

Уроки кризиса – перезагрузка

Центр стратегических исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Экономическая 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 конце 2009 г. наряду со стабилизацией уровня промышленного выпуска заметно улучшилось состояние российской финансовой сферы. Прежде всего, существенно снизилась инфляция – по итогам 2009 г. она не превысит 9%, а за вторую половину года вообще составит не более 1.5%. Банк России поэтапно уменьшил ставку рефинансирования до исторического минимума в 9%, ставки на межбанковском рынке снизились до 4–6% годовых. Российские акции с начала года подорожали более чем вдвое; индекс цен на облигации увеличился на 27.3% и российский фондовый рынок вновь стал одним из наиболее привлекательных в списке развивающихся экономик.

Несмотря на смягчение денежной политики, оживления экономической конъюнктуры не наблюдается. Итоги развития промышленности осенью свидетельствуют по крайней мере о пребывании на дне, но никак не о движении вверх. Стабилизация промышленного производства достигнута благодаря улучшению внешней конъюнктуры, внутренние же факторы стагнируют. Объем банковского кредитования реального сектора практически не увеличивается, равно как и доходы населения и розничный товароборот, а инвестиционный спрос резко снизился.

Развитие кризиса в 2009 г. показало, что в национальной экономике доминируют структурные проблемы. Административные меры, связанные с ограничением роста безработицы, обострили проблему увеличения темпов производительности труда. Стабилизация и последующее повышение курса рубля свели на нет преимущество в ценовой конкуренции российских производителей. Высокие риски и дорогие банковские кредиты затормозили процесс модернизации.

Год назад была начата плановая девальвация рубля. В результате ускорилась инфляция, возросли процентные ставки, вновь начался процесс валютизации сбережений. Никаких преимуществ отечественная промышленность от снижения курса рубля не получила. Сегодня существенно смягчена денежная политика, однако высока вероятность того, что ускорится инфляция, а на возросший спрос отреагируют не российские производители, а импорт, – и уже весной понадобится перезагрузка финансовой политики, содержанием которой будет возврат к высоким процентным ставкам и низкому курсу рубля. Кризис показал, что все усилия денежных властей по реализации различных направлений финансовой политики наталкиваются на реакцию экономики, часто противоположную классическим канонам. Полагаем, что главным уроком текущего кризиса для России является невозможность поддержки экономического роста лишь с помощью финансовых мер – без решения структурных и институциональных проблем, улучшения инвестиционного климата и обеспечения условий равной конкуренции.

Экономическая политика

Протекание экономического кризиса в России несколько отличается от мировых тенденций: падение промышленного производства оказалось большим, инфляция выше, сохранилась существенная волатильность на финансовых рынках. Есть все основания полагать, что проблемы высокой инфляции, вялой реакции производителей на рыночные сигналы, низкой эффективности реального и финансового секторов кроются не только и не столько в денежной и бюджетной политике, но в структурных проблемах российской экономики. Кризисный 2009 год со всей очевидностью подтвердил данную гипотезу и обозначил ряд уроков.

1. Крайне неустойчивым оказался экономический рост на базе потребления, растущего за счет нефтедолларов и внешних займов.

Падение ВВП и промышленного производства в России будет в 2009 г. максимальным из стран G20: фактическое падение ВВП за первых три квартала составило 9.9%, спад выпуска промышленности – 13.5%; ожидаемое сокращение ВВП по итогам года составит 8.5%. Однако российская промышленность не просто продемонстрировала двузначные темпы спада – проблема заключается в том, что в течение нескольких месяцев объемы выпуска промышленности вернулись на уровень 2005 г. Коррекция уровня, достигнутого за 2.5 года форсированного роста, была исключительно быстрой.

Получилось, что форсированный рост экономики и финансовой сферы в 2006–2008 гг. был лишен смысла: достигнутые объемы производства, основанные на расширении внутреннего спроса, оказались утраченными. Однако долги остались – внешний частный долг превышает валютные резервы России, задолженность населения по банковским кредитам выросла с 2005 г. в 3.5 раза, предприятий – в 3 раза.

2. Политика «дорогих» денег привела к системному разрыву между спросом и предложением банковских кредитов.

В течение 2009 г. банковское кредитование нефинансового сектора находится в состоянии стагнации: за январь–октябрь объем банковских кредитов предприятиям вырос всего на 1.5%, объем кредитов населению сократился на 10.8%.

Официальные лица призывают российские банки, в первую очередь государственные, расширить кредитование не только реального сектора, но и населения. Однако прямой рост объемов кредитования нефинансового сектора не решает проблему возобновления экономического роста. Предприятия предъявляют спрос на кредит главным образом для рефинансирования старых долгов. Снижающиеся процентные ставки делают банковский кредит более доступным, в связи с чем острой фазы кризиса «плохих» долгов удалось избежать. Просроченная задолженность по кредитам предприятиям возросла к концу октября до 5.9%. При этом объем проблемных и безнадежных ссуд приблизился к 9%, а сформированные резервы на потери по ссудам достигли почти 10% от общего объема ссудной задолженности, оставаясь все же значительно ниже ожидавшихся ранее 20%.

Доходы населения во втором полугодии 2009 г. замедлили падение, что объясняется в большей степени «эффектом базы» и стабилизацией падения производства. Однако по итогам года номинальные доходы населения возрастут лишь на 4–5%, что делает недоступным кредит по ставкам в 18–25% годовых.

Есть все основания ожидать, что расширение кредитования не окажет должного воздействия на оживление производства – скорее расширение внутреннего спроса в совокупности со стабильным курсом рубля реанимирует рост импорта. Необходимо качественное улучшение системы кредитования реального сектора экономики, что будет способствовать решению задачи модернизации экономики,

формированию внутреннего спроса на основе собственных финансовых ресурсов и привлекаемых долгосрочных внешних займов. Это действенный способ не только повысить устойчивость экономического роста, но и улучшить его качественно.

3. Задача снижения инфляции не решается лишь контролем за денежным предложением – необходимо регулирование рыночной среды.

Высокой инфляцией сопровождаются все рыночное развитие и реформы в России начиная с 1992 г. В 2007–2008 гг., в период форсированного роста российской экономики, инфляция ускорилась. Напрямую она не препятствовала экономическому росту, однако заметно ухудшала его природу и снижала его устойчивость. Следствиями высокой инфляции были низкая норма сбережений, быстрый рост импорта, высокие процентные ставки по кредитам, но, вместе с тем, и отрицательные реальные ставки по сбережениям. Инвестиции в основной капитал делались преимущественно за счет собственных средств предприятий.

В 2009 г., несмотря на заметное сокращение спроса, инфляция всего лишь замедлилась: по итогам января–октября она превысила 8%. При этом лишь несколько стран (преимущественно из состава бывшего СССР) столкнулись с высокой инфляцией, а в большинстве стран мира, в условиях кризиса и падения спроса, наблюдалась дефляция.

Ситуация на российском рынке в обстоятельствах кризиса четко отражает природу российской инфляции. Сокращение внутреннего спроса обусловило однозначную реакцию производителей – снижение объемов производства и запасов одновременно с повышением (или неснижением) цен. С точки зрения реализации денежной политики ситуация выглядит вообще тупиковой: в случае реализации политики «дорогих» денег снижается совокупный спрос и возрастает стоимость банковских активов – в результате падает производство при низком уровне инфляции; в случае же проведения политики «дешевых» денег производство несколько возрастает, но импорт растет большими темпами и это сопровождается ускорением темпов инфляции. По факту происходит выбор между стимулирующей политикой (но стимулирующей инфляцию и импорт) и рестриктивной (несколько снижающей темпы роста цен, значительно увеличивающей падение производства и провоцирующей банковские кризисы и кризисы «плохих» долгов).

Принципиально важным является создание конкурентной среды на всех сегментах внутреннего рынка. Только улучшение бизнес-климата и повышение конкуренции обусловят адекватный отклик производителей на рыночные сигналы, а именно на расширение производства и запасов, снижение или повышение цен. И лишь после этого монетарные факторы смогут оказывать регулирующее воздействие на инфляцию. Необходимо понимать, что в нынешних условиях попытки Банка России проводить политику таргетирования инфляции, регулировать процентные ставки и отпустить курс рубля в свободное плавание, обречены на провал.

4. Структурные диспропорции и низкий уровень контроля за рисками существенно усилили кризисные проявления.

Недостаток внутренних ресурсов для кредитования нефинансового сектора российская банковская система восполняла в последние годы за счет внешних займов. При этом разрыв между кредитами и депозитами нефинансового сектора превысил собственные средства банковской системы, зафиксированные в середине 2008 г. Системно нарушался баланс пассивов и активов по срокам и валюте, вследствие чего еще за год до кризиса возникали опасные колебания уровня банковской ликвидности. В разгар кризиса бесперебойное функционирование платежной системы оказалось под угрозой, а решение этой проблемы потребовало государственной помощи банковской системе в объеме порядка 10% ВВП.

В период форсированного роста экономики население поменяло модель потребления: накопительную модель, когда население сберегало средства для

покупок, сменила кредитная модель. В результате к началу финансового кризиса задолженность по кредитам составляла 80% от банковских сбережений домашних хозяйств. При этом выигрыш российской экономики от интенсивного роста потребительского кредитования оказался умеренным – расширение потребительского спроса в значительно большей степени стимулировало рост импорта, чем производства российской продукции.

Модель агрессивного и слабо просчитанного наращивания банковского портфеля потребительских кредитов стала серьезным источником нестабильности и финансовой системы, и социальной среды. Сегодня спрос на потребительское кредитование стагнирует и предъявляется лишь для реструктуризации задолженности. При этом доля просроченной задолженности по состоянию на 01.11.2009 г. составляет 6.7%.

Напротив, реальный сектор экономики столкнулся с недостаточностью кредитных ресурсов, предоставляемых ему банковской системой. Налицо *системный разрыв в параметрах кредитных ресурсов*, которые, с одной стороны, запрашиваются предприятиями нефинансового сектора и, с другой стороны, предлагаются кредитными организациями. Предприятиям дорогие и достаточно «короткие» кредитные ресурсы нужны во все меньшем объеме: они просто не в состоянии их диспропорций, формирование эффективной системы кредитования предприятий и населения, в конечном счете, в интересах не только реального сектора экономики, но и банковской системы.

Перечисленные уроки позволяют сделать ряд принципиальных оценок, касающихся экономических тенденций в 2010 г.

Прежде всего, нет оснований утверждать, что российская экономика вступила в период низкой инфляции. Низкие темпы роста потребительских цен во втором полугодии 2009 г. определялись такими факторами, как сокращение доходов населения и потребительского спроса, повышение курса рубля по отношению к мировым валютам, а также снижение денежного предложения в середине года. Масштабная денежная эмиссия, определяемая бюджетным дефицитом, и снижение курса рубля в конце 2009 г. фактически сформировали инфляционный тренд на, по меньшей мере, первый квартал 2010 г. Данный тренд будет поддержан повышением цен на продукцию естественных монополий. Ускорение инфляции неизбежно приведет к увеличению процентных ставок, что делает вероятность повышения ставки рефинансирования и ужесточения денежной политики практически неизбежной.

Далее, реальный сектор откликнется на расширение конечного спроса повышением цен. При этом адекватное увеличение темпов роста производства представляется маловероятным. Усиления инвестиционной активности не наблюдается, а производства промежуточного спроса реагируют главным образом на спрос со стороны внешнего рынка. Вероятная стабилизация курса рубля в конце января – феврале обусловит рост импорта, как всегда, удачно конкурирующего с отечественной продукцией. Здесь еще раз отметим, что реакция производителей, оптимизирующих эффективность прежде всего за счет повышения цен (в силу низкого уровня конкуренции предложения) и лишь затем за счет роста производства, резко снижает действенность денежной политики.

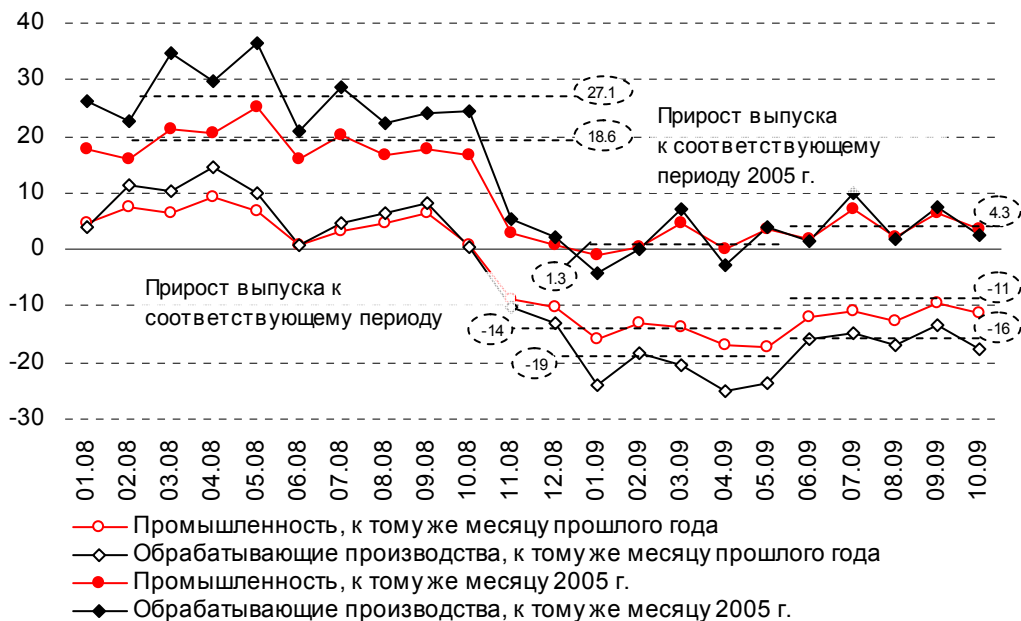
Наконец, существует реальная опасность продолжения реализации сценария форсированного роста образца 2006–2008 гг. Стабилизация мировых рынков капитала открывает российским компаниям и банкам возможность как рефинансировать старые долги, так и привлекать новые. Приток внешних займов может быть поддержан как высоким уровнем экспортной выручки, так и спекулятивным иностранным капиталом. В результате существует вероятность возврата к прежней модели роста, основанной на потреблении за счет внешних средств; при этом имеющиеся структурные диспропорции будут лишь накапливаться, откладывая новые кризисные проявления на будущее.

Реальный сектор

Выпуск российской промышленности в октябре 2009 г. составил 88.8% в годовом выражении, по итогам первых десяти месяцев года – 86.7%.

В целом динамика промышленного производства в последние месяцы в целом подтверждает тезис о реализации сценария коррекционного роста, выдвинутый нами в предыдущем выпуске Обозрения. Действительно, данные за июнь–октябрь свидетельствуют о том, что промышленность оттолкнулась от «дна», на котором она пребывала в течение семи месяцев начиная с ноября 2008 г. Однако наблюдаемое в настоящее время оживление, или, более точно, коррекционный рост, пока просто выводит промышленность на новый, относительно стабильный уровень спада выпуска. Этот новый уровень «дна» выше предыдущего примерно на 3–4 п.п. Так, спад промышленного производства в ноябре 2008 г. – мае 2009 г. можно оценить примерно в 14% (год к году), при этом в июне–октябре сокращение выпуска составило порядка 11% (год к году).

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



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Еще более очевидно формирование нового «уровня сопротивления» в динамике промышленного производства, если соотнести текущий выпуск с объемами соответствующего периода 2005 г. Напомним, что именно итоги 2005 г. можно рассматривать как базисный уровень – это год окончания периода сбалансированного развития экономики, за которым последовал интенсивный, но нестабильный рост на «перегретом» спросе. Отметим также эффективность соотнесения промышленного выпуска с выпуском 2005 г. – такая база сравнения даст возможность реально оценить производственные результаты российской промышленности в ближайшие месяцы и не переоценивать масштабы восстановительного роста, который будет существенным образом определяться низкой базой (начавшимся год назад сокращением промышленного производства).

За период форсированного роста на резком расширении внутреннего спроса, обусловленном рекордным притоком капитала в страну и высоким уровнем мировых цен на энергоносители, промышленное производство увеличилось на 18.6% (январь–октябрь 2008 г. к соответствующему периоду 2005 г.).

Распространение кризиса на экономическую сферу привело к стремительному падению объемов выпуска практически до стартового уровня – уровня выпуска 2005 г.¹. В последние месяцы – период коррекционного роста – наблюдается выход промышленного производства на уровень, превышающий объемы выпуска 2005 г. примерно на 4–4.5%. Более того, этот уровень был достигнут еще в мае 2009 г. и удерживается на протяжении шести месяцев².

Резюмируем: на протяжении более чем пяти месяцев выпуск российской промышленности находится на достаточно стабильном уровне, находящемся ниже объемов 2008 г. на 11% и превышающем объемы 2005 г. примерно на 4–4.5%.

Завершение острой фазы спада выпуска промышленного производства, коррекционный рост и выход производства на новый уровень стабильности ставят очевидные вопросы о структуре и источниках текущего оживления и перспективах выхода на устойчивую траекторию роста.

Сопоставление предыдущего и текущего уровней спада выпуска («дно № 1»: ноябрь 2008 г. – май 2009 г. и «дно № 2»: июнь–октябрь 2009 г.) позволяет сделать следующие выводы о структуре коррекционного роста промышленности.

Переход промышленного производства на новый уровень сокращения выпуска сопровождался минимальной коррекцией динамики добычи полезных ископаемых, чувствительным падением производства и распределения электроэнергии, газа и воды и улучшением ситуации в обрабатывающих производствах в целом: если в ноябре 2008 г. – мае 2009 г. их выпуск сократился более чем на 19%, то в июне сокращение выпуска не превысило 16%.

Промышленный выпуск: прирост к соответствующему периоду 2008 г., в %

| | "Дно № 1": ноябрь 2008 г. – май 2009 г. | "Дно № 2": июнь–октябрь 2009 г. |
|--|---|---------------------------------------|
| Промышленность | -13.7 | -11.2 |
| Добыча полезных ископаемых | -2.9 | -1.6 |
| Обрабатывающие производства | -19.3 | -15.7 |
| инвестиционного спроса | -30.7 | -34.9 |
| потребительского спроса | -9.4 | -6.1 |
| промежуточного спроса | -16.8 | -7.9 |
| Производство и распределение электроэнергии, газа и воды | -6.1 | -8.9 |

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Формально в последние пять–шесть месяцев имели место

- дальнейшее ухудшение ситуации в производствах инвестиционного спроса (главным образом в производстве транспортных средств);
- заметное улучшение динамики производств потребительского спроса (в основном за счет производства пищевых продуктов, изделий из кожи и обуви);
- радикальное улучшение динамики производств промежуточного спроса.

Существенным фактором, с одной стороны, определившим формальное улучшение динамики обрабатывающих производств, с другой стороны, искажающим картину реальной конфигурации роста, стало *начало действия «эффекта базы»*: уже

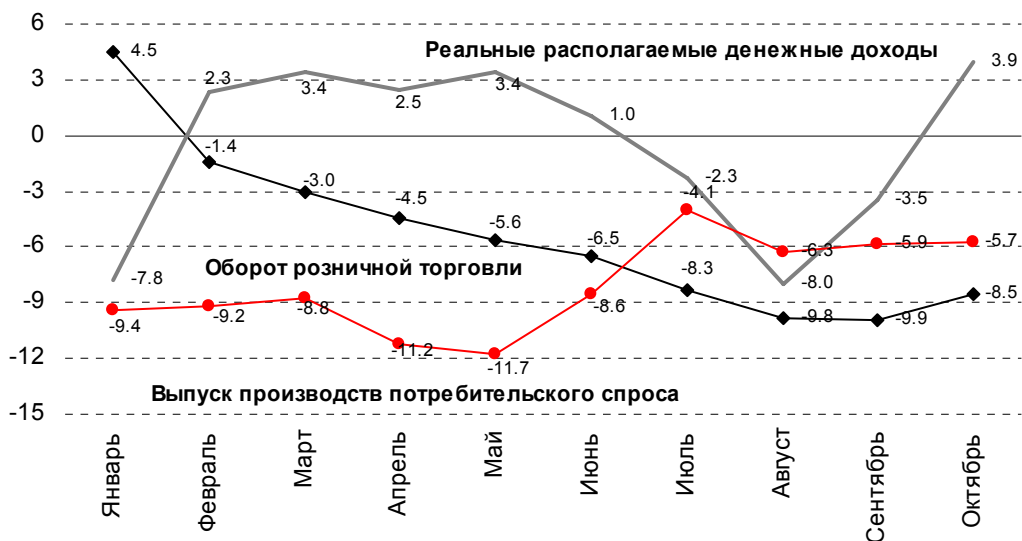
¹ Реально уровень, до которого упал выпуск промышленности в целом и обрабатывающих производств в частности, был выше соответствующих объемов 2005 г. примерно на 1.3%.

² Расхождение в определении момента выхода динамики промышленного производства на новый уровень стабильности связано, в значительной степени, с действием «эффекта базы». Так, прирост выпуска в мае 2008 г. в годовом выражении был весьма высоким, составил 6.7% (год к году), а вслед за этим последовало заметное ухудшение динамических показателей – 0.9–3.2% (год к году) в июне–июле. В известной степени, с высоким уровнем мая 2008 г. связано сохранение глубокого 17%-ного провала выпуска в мае 2009 г.

летом 2008 г. в ряде производств началось сокращение выпуска, и поэтому текущие производственные показатели в годовом выражении выглядят лучше, чем в ноябре 2008 г. – мае 2009 г.

Более конкретно, улучшение динамики производств потребительского спроса в июне–октябре 2009 г. проявилось в сокращении выпуска всего на 6.1% (год к году) после 9.4% в ноябре 2008 г. – мае 2009 г. Оно полностью определяется «эффектом базы», т.е. начавшимся несколько раньше масштабного развертывания кризиса ухудшением их производственных показателей. Отсутствие значимого роста подтверждает и соотношение динамики производств потребительского спроса с объемами базисного 2005 г.: выпуск на уровне и первого (ноябрь 2008 г. – май 2009 г.), и второго (июнь–октябрь 2009 г.) «дна» составлял порядка 110% к соответствующим периодам 2005 г. Кроме того, формальное улучшение ситуации в этих промышленных производствах происходило в условиях заметного падения реальных располагаемых денежных доходов населения и серьезного сокращения оборота розничной торговли.

Реальные располагаемые денежные доходы, оборот розничной торговли и выпуск производств потребительского спроса в 2009 г., в % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Вторым важнейшим источником позитивных тенденций в динамике промышленного производства стало постепенное *восстановление российского экспорта*: в стоимостной оценке в январе–мае экспорт был ниже соответствующего прошлогоднего на 47.5%, а с июня отмечается устойчивое улучшение этого показателя – до 33.8% в сентябре и 21.6% в октябре 2009 г.

Помимо улучшения ценовой конъюнктуры на ряд продукции традиционного российского экспорта в июне–октябре наблюдалось восстановление его объемов. Так, сокращение экспорта продукции металлургического производства составляло 24% в январе–мае 2009 г. (год к году) и всего 5% в июне–октябре 2009 г. (год к году), древесины и изделий из дерева – 43 и 28% соответственно.

Увеличение спроса на российский экспорт заметно стимулировало рост производств промежуточного спроса: если в январе–мае спад выпуска составлял здесь более 19% (год к году), то в июне–октябре – порядка 8%.

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

| | Январь-май | Июнь-октябрь |
|--|--------------|--------------|
| Экспорт продукции производств промежуточного спроса | | |
| продукция химического производства* | -22.6 | -16.9 |
| продукция производства древесины и изделий из дерева** | -43.4 | -28.0 |
| продукция металлургического производства*** | -24.1 | -5.1 |
| нефтепродукты | 5.4 | 4.1 |
| Выпуск всего производства промежуточного спроса | -19.2 | -7.9 |
| продукция химического производства | -18.7 | -4.6 |
| продукция производства древесины и изделий из дерева | -27.2 | -14.7 |
| продукция металлургического производства | -29.0 | -11.5 |
| кокс и нефтепродукты | -2.1 | -0.7 |
| резиновые и пластмассовые изделия | -17.5 | -10.9 |

* - Аммиак, метанол, каучук, удобрения минеральные азотные, калийные и смешанные.

** - Лесопиломатериалы необработанные и обработанные, фанера.

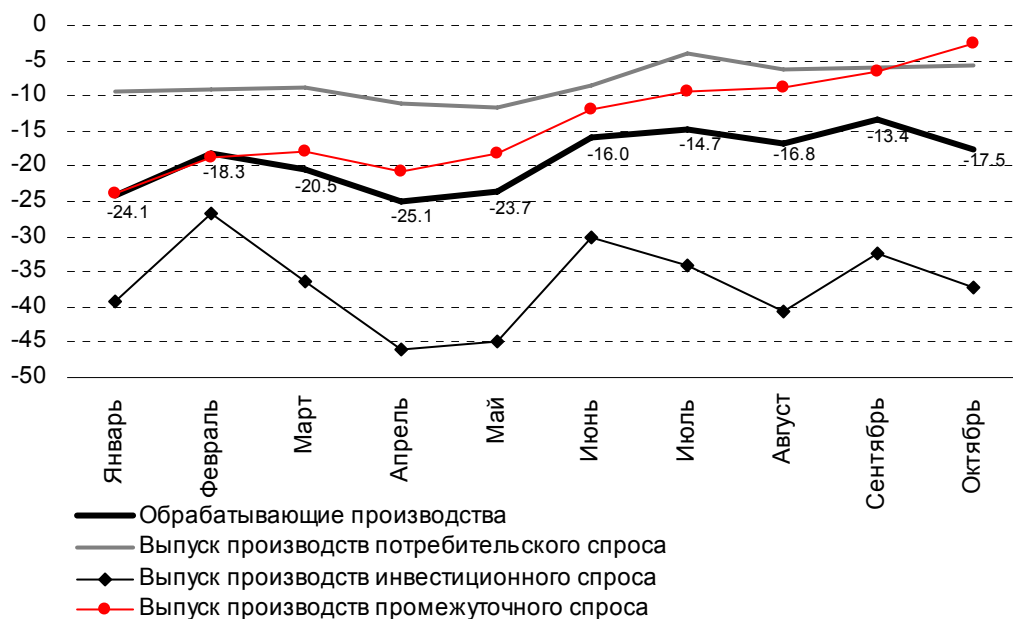
*** - Чёрные металлы, медь, никель, алюминий.

Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ Банка Москвы.

Резюмируем: основными факторами улучшения производственной динамики российской промышленности в июне–октябре 2009 г. стали, во-первых, рост спроса на российскую продукцию на мировых рынках, или начало восстановления мировой экономики, и, во-вторых, сугубо статистический "эффект базы", действие которого обусловлено значительным спадом выпуска год назад. Вместе с тем такие важнейшие факторы роста промышленности и экономики в целом, как потребительский и инвестиционный спрос, «не работали» ни в период нахождения производства на уровне "дна № 1", ни при выходе его на уровень "дна № 2". Сократились реальные располагаемые денежные доходы населения (почти на 2% в июне–октябре 2009 г. – год к году), а с ними и оборот розничной торговли (более чем на 8%), а также инвестиции в основной капитал (на 19%).

Таким образом, вплоть до настоящего времени внутренние, фундаментальные ресурсы роста не оказывают своего действия на состояние экономики – единственным реальным двигателем восстановления выпуска промышленности является внешний спрос. Поэтому продолжительность и интенсивность коррекционного роста промышленного производства (в том числе возможность дальнейшего подъема с зафиксированного уровня "дна № 2") будут определяться темпами восстановления мировой экономики. Однако при этом априори очевидны неустойчивость и неэффективность такого роста с точки зрения конкурентоспособности российской промышленности.

Структура роста обрабатывающих производств в январе–октябре 2009 г.: прирост выпуска к соответствующему периоду предыдущего года, в %



Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ Банка Москвы.

При том что производственные результаты промышленного производства в июне–октябре 2009 г. нельзя однозначно назвать успешными, его финансовые показатели в последние месяцы очевидно улучшились. Цены производителей в большинстве производств, как минимум, не снизились за июнь–октябрь, восстанавливалась рентабельность большинства производств. Более того, увеличилась прибыль торговли. Наконец, главными экономическими достижениями властей стали снижение инфляции и стабильность потребительских цен в августе–октябре; всего же за июнь–октябрь потребительские цены увеличились на 1.2%. Напомним, что неожиданный баланс финансовых интересов производителей, торговли и потребителей образовался в ситуации сжимающегося внутреннего спроса, повышения цен на основные товары российского экспорта и неоптимистичных темпов роста промышленного производства.

Так, цены производителей промышленной продукции увеличились за июнь–сентябрь на 5.8%. Важнейшими слагаемыми данной динамики стал рост цен в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых (12.8%), производстве нефтепродуктов (19.3%), металлургическом производстве (10.9%), что напрямую определялось мировой конъюнктурой цен на товары российского экспорта. В производствах инвестиционного спроса, остальных производствах промежуточного спроса, производстве и распределении электроэнергии, газа и воды цены за указанные пять месяцев изменились незначительно, а на продукцию производств потребительского спроса – увеличились примерно на 1.4%.

Торможение роста цен производителей большинства промышленных производств происходило при одновременном улучшении их финансовых результатов. Рентабельность промышленности в целом в июне–сентябре по сравнению с показателем января–мая выросла почти на 3 п.п., составив 11.3%. Важно, что это объяснялось не только увеличением рентабельности добычи полезных ископаемых и производств промежуточного спроса (в связи с улучшением мировой конъюнктуры цен на товары традиционного российского экспорта) – заметно повысилась рентабельность обрабатывающих производств, ориентированных на внутренний спрос. Например, в производствах потребительского спроса в июне–сентябре она составила 7.2%, что не только выше показателя января–мая (3.7%), но и совпадает с аналогичным прошлогодним значением; или, несмотря на стабильно низкий

инвестиционный спрос, рентабельность большинства соответствующих производств в июне–сентябре вышла из отрицательной зоны.

Рентабельность промышленного производства в январе–сентябре 2008–2009 гг., в %

| | Январь- сентябрь 2008 г. | В том числе | | Январь- сентябрь 2009 г. | В том числе | |
|---|--------------------------------|----------------|-------------------|--------------------------------|----------------|-------------------|
| | | Январь- май | Июнь- сентябрь | | Январь- май | Июнь- сентябрь |
| Промышленность | 15.7 | 16.0 | 15.3 | 9.9 | 8.5 | 11.3 |
| Добыча полезных ископаемых | 22.1 | 22.1 | 22.0 | 18.5 | 15.8 | 21.0 |
| Обрабатывающие производства | 15.5 | 15.3 | 15.7 | 7.1 | 4.8 | 9.3 |
| Производства инвестиционного спроса | 5.8 | 6.5 | 5.2 | -1.5 | -5.1 | 2.0 |
| Производства промежуточного спроса | 25.8 | 25.5 | 26.2 | 12.7 | 10.8 | 14.4 |
| Производства потребительского спроса | 6.3 | 5.5 | 7.1 | 5.4 | 3.7 | 7.2 |
| Производство и распределение электроэнергии, газа и воды | 1.7 | 8.0 | -9.4 | 7.8 | 12.0 | 0.1 |

Примечание. Рентабельность рассчитана как отношение сальдированного финансового результата к стоимости отгруженных товаров.

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Можно предположить, что летом 2009 г., спустя семь месяцев после начала острой фазы экономического кризиса и в канун летних отпусков, большинство промышленных предприятий максимально, и вполне успешно, оптимизировали структуру затрат, резко сократив их в соответствии с фактическим низким спросом и с отсутствием позитивных ожиданий о его динамике.

В условиях такой структуры повышения цен производителей помимо фактического улучшения финансовых показателей промышленного производства имел место рост прибыли предприятий торговли. Это наблюдалось не только в оптовой торговле, аккумулирующей в себе часть прибыли от экспортных контрактов, заметно увеличившейся в летние месяцы вследствие повышения цен на российский экспорт, – заметно выросла прибыль розничной торговли, которая в июне–сентябре оказалась сопоставима с соответствующим прошлогодним показателем.

Прибыль торговли в январе–сентябре 2009 г.

| | В млрд. руб. | | В % к соответствующему периоду 2008 г. | |
|--|----------------|-------------------|---|-------------------|
| | Январь- май | Июнь- сентябрь | Январь- май | Июнь- сентябрь |
| Оптовая торговля* | 265 | 214 | 56.1 | 63.6 |
| Розничная торговля*, ремонт бытовых изделий и предметов личного пользования | 15 | 18 | 60.1 | 90.5 |

* - Кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами.

Источник: Росстат.

Наконец, в условиях восстановления рентабельности обрабатывающих производств, ориентированных на потребительский спрос, а также прибыли розничной торговли, в условиях умеренного роста цен производителей в этих промышленных производствах (1.4% за июнь–сентябрь) произошло аналогичное 1.2%-ное повышение потребительских цен. Более того, в августе–октябре благодаря сезонному удешевлению плодоовощной продукции потребительские цены вообще не повышались. Этот феномен можно связать, во-первых, с

опережающим рост цен производителей ростом потребительских цен в предшествующий период, а также с некоторым укреплением курса рубля, обусловившим более низкие цены импорта для потребителей.

Достижение видимого баланса финансовых интересов производителей продукции потребительского спроса, розничной торговли и потребителей, с одной стороны, и рост экспортных доходов – с другой, являются главными позитивными характеристиками развития российской экономики в последние месяцы: произошла достаточно эффективная адаптация производства и торговли под сжимающийся внутренний спрос, следствием чего стал рост прибыли. Вместе с тем этот рост будет иметь крайне ограниченный позитивный эффект для инвестиционной активности и производственной активности в целом: для большинства производств период «финансового голода» был слишком продолжительным, внутренняя оптимизация бизнеса – слишком болезненной, а масштабы роста прибыли – умеренными. Более того, несложно предположить, что потенциальное расширение внутреннего спроса не только по-прежнему, традиционно, но также и с еще большими основаниями приведет сначала к росту цен и только впоследствии – к видимому расширению выпуска.

Причины высокого роста цен производителей и потребительских цен в российской экономике в значительной степени обусловлены институциональными факторами, приводящими к низкой конкуренции продавцов в большинстве сегментов внутреннего рынка, а также существенным увеличением тарифов на продукцию естественных монополий (железнодорожные перевозки, газ и электроэнергия). Резкое сжатие платежеспособного спроса пока ослабило действие немонетарных факторов ускорения инфляции, однако его расширение будет нести в себе очевидные риски нового инфляционного витка. Таким образом, российская экономика по-прежнему стоит перед дилеммой оптимального выбора между темпами ее роста и низкой инфляцией.

Банковская система

Несмотря на то что говорить об окончании кризиса преждевременно, ситуация в банковском секторе к концу 2009 г. стабилизировалась. Учитывая повышенное внимание российских денежных властей к проблеме нормального функционирования банковской системы, за год удалось избежать таких угроз, как обострение проблем с ликвидностью и кризис «плохих» долгов. Возможные проблемы с банковской ликвидностью были нейтрализованы еще в конце 2008 – начале 2009 г., когда Банк России достаточно оперативно скорректировал систему инструментов предоставления ликвидности – а частности, были приняты меры, значительно смягчившие разрывы между активами и пассивами банков:

- заметно расширен ломбардный список, потенциально возможный объем рефинансируемых банковских активов превысил 1.5 трлн. руб.;
- к рефинансированию были допущены банки, имеющие кредитный рейтинг только от российских рейтинговых агентств;
- введен в оборот инструмент беззалогового кредитования банков, на который на пике кризиса приходились наибольшие объемы поддержки банковской системы со стороны Банка России.

В результате, хотя рублевая ликвидность банков в отдельные периоды опускалась до минимальных уровней, масштабного кризиса ликвидности и паралича платежной системы удалось избежать.

Другим источником вполне обоснованных опасений являлась устойчивость ресурсной базы банков.

С одной стороны, эти опасения основывались на необходимых выплатах по внешним долгам. Предварительно в 2009 г. банкам предстояло погасить свыше 50 млрд. долл. внешних долгов (не считая процентных платежей), что на начало года составляло около трети их совокупной задолженности перед нерезидентами. Полная компенсация этих выплат за счет средств Банка России могла увеличить задолженность банков перед регулятором (по состоянию на начало года) почти в полтора раза – с 3.8 до 5.7 трлн. руб. Между тем за первые десять месяцев 2009 г. фактические выплаты нерезидентам составили 30 млрд. долл. вместо 46 млрд. долл. по графику, т.е. 35% ожидаемых выплат удалось или реструктурировать, или рефинансировать за счет привлечения новых кредитов.

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

| | 12.05 | 12.06 | 12.07 | 3.08 | 6.08 | 9.08 | 12.08 | 03.09 | 06.09 | 09.09 | 10.09 |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Пассивы, млрд. руб. | 9696 | 13963 | 20125 | 21323 | 23059 | 24572 | 28022 | 28527 | 27776 | 28182 | 27999 |
| Собственные средства | 15.4 | 14.3 | 15.3 | 15.7 | 15.3 | 15.2 | 14.1 | 15.6 | 17.1 | 18.8 | 19.4 |
| Кредиты Банка России | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.7 | 0.2 | 0.9 | 12.0 | 11.5 | 7.2 | 5.6 | 4.7 |
| Межбанковские операции | 4.0 | 3.4 | 4.1 | 4.3 | 4.1 | 3.5 | 4.4 | 4.3 | 4.5 | 4.4 | 4.9 |
| Иностранские пассивы | 13.7 | 17.1 | 18.1 | 17.2 | 18.3 | 19.0 | 16.4 | 16.2 | 14.8 | 13.4 | 12.8 |
| Средства физических лиц | 28.9 | 27.6 | 26.2 | 25.4 | 25.5 | 24.5 | 21.5 | 22.1 | 23.8 | 24.2 | 24.7 |
| Средства предприятий и организаций | 24.4 | 24.4 | 25.8 | 26.2 | 25.5 | 24.0 | 23.6 | 22.6 | 24.0 | 24.7 | 24.4 |
| 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 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| Выпущенные ценные бумаги | 7.6 | 7.2 | 5.8 | 5.5 | 5.7 | 5.0 | 4.1 | 3.7 | 3.6 | 3.8 | 3.9 |

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

С другой стороны, наличествовала угроза рецидива бегства вкладчиков, первая волна которого пришлась на осень 2008 г.: за сентябрь–ноябрь 2008 г. отток средств физических лиц из банков составил почти 10% их объема, да и в январе 2009 г. отток вкладов заметно превышал сезонно обусловленный уровень (2.5% вместо 0.6% годом ранее). Однако именно средства населения стали основным источником роста ресурсной базы банков в 2009 г.: за десять месяцев года население пополнило свои банковские счета почти на 1 трлн. руб., что практически полностью компенсировало погашение задолженности перед нерезидентами (для сравнения: приток средств на корпоративные счета за этот период был почти в 4 раза меньше – около 250 млрд. руб.).

В результате предельные объемы задолженности банков перед ЦБР не превышали 4.3 трлн. руб. и с февраля 2009 г. задолженность банков перед регулятором начала уменьшаться: к ноябрю долг банков денежным властям сократился более чем в два раза.

В то же время совокупный объем пассивов банков с начала года практически не изменился: их величина по состоянию на 01.11.2009 была меньше, чем на 01.01.2009, всего на 0.1%. Это означает, что пассивы банков, за исключением средств Банка России, в этот период увеличивались, и данный рост составил, по нашим оценкам, свыше 7%.

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

| | 12.05 | 12.06 | 12.07 | 03.08 | 6.08 | 9.08 | 12.08 | 03.09 | 06.09 | 09.09 | 10.09 |
|--------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Активы, млрд. руб. | 9696 | 13963 | 20125 | 21323 | 23059 | 24572 | 28022 | 28527 | 27776 | 28182 | 27999 |
| Наличные деньги и драгметаллы | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 3.0 | 2.4 | 2.2 | 2.1 | 2.2 |
| Средства, размещенные в Банке России | 7.3 | 7.5 | 6.9 | 5.1 | 5.8 | 4.2 | 7.5 | 6.7 | 6.3 | 3.9 | 4.3 |
| Межбанковские операции | 6.3 | 5.8 | 5.4 | 6.2 | 5.9 | 4.8 | 5.2 | 5.1 | 5.1 | 5.0 | 5.3 |
| Иностранные активы | 9.1 | 9.9 | 9.8 | 10.8 | 9.9 | 12.2 | 13.8 | 14.2 | 13.8 | 16.0 | 14.8 |
| Население | 12.1 | 14.7 | 16.1 | 16.4 | 17.0 | 17.8 | 15.5 | 14.6 | 14.3 | 13.8 | 13.8 |
| Корпоративный сектор | 47.0 | 45.3 | 47.2 | 48.8 | 49.1 | 49.0 | 44.5 | 46.1 | 47.1 | 46.8 | 47.0 |
| Государство | 6.6 | 5.2 | 4.1 | 3.3 | 3.4 | 3.0 | 2.0 | 3.1 | 3.3 | 3.7 | 3.9 |
| Имущество | 2.4 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.7 |

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Основным источником возможной нестабильности в банковском секторе в ближайшем будущем остаются кредитные риски. Мы уже отмечали эту тенденцию в предыдущих обзорах, однако продолжающееся ухудшение ситуации вынуждает нас еще раз вернуться к этому вопросу.

Объемы кредитного портфеля в корпоративном секторе поддерживаются преимущественно за счет пролонгаций и реструктуризаций старых кредитов. Одновременно качество кредитов неуклонно ухудшается: доля просроченных кредитов в корпоративном секторе достигла 6%, при этом показанные в отчетности банков NPL (проблемные и безнадежные ссуды по классификации Банка России) достигли 9% от объема совокупного кредитного портфеля. При оценке уровня NPL необходимо учитывать, что в 2009 г. при классификации уровня качества ссуд для банков действуют определенные послабления (указание 2156-У) – исходя из этого уровень NPL, рассчитанный по старым правилам, оказывается гораздо выше. По оценкам представителей Банка России, данными послаблениями могут быть затронуты до 5% портфеля кредитов, из которых большая часть приходится именно на ссуды наихудшего качества.

И не случайно облегченный режим классификации качества ссуд, после консультаций с представителями банковского сообщества, был продлен Центробанком до середины следующего года. Это означает, что угроза кризиса

«плохих» долгов до сих пор считается актуальной и риск потери банками вследствие этого значительной части капитала остается высоким.

В целом 2010-й может оказаться годом умеренного восстановительного развития банковского сектора. Вместе с тем многое будет зависеть от состояния других секторов экономики – в первую очередь от возможности корпоративных клиентов своевременно обслуживать свою задолженность перед банками. Увеличение платежеспособности реального сектора экономики является основным фактором, способным если не ликвидировать угрозу кризиса «плохих» долгов, то, по крайней мере, смягчить остроту этой проблемы.

Вторым важным фактором, на который может опираться развитие банковского сектора, следует считать сохранение притока сбережений населения, формирующих ресурсную базу банков. Это, в свою очередь, также связано с финансовым положением корпораций-работодателей – оплата труда составляет значимую часть доходов населения, а без их увеличения невозможен устойчивый рост сбережений, в том числе и банковских вкладов.

При достижении благоприятной экономической обстановки мы оцениваем рост кредитов корпоративным заемщикам в 2010 г. на 11–13%, кредитов населению – на 6–8%. Рост вкладов населения в 2010 г. может достичь 14–16%, а общий объем банковских активов – 15–17%.

Прогноз основных экономических показателей

| | Факт | | Оценка | | Прогноз | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г. | 2009 г. | 2010 г. | 2011 г. | 2012 г. |
| Макропоказатели | | | | | | | |
| Номинальный ВВП: | | | | | | | |
| трлн. руб. | 26,9 | 33,1 | 41,7 | 39,2 | 43,5 | 48,1 | 53,3 |
| млрд. долл. | 993 | 1 293 | 1 680 | 1 582 | 1 402 | 1 526 | 1 665 |
| Реальный ВВП – рост в % | 7,4 | 8,1 | 5,6 | -9,1 | 1,9 | 3,1 | 3,6 |
| Промышленность – рост в % | 6,3 | 6,3 | 2,1 | -10,0 | 2,5 | 3,0 | 4,0 |
| Розничная торговля – рост в % | 13,9 | 15,2 | 13,5 | -5,7 | 2,0 | 4,0 | 5,0 |
| Инвестиции – рост в % | 13,7 | 21,1 | 9,8 | -18,0 | 0,0 | 4,0 | 6,0 |
| Экспорт – реал. рост в % | 7,3 | 6,4 | 0,5 | -11,5 | 6,0 | 2,9 | 3,0 |
| Импорт – реал. рост в % | 21,3 | 26,6 | 15,0 | -28,4 | 11,1 | 11,6 | 12,4 |
| Денежные агрегаты | | | | | | | |
| M0 (декабрь к декабрю), % | 38,6 | 32,9 | 2,5 | 12,2 | 17,6 | 19,0 | 19,3 |
| M2 (декабрь к декабрю), % | 48,8 | 47,5 | 1,0 | 12,8 | 16,7 | 21,5 | 20,2 |
| M2X (декабрь к декабрю), % | 40,6 | 44,2 | 13,8 | 15,0 | 16,7 | 20,7 | 19,7 |
| Активы банковской системы, % ВВП | 51,9 | 60,8 | 67,3 | 82,1 | 87,8 | 95,0 | 100,4 |
| Инфляция | | | | | | | |
| Прирост потребительских цен (дек. к дек.), % | 9,0 | 11,9 | 13,3 | 9,0 | 11,0 | 10,0 | 9,0 |
| Прирост потребительских цен (среднегодовой), % | 9,8 | 9,1 | 14,1 | 11,8 | 8,8 | 10,5 | 10,1 |
| Базовая инфляция (декабрь к декабрю), % | 7,8 | 11,0 | 13,7 | 8,7 | 10,5 | 9,3 | 8,5 |
| Бюджет | | | | | | | |
| Доходы федерального бюджета, % ВВП | 23,3 | 23,5 | 22,2 | 18,1 | 16,9 | 16,6 | 16,2 |
| Расходы федерального бюджета, % ВВП | 15,9 | 18,1 | 18,1 | 25,3 | 22,7 | 19,5 | 18,2 |
| Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП | 7,4 | 5,4 | 4,1 | -7,2 | -5,9 | -3,0 | -1,9 |
| Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл. | 89,2 | 156,5 | 137,0 | 71,6 | 42,2 | 66,3 | 89,0 |
| Фонд национального благосостояния, млрд. долл. | | | 74,3 | 95,6 | 90,0 | 88,6 | 86,5 |
| Платежный баланс | | | | | | | |
| Экспорт товаров, млрд. долл. | 304 | 354 | 472 | 300 | 350 | 370 | 390 |
| Импорт товаров, млрд. долл. | 164 | 223 | 292 | 190 | 220 | 250 | 290 |
| Счет текущих операций, % ВВП | 9,5 | 5,9 | 6,1 | 3,4 | 4,5 | 3,1 | 1,4 |
| Чистый приток/отток капитала, млрд. долл. | 41,9 | 82,8 | -132,7 | -45 | 0 | 20 | 30 |
| Золотовалютные резервы, млрд. долл. | 304 | 479 | 427 | 438 | 489 | 546 | 591 |
| Государственный долг | | | | | | | |
| Государственный внешний долг, % ВВП | 5,2 | 3,5 | 2,4 | 2,3 | 3,7 | 4,0 | 4,9 |
| Государственный внутренний долг, % ВВП | 3,8 | 3,8 | 3,9 | 5,2 | 5,9 | 6,9 | 6,7 |
| Валютный курс | | | | | | | |
| Курс «рубли/доллар»: | | | | | | | |
| на конец года | 26,3 | 24,6 | 29,4 | 29,4 | 31,3 | 31,8 | 32,5 |
| среднегодовой | 27,1 | 25,6 | 24,8 | 24,8 | 31,0 | 31,5 | 32,0 |
| Экзогенные параметры | | | | | | | |
| Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр. | 60,9 | 69,6 | 94,4 | 60,5 | 65,0 | 68,0 | 70,0 |
| Курс «доллар/евро» (в среднем за год) | 1,26 | 1,37 | 1,47 | 1,39 | 1,42 | 1,39 | 1,35 |

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.