

## Будущая стратегия сегодня

Центр стратегических исследований Банка Москвы

### СОДЕРЖАНИЕ

Денежная сфера

Реальный сектор

### 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)



Неопределенность и масштабность – вот главные характеристики текущего глобального экономического кризиса. Кризис пугает всех – чиновников, предпринимателей бизнеса, население. Остается неясным, как долго он продлится, насколько снизятся стоимость основных активов, объемы производства и продаж, как это отразится на сбережениях и инвестиционной активности.

Сегодня значительные аналитические усилия направлены на поиски «дна» кризиса. На финансовых рынках – это попытка определить уровень фондовых индексов, ниже которых цены на акции не должны опуститься. На долгом рынке – это доходность, которую облигации хотя бы крупнейших компаний не должны превзойти. В банковском секторе аналитическая активность сосредоточена на прогнозировании объема просроченной задолженности, «плохих долгов» и способах их списания. В реальном секторе – на поиске «дна» падения выпуска в различных секторах экономики, максимальном уровне сокращения инвестиционных программ. Наконец, в макроэкономической области регулярно представляются оценки потенциального уровня безработицы, падения реальных доходов населения, бюджетного дефицита.

Идентификация «дна» кризиса выступает точкой отсчета для нового (или обновленного) стратегического планирования. Кризис традиционно не только (и не столько) побуждает к минимизации последствий его воздействия, но и обостряет необходимость решения структурных проблем, решение которых откладывалось при форсированном экономическом росте в последние годы.

Различные антикризисные стратегии – от правительственной до предложений различных бизнес-ассоциаций – имеют видимые общие черты. Общее, что *присутствует* в предлагаемых стратегиях, – предложения по минимизации последствий кризиса. Общее, что *отсутствует* в предлагаемых стратегиях, – оценка текущей позиции российской экономики, идентификация структурных проблем, направления их решения в контексте формирования стратегии развития в будущем.

Задача минимизации последствий кризиса, прежде всего для населения, представляется очевидно популистской (в позитивном смысле) реакцией правительства. Вполне объяснимо и стремление российских властей использовать накопленные за время сырьевого расцвета средства для смягчения последствий кризиса и дождаться новой волны роста сырьевых цен. Но в этом случае происходит консервация проблем низкой эффективности и конкурентоспособности российских предприятий и банков, и лишь на определенное время – пока есть резервы.

Стратегия развития должна учитывать важнейший урок форсированного роста российской экономики в 2006 – первой половине 2008 г. Он заключается в том, что такие понятия, как «увеличение валовых экономических показателей» и «качественный (устойчивый к внешним шокам и опирающийся на рост конкурентоспособности) рост экономики», могут не совпадать. Поэтому достаточно реалистична угроза того, что приоритет инновационного развития может остаться лишь декларацией не только сейчас, но и после завершения кризиса. А это весьма вероятно, если сегодня не осуществлять аналитическую разработку и практическую реализацию стратегии на будущее.

## Денежная сфера

### *Стратегические вопросы развития финансовой системы России в современных условиях*

Будучи одними из наиболее мобильных секторов, банковская система и финансовые рынки первыми столкнулись с последствиями мирового кризиса. Глубина и направления воздействия последнего на данные сферы фактически позволили спрогнозировать и их последствия для прочих секторов экономики – промышленности, бюджета, населения. Представляется, что в существующих антикризисных программах в определенной степени недооценивается возросшая значимость финансового сектора для развития всей национальной экономики – учитывая то, что банковская система России занимает в ней одну из ключевых позиций и решает такие задачи, как обеспечение финансовых трансакций, аккумулирование сбережений, предоставление кредитов, а также банковских услуг; более того, роль банковского кредита в экономическом росте в последние годы значительно усилилась.

Стратегические вопросы развития финансовой системы не могут концентрироваться на состоянии лишь банковской сферы, а должны быть максимально инкорпорированы в задачи развития всей национальной экономики. Банковская система должна как содействовать преодолению кризиса, так и соответствовать обновленной экономике уже на следующем этапе ее развития. И в данном контексте стратегическими вопросами развития финансовой сферы выступают следующие:

- минимизация последствий кризиса и содействие восстановлению экономического роста;
- решение структурных проблем, накопившихся в годы форсированного роста;
- выработка стратегии и параметров посткризисного развития.

### **Минимизация последствий кризиса**

Основные стабилизационные мероприятия и предложения сконцентрированы сегодня именно вокруг первой группы стратегических вопросов – обеспечения стабильности банковской системы, достаточности капитала, ограничения роста просроченной задолженности, возможности реструктуризации банковских кредитов предприятиям и проч. Отметим, что в рамках решения задачи минимизации последствий кризиса существуют две группы вопросов – принципиальное обеспечение нормального/бесперебойного функционирования финансовой системы и содействие возобновлению роста российской экономики.

#### *А) Вопросы «выживания» – обеспечение нормального функционирования финансовой системы*

В рамках данного направления ключевыми являются задачи:

- обеспечения бесперебойного проведения расчетов между субъектами хозяйственной деятельности;
- избежания паники банковских вкладчиков;
- предотвращения дефолтов по внешней и внутренней задолженности и банкротств банков (по крайней мере с точки зрения возможной дезорганизации расчетов и нормального функционирования банковской системы).

Очевидно, что российские денежные власти в полной мере осознают важность названных вопросов и принимают достаточно оперативные меры по их решению (как в случае с подключением госкорпорации «ВЭБ – Банк развития» к решению вопросов выплат по внешней задолженности). Именно этим объясняется и срочное выделение государственных финансовых ресурсов крупнейшим банкам (правда, преимущественно с государственным участием) и корпорациям. Задачи обеспечения нормального функционирования финансовой системы определили политику «плавной девальвации рубля» (в отличие от резкой девальвации в Казахстане), расширение рефинансирования банковской системы в конце 2008 г., сохранение системы беззалогового кредитования банков.

Есть все основания ожидать, что осознание значимости решения данных задач у денежных властей сохранится, по меньшей мере, в течение 2009 г. В этой связи вероятность резкой девальвации рубля, банкротств крупных банков, ощутимых дефолтов представляется достаточно низкой. Возможно, что в случае ухудшения ситуации с «плохими долгами» правительство будет готово пожертвовать борьбой с инфляцией, снизить ставку рефинансирования и увеличить предложение денег.

#### *Б) Вопросы «поддержки» – содействие возобновлению экономического роста*

Влияние российской банковской системы на экономический рост в последние три года принципиально возросло: если в 2005 г. вклад банковского кредитования в расширение совокупного спроса составлял 20%, то в 2007 г. – уже 34%. Банковский кредит сегодня в значительной степени обеспечивает потребление, но в меньшей – капитальные инвестиции (всего на 11%). В нынешнем году поддержка внутреннего спроса (а сегодня данная задача выдвигается в качестве ключевой в правительственной антикризисной стратегии и в других предложениях) также во многом будет определяться развитием банковской системы.

Совокупные банковские активы в 2008 г. возросли на 40%, что не намного ниже показателей предшествующих лет (по 44% в 2006 и 2007 гг.). Однако основными факторами роста национальной банковской системы в прошедшем году выступили финансовая поддержка государства и девальвация рубля – без действия этих факторов объем российской банковской системы увеличился бы всего на 18% (наихудший результат за последнее десятилетие). В 2009 г. «самостоятельно» (без господдержки) совокупные активы банковского сектора могут возрасти на 11% (что меньше самых оптимистичных прогнозов инфляции в 13%). При этом кредиты предприятиям вырастут не более чем на 13%. Очевидно, что ни о каком возобновлении экономического роста в подобных условиях не может быть и речи, а с учетом увеличения просроченной задолженности можно говорить о критическом росте финансового дефицита в реальном секторе.

Возможности государственной поддержки банковской системы в текущем году будут зависеть не от размеров накопленных сбережений в соответствующих фондах (как это принято считать), а от параметров денежной программы. Парадоксальность ситуации состоит в том, что даже имеющиеся финансовые ресурсы нельзя направить на поддержку банковского сектора без угрозы финансовой дестабилизации. Поэтому возможности государства по финансированию банковской системы в нынешнем году крайне ограничены с точки зрения сохранения хотя бы умеренной инфляции (ниже 15%) и стабильности обменного курса рубля. Для этого денежное предложение (широкая денежная база) должно увеличиться в 2009 г. не более чем на 3–12%. С учетом ожидаемого сокращения международных резервов РФ на 100–110 млрд. долл. инфляционно безопасное расширение денежного предложения составляет 10% ВВП.

**Источники денежного предложения, трлн. руб.**

	2008 г.			2009 г.			
	Год в целом	Январь-август	Сентябрь-декабрь	Рост денежной базы в 3.5%		Рост денежной базы в 12%	
				Дефицит 8% (3 трлн. руб.)	Дефицит 10% (4 трлн. руб.)	Дефицит 8% (3 трлн. руб.)	Дефицит 10% (4 трлн. руб.)
<b>Изменение широкой денежной базы</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.15</b>	<b>0.22</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
В том числе за счет:							
изменения чистых международных активов	-1.36	2.70	-4.06	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
изменения чистых внутренних активов	1.43	-2.85	4.28	4.2	4.2	4.7	4.7
изменения валового кредита банкам	3.79	0.12	3.67	0.0	-0.8	0.5	-0.3
накопления банками валютных счетов в ЦБ	-0.76	0.00	-0.76	1.0	1.0	1.0	1.0
изменения чистого кредита госорганам (кредит минус остатки на счетах)	-1.49	-2.80	1.31	3.2	4.0	3.2	4.0
прочих факторов	-0.11	-0.18	0.07	0.0	0.0	0.0	0.0

Источник: Банк России, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Указанные 10% ВВП распределяются между дефицитом федерального бюджета и рефинансированием банковской системы. Текущий бюджетный план предполагает дефицит бюджета в 8% ВВП. Объем рефинансирования Банком России банковской системы не более 0.5 трлн. руб. и только при достижении максимально допустимых темпов роста денежного предложения. Это означает, что негосударственные коммерческие банки могут рассчитывать в лучшем случае на сохранение задолженности по предоставленному рефинансированию (1.4 трлн. руб. по состоянию на начало 2009 г.)

Большинство антикризисных стратегий строится на предложениях о поддержке стабильности банковской сферы и финансовых рынков и расширении кредитования и финансирования предприятий реального сектора. Уходя от дискуссии о полноте и адекватности данных предложений, основным выступает вопрос об источниках их финансирования – все они основываются на расходах федерального бюджета и увеличении рефинансирования со стороны Банка России. В этом смысле таблица, представленная выше, содержит ответы на антикризисные предложения, состоящие в следующем:

– Несмотря на значительные накопленные государственные резервы, они не могут быть потрачены в объеме, превышающем параметры денежной программы. ЦСИ разделяет мнение о том, что наблюдаемая ныне высокая инфляция обусловлена не столько действием монетарных факторов, сколько низкой конкурентной средой на товарных рынках, состоявшейся девальвацией рубля и увеличением тарифов на продукцию естественных монополий. Однако сегодня расширение денежного предложения (борьба с которым, при прочих равных, пока даже не просматривается) приведет лишь к ускорению темпов повышения цен.

– «Инфляционно безопасное» расходование накопленных государством ресурсов составляет в 2009 г. около 10% ВВП (при сохранении ориентиров по потребительской инфляции на текущий год в рамках 15%). Превышение данного уровня, несмотря на располагаемые государством ресурсы, создает, при прочих равных условиях (учитывая, что конкурентная среда создана не будет, девальвация уже состоялась, а тарифы монополий не будут принципиально пересмотрены), прямую угрозу ускорения инфляции. Указанный объем государственных ресурсов будет распределяться между финансированием дефицита федерального бюджета и рефинансированием банковской системы. Приоритет бюджета очевиден, а поддержка банковской системы, несмотря на заявления руководства денежных властей, будет осуществляться по остаточному принципу.

– Обозначенные ориентиры расходования государственных средств, в рамках представленной денежной программы, предполагают полное закрытие мировых финансовых рынков для российских заемщиков, невозможность рефинансирования внешней задолженности и сокращение международных резервов РФ в 2009 г. на 110 млрд. долл. В случае, если задолженность будет частично реструктурирована, на указанный объем сокращается возможность государства по финансированию бюджета и банковской системы.

– Столь незначительные объемы рефинансирования банковской системы позволяют прогнозировать рост совокупных активов в 2009 г. на 17%; при этом объем кредитов предприятиям возрастет на 20–21%. Учитывая, что значимая часть увеличения кредитов обеспечена переоценкой их валютной составляющей, такие параметры роста кредитного рынка определяют скорее уровень минимальной поддержки текущего объема расчетов, нежели восстановления роста промышленности.

## Структурные проблемы

Структурные диспропорции в финансовой сфере, прежде всего в российской банковской системе, накапливались в период форсированного экономического роста (в 2006–2008 гг.). Однако их идентификация и выработка подходов к их устранению (пусть даже постепенному) во всех антикризисных стратегиях полностью отсутствуют. В условиях же кризиса такие диспропорции одновременно усиливают угрозы для стабильного функционирования финансовой системы и усложняют и делают более «дорогой» борьбу с кризисом в целом.

Ключевые структурные диспропорции в российской финансовой сфере регулярно рассматриваются в обзорах ЦСИ Банка Москвы. На фоне развития финансового кризиса и отсутствия надлежащих мер по их устранению диспропорции угрожающе возрастают, особенно под воздействием проводимой ныне жесткой денежной политики. Но опасность ситуации состоит в том, что в случае смягчения денежной политики произойдет не их ликвидация, а лишь частичная консервация. И проблемы эти со всей силой проявятся уже после преодоления текущего финансового кризиса, когда критически важна будет поддержка финансовой системой реального сектора на новом этапе экономического роста. Представляется, что в подобном контексте анализ структурных диспропорций и выработка подходов к их устранению *завтра* не уступают по важности задачам минимизации кризиса *сегодня*.

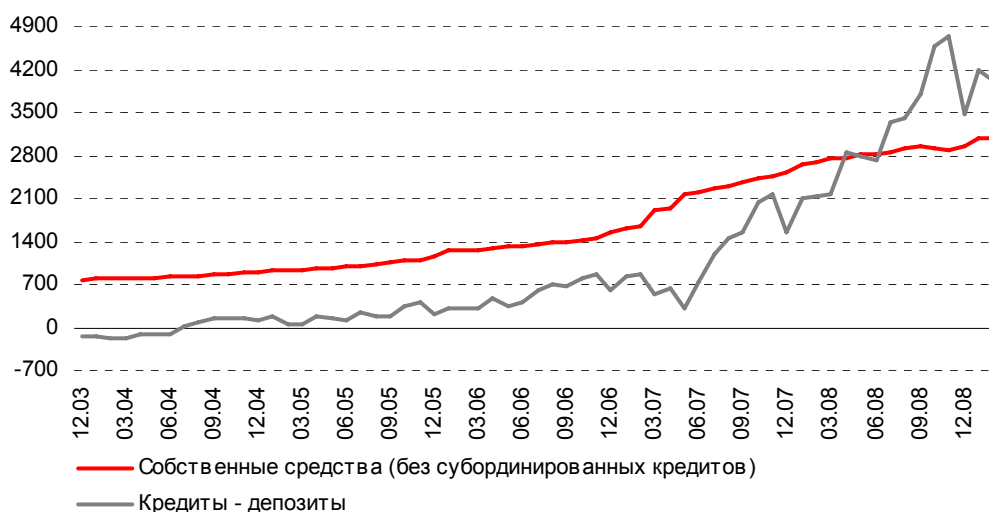
### **1. Превышение задолженности по кредитам нефинансового сектора над депозитами в банковской системе**

Впервые кредиты нефинансовому сектору превысили депозиты предприятий и населения в 2006 г. – прежде всего в результате перехода на модель роста за счет расширения внутреннего спроса. С учетом функционирования механизма Стабилизационного фонда, позволявшего стерилизовать возрастающие доходы от сырьевого экспорта, финансирование дополнительного кредитования осуществлялось за счет внешних займов. Отметим, что в середине 2008 г. разрыв

между кредитами и депозитами нефинансового сектора превысил все собственные средства банковской системы (и это без учета задолженности предприятий банковскому сектору по корпоративным облигациям, вложения банков в акции и участия в капитале предприятий). Фактически с этого момента ситуация вышла из-под контроля денежных властей и начала полностью определяться внешним по отношению к банковской системе финансированием – либо притоком иностранного капитала, либо государственным финансированием.

Размер «кредитной ямы» на начало 2009 г. составил 3.5 трлн. руб., увеличившись за прошлый год на 1.9 трлн. руб. Любые шоки – закрытие внешних рынков, отток средств вкладчиков, сокращение государственной помощи – неизбежно вызывают дестабилизацию банковской системы, включая критические колебания ликвидности, задержки платежей и банкротства кредитных организаций.

**Разность между кредитами и депозитами нефинансового сектора и объем собственных средств банковской системы**



Источник: Банк России, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Решение указанной проблемы достаточно просто в своей формулировке и крайне сложно в реализации – необходимо ликвидировать данный разрыв. Его сокращение может происходить за счет снижения темпов роста кредитования и/или роста сбережений. Прежде всего можно ожидать резкого падения темпов роста потребительского кредитования или даже уменьшения его абсолютного объема. Кроме того, названная мера приведет к восстановлению накопительной модели потребления населения, что неизбежно увеличит сбережения домашних хозяйств.

Далее, есть основания ожидать роста сбережений крупных и средних предприятий – вследствие высоких рисков в экономике, удорожания и ухудшения условий доступа к банковскому кредиту. Здесь отметим, что роль банковского кредитования в финансировании капитальных инвестиций, и без того низкая в данной группе предприятий (около 10%), станет в этом случае пренебрежимо малой величиной. Одновременно вновь возрастут взаимное кредитование предприятий и роль денежных суррогатов.

Наконец, необходимо расширить кредитование малых и средних предприятий. Положение этой группы предприятий критически зависит от доступности финансовых ресурсов; кроме того, они способны более оперативно реагировать на меняющуюся конъюнктуру и выступить источником роста, в том числе и инновационного. Более того, инвестиционные проекты у малых предприятий незначительны по срокам и объемам, что снимает остроту дефицита «длинных денег» в российской экономике.

**2. Сегментация российской банковской системы**

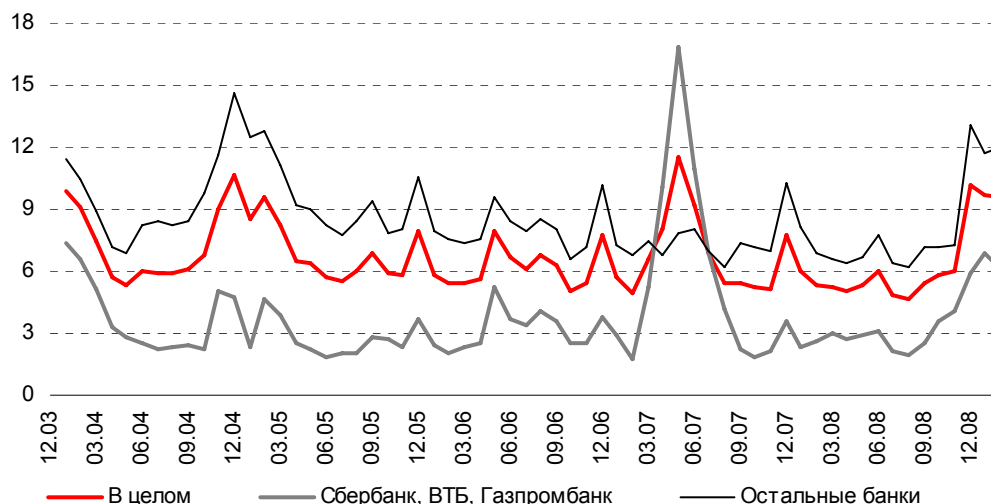
Сегментация российской банковской системы (под которой понимаются нарастающие различия между крупными банками, в основном контролируруемыми государством, иностранными банками и средними и мелкими кредитными организациями) выражается в:

- различных требованиях к уровню ликвидности (для обеспечения стабильности функционирования кредитных институтов);
- различном доступе к внешнему финансированию (по цене и объему);
- различном доступе к внутреннему финансированию;
- стоимости пассивов на внутреннем рынке;
- различной политике управления структурой активов и рисков.

В процессе реализации антикризисных мер правительство РФ воспринимало банковскую систему как единый сектор, в результате чего эффективность ее финансовой поддержки была существенно ниже ожидаемой. Выделенные государством ресурсы использовались для пополнения банковской ликвидности, увеличения иностранных активов (отчасти для выплат по внешней задолженности), но лишь в небольших объемах были предоставлены предприятиям реального сектора.

С точки зрения поддержки стабильности банковской системы важно определить «нормальный» уровень ее ликвидности. Статистический анализ данного показателя за прошедшее десятилетие показывает, что он должен находиться на уровне 5–6% активов. Однако тот же анализ показывает, что крупнейшие государственные банки имеют более низкий относительный уровень ликвидности, что определяется как их масштабами и диверсификацией бизнеса, так и степенью доверия клиентов (2–3% активов).

**Динамика ликвидных активов\* по группам российских банков, в % к активам**



\* с учетом средств в иностранной валюте, размещенных в Банке России.  
 Источник: Банк России, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Крупные частные банки (без контрольного участия нерезидентов) в среднем могут поддерживать ликвидность на уровне 5–7% от активов, средние – на уровне 8–12%, мелкие – от 10–15% и выше в зависимости от размера, рыночного окружения и

стратегии развития. При этом на средние и мелкие банки (за пределами 100 крупнейших) непосредственно перед кризисом (осенью 2008 г.) приходилось свыше трети ликвидных активов и лишь 14% совокупных активов банковского сектора. Таким образом, «избыточность» ликвидности, обусловленную этим сегментом банковской системы, можно оценить в 20% от ее совокупного объема. Российским денежным властям необходимо помнить, что при ужесточении денежной политики практически все средние и мелкие банки сталкиваются с риском нехватки ликвидности.

### **3. Эффективность взаимодействия реального сектора и банковской системы**

Банковская система начиная с 2004 г. резко увеличила привлечение внешних ресурсов: если на 01.01.2004 ее частный внешний долг составлял 80 млрд. долл., то уже на 01.01.2008 – 417 млрд. долл. (рост более чем в 5 раз). Однако российские банки не просто компенсировали нехватку ресурсов привлечением внешних ресурсов, а компенсировали ее со значительным избытком. Этот избыток традиционно проявлялся в одновременном с привлечением внешних ресурсов усилении валового оттока капитала (увеличении иностранных активов) и приросте банковских депозитов в Банке России. Отметим, что гипотеза о «пропорциональном валовому притоку росте валового оттока капитала» статистически не подтверждается (в случае ее истинности можно было бы предположить постепенное освоение внешних инвестиций). В действительности же наблюдалась достаточно «безрадостная картина», отражающая риски и структурные проблемы банковского сектора. Например, *из общего объема внешних инвестиций в 2005-2007 гг. только 15-25% направлялось в кредиты нефинансовому сектору*, остальная же часть средств была «нейтрализована» оттоком капитала и увеличением банковских средств на счетах Банка России. В целом это означает, что тех же темпов роста российской экономики можно было бы достичь за счет лишь четверти прироста внешнего долга.

Проблема трансформации банковской системой денег для реального сектора сохраняется и сегодня, когда по факту частный внешний долг замещается задолженностью государству. Вновь возникает вопрос об эффективности использования государственных средств для возобновления экономического роста. Ранее банковские кредиты использовались предприятиями реального сектора главным образом для финансирования текущей производственной деятельности. В случае же сохранения структуры кредитования (прежде всего низкой доли малых и средних предприятий) расширение банковского кредитования поддержит текущее потребление, но лишь в незначительной степени будет содействовать формированию фундамента для экономического роста в будущем.

### **Выбор направлений посткризисного развития**

Сегодня основное место в предлагаемых антикризисных стратегиях занимают мероприятия по стабилизации объемов производства и восстановлению внутреннего спроса. При этом фактически отсутствует обсуждение основных направлений экономической политики, содержанием которой являлись бы выход на иное качество роста, снижение сырьевой зависимости, увеличение конкурентоспособности российской промышленности, усиление инновационной составляющей. Единственным исключением здесь выступает декларативное сохранение приоритетов правительственной долгосрочной экономической программы (до 2020 г.). Однако ее возможная реализация будет происходить если не в принципиально новых, то, по крайней мере, в сильно изменившихся условиях, в том числе в финансовой сфере. Важно, что параметры новой финансовой системы России должны соответствовать целям и задачам долгосрочного развития страны, максимально содействовать их решению, а не выступать в качестве ограничителей экономического роста и источника рисков.



Основные направления посткризисного развития российской банковской системы должны определяться как новой финансовой и экономической средой, так и уроками ее предыдущего развития. И если новую конфигурацию российской финансовой системы сегодня «угадать» достаточно сложно, то некоторые выводы из развития национальной банковской системы в последнее десятилетие сделать можно: представляется принципиально важным осуществлять формирование среднесрочной стратегии ее развития не только исходя из мирового опыта, но и с учетом успехов и ошибок ее предыдущего развития, прежде всего на этапе форсированного роста в 2006–2007 гг.

Оценка результатов развития банковской системы в 2006–2007 гг. показывает, что ее форсированный рост сопровождался накоплением в ней структурных диспропорций, которые сами по себе представляют угрозу для возникновения кризиса. Различные внешние шоки (как позитивные – связанные с масштабным притоком внешнего капитала и ростом доходов от экспорта, так и негативные – обусловленные воздействием мирового кризиса) лишь усиливают структурный кризис: при этом повышается волатильность на финансовых рынках, усиливается неустойчивость банковской системы, возрастает стоимость антикризисных мероприятий.

Ретроспективный прогноз для периода 2006–2007 гг., сделанный ЦСИ Банка Москвы, содержит расчеты возможного развития банковской системы и национальной экономики при тех же внешних условиях, но с сохранением баланса между сбережениями и кредитами нефинансового сектора в качестве основного ориентира финансовой политики. Фактически был рассчитан сценарий, в рамках которого, на фоне крайне благоприятной внешней конъюнктуры, развитие экономики происходило бы без «перегрева» финансовой системы.

#### Основные показатели развития финансовой сферы РФ (темпы роста), в %

	Факт			Сбалансированный сценарий		Факт-сценарий	
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.	2006 г.	2007 г.
Депозиты населения	35.17	36.35	35.01	36.41	34.95	-0.05	0.05
Депозиты предприятий	37.91	44.90	52.33	37.24	37.40	7.66	14.93
Кредиты населению	90.54	75.29	57.04	60.00	50.00	15.29	7.04
Кредиты предприятиям	30.85	38.53	50.43	32.09	36.52	6.44	13.91
Рост широкой денежной базы	23.36	41.38	33.96	35.62	24.95	5.76	9.01
Рост агрегата M2	36.70	48.78	41.49	44.63	33.45	4.15	8.05
Банковские активы	36.00	43.69	44.22	34.46	34.88	9.23	9.34
Банковские активы, в % ВВП	43.32	50.26	58.84	47.03	51.49	3.23	7.34
<b>Темпы роста ВВП</b>	<b>6.4</b>	<b>7.4</b>	<b>8.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.1</b>	<b>0.7</b>	<b>2.0</b>

Источник: Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Расчеты показывают, что соблюдение баланса между кредитами и сбережениями нефинансового сектора предполагает меньший рост кредитов предприятиям в 2006 и 2007 гг. – на 32 и 37% соответственно (39 и 50% по факту). Темпы роста кредитов населению также снижаются на 10 п.п., а в целом рост банковских активов оказывается меньше на 9 п.п. В результате сокращается прирост совокупного внутреннего спроса и темп роста ВВП составил бы 6.7% в 2006 г. (7.4% по факту) и 6.1% в 2007 г. (8.1%).

Однако, несмотря на некоторое снижение темпов роста ВВП, параметры финансовой системы оказываются несравненно более сбалансированными, особенно в контексте глобального кризиса. Частный внешний долг составлял бы на начало 2008 г. 250 млрд. долл. (против 417 млрд. долл. по факту). При этом международные резервы РФ оказываются ниже зафиксированных всего на 60

млрд. долл. Важно, что данный сценарий предполагает более низкие темпы роста денежного предложения, что потенциально выступило бы в качестве значимого фактора, противодействующего инфляции (резко ускорившейся в середине 2007 г. и сохраняющейся сегодня).

Есть все основания полагать, что именно названные процентные пункты роста, «принесенные в жертву» ради большей стабильности, обеспечили бы меньшие затраты на ликвидацию кризиса и достижение более высоких темпов экономического роста.

#### Внешний долг и международные резервы РФ, млрд. долл.

	2005 г.	2006 г.	2007 г.
<b>Факт</b>			
Внешний долг	175.1	261.9	417.2
Банки	50.1	101.2	163.7
Корпорации	125.0	160.7	253.5
Международные резервы РФ	182.2	303.7	476.4
<b>Сбалансированный сценарий</b>			
Внешний долг	175.1	229.1	251.5
Банки	50.1	68.4	82.7
Корпорации	125.0	160.7	168.8
Международные резервы РФ	182.2	295.1	408.5

*Источник:* Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Очевидно, что после финансового кризиса 2008 года неизбежно встанет вопрос о дальнейшем направлении развития экономики России. Наиболее рациональным был бы выбор модели, сочетающей преимущества быстрого роста с достижением и сохранением его стабильности и устойчивости к внешним воздействиям. В идеальном случае экономический рост должен сопровождаться не структурными диспропорциями, а, напротив, улучшением структуры институциональных финансовых потоков, предполагающим способность национальной финансовой сферы содействовать поступательному развитию отечественной экономики и противодействовать внешним шокам.

## Реальный сектор

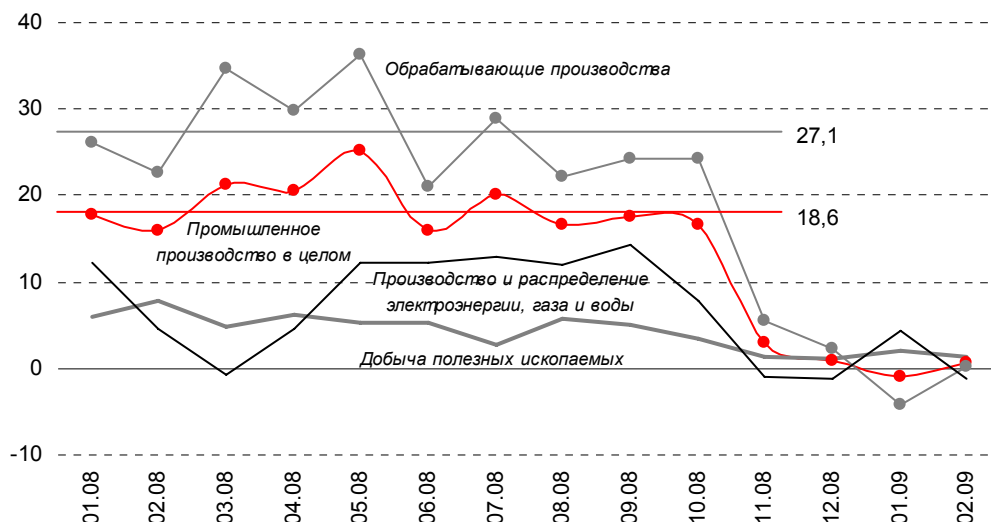
*В поисках «дна» – вопросов больше, чем ответов*

По итогам февраля 2009 г. выпуск промышленного производства снизился на 13.2% (год к году), за два первых месяца текущего года – на 14.6%. Сокращение выпуска российской промышленности фиксируется уже четвертый месяц подряд. Однако в последнее время все чаще звучит тезис о том, что минимум спада пройден, достигнуто «дно», а первоочередной задачей выступает возобновление экономического роста. В этой связи возникают вопросы о том, на каком уровне это «дно» находится и какими сравнительными ресурсами располагает российская промышленность для возобновления роста.

Оценки глубины возможного падения связаны с определением базового года. Представляется, что в качестве такой базы может быть использован 2005 год. (напомним, что именно 2005-й выступил последним годом фазы роста, характеризовавшимся сбалансированным развитием (2001–2005 гг.)). В этот период цены на нефть возрастали, находясь в коридоре 25–50 долл./барр. Отмечался рост интереса иностранных инвесторов к российским банкам, однако весьма умеренный – всего в 2001–2005 гг. чистый приток капитала в банковскую систему составил 23.5 млрд. долл., что равнялось притоку капитала за один только 2006 год. Важно отметить, что банковские сбережения нефинансового сектора превышали в этот период объем кредитов предприятиям и населению. Сбалансированное развитие сменилось в 2006 г. форсированным ростом в силу как резкого повышения цен на нефть и экспортной выручки, так и масштабных заимствований на глобальном финансовом рынке. Именно форсированный рост обусловил формирование финансовых диспропорций, последствия которых сказываются как на банковском, так и на реальном секторах российской экономики. Поэтому 2005 год выступает в определенном смысле «дошкоковым ориентиром» как период умеренных цен на нефть и незначительного притока в страну внешнего капитала.

На протяжении января–октября 2008 г. (т.е. вплоть до ноября 2008 г., когда промышленность впервые продемонстрировала сокращение выпуска в годовом выражении) объем промышленного производства стабильно превышал объемы соответствующих месяцев 2005 г. на 18.6%. При этом прирост выпуска добычи полезных ископаемых за три года составлял порядка 5%, выпуска обрабатывающих производств – более 27%.

**Прирост выпуска промышленности, в % к соответствующему периоду 2005 г.**



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Это означает, что на протяжении трех лет (вплоть до момента начала резкого торможения и после начала спада производства) российская промышленность росла темпами порядка 6% в год при ежегодном приросте выпуска обрабатывающих производств на 8.3%. Последовавшая вслед за этим резкая и болезненная «посадка» оказалась более чем убедительным подтверждением неоднократно звучавших предупреждений о нестабильности роста, базирующегося на внешних положительных шоках – высоких мировых ценах на энергоносители и притоке в страну иностранного капитала. Исчезновение последних привело к моментальному выходу промышленного производства на уровень 2005 года – момент окончания периода сбалансированного роста.

Таким образом, если расценивать уровень промышленного производства, достигнутого в последние месяцы, как «дно», то приходится констатировать, что это «дно» находится на уровне объемов выпуска 2005 года; более точно, выпуск промышленности в начале 2009 г. превышает соответствующие месячные объемы производства 2005 года менее чем на 1%.

Далее, если рассматривать объемы выпуска 2005 г. как вынужденный ориентир промышленного производства на ближайшие месяцы, то расчеты подтверждают озвученный властями тезис о том, что максимум спада пройден: действительно, если ориентироваться на обозначенный уровень, то можно ожидать, что в дальнейшем сокращение выпуска (к соответствующим месяцам 2008 г.) будет меньше, чем в январе–феврале.

Гипотеза об уровне, на котором находится «дно» снижения промышленного выпуска, позволяет оценить масштабы сокращения производства в 2009 г. в случае, если данную тенденцию не удастся переломить. Это сокращение действительно может рассматриваться как нулевой уровень – т.е. тот, улучшение которого может быть отнесено на счет успешности реализации антикризисных мер – мер по стимулированию российской экономики.

По нашим оценкам, в случае сохранения существовавших в начале года тенденций сокращение выпуска по итогам 2009 г. может составить порядка 12.4% (год к году; пока по январю–февралю снижение составило 14.6% в годовом выражении). Инерционное сокращение выпуска российской промышленности может выразиться по итогам года в снижении добычи полезных ископаемых на 2.7% к объемам 2008 г. (4.5% в январе–феврале), производства и распределения электроэнергии, газа и воды – на 5.4% (6.4% в январе–феврале).

#### Прирост выпуска промышленности в 2006–2008 гг. и оценки итогов 2009 г. в случае сохранения ее выпуска на достигнутом «дне», в %

	Прирост к соответствующему периоду предыдущего года (факт), в %				2009 г. (оценка), прирост в %	
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	Январь-февраль 2009 г.	к 2008 г.	к 2005 г.
<b>Промышленное производство в целом</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>2.1</b>	<b>-14.6</b>	<b>-12.4</b>	<b>1.0</b>
Добыча полезных ископаемых	2.5	1.9	0.2	-4.5	-2.7	1.8
Обрабатывающие производства	8.3	9.5	3.2	-21.0	-17.2	1.3
Производства потребительского спроса	8.3	5.9	1.4	-10.0	-6.2	9.2
Производства инвестиционного спроса	10.2	14.3	2.4	-33.9	-25.1	-3.4
Производства промежуточного спроса	8.8	4.2	0.6	-22.5	-15.9	-4.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4.9	-0.2	1.4	-6.4	-5.4	0.5

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Спад в обрабатывающих производствах может превысить 17%, в максимальной степени затронув динамику производств инвестиционного спроса (на четверть).

Сокращение выпуска производств промежуточного спроса может составить почти 16%, в производствах потребительского спроса – порядка 6% (год к году).

Резюмируем: с высокой вероятностью, пик спада выпуска промышленности действительно пройден; в дальнейшем сокращение производства будет менее значительным. Достигнутый в последние месяцы уровень выпуска можно рассматривать как «дно», от которого промышленность будет отталкиваться при дальнейшем росте. Это «дно» находится практически на уровне промышленного выпуска 2005 года. Консервация выпуска на уровне достигнутого «дна» вплоть до конца 2009 г. может обернуться падением промышленного выпуска на 12.4% к 2008 г., в том числе выпуска обрабатывающих производств – на 17.2% (год к году).

В сложившейся финансово-экономической ситуации (снижение доходов населения, сокращение потребительского кредитования, приостановка инвестиционных проектов и т.д.) антикризисные меры властей по стимулированию спроса остаются главным и практически единственным способом вывести отечественную промышленность на новую траекторию роста. Увеличение госзакупок, поддержка инвестиционных программ госкорпораций, стимулирование потребительского спроса дотированием покупок определенных видов продукции, выделение банковской системе кредитных ресурсов для целевого финансирования предприятий реального сектора, предоставление государственных гарантий, безусловно, будут способствовать меньшему сокращению производства. Действенность антикризисных мер властей будет выражаться в более мягком, чем в приведенных выше оценках, снижении промышленного выпуска, а их эффективность – в цене, которая за это будет заплачена.

В настоящее время можно лишь констатировать, что к началу 2009 г. промышленный выпуск упал до уровня, предшествовавшего его выходу на траекторию роста на «разогретом» спросе. В сравнении с ним в ближайшем будущем рост промышленности будет происходить в гораздо более жестких условиях; речь идет не только о глобальном характере экономического кризиса, в условиях которого будет восстанавливаться рост российской промышленности, низком уровне спроса на мировых рынках и пессимистичных прогнозах притока капитала – *проблемой являются фактически более жесткие внутренние условия*: опережающий рост издержек, низкая производительность труда, конкуренция с импортом и зависимость от него.

За четыре года (с февраля 2009 г. по февраль 2005 г.) цены на продукцию обрабатывающих производств потребительского и инвестиционного спроса выросли почти на 50%, более чем на 53% увеличились потребительские цены. При этом курс доллара к рублю вырос примерно на четверть (на 27.4% – февраль 2009 г. к февралю 2005 г., снизившись до 25.6% по итогам марта). Это означает относительно менее комфортные ценовые условия для российской готовой продукции в конкуренции с импортом.

Кроме того, произошло существенное увеличение затрат на производство. В частности, за четыре года среднемесячная начисленная заработная плата в экономике повысилась более чем в 2.3 раза, цены производителей в производстве и распределении электроэнергии, газа и горячей воды (теплоэнергия) выросли на 63%. Опережающий рост затрат означает не только относительно более низкие уровни рентабельности предприятий. Помимо этого удорожание коммунальных расходов и рабочей силы формирует изначально худшие условия для организации нового бизнеса и определяет относительно меньшую привлекательность России для иностранных инвесторов.

Напротив, результатом инвестиционной активности в предшествующие годы и несомненным *преимуществом сегодняшней российской промышленности является ряд современных производств*, организованных на базе уже существовавших мощностей или с нуля. Однако период модернизации для таких производств в лучшем случае закончился незадолго до начала мирового кризиса, в худшем – приостановлен в связи с отсутствием ресурсов. Сужение спроса, с одной

стороны, и задолженность по займам, привлеченным для модернизации, – с другой, делают эти перспективно важнейшие для экономики России предприятия исключительно уязвимыми. Устойчивость таких предприятий снижается также в связи с ослаблением рубля, поскольку современные технологии предполагают использование материалов и комплектующих, не производящихся сегодня на территории России. Высокая зависимость от импорта реально наиболее конкурентоспособных отечественных предприятий обостряет коллизию управляемой девальвации национальной валюты: удешевление рубля поддерживает традиционных российских производителей в конкуренции с импортом на внутреннем рынке, отечественных экспортеров и бюджет, но резко осложняет текущее положение и перспективы модернизированных производств.

Ослабление национальной валюты, вообще говоря, может рассматриваться как дополнительный ресурс возобновления роста промышленности – благодаря повышению рентабельности экспорта и эффекту импортозамещения. Однако рост экспорта в ближайшей перспективе будет ограничен сокращением спроса на мировых товарных рынках. С другой стороны, тема импортозамещения была практически полностью «отыграна» российской промышленностью после почти четырехкратной девальвации в 1998 г. Отечественная продукция действительно потеснила импортную на внутреннем рынке – однако это касается главным образом продукции, производство которой не предполагает использования высоких технологий. Произошедшая недавно девальвация была гораздо менее масштабной – примерно на четверть к соответствующему периоду 2005 г., или на треть к июлю 2008 г. (к доллару США).

Большая часть новой «девальвационной форы» будет переведена производителями в рост цен, минимальная часть – в увеличение выпуска и расширение доли рынка. Это будет обусловлено сужением спроса, низкой конкуренцией на российском товарном рынке, отсутствием ресурсов для модернизации производственной базы (для выпуска продукции, замещающей подорожавший импорт), а также фактической зависимостью от импортных сырья и материалов. Производства, которые потенциально могли бы воспользоваться «ценовой форой» и ускорить свой рост на замещении импорта, как правило, поддерживают высокий уровень конкурентоспособности именно благодаря более качественным импортным сырью, материалам, комплектующим, а их удорожание неизбежно вызовет подорожание готовой продукции, сведя к минимуму плюсы девальвации. В рамках сложившегося технологического уровня российской промышленности практически невозможно реализовать главную часть девальвационного ресурса – в части высокоточного, энергетического оборудования, фармацевтической продукции и т.д. Организация соответствующих производств предполагает не только значительные объемы ресурсов, но и продолжительный период реализации проектов. Таким образом, мгновенный эффект импортозамещения (в связи с девальвацией 2008–2009 гг.) можно оценить как достаточно слабый, а отложенный (связанный с инновационными процессами) – как неочевидный.

Резюмируя, отметим, что новый период роста российской промышленности объективно начнется в худших условиях, чем предыдущий. Предыдущий период роста стимулировался притоком иностранного капитала и высокими ценами на нефть. Новый (предполагаемый и ожидаемый) рост будет опираться главным образом на ресурсы, накопленные государством в предшествовавшие годы. При всех своих минусах предыдущий период роста предоставлял экономическим субъектам гораздо более ощутимые рыночные сигналы о востребованности и конкурентоспособности производимой продукции, чем это можно ожидать сегодня и в ближайшем будущем.

Вывод промышленности со «дна выпуска» мерами и методами, имеющими крайне слабую рыночную ориентацию, оставляет открытыми ряд важных вопросов: «Насколько устойчивым, продолжительным и интенсивным будет этот рост и какова его цена?»; «В течение какого времени финансовые вливания и другие методы государственного стимулирования экономики будут определяющими, на какой

период хватит аккумулированных государством ресурсов и когда можно рассчитывать на отклик российских и иностранных инвесторов?»; «Насколько стратегически рационален окажется выбранный вектор антикризисных мер и как выглядит целевая конфигурация российской промышленности и экономики в целом?»

**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	33,1	41,7	41,3	48,0	55,8
млрд. долл.	764	993	1 293	1 680	1 179	1 263	1 394
Реальный ВВП – рост в %	6,4	7,4	8,1	5,6	-3,4	2,6	2,8
Промышленность – рост в %	5,1	6,3	6,3	2,1	-9,0	1,0	3,0
Розничная торговля – рост в %	12,8	13,9	15,2	13,5	-4,0	2,0	4,0
Инвестиции – рост в %	10,9	13,7	21,1	9,8	-12,0	2,0	4,0
Экспорт – реал. рост в %	6,5	7,3	6,4	11,8	-6,8	5,5	3,8
Импорт – реал. рост в %	16,6	21,3	26,6	23,3	-32,6	4,3	7,4
<b>Денежные агрегаты</b>							
M0 (декабрь к декабрю), %	30,9	38,6	32,9	2,5	4,9	13,8	15,4
M2 (декабрь к декабрю), %	38,5	48,8	47,5	1,4	4,6	11,7	12,4
M2X (декабрь к декабрю), %	36,3	40,6	44,2	14,3	10,8	15,5	15,5
Активы банковской системы, % ВВП	44,8	51,9	60,8	67,3	79,5	83,1	88,4
<b>Инфляция</b>							
Прирост потребительских цен (дек. к дек.), %	10,9	9,0	11,9	13,3	15,5	11,0	10,0
Прирост потребительских цен (среднегодовой), %	12,5	9,8	9,1	14,1	14,0	13,0	10,5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8,3	7,8	11,0	13,7	16,0	11,0	10,0
<b>Бюджет</b>							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,7	23,3	23,5	22,2	16,2	15,5	15,4
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16,3	15,9	18,1	18,1	23,5	19,5	18,4
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7,5	7,4	5,4	4,1	-7,3	-4,0	-3,0
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43,0	89,2	156,5	137,0	44,4	30,6	34,2
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				74,3	57,4	43,6	31,1
<b>Платежный баланс</b>							
Экспорт товаров, млрд. долл.	244	304	354	470	290	320	340
Импорт товаров, млрд. долл.	125	164	223	290	200	210	240
Счет текущих операций, % ВВП	11,0	9,5	5,9	6,1	2,7	2,9	2,2
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	2,0	41,9	82,8	-133	-113	0	20
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	479	427	321	348	392
<b>Государственный долг</b>							
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
<b>Валютный курс</b>							
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	35,0	38,0	40,0
<b>Экзогенные параметры</b>							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	50,4	60,9	69,6	94,4	48,0	50,0	53,0
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1,24	1,26	1,37	1,47	1,29	1,25	1,22

Источник: Росстат, Банк России, Минфин, оценки ЦСИ 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 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.