

«На дне»

Центр стратегических исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Экономическая политика

Денежная политика

Реальный сектор

Банковская система

Банк Москвы

Россия, 107996, Москва,
ул. Рождественка, 8/15, стр. 3

www.mmbank.ru

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Ведев Алексей
Директор ЦСИ Банка Москвы

Vedev_AL@mmbank.ru



В начале сентября руководители экономического блока правительства РФ представили оптимистичные оценки, согласно которым спад в экономике прекратился и созданы (или появились) предпосылки для экономического роста. По отношению к предыдущему периоду рост ожидается уже в третьем квартале текущего года. Оптимистичны прогнозы и на 2010 г. – увеличение ВВП на 1.6%.

Улучшение производственной и инвестиционной динамики в июне–июле 2009 г. связано с восстановлением мировых цен на нефть на уровне 70 долл./барр. – весьма комфортном для сырьевых экспортеров и бюджета. Кроме того, налицо некоторое оживление глобальной конъюнктуры, что определило восстановительный рост российского экспорта в этот период. Учитывая снятие с повестки дня проблемы российского частного внешнего долга (он успешно реструктурируется), можно говорить о формировании благоприятной для России внешней среды. По итогам июня–июля в отечественной экономике формируется новая модель роста, базирующегося на благоприятных изменениях мировой конъюнктуры.

Слабым звеном формирующейся модели роста является сокращающийся внутренний спрос. С одной стороны, снижается его основной компонент – доходы домашних хозяйств. С другой – снижающаяся инвестиционная активность в условиях проведения политики дорогих денег по-прежнему не может быть поддержана банковским кредитованием, а также не может основываться на собственных средствах предприятий из-за резкого ухудшения их финансовых результатов. При этом роль бюджета в стимулировании внутреннего спроса ограничена как в первом, так и во втором случае. В результате производственная активность находится на различных трендах с внутренним спросом, а стабильность роста оказывается даже более зависимой от внешних условий, нежели это было несколько лет назад.

Большинство экспертов ожидают выхода мировой экономики из рецессии уже в следующем году, однако, по нашему мнению, выход будет постепенным и длительным. Поэтому формирующаяся модель на достаточно длительное время обусловит нахождение российской экономики "на дне", т.е. ее стагнацию и восстановительный рост. Согласно официальным оценкам, сделанным фактически для формирующейся модели роста, на предкризисный уровень экономика России выйдет лишь к концу 2012 г. Однако и это с учетом изначальной нестабильности роста можно считать амбициозной целью.

Экономическая политика

Поддержка восстановительного роста

Согласно последней версии правительственного среднесрочного прогноза (представленного Министерством экономического развития РФ в конце августа 2009 г.) падение ВВП в текущем году ожидается на 8.2–8.5%. В среднесрочной перспективе предполагается незначительное оживление экономической конъюнктуры, позволяющее достичь предкризисного уровня лишь к концу 2012 г. Отметим, что незначительный рост ожидается за счет сохранения благоприятных внешних факторов и мер государственной поддержки.

Вероятность сохранения благоприятного внешнего фона для России весьма высока. Прежде всего, нефтяные цены на уровне 60–70 долл./барр. достаточно комфортны для российских производителей (в 2006 и 2007 гг. среднегодовые цены составили соответственно 61 и 70 долл./барр., определив рост ВВП соответственно на 7.7 и 8.1%). Далее, прогнозируемое большинством экспертов оживление мировой конъюнктуры в 2010 г. обусловит восстановление спроса в физических объемах на российское сырье и полуфабрикаты. Наконец, судя по опыту первого полугодия 2009 г., проблема обслуживания внешнего частного долга достаточно успешно решается за счет его реструктуризации и рефинансирования. Так, во втором квартале текущего года нефинансовый сектор вместо внешних выплат в 22 млрд. долл. показал чистый приток в 4 млрд. долл. (общее привлечение составило 26 млрд. долл.). Платежи банковского сектора вместо 13 составили 8 млрд. долл. В целом внешние факторы в состоянии обеспечить восстановительный рост российской экономики, однако его темпы будут сопоставимы с развитыми странами – 1–3%.

Меры государственной поддержки декларируются в области расширения внутреннего спроса и активизации инвестиционных программ естественных монополий. Масштаб и действенность подобных мер представляются неоднозначными.

С одной стороны, относительно успешными оказались программы кредитования сельского хозяйства. Так, уставный капитал Россельхозбанка был увеличен на 45 млрд. руб. для кредитования предприятий АПК и проведения закупочных интервенций. В рамках поддержки АПК-предполагалось израсходовать более 18 млрд. руб. на субсидирование процентной ставки и возмещение части затрат по отдельным видам инвестиционных и краткосрочных кредитов. По итогам первых семи месяцев 2009 г. выпуск продукции сельского хозяйства превышает прошлогодние объемы на 0.3%. Есть надежда на развитие льготного кредитования малого бизнеса при участии ВЭБа – Банка развития.

С другой стороны, неэффективной оказалась поддержка автопрома: по итогам первых семи месяцев 2009 г. выпуск легковых автомобилей снизился более чем на 59%; АвтоВАЗ прекращал работу сборочного конвейера с 29 декабря 2008 г. по 30 января 2009 г. и с 1 по 31 августа 2009 г.; 4 сентября 2009 г. ИжАвто официально признан банкротом. Программа льготного кредитования не смогла противодействовать сокращению российского авторынка почти наполовину. Масштабная адресная поддержка отечественного автопрома в значительной степени была ориентирована на автогиганта и приобретала все более выраженную социальную мотивацию, фиксируя тем самым исключительно высокую цену несвоевременного решения накопленных проблем конкурентоспособности.

В целом по состоянию на начало осени была достигнута стабилизация объемов производства и инвестиций с надеждами на их пусть и незначительный, но рост. Оживление производства было зафиксировано прежде всего в отраслях, в значительной степени ориентированных на экспорт. При этом на протяжении последних месяцев отмечается устойчивая тенденция сокращения внутреннего спроса. Ускоряющееся падение доходов населения обусловило не только снижение

инфляции, но и падение оборота розничной торговли. Инвестиции в основной капитал хоть и увеличились относительно провальных результатов июня, но их динамика по-прежнему хуже, чем в первые месяцы года. Фактически существует прямая угроза, что рост производства, поддержанный внешними факторами, натолкнется на внутренние спросовые ограничения. При этом возможное расширение внутреннего спроса на фоне фактической стабилизации обменного курса рубля может привести к возобновлению роста импорта и к усилению конкуренции на внутреннем рынке. В любом случае во втором полугодии 2009 г. промышленные производства, ориентированные на конечный спрос, торговля и услуги с высокой вероятностью столкнутся с серьезными ограничениями роста.

Денежная политика

Дорогие деньги против экономического роста – первые итоги в России

Непосредственно после начала финансового кризиса в России, последовавшего за мировым, перед отечественными денежными властями встал выбор рецептов антикризисных мероприятий – выбор непростой и противоречивый, поскольку, в отличие от большинства стран, в России наблюдалось падение производства одновременно с высокой инфляцией и девальвацией курса рубля. В таком контексте стратегический выбор осуществлялся между *жесткой денежной политикой*, предполагающей ограниченное предоставление ликвидности банковской системе и по высоким ставкам, и *масштабной государственной помощью* всем и вся. Политика дорогих денег – прежде всего за счет высоких процентных ставок по кредитам Банка России и депозитам Министерства финансов – позволяла рассчитывать, по меньшей мере, на ограничение уровня инфляции и стабилизацию курса рубля. Напротив, денежная политика, предполагающая максимальную финансовую поддержку банков и предприятий (в виде субсидий, прямого финансирования, гарантий по кредитам и в прочих формах), позволяла избежать развития кризиса «плохих» долгов, уменьшить падение объемов производства и стимулировать внутренний спрос, однако содержала высокие риски ускорения инфляции.

Дискуссия о направлениях денежной политики в условиях кризиса, развернувшаяся в начале текущего года, предполагала осознанный выбор между политикой дорогих денег и экспансионистской политикой. Снижение ставки рефинансирования, на котором настаивали представители банковского сообщества и реального сектора, позволило бы стимулировать внутренний спрос и расширить кредитное предложение. Руководство же ЦБР и экономического блока правительства РФ предпочло оживлению производства финансовую стабилизацию. Результаты данных мер проявились достаточно быстро – курс рубля стабилизировался и стоимость бивалютной корзины снизилась на 10% от максимального уровня, инфляция снизилась до 11.7% (год к году). Однако за первое полугодие 2009 г. спад в промышленности равнялся 14.8%, падение ВВП составило 10.4% – одно из максимальных в мировых экономиках. Ситуация с кредитованием и расчетами между предприятиями была настолько тяжелой, что большинство экспертов предсказывали осенью текущего года «вторую волну» кризиса, связанную с масштабной просроченной задолженностью по банковским кредитам.

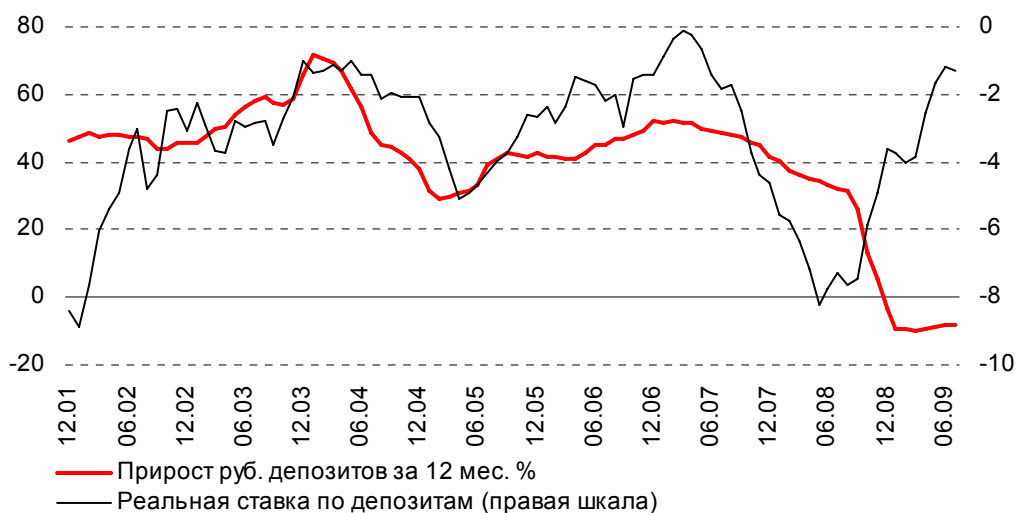
После появления первых признаков финансовой стабилизации Банк России начал процесс снижения ставки рефинансирования, однако это было уже запоздалым решением. Проблема заключается в том, что по мере стабилизации ситуации с банковской ликвидностью и нормализации работы межбанковского рынка объем задолженности банковской системы перед ЦБР начал сокращаться: если по состоянию на 01.01.2009 доля кредитов ЦБР составляла 12% от совокупных банковских пассивов, то на 01.08.2009 – лишь 7%, и именно на эту часть банковских пассивов ставка рефинансирования оказывает влияние.

Напротив, в конце зимы большинство банков, ощутив проблемы с фондированием, резко повысили процентные ставки по депозитам населения. Сбербанк, доля которого на рынке депозитов превышает половину, фактически задал benchmark по рублевым депозитам на год в 14–15%. Остальные банки были вынуждены, по меньшей мере, предлагать более высокие ставки. В результате конкуренция процентных ставок на рынке депозитов привела к их росту до 20% годовых. Риски возросли настолько, что Банк России был вынужден в жесткой рекомендательной форме ограничить ставки по депозитам.

Здесь же отметим, что эффект от политики высоких процентных ставок оказался крайне низким. Прежде именно достижение реальными процентными ставками по депозитам населения практически нулевого уровня (в последнее десятилетие они не были положительными) обеспечивало значительное (до 50–70% – год к году)

ускорение прироста депозитов. В текущем же году эта мера позволила лишь затормозить их отток из банковской системы: по состоянию на конец лета снижение данного показателя составляло 8% (год к году), однако с начала года депозиты населения в рублях возросли на 8%.

Реальная ставка по депозитам населения (скорректированная на ИПЦ – правая шкала) и прирост рублевых депозитов в банковской системе (год к году), в %



Источник: ЦБ РФ, Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

В настоящий момент нефинансовый сектор демонстрирует падение спроса на деньги – за первые семь месяцев 2009 г. денежная масса M2 сократилась на 2.8%. В целом спрос на деньги достаточно точно отражает сокращение внутреннего спроса и производственной активности. Так, объем наличных денег в обращении снизился за тот же период на 6.5%, отражая сужение розничного товарооборота на 8.5% в товарной массе.

О состоянии деловой активности косвенно свидетельствуют остатки на текущих счетах предприятий в банковской системе. Напомним, что именно текущие рублевые счета предприятий обслуживают производственный оборот. Так, по состоянию на 1 августа 2009 г. данный показатель сократился на 10.5% с начала текущего и на 12.5% – к соответствующей дате предыдущего года, что достаточно точно коррелирует со снижением объемов производства.

Сегодня все большее число экспертов склоняются к тому, что второй волны банковского кризиса удалось избежать. Во всяком случае формальные поводы для такого оптимизма имеются – возрастает объем ликвидных банковских активов, ставки на межбанковском рынке стабилизировались на уровне 5–7% годовых, замедлились темпы роста просроченной задолженности. Однако то, что второй волны кризиса удалось избежать, вовсе не означает оживления экономической конъюнктуры – напротив, налицо стагнация как в промышленности, так и в финансовой сфере.

В итоге к осени стало очевидно, что банковская система не в состоянии поддержать должным образом расширение внутреннего спроса за счет кредитования. Напомним, что в 2003–2005 гг. расширение банковского кредитования обеспечивало около 20% увеличения внутреннего спроса, а в 2006–2008 гг. – уже свыше трети. В текущем году складывается обратная ситуация: совокупный спрос снижается не только за счет уменьшения доходов, но и в результате сокращения объема банковских кредитов.

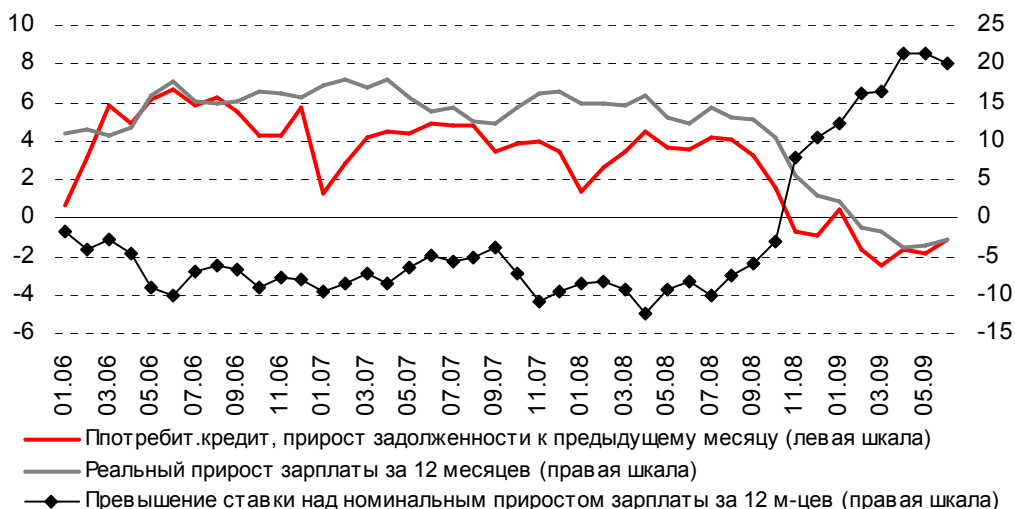
Предприятия испытывают нехватку финансовых средств, однако это не означает полноценного спроса на банковский кредит. Прежде всего, в ходе кризиса резко снизилась рентабельность в нефинансовом секторе экономики. Точнее, на протяжении полугодия (октябрь 2008 г. – март 2009 г.) рентабельность предприятий этого сектора экономики находилась на нулевом уровне (0.5% – сальдированный финансовый результат к обороту). Во втором квартале 2009 г. она выросла до 8.4%, но остается существенно ниже как текущих процентных ставок, так и рентабельности во втором квартале 2008 г., когда ставки по кредитам были заметно ниже. Далее, одним из условий выживания для предприятий является сокращение издержек. И здесь высокие процентные платежи по кредиту существенным образом снижают конкурентные преимущества на внутреннем рынке, основной особенностью которого выступает сжимающийся спрос. Наконец, значительная часть спроса на кредит обусловлена необходимостью рефинансировать старые долги, а не задачами расширения производства и модернизации, и это определяет высокие риски кредитования. В результате за январь-июль 2009 г. объем банковских кредитов предприятиям возрос лишь на 3.1%, при этом объем рублевых кредитов остался практически неизменным (рост на 0.6%).

Ситуация с кредитованием населения выглядит вполне адекватной складывающейся экономической конъюнктуре – наблюдается стагнация данного сегмента финансового рынка. С начала года объем задолженности населения по рублевым кредитам снизился на 8.6%, причем как по валютным, так и по рублевым кредитам. Оценки показывают, что спрос на кредиты уменьшился бы и при сохранении ставок по ним на уровне 2007 г. Сегодня, когда ставки увеличены практически вдвое, банковское кредитование нацелено скорее на «сверхрискованное» («маргинальное») кредитование, нежели на массовый сегмент.

Напомним, что становление рынка потребительского кредитования в России происходило в 2003–2005 гг. – годы, характеризовавшиеся первичным насыщением спроса и развитием рыночной инфраструктуры. К 2007 г. была сформирована инфраструктура рынка (унифицированы кредитные продукты, создана филиальная банковская сеть и проч.). В подобном контексте состояние данного сегмента рынка в 2007 г. – первой половине 2008 г. с точки зрения спроса на кредит, его предложения и параметров по кредитам можно оценить как *равновесное*. Процентная ставка тогда составляла 18% годовых (по данным ЦБ РФ), объем задолженности населения по потребительским кредитам возрос за 2007 г. на 44%, чистый прирост задолженности по потребкредитам составил 679 млрд. руб., просроченная задолженность равнялась 3.1% от объема потребительских кредитов.

Ключевым фактором роста объема потребительского кредитования было превышение темпов роста номинальных доходов населения над процентными ставками по кредитам. Например, в 2007 г. рост номинальных доходов населения составил 23% при средней процентной ставке по потребительским кредитам в 18% годовых. Кроме того, высокая инфляция увеличивала склонность населения к потреблению, стимулируя покупку товаров в кредит.

Динамика факторов, определяющих прирост потребительского кредитования, в %

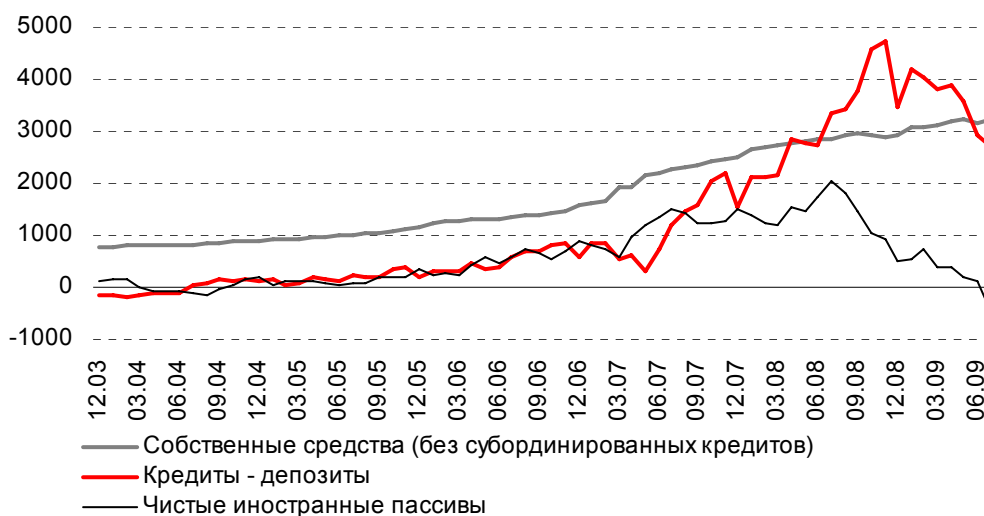


Источник: ЦБ РФ, Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Сегодня ситуация обратная. Номинальные доходы населения возрастут по итогам года, по оптимистичной оценке, на 3–4%. Снижающаяся инфляция, высокие процентные ставки по банковским депозитам, неопределенные (возможно, негативные) ожидания развития экономической конъюнктуры в ближайшие один-два года будут стимулировать склонность населения к сбережению и сокращение его потребления. Даже формальный эконометрический анализ показывает, что сегодня население не предъявило бы масштабного спроса на кредиты по ставкам в 12–15% годовых, тогда как действующие рыночные ставки в настоящий момент вдвое выше.

Отметим и позитивные факторы. Складывающееся положение достаточно благоприятно для решения накопившихся структурных проблем. Так, ключевой структурной диспропорцией сегодня выступает превышение задолженности нефинансового сектора по банковским кредитам над его сбережениями: разрыв между кредитами и депозитами нефинансового сектора достиг в 2008 г. критического уровня, превышающего все собственные средства российской банковской системы. Но в настоящий момент данный разрыв сокращается, а его ликвидация создаст здоровую финансовую основу для сбалансированного экономического роста – в отличие от модели, основанной на использовании заемных иностранных средств. Однако «наследие» периода форсированного роста весьма значительно – на начало осени 2009 г. кредиты нефинансового сектора превышали его депозиты на 2.7 трлн. руб. Ликвидация «кредитной ямы» потребует, по меньшей мере, сокращения вдвое задолженности населения перед банковским сектором при сохранении его сберегательной активности и без масштабного ущерба в кредитовании промышленности.

Превышение объема кредитов над депозитами нефинансового сектора («кредитная яма»), собственные средства банков и чистые иностранные пассивы, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Таким образом, сегодня восстановительный рост российской экономики, обеспечиваемый благоприятными внешними условиями, не может быть поддержан банковским кредитованием. Политика дорогих денег, проводимая в кризисных условиях, привела к усугублению системной проблемы, состоящей в углублении разрыва в параметрах кредитных ресурсов, которые запрашиваются предприятиями нефинансового сектора и, с другой стороны, предлагаются кредитными организациями. Предприятиям нефинансового сектора все более дорогие и достаточно «короткие» кредитные ресурсы нужны во все меньшем объеме – в противном случае они просто не в состоянии их обслуживать исходя из текущего уровня рентабельности. Аналогична ситуация с населением, для которого лимитирующим фактором является сокращение доходов. Вместе с тем в период проведения политики дорогих денег со стороны предложения стоимость кредитных ресурсов, одновременно со стоимостью привлеченных средств и высокими рисками заемщиков, возрастает.

Названная проблема состоит в *системном разрыве между спросом на кредитные ресурсы и их предложением*. Системность же проблемы заключается в принципиальном разрыве между *возможностью* банковской системы предоставлять финансовые ресурсы и *способностью* нефинансового сектора эффективно использовать и обслуживать их. Со стороны предложения стоимость кредитных ресурсов определяется стоимостью привлеченных средств и высокими рисками заемщиков. Со стороны спроса на кредит выступают такие факторы, как низкая рентабельность, снижение прибыли, падение доходов предприятий и населения.

Проблема эта не может быть быстро ликвидирована – ее решение займет достаточно длительное время (от шести месяцев до года). Сходимость процентных ставок по спросу и предложению будет определяться как восстановлением экономики (повышением рентабельности и увеличением номинальных доходов), так и снижением уровня инфляции, стабильным курсом рубля и ростом сбережений нефинансового сектора.

В разгар кризиса (в начале текущего года) в качестве приоритетов финансовой политики были выбраны снижение инфляции и стабилизация курса рубля, а в качестве мер для их осуществления – политика дорогих денег. В настоящий момент в России деньги достаточно дорогие, а их стоимость уже не может быть уменьшена просто снижением ставки рефинансирования и рекомендациями ЦБР

коммерческим банкам уменьшить проценты по кредитам и депозитам. Коммерческие банки уже взяли на себя обязательства по дорогим среднесрочным вкладам населения (на год и дольше), а объемы государственных кредитов банковской системе сокращаются.

Сегодня, когда российская экономика стабилизировалась за счет внешних факторов, крайне важна была бы поддержка ее восстановительного роста за счет расширения внутреннего спроса. Предприятия сейчас вынуждены прежде всего решать проблемы прошлых лет – заниматься скорее поиском кредитов для рефинансирования задолженности, нежели кредитов для развития и модернизации. Понижительный инфляционный тренд, падение реальных располагаемых доходов населения и негативные ожидания их роста в ближайшем будущем будут обуславливать сберегательную активность населения, но никак не потребление. В итоге «здоровый» внутренний спрос, направленный на расширение производства и модернизацию (со стороны предприятий) и потребление населения (за счет растущих доходов), фактически будет сведен на нет, что и предопределит незначительную роль внутреннего спроса как фактора экономического роста.

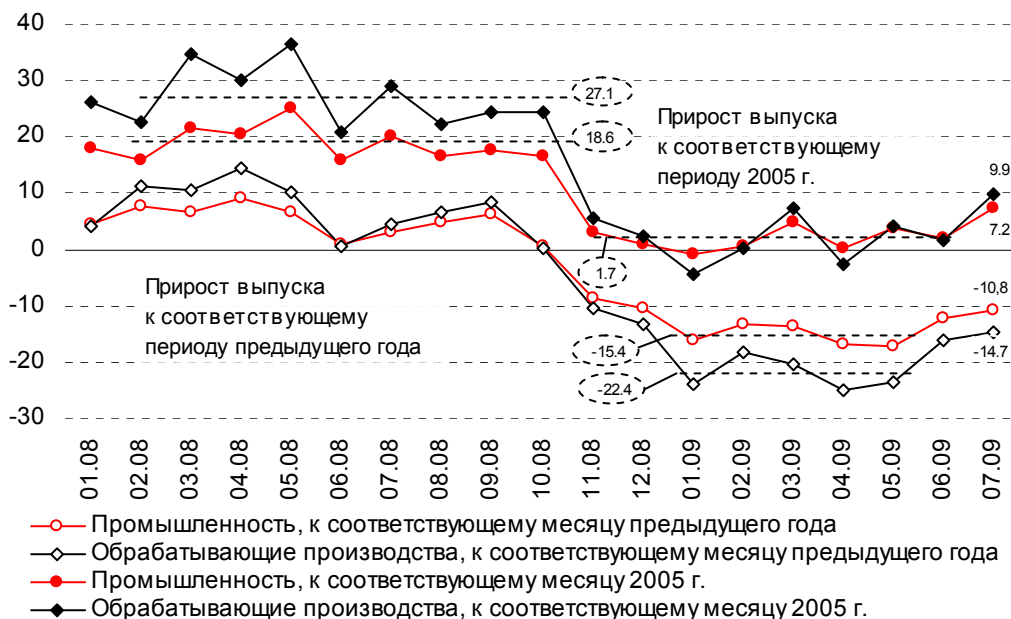
Реальный сектор

По заявлению «профильных» российских министров, летом 2009 г. отечественная экономика прошла период максимального спада, ее рост возобновился и в ближайшей перспективе можно ожидать дальнейшей его активизации. В частности, по заявлению министра финансов РФ А. Кудрина на пресс-конференции в Лондоне по итогам встречи министров финансов стран БРИК, "российская экономика в третьем квартале 2009 года начнет выходить из рецессии".

Данные официальной статистики за июль (возможно, и за июнь) действительно дают основания предполагать окончание острой фазы спада выпуска промышленности. После того как в январе-мае промышленность в целом и обрабатывающий сектор в частности демонстрировали спад соответственно на уровне 15.4 и 22,4% (год к году), в июне-июле можно констатировать некоторое улучшение динамики: выпуск был всего на 10.8 и 14.7% ниже прошлогодних объемов соответственно. Более того, июльские данные свидетельствуют о заметном росте выпуска, или, используя терминологию экономических властей, о том, что промышленность оттолкнулась от дна, на котором пребывала в течение последних восьми месяцев.

Тезис о возможности положительной динамики промышленности дополнительно подтверждает рост выпуска относительно соответствующих уровней 2005 г. Напомним, что данные за 2005 г. мы рассматриваем как своего рода базисный уровень, на котором закончился период сбалансированного развития экономики и начался период форсированного роста, основанного на резком расширении внутреннего спроса за счет рекордного притока капитала в страну и высокого уровня мировых цен на энергоносители. Завершающий этап роста российской промышленности на «перегретом» спросе (вплоть до осени 2008 г.) фактически происходил на уровне, превышающем выпуск 2005 г. на 27.1% для обрабатывающих производств и 18.6% – для промышленности в целом. Перерастание финансового кризиса в экономический обрушило объемы выпуска до устойчивого уровня 1.7% к 2005 г. для обрабатывающих производств и для промышленности в целом.

Промышленное производство в 2008–2009 гг.: прирост выпуска к соответствующему периоду 2005 г. и к соответствующему периоду предыдущего года, в %



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Официальная статистика дает основания предполагать окончание летом 2009 г. острой фазы спада выпуска российской промышленности. Очевидными вопросами в связи с этим являются следующие:

- какой сегмент промышленности стал базой для возможного возобновления роста;
- каковы перспективы дальнейшего восстановления с точки зрения спроса на промышленную продукцию;
- насколько устойчив формирующийся тренд.

Структурно улучшение динамики промышленного выпуска в июне-июле 2009 г. было связано с выпуском *обрабатывающих производств*; вклад добычи полезных ископаемых в итоговый показатель промышленности оказался существенно ниже и был нивелирован ухудшением динамики производства и распределения электроэнергии, газа и горячей воды – вследствие снижения энергопотребления.

**Промышленное производство в январе-июле 2009 г.:
прирост выпуска к соответствующему периоду предыдущего года, в %**

	Январь-май	Июнь	Июль
Промышленное производство в целом	-15.4	-12.1	-10.8
Добыча полезных ископаемых	-3.4	-4.0	-1.6
Обрабатывающие производства	-22.4	-16.0	-14.7
<i>Производства потребительского спроса</i>	<i>-10.0</i>	<i>-8.6</i>	<i>-4.1</i>
пищевые продукты, включая напитки, и табак	-3.1	-2.0	2.3
текстиль и швейные изделия	-21.8	-24.4	-21.3
кожа, изделия из кожи и обувь	-11.4	-3.6	4.2
целлюлозно-бумажное, издательская и полиграфическая деятельность	-16.2	-16.4	-15.8
прочее	-24.6	-27.1	-12.5
<i>Производства инвестиционного спроса</i>	<i>-38.9</i>	<i>-30.1</i>	<i>-34.0</i>
неметаллические минеральные продукты	-32.6	-25.9	-22.3
машины и оборудование	-37.6	-21.3	-32.1
электрооборудование, электронное и оптическое оборудование	-42.4	-28.4	-25.9
транспортные средства и оборудование	-37.5	-47.4	-42.1
<i>Производства промежуточного спроса</i>	<i>-19.9</i>	<i>-12.0</i>	<i>-9.5</i>
древесина и изделия из дерева	-29.0	-16.6	-15.5
кокс и нефтепродукты	-2.1	-2.6	0.6
химическое	-18.7	-8.4	-5.2
резиновые и пластмассовые изделия	-17.5	-11.7	-11.5
металлургическое производство и готовые металлические изделия	-27.2	-20.1	-14.2
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-5.3	-7.9	-9.0

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

В свою очередь, улучшение ситуации в обрабатывающих производствах было обусловлено заметным изменением тренда в производствах потребительского и промежуточного спроса. Если производства потребительского спроса в январе-мае демонстрировали спад на уровне -10% к соответствующим прошлогодним объемам, то в июне этот показатель сократился до -8.6%, а в июле составил всего -4.1% (год к году). Еще более убедителен тренд производств промежуточного спроса: с -19.9% в январе-мае 2009 г. (год к году) до -12% в июне и -9.5% в июле 2009 г. (год к году). В то же время производства инвестиционного спроса улучшили

в июле динамику минимально; здесь налицо сохранение значимого спада производства – на уровне 34% (год к году).

Условия, в которых происходило оживление российской промышленности в июне-июле 2009 г., и динамика промышленного производства: прирост к соответствующему периоду предыдущего года, в %

	Январь-май	Июнь	Июль
Оборот розничной торговли	-2.2	-6.5	-8.2
Реальные располагаемые денежные доходы	-0.4	-1.0	-5.4
Инвестиции в основной капитал	-17.7	-20.1	-18.9
Экспорт*	-47.5	-44.6	
Импорт*	-42.3	-45.8	
Промышленное производство в целом	-15.4	-12.1	-10.8
Обработывающие производства	-22.4	-16.0	-14.7
Производства потребительского спроса	-10.0	-8.6	-4.1
Производства инвестиционного спроса	-38.9	-30.1	-34.0
Производства промежуточного спроса	-19.9	-12.0	-9.5

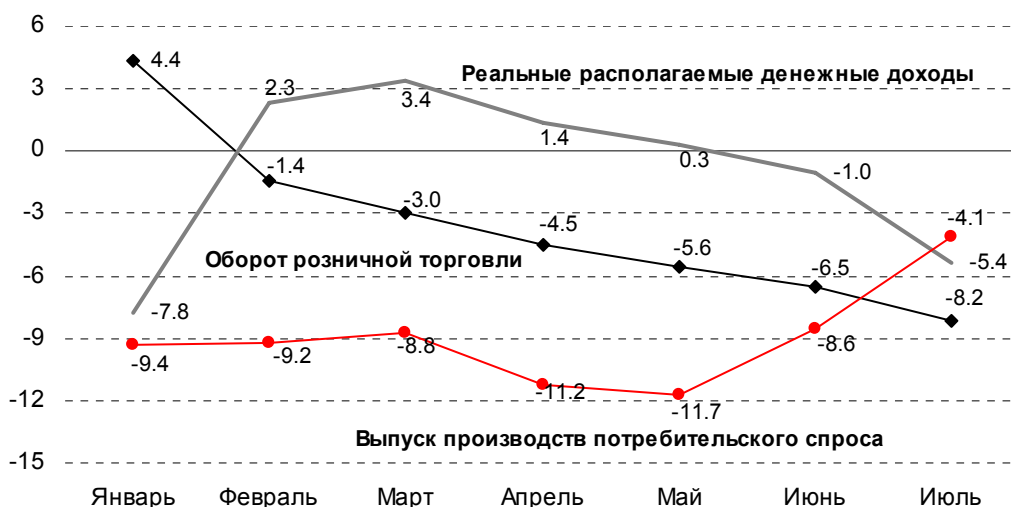
* – Экспорт и импорт – данные соответственно за периоды январь-май и июнь-июль 2009 г.

Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ Банка Москвы.

Важно, что возможное оживление российского промышленного производства в июне-июле 2009 г. фактически *не было обусловлено и не сопровождалось улучшением динамики розничной торговли, реальных доходов населения и инвестиций*. По итогам июня-июля 2009 г. налицо заметное ухудшение важнейших спросовых показателей, что свидетельствует о сохраняющемся или даже усиливающимся сжатии внутреннего спроса. При этом наблюдается некоторое восстановление экспорта как следствие усиления спроса на российскую продукцию на мировых рынках в связи с началом восстановительного этапа мировой экономики.

Фактически заметное оживление *производств потребительского спроса* в июне-июле 2009 г. происходило при ускоряющемся ухудшении динамики реальных доходов населения и розничного товарооборота. Динамике этих показателей в предыдущие месяцы гораздо больше соответствовало постепенное углубление спада выпуска указанных производств. Возможно, что оживление выпуска производств потребительского спроса в июне-июле 2009 г. было вызвано локальным по времени восстановлением запасов предприятий торговли. Однако независимо от этого формировавшийся в данный период тренд производств потребительского спроса можно было бы рассматривать как устойчивый только в случае заметного увеличения доходов населения, чего в ближайшей перспективе не ожидается.

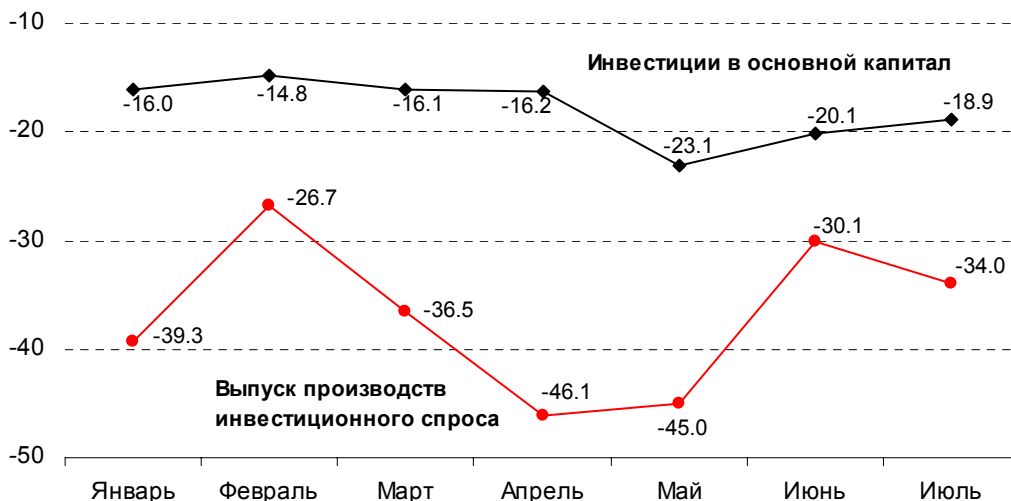
Динамика производств потребительского спроса, торговли и доходов в январе-июле 2009 г.: прирост к соответствующему периоду предыдущего года, в %



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Далее, производства инвестиционного спроса демонстрируют динамику, явно определяемую динамикой инвестиций в основной капитал.

Динамика производств инвестиционного спроса и инвестиций в основной капитал в январе-июле 2009 г.: прирост к соответствующему периоду предыдущего года, в %



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Оживление выпуска этих производств будет возможно либо в случае роста инвестиций предприятий из собственных источников, либо из привлеченных средств:

- Возможности *инвестиций в основной капитал из собственных источников* предприятий экономики России существенно снизились в результате резкого ухудшения их финансовых результатов: по итогам первого полугодия 2009 г. сальдированный финансовый результат составил 1.6 трлн. руб. (3.2 трлн. руб. годом ранее). Падение доходов российской экономики происходило при резком усилении концентрации прибыли в сегменте ТЭК (добыча топливно-энергетических полезных ископаемых, производство кокса и нефтепродуктов,

транспортирование по трубопроводам, производство, передача и распределение электроэнергии). Для сегмента экономики России, не входящего в ТЭК, падение прибыли было еще более драматичным: 0.8 трлн. руб. за январь-июнь 2009 г. после аналогичного прошлогоднего показателя в 2.1 трлн. руб. Это создает серьезные проблемы для оживления инвестиций в основной капитал за счет собственных ресурсов предприятий в обозримой перспективе.

Сальдированный финансовый результат деятельности предприятий экономики России

	1-е полугодие 2008 г.	1-е полугодие 2009 г.
Экономика в целом, млрд. руб.	3240	1634
<i>Экономика в целом: структура финансового результата, в %</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
ТЭК	34.5	50.0
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	16.4	23.0
производство кокса и нефтепродуктов	13.1	12.4
производство, передача и распределение электроэнергии	1.9	7.9
транспортирование по трубопроводам	3.0	6.7
Промышленность (без учета ТЭК)	28.2	6.5
Строительство и операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	8.6	7.5
Торговля	21.5	24.1
Транспорт (без трубопроводного транспорта) и связь	8.2	9.4

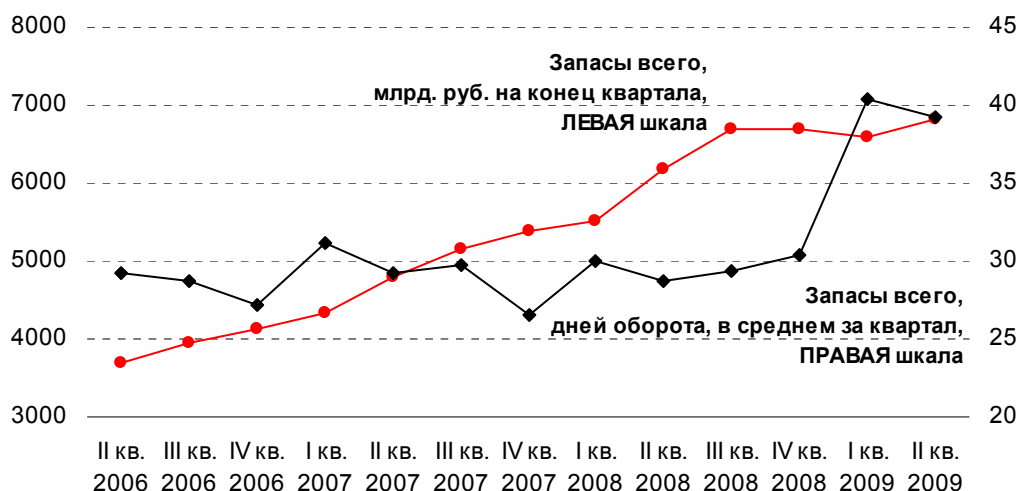
Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

- Возможности *финансирования инвестиционной деятельности за счет привлеченных ресурсов*, в свою очередь, ограничены фактическим снижением кредитования предприятий реального сектора экономики. По итогам второго квартала (на 01.07.2009) задолженность предприятий по банковским кредитам и займам нефинансовых организаций снизилась до 16.6 трлн. руб. после 16.7 трлн. руб. на 01.04.2009. Необходимость финансирования постоянных затрат даже в условиях падения деловой активности, а также высокие ставки по кредитам резко снижают объем кредитных ресурсов, который мог бы быть использован предприятиями для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов. Единственным источником оживления инвестиций в основной капитал остаются бюджетные ресурсы, что, с учетом существенного дефицита бюджетов разных уровней, также маловероятно.

В результате сохраняющаяся на крайне низком уровне инвестиционная активность российских предприятий не позволяет ожидать в ближайшей перспективе восстановления роста производств инвестиционного спроса.

Помимо негативной динамики основных показателей внутреннего спроса следует также отметить отсутствие у российской промышленности такого ресурса роста, как *сокращение запасов предприятий экономики*. На протяжении трех последних кварталов стоимость запасов предприятий экономики составляет порядка 6.7 трлн. руб., и тенденция к их сокращению пока отсутствует. Более того, с учетом падения оборота относительные объемы запасов по сравнению с 2006–2008 гг. выросли более чем на треть. Так, в первом квартале 2009 г. стоимость запасов в днях оборота составляла 40 дней (30 дней в соответствующем квартале 2006–2008 гг.), и во втором квартале соотношение не изменилось – 39 и 29 дней соответственно.

Запасы предприятий российской экономики



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

В условиях сжатия внутреннего спроса и неснижающихся запасов предприятий экономики важнейшим фактором роста промышленности вновь становится экспорт. С учетом конкурентоспособности продукции российских обрабатывающих производств он в основном *стимулирует рост производств промежуточного спроса*.

Действительно, динамику выпуска обрабатывающих производств в июне-июле 2009 г. решающим образом определило заметное улучшение динамики производств промежуточного спроса: если по итогам первых пяти месяцев 2009 г. их выпуск сократился почти на 20% к прошлогодним объемам, то в июне-июле можно говорить о падении выпуска менее чем на 11% в годовом выражении. Важнейшим двигателем роста этих производств стало оживление спроса на российскую продукцию на мировых товарных рынках в связи с окончанием спада мировой экономики. Так, экспорт металлов из России в июне-июле 2009 г. был примерно на 17% ниже соответствующих прошлогодних объемов (на 24% в январе-мае), древесины и изделий из дерева – на 26% (42% в январе-мае), а продукции химического производства – даже увеличился в годовом выражении (на 7.4% после спада на 23.5% за первые пять месяцев 2009 г.).

Динамика производств промежуточного спроса и экспорта соответствующей продукции в январе-июле 2009 г.: прирост к соответствующему периоду предыдущего года, в %

	Январь-май	Июнь-июль
Экспорт: физические объемы		
Продукция химического производства (аммиак, метанол, каучук, удобрения минеральные азотные, калийные и смешанные)	-23.5	7.4
Продукция производства древесины и изделий из дерева (лесопиломатериалы необработанные и обработанные, фанера)	-41.6	-25.8
Продукция металлургического производства (черные металлы, медь, никель, алюминий)	-24.0	-17.1
Выпуск: всего производства промежуточного спроса	-19.9	-10.8
Химическое производство	-18.7	-6.8
Производство древесины и изделий из дерева	-29.0	-16.1
Металлургическое производство	-27.2	-17.2
Производство кокса и нефтепродуктов	-2.1	-1.0
Производство резиновых и пластмассовых изделий	-17.5	-11.6

Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ Банка Москвы.

Резюмируем вышесказанное: данные официальной статистики о динамике российского промышленного производства дают основания полагать, что острая фаза спада выпуска закончилась; в июне-июле в промышленности формировался тренд восстановительного роста. При этом основные компоненты внутреннего спроса – потребительский и инвестиционный – продолжали ухудшаться. Сжатие внутреннего спроса, а также высокие запасы предприятий российской экономики пока не дают оснований считать формирующийся тренд роста промышленности устойчивым и долгосрочным. Поэтому *не исключен сценарий реализации непродолжительного коррекционного роста*, выводящего промышленность на новый уровень "дна", который будет несколько выше предыдущего, зафиксированного в ноябре 2008 г.

Другим возможным сценарием является реализация новой модели роста промышленности и экономики в целом, принципиально *ориентированной на внешний, а не на внутренний спрос*. В этом случае динамика роста будет определяться исключительно спросом на отечественные товары традиционного экспорта на мировом рынке; лидерами промышленного роста будут производства промежуточного спроса, а их воздействие на динамику внутреннего спроса и других обрабатывающих производств будет незначительным и отложенным во времени. Кроме того, дальнейшая ориентация роста на производство полуфабрикатной продукции будет в еще меньшей степени способствовать повышению конкурентоспособности отечественной промышленности.

Официальные оценки перспектив роста российской экономики также неоднозначны. На той же пресс-конференции А. Кудрин заявил, что считает «преждевременным говорить, что экономика уже вышла на устойчивую траекторию роста и краткосрочных спадов в ближайшее время не предвидится». Однако, по его заявлению, можно говорить о том, что «результатом 2012 г. станет восстановление ВВП России на докризисном уровне». По нашему мнению, в связи с этим важно понимать, что такие позитивные оценки не могут быть напрямую распространены на динамику промышленного производства. Восстановление докризисного уровня, т.е. рост обрабатывающих производств за три года на 23% и промышленности в целом на 16% (с уровня "дна", на котором пребывала промышленность в течение восьми месяцев), сопоставимо с уже наблюдавшимся опытом форсированного роста. Тогда, в 2008 г., выпуск превышал объемы 2005 г. на 27.1% в обрабатывающих производствах и на 18.6% – в промпроизводстве в целом. Однако в 2006–2008 гг. мощным ресурсом роста был внутренний спрос, стимулируемый притоком в страну капитала и исключительно высокими ценами на энергоносители. На 2010–2012 гг. модель роста пока выстраивается противоположная – ориентированная преимущественно на внешний спрос. Но ее эффективность с точки зрения темпов роста и конкурентоспособности российской промышленности очевидно несравнимо ниже.

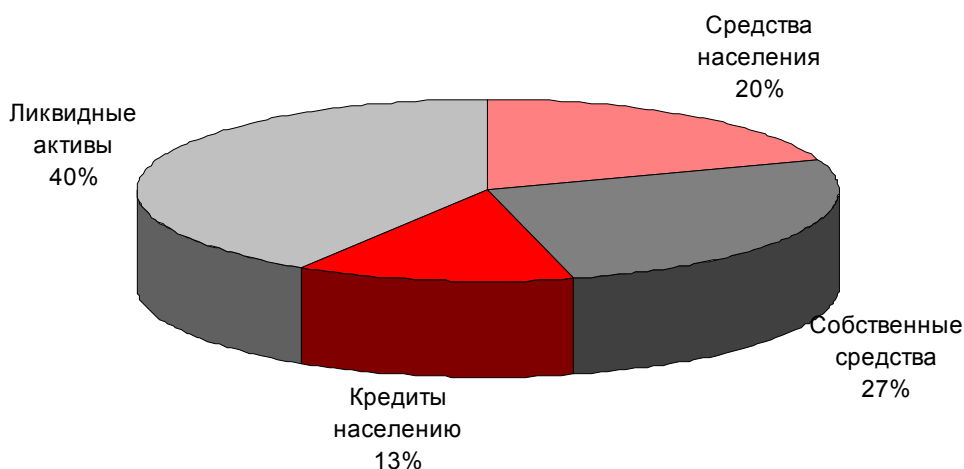
Банковская система

Российский банковский сектор в текущем году пребывает в стагнации. Главная функция сегмента финансового посредничества – трансформация ресурсов и сбережений одних секторов в кредиты и займы другим – реализуется с минимальной эффективностью. Основной финансовый поток, опосредуемый банковской системой в настоящее время, – погашение обязательств перед внешними инвесторами и денежными властями за счет накопленных в начале года ликвидных активов и привлечения средств собственников в уставные капиталы.

Несмотря на значительный девальвационный эффект января, за первые семь месяцев 2009 г. активы банков сократились в номинальном выражении на 0.7%, а с поправкой на динамику обменных курсов – на 3.0%. Главная причина сокращения объемов банковской деятельности – сжатие ресурсной базы банков: с начала года с поправкой на курсовую переоценку банковский сектор лишился более 1.5 трлн. руб. привлеченных ресурсов, что составляет 7.0% от их объема на 01.01.2009.

Единственный сектор экономики, генерирующий приток ресурсов в банковский сектор в 2009 г., – это население. С февраля домашние хозяйства устойчиво наращивают сбережения в банковском секторе. Стабилизация обменного курса рубля и гонка процентных ставок по депозитам физических лиц обеспечили за январь-июль приток средств населения в банковскую систему в объеме более чем в 600 млрд. руб.

Формирование ресурсов банковского сектора в январе-июле 2009 г. (рост пассивов и сокращение активов)



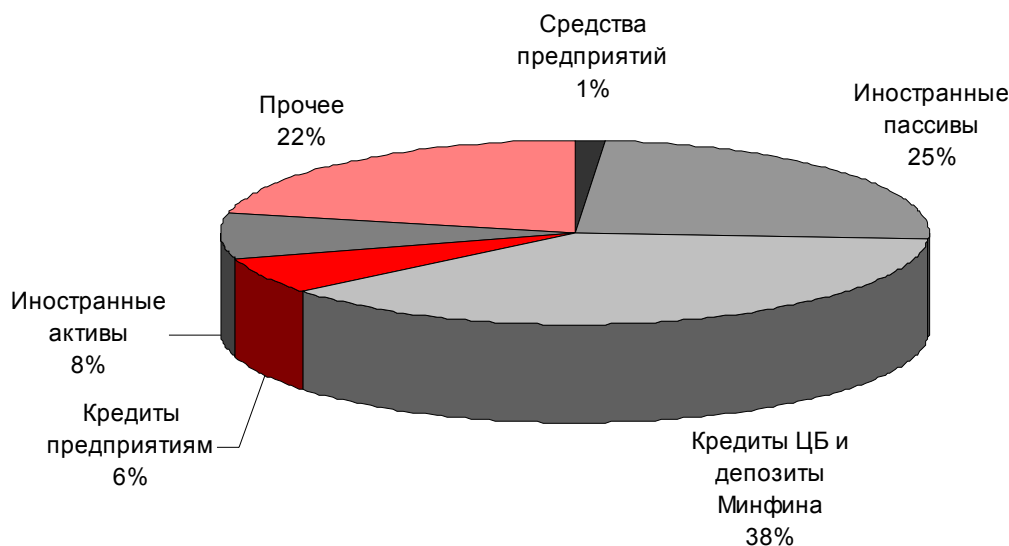
Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Кроме того, каналом поступления ресурсов от населения в банки стало сжатие розничного кредитования: величина погашений старых кредитов стабильно превышает объемы вновь выдаваемых; в результате за период с начала года банки высвободили еще свыше 400 млрд. руб. Таким образом, в 2009 г. население уже направило в банковский сектор более 1 трлн. руб.

Другие виды привлеченных средств банков в настоящее время не выступают в качестве ресурсов банковского сектора – наоборот, банкам приходится направлять значительные объемы средств для погашения ранее привлеченных кредитов и займов. Так, чистое погашение иностранных массивов с начала года уже превысило 25 млрд. долл. (785 млрд. руб.). Еще более масштабным стал возврат средств, привлеченных в конце прошлого года от денежных властей. Задолженность банков перед Банком России с начала года уменьшилась на 1.4 трлн. руб.

В условиях сжатия ресурсной базы банки получили определенную поддержку от собственников. Так, уставный и добавочный капитал банковской системы вырос с начала года более чем на 310 млрд. руб., или на 19%. (За аналогичный период 2008 г., т.е. еще до начала острой фазы кризиса, уставные капиталы банков увеличились всего на 7%.) Однако причиной наращивания собственного капитала явилось не столько замещение сокращающейся ресурсной базы, сколько необходимость компенсации убытков, связанных с формированием резервов на потери по ссудам и другим активам. Только по ссудам банки увеличили резервы с начала года на 544 млрд. руб. (на 63%). По состоянию на 01.08.2009 объем резервов по кредитам юридическим лицам составлял 8.1% от кредитного портфеля (при доле просроченных кредитов в 5.2%), по кредитам физическим лицам – 8.5% (6.0%). Суммарные же резервы на возможные потери и обесценение выросли за тот же период на 645 млрд. руб., т.е. более чем в два раза, превысив взносы собственников в уставный капитал.

Использование ресурсов банковского сектора в январе-июле 2009 г. (рост активов и сокращение пассивов)



Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Сжатие ресурсной базы, при прочих равных условиях, могло бы считаться достаточным основанием для сворачивания любых видов активных операций банков. Однако необходимо учесть, что не все совершенные банками выплаты были жестко обусловлены: наибольший отток ресурсов из банковского сектора был связан с возвратом кредитов и займов Банку России; при этом, согласно отчету Банка России в Государственной Думе, в первом полугодии 2009 г. 33% от погашенных беззалоговых кредитов банки вернули досрочно. Если бы график платежей строго выдерживался, задолженность банков перед Банком России по состоянию на 1 августа 2009 г. была бы на 732 млрд. руб. больше. Но держать на балансе весьма дорогие пассивы банкам было невыгодно: средневзвешенная стоимость портфеля беззалоговых кредитов по состоянию на 01.08.2009 достигала 14.9% годовых, а возможностей доходного размещения таких дорогих пассивов на кредитном рынке с целесообразным уровнем риска банки были лишены (см. раздел «Денежная политика»), став, таким образом, заложниками политики дорогих денег, проводившейся в начале 2009 г.

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

	12.05	12.06	12.07	03.08	06.08	09.08	12.08	03.09	04.09	05.09	06.09	07.09
Пассивы, млрд. руб.	9696	13963	20125	21323	23059	24572	28022	28527	28048	27407	27776	27829
Собственные средства	15.4	14.3	15.3	15.7	15.3	15.2	14.1	15.6	16.4	17.0	17.1	17.6
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.2	0.7	0.2	0.9	12.0	11.5	10.1	8.3	7.2	7.0
Межбанковские операции	4.0	3.4	4.1	4.3	4.1	3.5	4.4	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5
Иностранные пассивы	13.7	17.1	18.1	17.2	18.3	19.0	16.4	16.2	15.7	15.0	14.8	14.4
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.2	25.4	25.5	24.5	21.5	22.1	22.8	23.4	23.8	24.2
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.8	26.2	25.5	24.0	23.6	22.6	22.5	23.4	24.0	24.0
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.0	2.2	1.5	1.7	2.5	5.0	1.0	1.2	1.9	2.2	2.4	2.2
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	5.8	5.5	5.7	5.0	4.1	3.7	3.8	3.7	3.6	3.7

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Другой тип дисбаланса между привлечением и использованием ресурсов связан с несовпадением валютной структуры активов и пассивов вследствие валютизации пассивов банковского сектора. Так, доля депозитов населения в иностранной валюте выросла за последние 12 месяцев с 13.4 до 29.4%, а счетов корпоративных клиентов – с 14.5 до 32.9%. Всего (с учетом оттока иностранных пассивов) общий объем банковских пассивов в иностранной валюте увеличился за последние 12 месяцев на 28 млрд. долл.

Риски, связанные с кредитованием в иностранной валюте, в условиях возросшей (по сравнению с ситуацией годичной давности) волатильности обменного курса рубля, заметно увеличились. Соответственно, пребывает в стагнации и объем инвалютных кредитов: кредиты корпоративным заемщикам в иностранной валюте выросли за 12 месяцев всего на 9 млрд. долл. (9.4%), в том числе на 4 млрд. долл. (3.9%) с начала года. А розничное кредитование сокращается как в рублях, так и в иностранной валюте.

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

	12.05	12.06	12.07	03.08	06.08	09.08	12.08	03.09	04.09	05.09	06.09	07.09
Активы, млрд. руб.	9696	13963	20125	21323	23059	24572	28022	28527	28048	27407	27776	27829
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	2.5	1.9	2.0	2.0	3.0	2.4	2.4	2.2	2.2	2.1
Средства, размещенные в Банке России	7.3	7.5	6.9	5.1	5.8	4.2	7.5	6.7	5.8	5.0	6.3	4.4
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	6.2	5.9	4.8	5.2	5.1	5.2	5.2	5.1	5.1
Иностранные активы	9.1	9.9	9.8	10.8	9.9	12.2	13.8	14.2	13.7	13.8	13.8	15.7
Население	12.1	14.7	16.1	16.4	17.0	17.8	15.5	14.6	14.6	14.7	14.3	14.3
Корпоративный сектор	47.0	45.3	47.2	48.8	49.1	49.0	44.5	46.1	47.3	48.0	47.1	47.0
Государство	6.6	5.2	4.1	3.3	3.4	3.0	2.0	3.1	3.1	3.2	3.3	3.4
Имущество	2.4	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	1.9	2.3	2.4	2.5	2.4	2.5

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

В то же время размещение банками средств в иностранные активы вплоть до июля 2009 г. был ограничено рекомендациями Банка России¹. Единственным возможным направлением размещения валютных ресурсов стали разрешенные в разгар кризиса валютные счета в самом Центробанке. Этот актив позволял страховать валютные риски, но не приносил доходов. Отмена 2 июля 2009 г. вышеуказанных

¹ Письма Банка России от 28.10.2008 № 01-13-1/5713, от 27.11.2008 № 01-15/6980, от 25.12.2008 № 01-15-3/7850 и от 31.03.2009 № 01-15-3/1629.

рекомендаций позволила банкам увеличить доходные размещения активов в иностранной валюте. Только за июль 2009 г. объем иностранных активов банковского сектора вырос на 16 млрд. долл., а баланс в отношениях банков с внешним миром впервые с 2004 г. изменился в пользу иностранных активов: чистые иностранные активы банков достигли 17 млрд. долл., что стало максимальным историческим значением этого показателя.

Таким образом, для восстановления эффективной трансформации сбережений населения и других ресурсов банков в кредитование как минимум необходимы сдвиги в ценовой и валютной структуре привлеченных средств, чтобы она соответствовала параметрам спроса на кредитные ресурсы со стороны нефинансового сектора экономики.

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	39,8	45,6	52,1
млрд. долл.	764	993	1 293	1 680	1 230	1 383	1 510
Реальный ВВП – рост в %	6,4	7,4	8,1	5,6	-8,3	1,6	2,9
Промышленность – рост в %	5,1	6,3	6,3	2,1	-10,0	0,5	3,0
Розничная торговля – рост в %	12,8	13,9	15,2	13,5	-5,5	1,5	3,5
Инвестиции – рост в %	10,9	13,7	21,1	9,8	-19,0	0,0	3,5
Экспорт – реал. рост в %	6,5	7,3	6,4	0,5	-10,8	7,2	3,1
Импорт – реал. рост в %	16,6	21,3	26,6	15,0	-26,1	7,6	4,6
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	30,9	38,6	32,9	2,5	6,9	16,0	17,0
M2 (декабрь к декабрю), %	38,5	48,8	47,5	1,0	10,1	17,3	18,9
M2X (декабрь к декабрю), %	36,3	40,6	44,2	13,8	13,5	18,1	19,3
Активы банковской системы, % ВВП	44,8	51,9	60,8	67,3	81,0	86,2	94,3
Инфляция							
Прирост потребительских цен (дек. к дек.), %	10,9	9,0	11,9	13,3	11,0	10,0	9,0
Прирост потребительских цен (среднегодовой), %	12,5	9,8	9,1	14,1	12,2	9,8	9,5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8,3	7,8	11,0	13,7	11,0	9,5	8,5
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,7	23,3	23,5	22,2	18,3	15,8	16,0
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16,3	15,9	18,1	18,1	24,4	22,1	19,7
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7,5	7,4	5,4	4,1	-6,1	-6,3	-3,7
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43,0	89,2	156,5	137,0	56,8	0,0	0,0
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				74,3	87,5	74,6	71,4
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	244	304	354	472	310	340	360
Импорт товаров, млрд. долл.	125	164	223	292	200	220	240
Счет текущих операций, % ВВП	11,0	9,5	5,9	6,1	3,4	3,6	3,1
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	2,0	41,9	82,8	-132,7	-37	10	30
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	479	427	427	474	538
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	10,0	5,2	3,5	2,4	3,0	3,8	3,3
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,9	3,8	3,8	3,9	5,1	5,9	6,8
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	58,9	59,5	60,7
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1,24	1,26	1,37	1,47	1,38	1,42	1,40

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.