12.1	-1.7
в том числе обрабатывающие производства	12.7	15.4	12.2	-2.6

Примечание. Рентабельность – отношение сальдированного финансового результата к обороту.
Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Политика «дорогих» денег как рыночный механизм селекции эффективно и стратегически корректно работает в устойчивой экономике, в умеренной степени зависящей от внешних рисков, со стабильными темпами роста, в условиях поступательного (без резких всплесков) расширения инвестиций. Оздоровить структурно разбалансированную российскую промышленность и оживить ее рост в период проведения политики «дорогих» денег будет возможно только с использованием целевых государственных программ.

В частности, налицо ухудшение финансовых и динамических показателей машиностроительного комплекса – фактического локомотива роста промышленности России в последние годы, развивающегося на инновациях и стимулирующего инновационное развитие смежных производств. Очевидные проблемы машиностроительного комплекса, важнейшего с точки зрения будущего ландшафта российской промышленности, делают исключительно важным формирование и проведение государством активной политики поддержки инвестиций предприятий и текущей производственной деятельности – как кредитными ресурсами, так и формированием спроса.

Политика «дешевых» денег

Экспансионистская (направленная на увеличение общего предложения денег в экономике) политика «дешевых» денег, опирающаяся на низкие процентные ставки, традиционно используется для снижения (или ограничения роста) безработицы в условиях рецессии.

Сегодня выбор политики «дешевых» денег может быть обусловлен задачами:

- стимулирования внутреннего спроса и производства (в том числе и поддержки уровня занятости);
- обеспечения стабильности банковской системы.

Позитивными последствиями данной политики являются:

– минимизация спада производства;

– поддержка уровня занятости;
– стабильность (отчасти временная и видимая) банковской системы.

К ее *негативным последствиям* относятся:

– сохранение угрозы дальнейшей девальвации рубля;
– высокие риски ускорения инфляции;
– консервация структурных диспропорций.

Возможные результаты в текущем году:

– расширение спроса снизит темпы падения производства;
– решение проблемы «плохих» долгов будет перенесено на последующие годы;
– сохранится высокая инфляция;
– продолжится снижение курса рубля;
– произойдет резкое сокращение государственных ресурсов;
– сохранится проблема низкой эффективности и конкурентоспособности российских предприятий и банков.

Дополнительно отметим, что *ключевым вопросом проведения политики «дешевых» денег является их источник*. Есть все основания ожидать быстрого исчерпания государственных резервов. Тогда основными источниками предложения денег будут эмиссионное рефинансирование банковской системы и денежная эмиссия под выпуск государственных ценных бумаг, что представляет высокие риски для финансовой стабильности.

Выводы

В современных условиях реализация в классическом виде политики «дорогих» или «дешевых» денег будет приводить скорее к негативным результатам. Основными задачами экономической политики являются преодоление финансового кризиса и решение накопившихся структурных проблем, которые осложняются отсутствием эффективных государственных институтов и их сотрудников, способных эффективно управлять в кризисный период (с учетом того факта, что свободными финансовыми ресурсами располагает государство).

Политика «дорогих» денег предполагает сохранение финансовой стабильности и селекцию предприятий по критерию эффективности. Однако существует значительная часть предприятий (представляющих стратегический интерес, системообразующих, проводящих модернизацию, связанных с импортом в своем производственном цикле), которым банковский кредит будет недоступен. Поэтому подобная политика должна сопровождаться выборочным субсидированием процентных ставок, налоговыми льготами, прямым государственным финансированием. Между тем именно выбор направлений поддержки реального сектора осложняется государственным институциональным и кадровым кризисом.

Политика «дешевых» денег включает в себя расширение спроса и увеличение производственной активности, однако провоцирует инфляцию и девальвацию. Реализация данной политики предполагает рост всех секторов экономики без селекции их эффективности (как это наблюдалось в 2006–2007 гг.), что консервирует накопившиеся за годы интенсивного экономического роста проблемы и диспропорции. Политика «дешевых» денег должна сопровождаться усилением валютного контроля и контроля за расходованием государственных ресурсов. Важнейшей угрозой при ее реализации является ограниченность государственных резервов. После их исчерпания политика «дешевых» денег будет реализовываться уже за счет денежной эмиссии и внешних заимствований. Дополнительно, в целях избежания инфляционного «перегрева» необходимо развитие рынка

государственных ценных бумаг, позволяющих стерилизовывать избыточную ликвидность.

Политика процентных ставок будет ключевой составляющей финансовой политики и пакета антикризисных мер в ближайшие месяцы. Ключевой составляющей финансовой политики – поскольку она определяет стоимость денег, предоставляемых банковской системе и доступных российским предприятиям. И если банковская система в формировании спроса на государственные деньги в значительной степени ориентирована на доходность вложений, маржу (разность между привлеченными и размещенными средствами) и риски, то реальный сектор – в конечном итоге на рентабельность бизнеса, а население – на инфляцию. Различные ориентиры в стоимости денег для институциональных агентов представляют собой важнейшее противоречие процентной политики.

Прогрессирующий кризис (финансовый и в реальном секторе) оставляет крайне малый отрезок времени для выбора и уточнения основных направлений финансовой политики. Реализуемая сейчас либеральная версия политики высоких процентных ставок в ближайшее время столкнется с очевидными последствиями – расширением применения «денежных суррогатов» в расчетах между предприятиями (распространением вексельного обращения, бартера, а также ростом неплатежей). Реальный сектор пока масштабно не откликнулся на данную политику увеличением «плохих» долгов, поскольку все еще действуют ожидания финансовой помощи со стороны государства. Если такой помощи не последует, а процентные ставки останутся на текущем высоком уровне, то рост просроченной задолженности, а также недостаток оборотных средств усилят и без того значительный спад производства, зафиксированный в январе 2009 г.

Реальный сектор

Внутренний спрос, «разогретый» нефтяными поступлениями и притоком иностранных займов, на протяжении сравнительно длительного периода стимулировал рост выпуска стабильно высокими темпами и позволял производителям одновременно и быстро повышать отпускные цены. Импорт, напротив, минимально увеличивался в цене и рос гораздо более быстрыми темпами, чем отечественное производство. Позитивный эффект расширения потребительского и инвестиционного спроса системно снижался низкой конкуренцией на внутреннем товарном рынке. Принципиальным условием для продолжения роста отечественной промышленности высокими темпами являлось сочетание двух факторов – повышающихся мировых цен на энергоносители и увеличения притока капитала, стимулировавших расширение внутреннего спроса. Важно, что к моменту начала реализации политики «дорогих» денег российское промышленное производство уже ушло с траектории быстрого роста и входило в стадию коррекции производственных стратегий.

Динамика выпуска промышленного производства (прирост к соответствующему периоду предыдущего года), в %

	2008 г.					Январь 2009 г.
	1-е полугодие	III квартал	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	
Индексы промышленного производства						
Промышленность в целом	5.8	4.7	0.6	-8.7	-10.3	-16.0
Добыча полезных ископаемых	0.5	0.6	0.8	-1.6	-2.3	-3.6
Обрабатывающие производства	8.4	6.4	0.3	-10.3	-13.2	-24.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4.1	4.9	2.6	-9.3	-6.1	-7.0
Справочно:						
Реальные располагаемые денежные доходы	6.9	6.0	3.5	-6.1	-11.6	-6.7
Оборот розничной торговли	15.5	14.5	12.4	8.0	4.8	2.4
Инвестиции в основной капитал	16.9	9.8	6.9	3.9	-2.3	-15.5
Физический объем импорта	28.4	28.3				
Средние цены импорта (в рублевом выражении)	4.9	10.0				
Индекс цен производителей обрабатывающих производств	23.3	29.1	23.0	11.1	1.9	-0.2
Цена нефти Urals, долл./барр.	105.0	113.5	72.5	51.4	39.1	41.1
Стоимость бивалютной корзины, руб.	29.64	29.75	30.37	30.65	32.57	36.41

Источник: Росстат, ФТС России, ЦБ РФ, Platts, ЦСИ Банка Москвы.

Так, третий квартал 2008 г. был отмечен, с одной стороны, все еще высоким уровнем мировых цен на нефть и относительно стабильным курсом национальной валюты, с другой стороны – снижением темпов роста инвестиций и потребительского спроса (именно в силу перелома тенденций в динамике сырьевых цен и прекращения притока внешнего капитала). На тот период пришелся локальный максимум повышения цен производителей обрабатывающих производств (более 29% – год к году) при заметном торможении роста выпуска (6.4% – год к году – после 8.4% в первом полугодии). При этом импорт продолжал расти темпами, превышающими 28%, при весьма умеренном увеличении его рублевых цен (10% – год к году).

Еще до начала серьезных проблем в российской финансовой сфере стало очевидно, что заметно меняющийся спрос и возникновение конкуренции за

потребителя требуют коррекции модели производственного роста. Модель роста, основанная на расширении внешних доходов и привлекаемых займов, возможно, тогда и не исчерпала себя и могла бы работать еще некоторое время. Однако экономический рост, соответствующий ей, не только не является стабильным (поскольку всецело зависит от внешних факторов), но и обусловливает высокий инфляционный фон. Ухудшение в третьем квартале прошлого года ситуации с притоком капитала, а в четвертом квартале – с ценами на нефть определило *необходимость смены модели роста*, ее ориентацию на внутренний спрос, повышение конкурентоспособности как за счет модернизации производства, так и за счет ценового фактора (оптимизации структуры расходов). Однако времени и возможности для минимально травматичной смены модели роста у российской промышленности не оказалось. В четвертом квартале 2008 г. большинство обрабатывающих производств уже демонстрировали ухудшение динамики роста и сокращение выпуска, результатом чего стало падение объемов производства в обрабатывающем секторе в этот период на 7.7%, а в январе 2009 г. – на 24.1% (год к году).

Динамика выпуска обрабатывающих производств (прирост к соответствующему периоду предыдущего года), в %

	2008 г.					Январь 2009 г.
	1-е полугодие	III квартал	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	
Обрабатывающие производства в целом	**8.4**	**6.4**	**0.3**	**-10.3**	**-13.2**	**-24.1**
Производства потребительского спроса	*6.7*	*2.4*	*-1.5*	*-9.2*	*-8.4*	*-9.5*
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	5.0	1.7	-2.8	-6.7	-6.5	-3.6
Текстильное и швейное производство	2.1	-2.1	-7.4	-18.7	-20.5	-28.1
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	7.6	5.1	2.0	-8.4	-13.5	-26.0
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	6.9	1.2	-2.8	-15.0	-15.9	-21.1
Прочие производства	13.8	6.6	5.6	-11.1	-5.9	-16.0
Производства промежуточного спроса	*3.7*	*2.4*	*2.7*	*-11.9*	*-9.9*	*-24.3*
Обработка древесины и производство изделий из дерева	13.3	2.4	-6.1	-18.6	-22.9	-33.4
Производство кокса, нефтепродуктов	3.3	2.9	7.8	-0.1	-3.6	-4.3
Химическое производство	3.4	1.8	-9.1	-25.8	-28.9	-32.9
Производство резиновых и пластмассовых изделий	15.7	19.0	15.6	-4.6	-7.1	-26.7
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	2.0	0.5	3.4	-13.3	-6.1	-30.1
Производства инвестиционного спроса	*8.5*	*8.1*	*-0.5*	*-11.7*	*-18.8*	*-40.1*
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	8.9	0.2	-4.1	-14.9	-21.7	-34.3
Производство машин и оборудования	10.4	11.6	4.6	-15.0	-17.3	-45.9
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-7.7	-1.4	-8.9	-17.0	-13.1	-47.1
Производство транспортных средств и оборудования	16.8	16.4	3.6	-4.8	-21.2	-36.0

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Одновременно происходило радикальное ухудшение финансовых результатов предприятий, которое затронуло практически все виды экономической деятельности. По итогам четвертого квартала 2008 г. предприятия экономики России показали чистый убыток (442 млрд. руб.). Ухудшение мировой конъюнктуры цен на энергоносители и металлы, снижение деловой активности обусловили финансовый провал нефтегазового комплекса (убытки в четвертом квартале 2008 г. составили здесь 155 млрд. руб.), металлургического комплекса (34 млрд. руб.) и торговли (393 млрд. руб., без учета розничной торговли, закончившей квартал с прибылью).

Однако заметное сокращение прибыли было отмечено и в остальных видах экономической деятельности: при том что их сальдированный финансовый результат в 2007 г. – первой половине 2008 г. находился на уровне порядка 500 млрд. руб. за квартал, показатель четвертого квартала 2008 г. составил всего 138 млрд. руб.

Сокращение собственных ресурсов (как следствие уменьшения прибыли) существенно осложняет для российских предприятий задачу финансового обеспечения текущей производственной деятельности и завершения проектов по модернизации основных фондов. При этом новые уровни рентабельности не только свидетельствуют о заметном падении способности предприятий выйти из кризиса без использования привлеченных средств, но и иллюстрируют невозможность большинства предприятий обслуживать дорожающие кредиты. Понятно, что о завершении действующих инвестиционных проектов в полном объеме и о начале новых не может быть и речи.

Уровни рентабельности видов экономической деятельности, в %

	2007 г.	2008 г.		
		1-е полугодие	III квартал	IV квартал
Всего в экономике	**9.7**	**9.4**	**6.1**	**-2.2**
Реальный сектор	*11.7*	*14.1*	*10.9*	*-0.8*
Строительство	3.4	3.4	3.4	3.0
Сельское хозяйство и рыболовство	10.9	11.0	10.8	2.7
Промышленное производство	12.9	15.5	12.1	-1.7
нефтегазовый комплекс	20.7	27.5	22.1	-9.6
металлургический комплекс	23.6	24.6	21.4	-3.9
производства потребительского спроса	5.7	5.7	7.6	2.7
производства промежуточного спроса (без металлургии и производства кокса и нефтепродуктов)	9.7	16.6	9.1	0.9
производства инвестиционного спроса	7.2	6.3	3.7	-1.8
– производство машин и оборудования	5.0	5.7	5.9	1.2
– производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	6.3	4.5	5.2	4.7
– производство транспортных средств и оборудования	4.0	3.1	-1.5	-8.0
Услуги	*8.1*	*6.0*	*2.5*	*-3.3*
Оптовая и розничная торговля и ремонт	3.9	4.5	2.9	-4.5
Транспорт и связь	14.6	14.9	12.1	1.3
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	27.2	15.1	2.2	3.4

Примечание. Рентабельность – отношение сальдированного финансового результата к обороту.
Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Источником стремительного, масштабного и фронтального падения выпуска российской промышленности явилось не только сжатие спроса (и потребительского, и инвестиционного) на внутреннем и на мировых рынках –

важнейшим фактором, усугубившим ситуацию, стало резкое удорожание банковского кредита одновременно с падением его доступности.

В настоящее время политика «дорогих» денег выступает дополнительным тормозом развития производства, поскольку ставит большинство предприятий перед трудноразрешимой задачей финансирования текущей производственной деятельности (товарный кредит, покрытие текущих кассовых разрывов и т.д.). В перспективе политика «дорогих» денег будет не только снижать уровень цивилизованности бизнеса, провоцируя использование предприятиями денежных суррогатов, но и тормозить модернизацию производства и повышение его конкурентоспособности.

Нехватка долгосрочных и разумно дешевых банковских кредитов, ограниченная возможность модернизации с привлечением кредитных ресурсов всегда были проблемами для российской промышленности. Высокая доля собственных средств в инвестициях предприятий фактически замедляла процесс повышения конкурентоспособности продукции как напрямую (сдерживая инвестиционную активность), так и в ценовой конкуренции (через высокий инфляционный фон в российской промышленности). В цену производимой продукции закладывалась стоимость будущей модернизации – сегодняшние покупатели по факту субсидировали будущих. Однако в период расширяющегося спроса такая модель финансирования модернизации и роста выпуска хоть и недостаточно эффективно, но работала. Теперь же, в обстановке общего ухудшения финансово-экономического положения большинства российских предприятий, подобный ресурс модернизации практически отсутствует. В условиях резкого повышения процентных ставок возможности технологической модернизации российской промышленности минимальны, и к моменту окончания кризиса и старта новой фазы глобального роста она рискует подойти еще менее конкурентоспособной, чем в настоящее время.

Серьезным контраргументом сторонников проведения политики «дорогих» денег является тот факт, что она фактически является селекционером эффективных предприятий, исключая тем самым проявления волюнтаризма чиновников по отбору проектов и стимулируя рост действительно перспективных производств. Однако такой рыночный механизм селекции эффективен и стратегически оправдан для *внутренне устойчивой экономики*, в умеренной степени зависящей от внешних рисков, со стабильными (возможно, и не столь высокими) темпами роста, а также при наличии в обществе многочисленного и стабильного среднего класса.

Напротив, структурная разбалансированность российской промышленности, ее недокредитованность (в плане предоставления долгосрочных кредитных ресурсов) еще до начала финансового кризиса практически исключали саму возможность оздоровления структуры и оживления роста высокими процентными ставками. Более того, резкое удорожание кредитов может лишить российскую экономику того потенциала перспективного роста, который формировался в предкризисный период: инвестиционные программы, осуществляемые отечественными предприятиями, рискуют быть прекращенными в силу отсутствия приемлемых кредитных ресурсов. В результате реально конкурентоспособные производства, объективно являющиеся уязвимыми (безотносительно к внешним финансовым и экономическим условиям) в период модернизации и расширения выпуска, окажутся «отбракованными» механизмом рыночной селекции.

Создание производственного потенциала для будущего экономического роста сегодня входит в прямое противоречие с реализуемой денежной политикой. Сохранение процентных ставок по финансовым ресурсам, кратно превышающих уровень рентабельности российской промышленности, стремительно разрушает как текущую производственную деятельность, так и возможность роста в будущем. Однако и в «финансовом хаосе», в который отечественная экономика может погрузиться при масштабном финансировании всех желающих, сохранить потенциал будущего роста невозможно.

Таким образом, необходимость выбора комбинированного варианта денежной политики для российского реального сектора определяется весьма очевидными фактами:

а) текущие процентные ставки по банковскому кредиту в настоящее время выступают значимым тормозом для деловой активности и препятствуют модернизации (а следовательно, и росту конкурентоспособности) экономики в перспективе;

б) государственные ресурсы ограниченны и их не хватит на поддержку всего реального сектора;

в) в обстановке финансовой нестабильности (высокой инфляции, самовоспроизводящейся девальвации) реальный сектор не сможет эффективно развиваться даже в условиях масштабной финансовой поддержки.

Теоретически реализация политики «дорогих» денег может одновременно обеспечить финансовую стабильность, содействовать формированию базы для возобновления экономического роста и предполагать реализацию социальных программ. Однако для этого политика «дорогих» денег должна сопровождаться адресными программами государственной поддержки. Вопрос о необходимости и целесообразности таких адресных государственных программ определяется пониманием того, какие виды экономической деятельности и насколько успешно смогут сами «дожить» до момента оживления спроса, а какие необходимо сберечь для целей возобновления качественного роста. Четкое понимание того, какие стратегические задачи и с использованием каких ресурсов должны быть решены в период кризиса, какие текущие положительные и негативные последствия будут иметь антикризисные меры, не только предопределит более последовательную и эффективную государственную политику, но и даст необходимые сигналы бизнес-сообществу и существенно улучшит инвестиционный и бизнес-климат в России.

Банковская система

Банковская система, при прочих равных, нейтральна к уровню процентных ставок. Теоретически доход банку обеспечивает маржа, которую возможно сохранять при синхронном движении стоимости пассивов и активов. Однако в нынешних условиях политика «дорогих» денег оказывает негативное воздействие на состояние банковской системы. Ключевым вопросом ее устойчивости в текущем году будет нейтрализация угрозы резкого роста просроченной задолженности и ухудшения качества обслуживания кредитов.

В рамках наблюдаемого сегодня уровня процентных ставок, недоступных большинству предприятий вследствие падения рентабельности, последние не в состоянии обслуживать задолженность по банковскому кредиту. При этом повышение стоимости кредита не только перекрывает возможность привлечения новых займов, но и сужает возможности по рефинансированию старых кредитов. Таким образом, жесткая денежная политика существенно ухудшает качество корпоративной задолженности, которая составляет в настоящее время 42% совокупных банковских активов (без учета корпоративных облигаций). Одновременно снижается и спрос на дорожающий кредит для финансирования текущего производственного оборота, не говоря уже об инвестициях в основной капитал.

В розничном сегменте кредитования спад деловой активности, результатом которого выступили рост безработицы и снижение уровня заработной платы (не только реальной или в пересчете на иностранную валюту, но и номинальной), приводит к затруднению в проведении физическими лицами регулярных выплат по банковским кредитам (по состоянию на 01.02.2009 объем кредитов населению составил 4.3 трлн. руб., или 15% активов). Данная проблема не может быть решена даже за счет сбережений, поскольку соотношение кредитов и депозитов населения превышает 70% (при мировой норме в 30–40%). Здесь общий рост стоимости денег существенно усложняет процедуру реструктуризации задолженности физических лиц.

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	06.08	09.08	12.08	01.09
Пассивы, млрд. руб.	**9696**	**13963**	**15516**	**17113**	**18131**	**20125**	**21323**	**23059**	**24572**	**28022**	**29757**
Собственные средства	15.4	14.3	15.5	15.9	16.1	15.3	15.7	15.3	15.2	14.1	14.4
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.7	0.2	0.9	12.0	12.3
Межбанковские операции	4.0	3.4	3.3	3.1	2.9	4.1	4.3	4.1	3.5	4.4	4.3
Иностранные пассивы	13.7	17.1	16.3	17.0	17.6	18.1	17.2	18.3	19.0	16.4	17.3
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	26.2	25.4	25.5	24.5	21.5	20.9
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.3	25.6	24.9	25.8	26.2	25.5	24.0	23.6	22.0
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.0	2.2	2.6	2.4	2.6	1.5	1.7	2.5	5.0	1.0	1.2
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	6.4	5.8	5.3	5.8	5.5	5.7	5.0	4.1	4.4

Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Отметим, что политика «дорогих» денег уже провоцирует среднесрочные проблемы в банковской системе. Испытывая дефицит привлеченных средств в рублях и предполагая, что этот дефицит будет устойчивым, банки резко повысили процентные ставки по депозитам физических и юридических лиц на срок до года и более. По итогам января текущего года средняя ставка по срочным рублевым

депозитам достигла 11.5% годовых, что всего на 2 п.п. ниже индекса потребительских цен. Кроме того, в феврале 2009 г. стоимость беззалоговых кредитов для банков превышала 18% годовых, в том числе и по наиболее «длинным» полугодовым кредитам, что не дает им возможности использовать эти средства на кредиты по ставкам ниже 23–25% годовых. В случае же смягчения денежной политики большая часть банков окажется в ситуации «дорогих оговоренных пассивов», что не позволит кредитным учреждениям снизить ставки по кредитам либо приведет к убыткам банков.

Ухудшение качества кредитного портфеля вызывает также снижение рентабельности банковского сектора. Формирование резервов на возможные потери по ссудам на протяжении последних месяцев стало одной из основных статей расходов банков. С 1 октября 2008 г. по 1 февраля 2009 г. банки зарезервировали 469 млрд. руб. Частично эти расходы компенсировались доходами от переоценки счетов в иностранной валюте, которые за тот же период составили около 340 млрд. руб., однако мы ожидаем стабилизации курса рубля в ближайшие месяцы. Сегодня можно с уверенностью ожидать продолжения роста кредитных рисков и снижения рентабельности банковского сектора; формирование же резервов из собственных средств может повлечь за собой необходимость дополнительных взносов в капитал банков от их собственников.

Следует отметить, что политика «дорогих» денег оказывает и определенное позитивное воздействие на национальную банковскую систему, особенно в части устранения структурных диспропорций, – в частности, она приводит к:

- снижению разрыва между кредитами реальному сектору и привлеченными средствами (уменьшению «кредитной ямы») за счет стимулирования внутренних сбережений и ограничения роста кредитного портфеля;
- усилению стимулов к укрупнению банковской системы в целях повышения эффективности бизнеса, диверсификации направлений деятельности и более рационального использования ликвидности;
- росту рублевой составляющей в пассивах и снижению рисков невозвратов валютных кредитов в силу стабилизации курса рубля.

С другой стороны, прямолинейный возврат к политике «дешевых» денег таит в себе следующие угрозы:

- консервации структурных проблем вплоть до исчерпания государственных ресурсов, что фактически означает сохранение существующих дисбалансов на период одного-двух лет с увеличением их масштабов по крайней мере в 1.5 раза;
- нивелирования проблемы отбора эффективных предприятий и проектов, предполагающего дальнейший рост потенциально «плохих» долгов;
- ухудшения внешней платежеспособности в связи с продолжением девальвации рубля;
- сокращения сбережений нефинансового сектора, в первую очередь их рублевой составляющей.

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	06.08	09.08	12.08	01.09
Активы, млрд. руб.	**9696**	**13963**	**15516**	**17113**	**18131**	**20125**	**21323**	**23059**	**24572**	**28022**	**29757**
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	1.8	1.8	1.9	2.5	1.9	2.0	2.0	3.0	2.6
Средства, размещенные в Банке России	7.3	7.5	8.0	10.9	6.1	6.9	5.1	5.8	4.2	7.5	7.4
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	5.3	4.7	5.4	6.2	5.9	4.8	5.2	5.0
Иностранные активы	9.1	9.9	11.5	8.4	10.0	9.8	10.8	9.9	12.2	13.8	14.8
Население	12.1	14.7	14.4	14.9	16.0	16.1	16.4	17.0	17.8	15.5	14.6
Корпоративный сектор	47.0	45.3	44.8	45.0	47.2	47.2	48.8	49.1	49.0	44.5	44.6
Государство	6.6	5.2	5.0	4.7	4.1	4.1	3.3	3.4	3.0	2.0	1.9
Имущество	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	1.9	2.1

Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Выбор основных параметров денежной политики применительно к российской банковской системе, как, впрочем, и ко всей экономике, осложняется противоречивым набором задач и угроз, связанных с обеспечением финансовой стабильности и минимизацией спада производства. Представляется, что ключевыми из них являются задача финансового обеспечения производственной активности и угроза роста просроченной задолженности, что может быть преодолено лишь расширением и удешевлением финансирования реального сектора. Решению же задач сохранения стабильного курса рубля и снижения уровня инфляции могут содействовать усиление валютного контроля и обеспечение конкуренции на товарных рынках.

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	33,1	41,5	41,9	48,7	57,8
млрд. долл.	764	993	1 293	1 675	1 164	1 281	1 445
Реальный ВВП – рост в %	6,4	7,4	8,1	5,6	-1,2	2,3	5,6
Промышленность – рост в %	5,1	6,3	6,3	2,1	-7,0	1,0	3,5
Розничная торговля – рост в %	12,8	13,9	15,2	13,0	-4,0	4,0	8,0
Инвестиции – рост в %	10,9	13,7	21,1	9,1	-9,0	4,0	7,0
Экспорт – реал. рост в %	6,5	7,3	6,4	0,2	-6,3	2,3	3,0
Импорт – реал. рост в %	16,6	21,3	26,6	17,7	-32,9	5,3	8,2
Денежные агрегаты							
М0 (декабрь к декабрю), %	30,9	38,6	32,9	2,5	4,9	13,8	15,4
М2 (декабрь к декабрю), %	38,5	48,8	47,5	1,5	5,4	11,7	13,3
М2Х (декабрь к декабрю), %	36,3	40,6	44,2	14,6	11,6	15,1	15,7
Активы банковской системы, % ВВП	44,8	51,9	60,8	67,9	81,5	85,0	88,0
Инфляция							
Прирост потребительских цен (дек. к дек.), %	10,9	9,0	11,9	13,3	18,0	12,0	11,0
Прирост потребительских цен (среднегодовой), %	12,5	9,8	9,1	14,1	15,3	14,5	11,5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8,3	7,8	11,0	13,7	16,0	11,0	10,0
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,7	23,3	23,5	22,3	15,6	15,3	14,8
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16,3	15,9	18,1	18,2	20,6	19,2	17,8
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7,5	7,4	5,4	4,1	-4,9	-4,0	-2,9
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43,0	89,2	156,5	141,3	94,0	79,9	83,1
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				76,6	63,2	49,9	37,4
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	244	304	354	469	280	290	320
Импорт товаров, млрд. долл.	125	164	223	293	210	230	260
Счет текущих операций, % ВВП	11,0	9,5	5,9	5,9	-0,4	-1,3	-2,1
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	2,0	41,9	82,9	-130	-115	-20	0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	476	426	305	261	223
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	10,0	5,2	3,5	2,4	3,2	2,7	2,3
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,9	3,8	3,8	3,9	4,9	5,6	6,2
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	28,8	26,3	24,6	29,4	36,5	39,0	41,0
среднегодовой	28,3	27,1	25,6	24,8	36,0	38,0	40,0
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	50,4	60,9	69,6	94,4	40,0	45,0	48,0
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1,24	1,26	1,37	1,47	1,29	1,25	1,22

Источник: Росстат, ЦБ РФ, 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 абсолютные 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.