

L или V – риски и ожидания

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Ситуация в мировой экономике если не улучшается, то стабилизируется. Эксперты отмечают не только стабилизацию снизившихся объемов выпуска промышленности, но и рост различных индексов, базирующихся на данных опросов бизнеса об ожиданиях и уверенности. Постепенно решаются проблемы с крупными корпорациями и банками, столкнувшимися с трудностями. Отмечается повышение цен на нефть и металлы, возрастает объем грузоперевозок, что также указывает на восстановление глобального спроса. Несмотря на различные оценки, выход из мировой рецессии ожидается в конце текущего либо в следующем году. Будет ли восстановление поступательным (сопровождаясь резким оздоровлением банковской системы и финансовых рынков) либо данный процесс растянется на несколько лет – сегодня нет однозначного ответа на этот вопрос.

Россия сегодня уже заметно встроена в мировую экономику и в значительной степени зависит как от спроса на сырье в физических объемах со стороны глобального рынка, так и от цен на данные товары. Именно мировая экономика и определит траекторию выхода России из кризиса. Основные сценарии будут характеризоваться либо постепенным восстановлением (L-траектория), либо достаточно резким ростом (V-траектория), оперативно возвращающим отечественную экономику на предшествующий пятилетний тренд развития. Постепенное восстановление ожидается Министерством экономического развития РФ, чьи осторожные прогнозы относительно динамики экономики России указывают на изменение реального ВВП в 2010 г. на +0.5%. На столь же консервативный сценарий ориентируется и Министерство финансов РФ в разработке проекта бюджета на следующий год.

В ожиданиях быстрого восстановления, разделяемых рядом экспертов, также есть определенная логика: экономика России не испытывает ограничений по факторам производства (трудовым ресурсам и располагаемым мощностям), позволяющим оперативно вернуться на докризисный уровень, а совокупный спрос может достаточно быстро восстановиться. Дополнительным аргументом здесь выступает ценовое ралли на финансовых рынках одновременно с ростом курса рубля к мировым валютам.

Что важнее для России сегодня – повышение цен на сырье или увеличение спроса на экспортную продукцию в физических объемах? Во многом ответ на вопрос о траектории восстановления национальной экономики будет определяться степенью зависимости России от мирового спроса, мировых цен и внутренних проблем. Восстановление мирового спроса обеспечит увеличение объемов экспорта сырья в физических объемах, что, по цепочке, придаст импульс росту производств промежуточного спроса. Мировые цены на сырье (которые уже находятся на привлекательных еще недавно уровнях) обеспечат нормализацию ситуации со спросом, улучшение структуры платежного баланса и бюджета. Собственно говоря, на текущих ценовых уровнях российская экономика успешно росла в 2003–2005 гг. Однако есть опасения, что сырьевые доходы будут вновь компенсированы ростом импорта.

Внутренние проблемы не могут быть решены с помощью внешних факторов – благоприятная конъюнктура лишь откладывает их решение. Реализация политики постепенного восстановления благоприятного состояния экономики одновременно с улучшением качества ее роста представляется более привлекательной. Данный сценарий выглядит более правдоподобным – и с учетом состояния банковской системы, и с учетом задолженности предприятий и населения по банковским кредитам. И, наконец, форма «кривой» восстановления будет в существенной степени зависеть от финансовой политики – насколько она сможет стимулировать (производство) и одновременно с этим стабилизировать (повышение цен и обменный курс).

СОДЕРЖАНИЕ

Экономическая политика

Денежная политика

Реальный 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



Экономическая политика

L-стимулирование V-падающего совокупного спроса

Последние оценки результатов хозяйственной деятельности выглядят удручающе даже на фоне глобального экономического кризиса: по итогам первого квартала текущего года национальный ВВП сократился на 9.5%, выпуск промышленности – на 14.3%, инвестиции в основной капитал – на 15.6%. В апреле показатели промышленного производства и инвестиционной активности продолжили снижаться – спад здесь составил 16.9 и 16.2% соответственно. Далее, официальные оценки результатов экономической деятельности в нынешнем году последовательно снижаются: если в первом квартале 2009 г. оценки падения ВВП составляли 2.2% (с учетом действия стабилизационных мероприятий правительства), то сейчас, похоже, последние не просматриваются и руководители экономического блока правительства уже говорят о 6–8%-ном спаде.

Потенциально российская экономика, располагая свободными трудовыми ресурсами и незагруженными мощностями, готова к возобновлению роста. Подобный потенциал может быть реализован при восстановлении спроса – как внешнего, так и внутреннего. Согласно большинству прогнозов восстановление мировой экономики начнется не ранее 2010 г.; при этом восстановление спроса будет постепенным (в виде L-кривой). Для российской экономики это означает *медленное восстановление группы производств промежуточного потребления*.

Несмотря на снижение процентных ставок в экономически развитых странах, масштабного притока иностранных инвестиций в Россию не отмечается и не ожидается в краткосрочной перспективе – скорее здесь приводятся некоторые оптимистичные оценки, связанные с перспективами реструктуризации внешней задолженности российских корпораций и банков. Тем не менее отток капитала, вызванный обслуживанием частного долга, составит в текущем году 60–100 млрд. долл.; указанная цифра напрямую характеризует «вычет» из спроса на инвестиции. Кроме того, финансовые результаты деятельности российских предприятий по итогам первого квартала 2009 г. оказались втрое хуже прошлогодних (366.5 млрд. руб., или 29% от сальдированного финансового результата первого квартала 2008 г.). На протяжении первых двух кварталов 2009 г. остаются убыточными обрабатывающие производства. Это означает, что и собственные ресурсы для инвестиций российских предприятий крайне ограничены. В итоге инвестиционная активность в ближайший год не будет поддержана иностранным капиталом, равно как и собственными ресурсами российских предприятий: фактически производства инвестиционных товаров обречены если не на продолжение спада, то на весьма длительное пребывание на достигнутом «дне».

В условиях глобального экономического кризиса надежды на замедление спада российской экономики связаны с расширением внутреннего спроса. Однако эффект его прямого государственного стимулирования посредством опережающего (по отношению к доходам) увеличения бюджетных расходов или ожидания данной тенденции в связи с улучшением мировой конъюнктуры цен на российский экспорт не стоит переоценивать: на негативном макроэкономическом фоне (общая идентификация которого определяется как «кризис») и при низком уровне конкурентной среды (в результате чего происходят повышение цен и падение предложения) основным результатом стимулирования спроса будет реализация инфляционных и девальвационных ожиданий. Более того, расширение совокупного спроса за счет бюджетных расходов будет незначительным в силу ограничений со стороны денежной программы (угрозы ускорения инфляции и девальвации) и соответствовать лишь L-кривой.

Далее, вклад банковского кредитования в расширение потребительского спроса будет минимальным. Значительные объемы потребительских кредитов, выданных до начала финансово-экономического кризиса, и рост просроченной задолженности

по ним из-за резкого ухудшения ситуации на рынке труда (падение реальной зарплаты, рост безработицы, в том числе скрытой) будут ограничивать наращивание банковского кредитования населения.

Таким образом, несмотря на субъективно существующие возможности роста российской экономики, объективные причины для возобновления данного процесса отсутствуют. Даже в случае снижения рисков инвестирования в Россию и усиления ожиданий улучшения глобальной конъюнктуры действие всех перечисленных факторов приведет лишь к незначительным темпам роста национальной экономики в 2010 г. V-образный рост будет лишь рабочим сценарием для экспертов, тогда как L-образное восстановление – реальным направлением – но при условии, что не случится новой волны кризиса. Тогда развитие российской экономики может осуществляться в рамках новых кризисных факторов и ориентироваться на сценарии выживания, но не роста.

Денежная политика

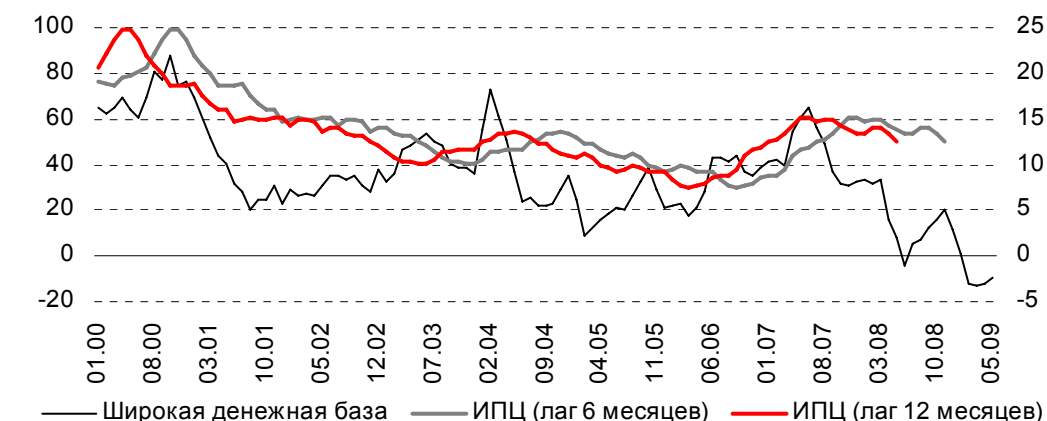
Запоздалое смягчение

В качестве основных целей денежной политики Банк России традиционно декларирует задачи снижения инфляции и стабильности курса рубля. Именно эти цели обусловили выбор направления денежной политики в пользу высоких процентных ставок. Будучи основным кредитором банковской системы, в начале текущего года Банк России установил высокую планку стоимости денег на уровне 11–15% годовых (от минимальных ставок по однодневным операциям РЕПО до стоимости беззалоговых кредитов на 3–6 месяцев); при этом конечная стоимость предоставляемых ресурсов определялась на аукционной основе. Средневзвешенная процентная ставка по результатам аукционов по предоставлению беззалоговых кредитов превышала в феврале-марте 2009 г. 18% годовых. Сложившийся уровень процентных ставок предполагал стоимость банковских кредитов для реального сектора в диапазоне 20–27% годовых. Учитывая отрицательную рентабельность промышленности в начале года с постепенным ее выходом на +2–4% ко второму кварталу, параметры денежной политики были абсолютно рестриктивными. Однако всяческое лоббирование снижения ставки рефинансирования (или стоимости государственных ресурсов) с целью удешевления банковских кредитов для предприятий наталкивалось на позицию руководства ЦБ РФ, связанную с необходимостью снижения инфляции и стабилизацией курса рубля.

Курс рубля по отношению к основным мировым валютам весной текущего года не только стабилизировался, но и существенно вырос: в мае среднемесячный курс рубля к доллару США повысился на 11.5% относительно февраля и на 4.8% – относительно евро. Девальвационная составляющая инфляции в настоящий момент практически полностью реализована: был пройден цикл «распродажа импортных товаров → покупка новых по новому курсу → распродажа имеющихся запасов → покупка новых по более низкому курсу». Возможно, некоторое действие оказывают «остаточные явления», связанные с ожиданием девальвации рубля осенью текущего года, но падение потребительского спроса практически полностью нивелирует действие данного эффекта.

Денежное предложение в первой половине 2009 г. никак не соответствовало задачам антикризисной поддержки сжавшегося спроса и было крайне рестриктивным. При условии значимого воздействия на темпы роста цен предложения денег эконометрический анализ позволил бы ожидать дефляции, однако пока уровень последней достаточно стабилен, что свидетельствует о большем воздействии на процесс повышения цен других факторов.

Темпы роста предложения денег (широкой денежной базы, левая шкала), темпы роста потребительских цен (с лагом в 6 и 12 месяцев, правая шкала), в % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: ЦБР, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Денежные власти ожидают в ближайшие месяцы снижения темпов инфляции. Более того, говоря об инфляционном результате в нынешнем году (текущий ориентир составляет 13.5%), ожидается дефляция летом, а итоговый результат может быть снижен до 12%. Представляется, что регулирующие органы попали в «ловушку ложных ожиданий» – создавая все монетарные условия для снижения темпов роста цен (ограниченное предложение денег и стабильный курс рубля). Однако уровень инфляции не снизится (или снизится незначительно) в силу действия прочих факторов (сегодня более весомых – низкого уровня конкурентной среды, удорожания продукции естественных монополий и др.). Одновременно данные параметры денежной политики будут оказывать негативное воздействие на состояние деловой активности и конкурентоспособности российских производителей.

Банк России *формально* откликнулся на «лоббистские призывы» и последовательно снизил ставку рефинансирования – до 11.5% годовых. И если ранее (в 2000–2008 гг.) это было бы реально малозначимым событием, то сегодня это просто *запоздалое решение*.

До второго полугодия 2008 г. стоимость рефинансирования, предоставляемого Банком России, имела очень ограниченное влияние на уровень процентных ставок в экономике, так как значимость этих операций для функционирования финансовой системы была невелика. В конце 2008 – начале 2009 г. ситуация коренным образом изменилась: исход дискуссии об уровне ставки рефинансирования имел уже первостепенное значение для всей экономики, поскольку в четвертом квартале 2008 г. рефинансирование стало практически единственным источником ресурсов для банков и по итогам года доля кредитов Банка России в совокупных пассивах российской банковской системы возросла с 0.2 до 12% совокупных пассивов. С учетом того, что прочие привлеченные средства либо сокращались, либо стагнировали, решение о снижении ставки рефинансирования тогда было принципиально важно.

Время прошло, и вместе со стабилизацией курса рубля изменились и стратегии привлечения финансовых ресурсов банковской системой: с одной стороны, спрос на кредитные ресурсы со стороны предприятий возрастал; с другой стороны, финансирование со стороны Банка России было ограниченным и дорогим. Все вместе и определило реализацию крайне агрессивных стратегий: крупнейшие банки резко повысили процентные ставки по рублевым депозитам населения и предприятий, снизив при этом ставки по валютным депозитам – сегодня все крупнейшие банки предлагают 14–15% по годовым депозитам в рублях физическим лицам и предприятиям. Фактически данный уровень определяет стоимость банковских пассивов, поскольку депозиты нефинансового сектора составляют более 50% всех привлеченных средств. Объем же рефинансирования в текущем году будет стабильным – возможно, даже сократится. И сейчас снижение ставки рефинансирования может оказать только ограниченное воздействие на удешевление кредитов реальному сектору. Объем задолженности банков перед Банком России снижается с февраля.

Дополнительные риски для банковского сектора несет в себе уменьшение процентной маржи между депозитами населения – единственным стабильно растущим в последние месяцы источником ресурсов и кредитами предприятиям – основным стабильно нарастающим направлением размещения банковских активов. Так, с января по апрель средневзвешенная ставка по срочным рублевым депозитам возросла на 1 п.п., а по кредитам предприятиям, наоборот, снизилась на 1.5 п.п., что привело к уменьшению процентной маржи с 5.9 до 3.4 п.п. Это означает потенциальное сокращение доходов банков в перспективе ближайших месяцев и, соответственно, сжатие внутренних источников повышения капитализации и падение устойчивости к усиливающимся кредитным рискам.

Отдельно отметим, что повышение процентных ставок содействует сокращению объема «кредитной ямы» (разрыва между кредитами и депозитами нефинансового

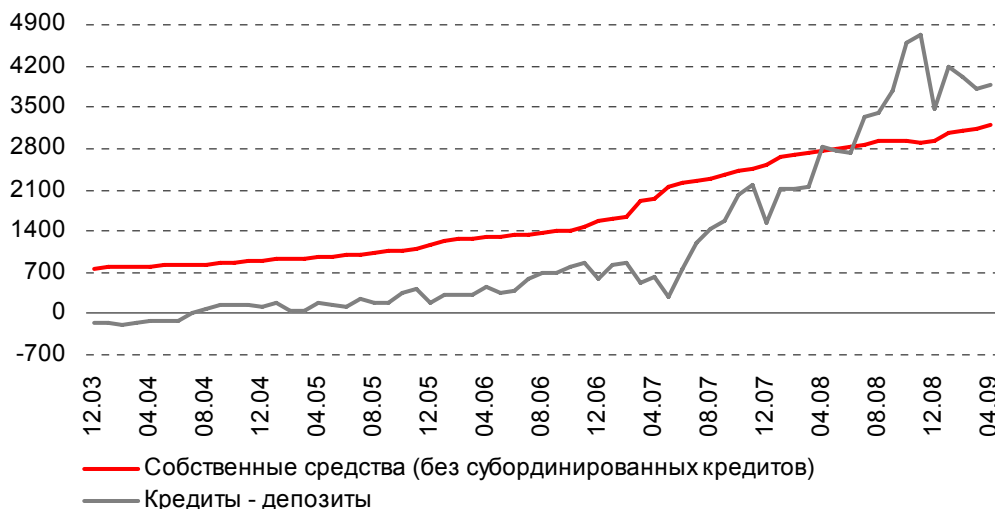
сектора): при ее росте в январе текущего года на 700 млрд. руб. в феврале-апреле указанный разрыв снизился на 300 млрд. руб.

Достаточно стабильная динамика агрегированного показателя складывалась из противоположных тенденций в корпоративном и розничном сегментах. Рост кредитов корпоративным заемщикам сопровождался сжатием остатков на счетах и депозитах предприятий и организаций, преимущественно за счет расчетных счетов: за январь-апрель разрыв между кредитами и депозитами корпоративному сектору вырос более чем на 1 трлн. руб.

Население, наоборот, выступало чистым кредитором банковского сектора. Сокращение задолженности физических лиц по кредитам происходило на фоне возобновления притока средств вкладчиков на банковские депозиты. Соответственно, за те же первые четыре месяца года превышение объема вкладов физических лиц в банках над объемом портфеля розничных кредитов выросло на 600 млрд. руб., а отношение банковских кредитов к депозитам для сектора домашних хозяйств снизилось с 72 до 64%.

Однако для банков такая ситуация ведет к уменьшению потенциальной возможной прибыли, поскольку более дорогие активы (кредиты населению) заменяются на более дешевые (кредиты предприятиям), а более дешевые пассивы (счета предприятий и организаций) – на более дорогие (депозиты населения). Это, помимо уменьшения процентной маржи, дополнительный фактор сокращения внутренних источников капитализации.

Разность между кредитами и депозитами нефинансового сектора и объем собственных средств банковской системы, млрд. руб.



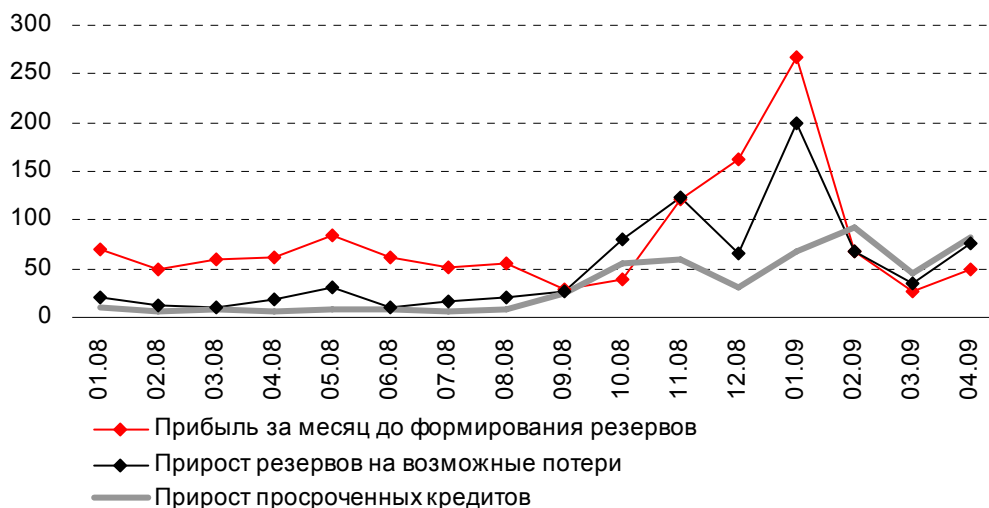
Источник: Банк Рос сии, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Кроме того, положение усугубляется отложенной проблемой «плохих» долгов: большинство действий властей в области решения проблемы последних являются временными и по сути лишь откладывающими «реализацию» рисков на следующий календарный год. Так, послабления в классификации ссуд и начисления резервов на возможные потери действуют до конца 2009 г., а программа по реструктуризации ипотечных кредитов, осуществляемая АРИЖК, также имеет срок действия в один год.

Между тем реальная глубина проблемы «плохих» долгов до сих пор не может быть адекватно оценена ни банковским сообществом, ни, тем более, органами денежного регулирования. О том, что текущие показатели качества ссудной задолженности (зафиксированные в отчетности объем просроченной задолженности и величина резервов на возможные потери) далеки от реальности,

можно судить по соотношению их динамики и динамики объема банковской прибыли – фактически банки отражают в отчетности только такую величину «плохих» ссуд, которая значительно не ухудшает показатели их финансовой эффективности. В течение последних нескольких месяцев прирост просроченной задолженности по кредитам и увеличение объема резервов на возможные потери достаточно сильно статистически связаны с объемом прибыли банков до формирования резервов.

Динамика прибыли и параметров качества активов (прироста резервов на возможные потери и прироста просроченной задолженности по кредитам нефинансовому сектору), млрд. руб.



Источник: Банк Рос сии, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Таким образом, фактически политика «дорогих» денег сохранится в ближайшие 12 месяцев; при этом остаются нерешенными ключевые для банковского сектора проблемы – источники капитализации и качество кредитного портфеля. При благоприятном развитии событий уровень процентных ставок будет снижаться (с падением уровня инфляции), однако процесс будет постепенным (L-образным). Потенциальный экономический рост не может быть поддержан форсированным расширением кредитной активности именно в силу высокого уровня стоимости кредитов, определяемого как высокой стоимостью пассивов, так и значительными кредитными рисками.

Реальный сектор

Выпуск российской промышленности в апреле 2009 г. сократился в годовом выражении на 16.9%. Формально = после умеренного 13.5%-ного падения промышленного производства (февраль-март) в этом месяце возобновилось углубление спада.

Главным направлением ухудшения динамики промышленности были обрабатывающие производства: в апреле падение их выпуска (25.1% – год к году) оказалось максимальным за полгода наблюдаемого сокращения российского промышленного производства. При этом в добыче полезных ископаемых и производстве и распределении электроэнергии, газа и горячей воды в апреле были зафиксированы темпы падения предыдущего месяца (1.8 и 2.6% соответственно).

В части обрабатывающих производств по итогам апреля можно констатировать следующее. В большинстве производств *потребительского спроса* в этом месяце наблюдалось сокращение спада выпуска – в первую очередь это касается текстильного и швейного производств, производства кожи, изделий из кожи и обуви, целлюлозно-бумажного производства; издательской и полиграфической деятельности: в них апрельские данные заметно улучшили провальные результаты начала года. Кроме того, не ухудшилась динамика производства пищевых продуктов: в марте-апреле сокращение выпуска составило здесь порядка 2.5% в годовом выражении. Резкое ухудшение отмечено только в прочих производствах, специализирующихся на выпуске мебели, спортивного инвентаря и других товарах народного потребления. Именно с сокращением выпуска этой продукции связано формальное ухудшение динамики производств потребительского спроса в целом в апреле 2009 г.

Динамика обрабатывающих производств потребительского спроса и импорта в 2009 г., в % к соответствующему периоду предыдущего года

	Март	Апрель	Январь-апрель
Выпуск обрабатывающих производств	-20.5	-25.1	-22.0
<i>Производства потребительского спроса</i>	-8.8	-11.0	-9.4
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	-2.5	-2.6	-3.1
Текстильное и швейное производство	-19.3	-17.6	-20.2
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-9.6	-4.2	-13.6
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	-15.2	-12.7	-16.6
Прочие производства	-20.4	-30.2	-23.3
Оборот розничной торговли	-4.0	-5.3	-2.2
Стоимость импорта	Первый квартал 2009 г.		
Продукты питания, имеющие отечественные аналоги – мясо, изделия и консервы из мяса, птица, рыба, молоко, сливки, масло сливочное, масло подсолнечное, напитки алкогольные и безалкогольные, зерновые культуры		-29.5	
Ткани, одежда, обувь		-1.8	
Мебель		-18.5	

Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ Банка Москвы.

Можно констатировать, что в условиях продолжающегося сокращения потребительского спроса и оборота розничной торговли большинству отечественных производств потребительского спроса удалось приостановить падение выпуска. Значимым фактором, влиявшим на динамику производств потребительского спроса, была девальвация рубля. Однако даже в части этого сегмента промышленности, ориентированного преимущественно на внутренний

рынок, нельзя однозначно оценить его влияние как сугубо положительное или негативное. Так, девальвация поддержала производство отечественных пищевых продуктов: импорт продуктов питания, имеющих российские аналоги, сократился в первом квартале 2009 г. почти на 30%, а выпуск отечественной продукции – примерно на 3%. Однако применительно к тканям, одежде, обуви, мебели ситуация противоположная: при сокращении импорта мебели на 18.5% ее производство упало более чем на 27%; аналогично, при сокращении импорта на 1.8% выпуск текстильного и швейного производства, производства кожи и обуви упал на 19%.

Таким образом, в части непродовольственных товаров девальвация не имела положительного эффекта – отечественная продукция, которая способна конкурировать с импортом по потребительским качествам, технологически зависит от импорта материалов и комплектующих и поэтому при девальвации смещается в новую ценовую нишу вместе с импортными аналогами. В части продовольственных товаров девальвация действительно определила минимальное (в сравнении с падением промышленности в целом) сокращение выпуска. Однако для всех производств потребительского спроса девальвация не смогла определить, и уже не определит (в силу начавшегося в марте укрепления национальной валюты) рост выпуска.

С высокой вероятностью можно констатировать, что для большинства производств потребительского спроса пик спада пройден, а в ближайшей перспективе их динамические показатели будут как минимум не хуже января-апреля текущего года. При этом шансы выйти по итогам 2009 г. на прошлогодние объемы выпуска имеет только производство пищевых продуктов. Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви может продемонстрировать однозначные темпы сокращения выпуска. Падение выпуска остальных производств потребительского спроса будет выражаться двузначными числами.

Углубление спада в *производствах инвестиционного спроса* в апреле выразилось в заметном ускорении сокращения выпуска: -39.5% после -34.3% в марте (год к году).

Глубина апрельского провала определяется главным образом резким ухудшением динамики производства машин и оборудования (-51.7% в апреле после -31.4% в марте – год к году). Поэтому непродуктивно драматизировать масштаб углубления спада производств инвестиционного спроса в апреле: он в значительной степени определялся длинным производственным циклом большинства видов машин и оборудования и спецификой бухгалтерского учета и будет скорректирован уже в ближайшие месяцы. Гораздо важнее *фронтальный характер углубления спада*: ускоряющееся сокращение выпуска отмечено во всех производствах инвестиционного спроса. В производствах транспортных средств и электрооборудования спад выпуска в апреле оказался сильнее мартовского на 0.4–0.7 п.п., в производстве строительных материалов – на 3.2 п.п.

Динамика обрабатывающих производств инвестиционного спроса и импорта в 2009 г., в % соответствующему периоду предыдущего года

	Март	Апрель	Январь-апрель
Обрабатывающие производства	-20.5	-25.1	-22.0
<i>Производства инвестиционного спроса</i>	-34.3	-39.5	-36.3
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	-29.4	-32.6	-32.3
Производство машин и оборудования	-31.4	-51.7	-34.3
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-37.9	-38.3	-42.0
Производство транспортных средств и оборудования	-36.7	-37.4	-36.4
в том числе автомобили легковые	-52.5	-55.9	-60.9
автомобили грузовые	-69.6	-68.1	-73.3
Инвестиции в основной капитал	-15.4	-16.2	-15.8
Стоимость импорта	Первый квартал 2009 г.		
Машины и оборудование	-48.7		
Автомобили легковые и грузовые	-66.8		

Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ банка Москвы.

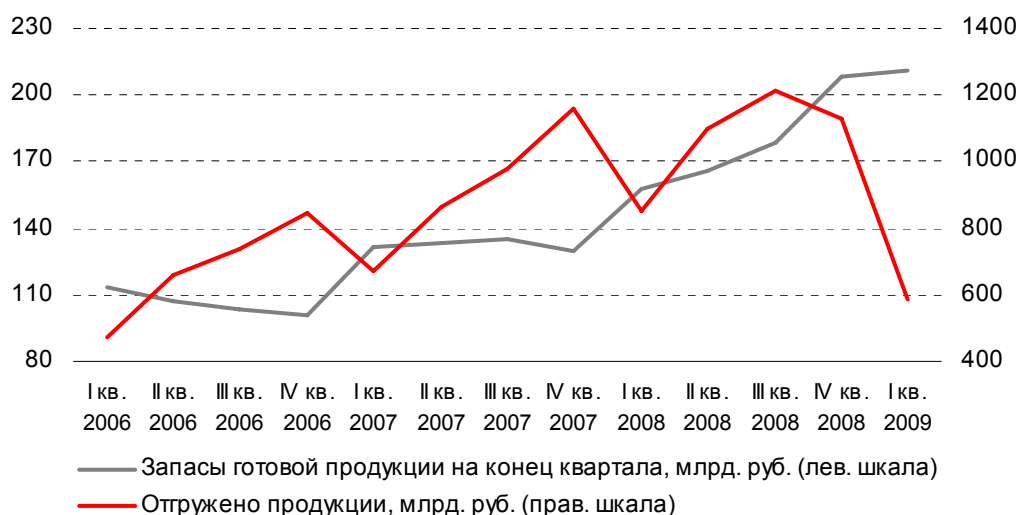
Прогрессирующее сокращение выпуска производств инвестиционного спроса определяется углублением спада инвестиционной активности (инвестиции в основной капитал сократились в апреле на 16.2% после 15.4% в марте – год к году). При этом снижение спроса на оборудование, транспортные средства и строительные материалы происходит не только в части отечественной продукции – при сокращении выпуска продукции инвестиционного спроса соответствующий импорт снижался сопоставимыми темпами. Так, импорт автомобилей в первом квартале 2008 г. сократился на 66.8% в годовом выражении (производство автомобилей в январе-апреле составило 65%), импорт машин и оборудования – на 48.7% (выпуск аналогичного российского оборудования в январе-апреле – на 38%). Это подтверждает приемлемый уровень конкурентоспособности российского машиностроительного комплекса – его продукция достаточно успешно конкурирует с импортными аналогами. При этом зависимость от иностранных материалов и комплектующих нивелирует преимущества девальвационного эффекта; *единственным условием прекращения падения выпуска и возобновления роста является восстановление инвестиционной активности российских предприятий и населения.*

Помимо продолжающейся инвестиционной паузы в настоящее время важным фактором прогрессирующего сокращения выпуска производств инвестиционного спроса является проблема затоваривания складов. Стоимость запасов готовой продукции не снижается, несмотря на уменьшение выпуска. Так, по итогам четвертого квартала 2008 г. стоимость запасов готовой продукции инвестиционного спроса составляла 209 млрд. руб., на 1 апреля 2009 г. – 211 млрд. руб. Даже с поправкой на сезонный характер сокращения отгрузки и формирования запасов готовой продукции можно констатировать, что по итогам первого квартала 2009 г. не решена проблема избыточных товарных запасов, накопившихся с сентября 2008 г.

Увеличение запасов готовой продукции, необъяснимое сезонными факторами или динамикой цен производителей, происходило на протяжении пяти кварталов. Сначала (в первом полугодии 2008 г.) увеличение товарных запасов было следствием исключительно оптимистичных ожиданий производителей в период роста российской экономики на «перегреве» и высокой инвестиционной активности. Оправданность стратегии опережающего наращивания выпуска в этот период подтверждала и динамика отгрузки – стоимость отгруженной продукции инвестиционного спроса интенсивно увеличивалась (с коррекцией на сезонность).

В третьем квартале 2008 г. рост отгрузки замедлился, а в четвертом квартале 2008 г. – первом квартале 2009 г. ее стоимость начала сокращаться, что не повлияло на динамику товарных запасов: запасы готовой продукции продолжали расти. Падение инвестиционного спроса и инерция выпуска соответствующих производств на протяжении трех кварталов привели к формированию больших – и несокращающихся – объемов накопленных товарных запасов.

Стоимость запасов готовой и отгруженной продукции производств инвестиционного спроса



Источник: Росстат, ЦСИ Бвнка Москвы.

Падение выпуска и отгрузки при неснижении товарных запасов свидетельствует о том, что вплоть до апреля 2009 г., несмотря на значительное сокращение выпуска производств инвестиционного спроса, не произошло его полной адаптации под ситуацию снижения спроса и наличия значительных товарных запасов. *Поэтому на ближайшие месяцы реальной перспективой для производств инвестиционного спроса является сохранение негативных «адаптационных» тенденций.* По нашим оценкам, по итогам мая-июля 2009 г. можно ожидать падения выпуска более чем на 32%, при этом максимальные провалы в динамике ожидаются в мае и июле (вплоть до 40% в годовом выражении).

Фактически из двух необходимых условий восстановления роста производств инвестиционного спроса – появления незагруженных мощностей и падения товарных запасов – в настоящее время налицо только первый. В подобной ситуации потенциальное оживление инвестиционного спроса не приведет к росту выпуска: маловероятно, что в создавшихся непростых финансовых условиях производители в массовом порядке будут стремиться быстро избавиться от товарных запасов, снижая цены, для целей наращивания производства.

С высокой вероятностью можно утверждать, что для производств инвестиционного спроса то «дно», от которого они будут отталкиваться при оживлении инвестиционной активности, еще не достигнуто: периоду стагнации выпуска будет предшествовать завершающий этап адаптации под резко сократившийся спрос (период завершающей коррекции товарных запасов). В дальнейшем их выпуск будет напрямую определяться динамикой инвестиций. По нашим оценкам, в случае сохранения существующих тенденций (продолжения инвестиционной паузы в достигнутых масштабах) падение выпуска производств инвестиционного спроса может превысить по итогам года 30%.

В обрабатывающих производствах *промежуточного спроса* в апреле сокращение выпуска в годовом выражении составило 20.8%. Углубление спада по отношению к динамике марта (-17.9% к марту 2008 г.) было обусловлено заметным усилением

спада выпуска в обработке древесины и производстве изделий из дерева, а также в производстве резиновых и пластмассовых изделий (ускорение сокращения выпуска на 2.8 и 9.1 п.п. соответственно). В несколько меньшей степени углубление спада затронуло металлургическое и химическое производство (на 0.7 и 1.5 п.п. в сравнении с динамикой марта соответственно). Уменьшение спада в апреле наблюдалось в производстве кокса и нефтепродуктов.

Динамика выпуска обрабатывающих производств промежуточного спроса в 2009 г., в % к соответствующему периоду предыдущего года

	Март	Апрель	Январь-апрель
Обрабатывающие производства	-20.5	-25.1	-22.0
<i>Производства промежуточного спроса</i>	<i>-17.9</i>	<i>-20.8</i>	<i>-19.9</i>
Обработка древесины и производство изделий из дерева	-25.4	-28.2	-28.9
Производство кокса, нефтепродуктов	-1.8	-0.8	-2.9
Химическое производство	-13.5	-15.0	-20.5
Производство резиновых и пластмассовых изделий	-11.6	-20.7	-18.5
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	-25.2	-25.9	-27.4
Стоимость экспорта	Первый квартал 2009 г.		
Металлы		-44.5	
Удобрения, аммиак, метанол, каучук		-38.1	
Лесопиломатериалы, фанера, целлюлоза		-46.4	
Нефтепродукты		-47.9	

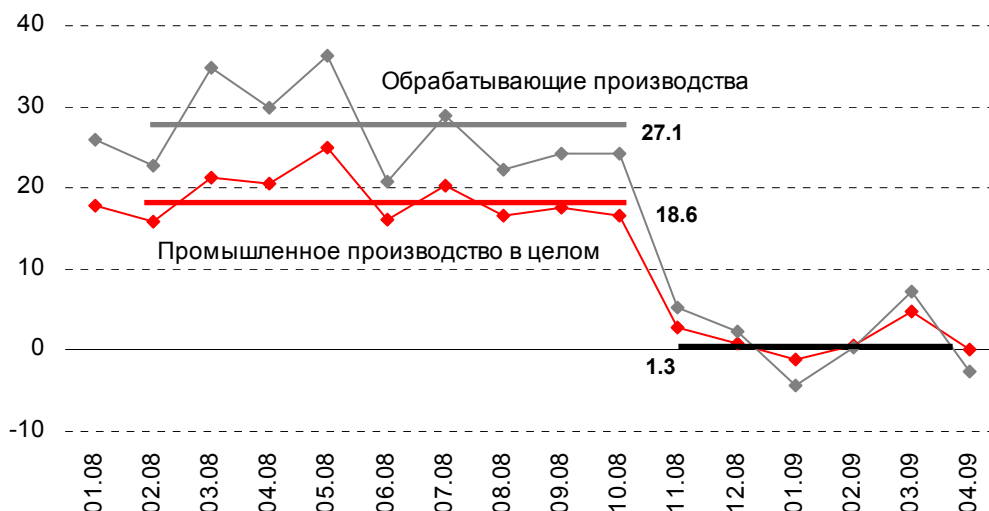
Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ Банка Москвы.

Для производств промежуточного спроса, ориентированных на экспорт в гораздо большей степени, чем на российский рынок, важнейшими факторами падения выпуска остаются снижение мировых цен и сокращение спроса на мировых товарных рынках. Так, по итогам первого квартала 2009 г. сокращение экспорта по основным товарным группам этих производств составило порядка 38–48% – год к году). Опережающее по отношению к темпам сокращения выпуска падение экспорта (особенно с учетом снижения экспортных цен) подтверждает высокую зависимость данного сегмента российской промышленности от динамики внешней торговли и ставит вопрос о приостановлении спада этих производств и выходе их на траекторию роста в прямую зависимость от восстановления роста мировой экономики. Как и для производств инвестиционного спроса, но в несколько меньшей степени, динамика выпуска производств промежуточного спроса будет тормозиться значительным объемом накопленных товарных запасов. На протяжении сентября 2008 г. – марта 2009 г. стоимость готовой продукции промежуточного спроса составила порядка 155 млрд. руб. и также не демонстрирует тенденции к снижению.

Вместе с тем, по нашим оценкам, минимум спада производств промежуточного спроса будет пройден в апреле-мае (по результатам мая можно ожидать последнего чувствительного сокращения выпуска этих производств – вплоть до 21% в годовом выражении); в дальнейшем темпы падения их выпуска будут сокращаться. В случае сохранения существующих тенденций на внутреннем и мировых рынках по итогам года можно ожидать сокращения выпуска производств промежуточного спроса примерно на 15%.

В целом итоги марта-апреля подтверждают выдвинутую нами два месяца назад гипотезу о формировании уровня сопротивления падения выпуска российской промышленности: выпуск обрабатывающих производств и промышленности в целом продолжает находиться на уровне, минимально (на 1.3%) превосходящем соответствующие объемы 2005 г.

Выпуск промышленности, прирост в % к соответствующему месяцу 2005 г.



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Резкое падение спроса на мировых товарных рынках, прекращение притока и начавшийся отток капитала, торможение роста инвестиций и начало инвестиционной паузы, свертывание программ кредитования населения, резкое удорожание банковского кредита для предприятий, непредсказуемые колебания курса национальной валюты – все перечисленные факторы привели к резкой «посадке» промышленности на уровень, отмечавшийся на момент старта формированного роста российской экономики (2005 г.), и продолжают удерживать ее на этом «дне».

Дальнейшая реализация инерционного сценария «дна» с точки зрения динамических показателей промышленности будет означать следующее. В ближайшие три месяца можно ожидать сохранения значительных темпов сокращения промышленного выпуска (по нашим оценкам, максимально критичными могут стать май и июль): в годовом выражении падение производства в этот период может составить 15.8% при сокращении выпуска обрабатывающих производств на 21%. Далее, в августе-октябре, глубина падения выпуска в годовом выражении сократится до 13.3%. Наконец, в ноябре-декабре можно ожидать приближения выпуска промышленности к соответствующим объемам прошлого года. Результатом станет падение выпуска российского промышленного производства по итогам 2009 г. на 11.9% (сокращение выпуска в обрабатывающих производствах приблизится к 17% в годовом выражении).

Сценарий роста российской промышленности в 2009 г. в случае реализации инерционного сценария, % к соответствующему периоду предыдущего года

	Фактические значения				Оценка – 2009 г.			
	Ноябрь-декабрь 2008 г.	Январь	Февраль-март	Апрель	Май-июль	Август-октябрь	Ноябрь-декабрь	Год в целом
Промышленное производство в целом	-9.5	-16.0	-13.5	-16.9	-15.8	-13.3	-0.4	-11.9
Обрабатывающие производства	-11.8	-24.1	-19.5	-25.1	-21.0	-18.0	-2.3	-16.8

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Напомним, что видимое улучшение динамических показателей промышленности летом 2009 г. и их приближение к нулевым значениям в конце 2009 г. будут означать всего лишь сохранение объемов выпуска, которое российская промышленность уже демонстрировала в 2005 г.

Четыре года назад стимулом роста промышленности стали высокие мировые цены на российский экспорт и приток капитала, сделавший возможным взрывной рост кредитования населения (и предприятий). Однако в 2009 г. список возможных стимулов роста российской промышленности оказался гораздо короче.

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	41.7	42.9	50.4	58.6
млрд. долл.	764	993	1 293	1 680	1 328	1 529	1 700
Реальный ВВП – рост в %	6.4	7.4	8.1	5.6	-6.3	0.6	2.9
Промышленность – рост в %	5.1	6.3	6.3	2.1	-11.0	0.5	3.0
Розничная торговля – рост в %	12.8	13.9	15.2	13.5	-4.0	0.0	4.0
Инвестиции – рост в %	10.9	13.7	21.1	9.8	-11.0	2.0	4.0
Экспорт – реал. рост в %	6.5	7.3	6.4	11.8	-9.9	5.0	3.4
Импорт – реал. рост в %	16.6	21.3	26.6	23.3	-21.2	7.3	6.6
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	30.9	38.6	32.9	2.5	5.6	13.7	15.4
M2 (декабрь к декабрю), %	38.5	48.8	47.5	0.9	8.4	12.1	12.4
M2X (декабрь к декабрю), %	36.3	40.6	44.2	13.8	10.7	15.4	15.0
Активы банковской системы, % ВВП	44.8	51.9	60.8	67.3	75.1	77.9	83.8
Инфляция							
Прирост потребительских цен (дек. к дек.), %	10.9	9.0	11.9	13.3	14.0	11.0	10.0
Прирост потребительских цен (среднегодовой), %	12.5	9.8	9.1	14.1	13.5	12.3	10.5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8.3	7.8	11.0	13.7	13.5	10.5	9.5
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23.7	23.3	23.5	22.2	17.5	17.7	16.8
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16.3	15.9	18.1	18.1	22.6	18.6	17.5
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7.5	7.4	5.4	4.1	-5.1	-0.9	-0.7
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43.0	89.2	156.5	137.0	64.0	92.4	131.8
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				74.3	58.9	57.8	56.8
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	244	304	354	472	330	430	470
Импорт товаров, млрд. долл.	125	164	223	292	210	230	260
Счет текущих операций, % ВВП	11.0	9.5	5.9	6.1	4.6	9.0	8.6
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	2.0	41.9	82.8	-132.7	-119	-10	10
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	479	427	364	481	624
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	10.0	5.2	3.5	2.4	2.8	2.3	1.9
Государственный внутренний долг, % ВВП	3.9	3.8	3.8	3.9	4.8	5.4	6.1
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	28.8	26.3	24.6	29.4	32.0	33.5	35.0
среднегодовой	28.3	27.1	25.6	24.8	32.3	33.0	34.5
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	50.4	60.9	69.6	94.4	64.0	85.0	90.0
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.24	1.26	1.37	1.47	1.36	1.35	1.33

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