

Экономический рост – возможные варианты

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 начале экономического кризиса в России (в конце 2008 г.) оценки глубины падения производства варьировались от 0 до 5% спада. По мере понимания того, что глобальный кризис пришел надолго, официальные прогнозы и оценки независимых экспертов были оперативно скорректированы в отрицательную область – от 8 до 10%. Оценки падения инвестиций в основной капитал и вовсе составляли 17–25%.

Сегодня преобладает общее мнение, отражающее неизбежный экономический рост в России в текущем и последующих годах. Оценки различаются лишь в темпах экономического роста: скептическое меньшинство указывает на слабый восстановительный рост в 1.5–2.0%; официальные прогнозы несколько оптимистичнее и предполагают в 2010 г. рост ВВП на 3%; наконец, наибольшими оптимистами выступают аналитики инвестиционных банков, ожидающие экономический рост в 5–7%.

Основные аргументы в пользу роста российской экономики в нынешнем году следующие. Во-первых, мировая экономика восстанавливается. Во-вторых, цены на сырье останутся на текущих уровнях либо даже несколько возрастут. В-третьих, отсчет наблюдаемого ныне роста будет вестись от низкой базы прошлого года.

Есть и аргументы «против». Во-первых, спрос на российское сырье и полуфабрикаты уже восстановился в середине прошлого года и, единственно, явился фактором поддержания объемов выпуска, но никак не его роста. Во-вторых, цены на сырье были высокими и в прошлом году, что не обеспечило экономического роста. В-третьих, банковская система находится в стагнации, и пока нет оснований ожидать оживления в области кредитования нефинансового сектора.

Оценки перспектив экономического роста лишь в незначительной степени связаны с антикризисными мерами. Ожидается, что «локомотивами» роста могут стать внешние факторы и внутренний спрос на товары. Однако действие внешних факторов весьма ограничено – они способны только поддержать спрос на сырье на текущих (или несколько больших) уровнях и реструктурировать внешнюю частную задолженность. Объем выплат по внешнему долгу в 2010 г. значителен. Расширение внутреннего спроса, как это уже и наблюдалось в последнее десятилетие, обусловит рост импорта – тем более что курс рубля, при предположении о высоких ценах на нефть, останется стабильным или возрастет. Главное, что инвестиционный рост не предполагается ни в одном из вариантов. В данном контексте можно лишь высказать мнение, что даже 3%-ный рост экономики в текущем году создаст высокую базу для стагнации в 2011 г.

Экономическая политика

Накануне экономического кризиса в российском экспертном сообществе доминировал оптимизм. Казалось, экономика, обладающая столь значительными запасами сырья и занимающая третье место в мире по объему накопленных валютных резервов, может лишь замедлить темпы роста, но никак не испытать спад промышленного выпуска и инвестиций, аналогичный тому, что имел место десять лет назад.

В реальности Россия не стала «тихой гаванью» в рамках глобального кризиса – спад в ней был наибольшим среди стран G20. Но сегодня, в отличие от 1998 г., уже через полтора года после начала кризиса и еще до появления действительных и безусловных сигналов его завершения, отмечается возврат оптимизма в оценки перспектив российской экономики. Мы не исключаем того факта, что большинство экономических аналитиков ориентированы на инвесторов, которые хотят слышать хорошие новости. Но даже некоторые из руководителей российских денежных властей выражают надежду на то, что экономический рост окажется выше официальных оценок. Напомним, что Министерство экономического развития РФ в конце 2009 г. представило сценарный прогноз на текущий год, в котором темпы роста ВВП варьируются от 1.3 до 3.5%. Однако значительное число экспертов, прежде всего представители крупнейших банков и инвестиционных компаний, предсказывают рост ВВП на 5–7%.

Подобные оценки представляются тем более значимыми, что неоправданный оптимизм может как дезориентировать инвесторов, так и привести к системным и крайне «затратным» ошибкам в области стратегического планирования. В порядке уточнения наименее очевидных аспектов прогноза объемов ВВП ЦСИ Банка Москвы предлагает результаты тестирования возможных оценок и гипотез на основе структурного балансирования ВВП1.

Отметим, что детальные прогнозные расчеты производства ВВП в настоящее время существенно осложнены решением Росстата о пересмотре индекса промышленного производства и соответствующим изменением исходной официальной статистики: в соответствии с официальным заявлением процесс перехода к новым динамическим рядам по промышленности завершится только к середине текущего года – это существенно затрудняет прогнозирование как промышленной динамики, так и ВВП в целом на основе производственного подхода. Вместе с тем имеющиеся к настоящему времени данные дают основание предполагать, что реальный прирост промышленного производства в 2010 г. может составить не более 3%. Официальный прогноз МЭР РФ находится в интервале 1.7–3.1%, при том что даже консервативные оценки роста промышленности на уровне 3% полностью зависят от устойчивости восстановительного тренда мировой экономики (более подробно об этом см. в разделе «Реальный сектор» настоящего Обозрения). Учитывая, что в другой крупной отрасли материального производства – строительстве – сложно ожидать оживления, *крайне маловероятно, что прирост произведенного ВВП в 2010 г. может превысить 3.5%.*

При прогнозировании использования ВВП в первую очередь следует рассмотреть возможную динамику *валового накопления основного капитала.*

¹ Развиваемый ЦСИ Банка Москвы метод прогнозирования макроэкономических характеристик на основе *структурного балансирования ВВП* опирается на системное рассмотрение трех аспектов экономического развития – производства, формирования доходов и их использования на потребление и накопление. Главным инструментом при этом является взаимная увязка прогнозных оценок элементов ВВП по всем трем методам его расчета – производства, использования и по источникам доходов. На первом этапе на основе автономных предварительных прогнозных расчетов формируются исходные оценки отдельных элементов. Далее центральное место занимает последовательное уточнение этих оценок, проводимое в рамках итеративного процесса с учетом требований сбалансированности структурных характеристик.

С одной стороны, в связи с неопределенностью перспектив экономического развития в ближайшие годы, она характеризуется сохранением стагнации инвестиционных процессов. Поскольку руководители крупнейших корпораций и банков не всегда разделяют оптимизм рыночных аналитиков, инвестиционные программы на 2010 г. формировались в условиях острой фазы кризиса и в своем большинстве оставлены прежними или представленные в них показатели оказались снижены в номинальном выражении. То есть даже при отсутствии повышения цен на продукцию инвестиционного назначения (чего не ожидает даже в МЭР ни в одном из рассматриваемых сценариев) реальный объем инвестиционных программ сократится. Далее, также согласно прогнозу МЭР, государственные капитальные вложения снизятся с 3.5 до 3.3% ВВП. С учетом предполагаемого роста номинального ВВП практически это означает неизменность государственных капитальных вложений.

С другой стороны, динамика инвестиционных программ будет тормозиться прямым дефицитом соответствующих ресурсов. Совокупный объем источников финансирования инвестиций в 2010 г., скорее всего, не изменится. Косвенную оценку динамики собственных средств предприятий, играющих существенную роль в финансировании инвестиций, позволяет осуществить прогноз валовой прибыли в составе ВВП. Прогнозные расчеты ВВП по источникам доходов показывают, что объем этого элемента ВВП составит в 2010 г. порядка 14 трлн. руб., а темп его роста будет практически вдвое ниже, чем в предкризисные годы. Одновременно, как свидетельствуют расчеты межсекторных финансовых потоков, темп прироста кредитов предприятиям в 2010 г. будет по крайней мере в три раза меньше, чем в предкризисные годы. Радикальное замедление как темпов роста валовой прибыли, так и кредитования предприятий в 2010 г. предопределяет то обстоятельство, что номинальный объем финансирования инвестиций, по оптимистичной оценке, увеличится не более чем на 1–2%.

Таким образом, даже при предположении, что цены на продукцию инвестиционного назначения не будут расти (МЭР оптимистично ожидает индекс-дефлятор на уровне 101.5–102.5%), *реальный прирост инвестиций и, соответственно, валового накопления основного капитала в 2010 г. будет практически нулевым, и это, подчеркнем, также оптимистичная оценка.*

Далее, сложившаяся к настоящему времени ситуация позволяет предполагать, что средние цены на нефть Urals в текущем году составят не менее 70 долл./барр. При этом среднегодовой обменный курс национальной валюты будет соответствовать уровню в 29–30 руб./долл. С учетом весьма вероятного укрепления рубля в 2010 г. реальный прирост импорта товаров и услуг можно ожидать на уровне 15–16% (МЭР, в зависимости от сценария, ожидает роста импорта в долларах США в 9–19%). Следует отметить, что эти оценки соответствуют сценарию роста ВВП на 1.3–3.5%.

Объем импорта прямо зависит от величины ВВП. Поэтому если исходить из предположения о радикально высоких темпах роста ВВП в 5–7%, можно ожидать, что реальный прирост импорта будет еще выше – 20–22%. Вместе с тем даже умеренные темпы прироста импорта обуславливают низкие темпы (существенный отрицательный прирост) чистого экспорта в составе ВВП, т.е. действуют в направлении уменьшения темпа роста ВВП. Дополнительно, снижающийся курс евро к мировым валютам может еще больше увеличить объемы импорта.

Указанные характеристики – нулевой прирост инвестиций и отрицательный прирост чистого экспорта – означают, что для достижения 5–7%-ного прироста ВВП конечное потребление домашних хозяйств в реальном исчислении должно возрасти в 2010 г. не менее чем на 13–14%(!). Но подобное предположение представляется весьма спорным в силу, как минимум, ожидаемой динамики денежных доходов населения.

Основу прогноза денежных доходов населения составляет прогноз ВВП по источникам доходов. Валовая оплата труда в составе ВВП как основной источник денежных доходов населения накладывает определенные ограничения на их возможный объем – в частности, доля оплаты труда в ВВП не может существенно превысить 50%. Более того, в российской экономике она всегда была устойчиво ниже, и лишь в кризисном 2009 г. достигла 51.8%. Кроме того, темп роста номинальных денежных доходов населения напрямую связан с темпом роста номинального ВВП (исключение здесь также составил лишь кризисный 2009 г., когда при сокращении номинального ВВП денежные доходы населения увеличились). Исключительность кризисного 2009 г. вполне объяснима: правительство тогда реализовывало комплекс антикризисных мер, связанных как с социальными выплатами, так и с административным регулированием занятости; федеральные и региональные власти всячески ограничивали рост безработицы, но при этом обострились проблемы с ростом производительности труда (которая снизилась в 2009 г. на 6%).

Учитывая перечисленные факторы, наиболее вероятно ожидать в 2010 г. прироста номинальных денежных доходов населения на 9–11%. Прогноз развития банковской системы позволяет оценить прирост кредитов населению в текущем году в наиболее оптимистичном сценарии в 5–7%. В результате *возможный реальный прирост расходов на конечное потребление домашних хозяйств в 2010 г. составит 3–5%, что существенно ниже 13–14%, необходимых для достижения 5–7%-ного прироста ВВП.* Данные оценки дополняют прогноз производства ВВП в части стагнационной динамики строительства и торговли.

Таким образом, представленный выше структурный анализ динамики различных компонентов ВВП удерживает нас от неоправданного (пусть и желаемого) оптимизма: *мы оцениваем номинальную величину российского ВВП по итогам 2010 г. в 43 трлн. руб., а его реальное увеличение относительно предыдущего года – примерно в 2.8–3.0%.* Приведенные оценки оптимистичны и инерционны. Инерционны, поскольку для принципиального улучшения положения в экономике в текущем году у российского правительства нет времени (инфраструктурные и модернизационные проекты находятся еще только на стадии обсуждения, равно как и проблемы улучшения бизнес-климата в стране). Оптимистичны же они по причине предположения улучшения состояния внешней среды и отсутствия серьезных катаклизмов на внутреннем и внешнем рынках.

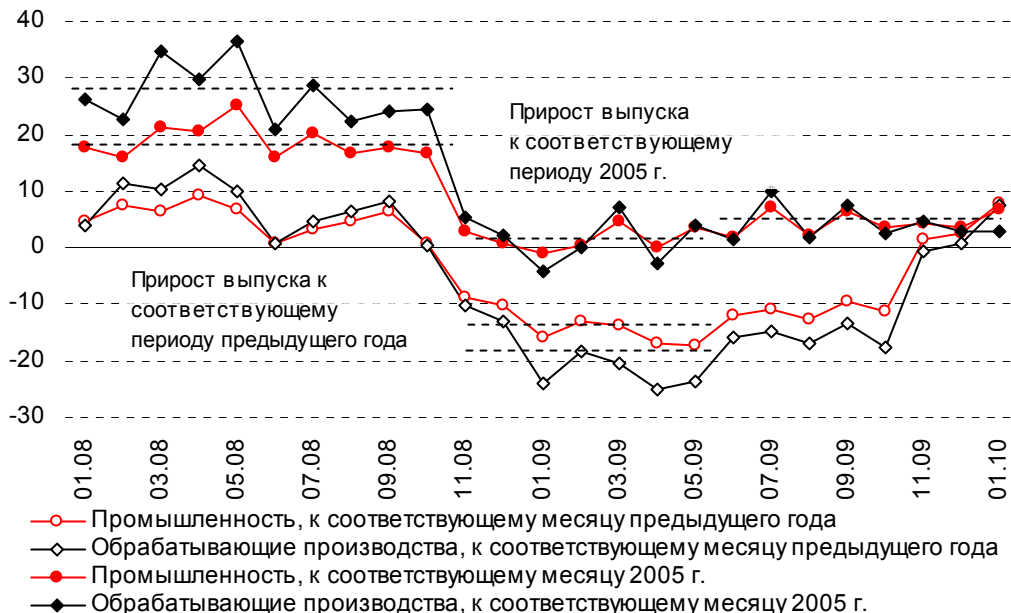
Реальный сектор

Российская промышленность в ноябре 2009 г. – январе 2010 г. вновь продемонстрировала рост выпуска в годовом выражении; при этом статистически восстановление промышленности ускорилось – так, если в ноябре 2009 г. прирост составлял 1.5% (год к году), то в декабре – 2.7%, а в январе 2010 г. – уже 7.8%.

Формально это усиливает оптимизм в оценках перспектив роста российской промышленности в 2010 г. С учетом масштабов провала выпуска в период активной фазы кризиса, а также невысокой коррекции выпуска в июне–декабре 2009 г. российское промышленное производство потенциально готово к любому сценарию дальнейшего развития – как к длительной коррекции, так и к более интенсивному росту. Очевидно, что важнейшим фактором роста промышленного выпуска в 2010 г. будет «эффект базы», поэтому повышенное внимание к формальному улучшению статистики в промышленности малопродуктивно. Гораздо более содержательными являются вопросы о структуре коррекционного роста, его движущих факторах, его устойчивости, а также об условиях выхода на траекторию долгосрочного стабильного роста, обеспеченного повышением конкурентоспособности промышленного производства.

Напомним, что в первые же месяцы экономического кризиса выпуск обрабатывающих производств и промышленности в целом резко снизился практически до уровня, предшествующего началу роста российской экономики «на перегреве».

Прирост выпуска обрабатывающих производств и промышленности в 2008 г. – январе 2010 г., в %



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Достигнутый уровень «дна № 1» превышал соответствующий промышленный выпуск 2005 г. всего на 1.1–1.6% и наблюдался на протяжении ноября 2008 г. – мая 2009 г. Коррекция, начавшаяся в июне 2009 г., вывела промышленный выпуск на стабильный уровень «дна № 2» (+4.0% к 2005 г.), от которого промышленность не смогла «оттолкнуться», несмотря на формальный рост в ноябре–декабре 2009 г. Не дают оснований говорить о завершении стагнационной паузы и данные о промышленном выпуске в январе 2010 г.

Действительно, прирост выпуска промышленности в январе 2010 г. составил 7.8% год к году и 6.7% к январю 2005 г. Однако это не может рассматриваться как начало активной фазы роста: помимо выраженного «эффекта базы» (сокращение выпуска в январе 2009 г. на 16% – год к году – было локальным максимумом) такое улучшение динамики объясняется внесистемными факторами, не имеющими долгосрочного стимулирующего эффекта. В их числе *фактор исключительно холодной зимы 2009–2010 г.* (что обусловило рост производства и распределения электроэнергии, газа и горячей воды на 8.4% – год к году), а также *восстановление экспорта природного газа* после российско-украинского газового кризиса в январе 2009 г. (что поддержало рост добычи полезных ископаемых на 6.9% год к году и на 9.1% к январю 2005 г. – это лучшие показатели за последние четыре года).

Прирост промышленного производства в 2009 г. – январе 2010 г., в %

	К соответствующему периоду предыдущего года			К соответствующему периоду 2005 г.				
	Январь- май 2009 г.	Июнь- декабрь 2009 г.	2009 г.	Январь 2010 г.	Январь- май 2009 г.	Июнь- декабрь 2009 г.	2009 г.	Январь 2010 г.
Индекс промышленного производства	-15.4	-7.4	-10.8	7.8	1.6	3.9	2.9	6.7
Добыча полезных ископаемых	-3.4	0.2	-1.2	6.9	2.5	4.0	3.4	9.1
Обрабатывающие производства	-22.4	-11.2	-16.0	7.6	1.1	4.0	2.8	3.0
Производство и распределение электро- энергии, газа и воды	-5.3	-4.4	-4.8	8.4	0.5	1.4	1.1	13.1

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

В то же время выпуск обрабатывающих производств в январе 2010 г. по-прежнему находился на уровне, сформировавшемся в июне–декабре 2009 г., и превышал соответствующий показатель 2005 г. всего на 3%. С учетом сокращения выпуска в январе 2009 г. на рекордные 24.1% (год к году) рост в январе 2010 г. на 7.6% (год к году) уже не должен создавать иллюзий: российская обрабатывающая промышленность устойчиво находится практически на том же уровне, с которого в 2006 г. начала ускорившийся рост благодаря расширению внутреннего спроса за счет стремительного наращивания внешних заимствований и повышения мировых цен на энергоносители.

К началу экономического кризиса осенью 2008 г. такая модель роста вывела объемы выпуска отечественной промышленности на уровень +27% к 2005 г. в обрабатывающих производствах и +18.6% – в промышленности в целом и означала среднегодовые темпы роста в 8.3% для обрабатывающего сектора и 5.9% – для всего промышленного производства. Подобная динамика главным образом объяснялась увеличением инвестиций в основной капитал темпами около 18% в год, а также почти 11%-ным среднегодовым приростом реальных располагаемых денежных доходов и 65%-ным ростом потребительского кредитования, что обеспечивало ежегодное 15%-ное расширение розничного товарооборота. Кроме того, среднегодовыми темпами более 29% рос экспорт – и не только за счет повышения стоимости нефти, нефтепродуктов и газа, но и за счет увеличения остального российского экспорта: темпами около 23% в год.

**Условия динамики восстановления промышленного производства
в 2009 г. – январе 2010 г., в %**

	Январь- май 2009 г.	Июнь- декабрь 2009 г.	2009 г.	Январь 2010 г.
Оборот розничной торговли	-2.2	-7.5	-5.5	0.3
Реальные располагаемые денежные доходы	1.2	2.2	1.9	7.1
Инвестиции в основной капитал	-17.7	-16.5	-17	-8.7
Традиционный экспорт* – физические объемы	-11.4	6.3	-1.9	
Традиционный экспорт*, в долл. США	-50.9	-30.7	-39.0	
Экспорт, в долл. США	-47.5	-27.3	-35.6	
Импорт, в долл. США	-42.3	-34.2	-37.3	

* - Продукция топливно-энергетического комплекса, деревообработки, химии и нефтехимии, металлообработки.

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Контекст восстановительного роста российской промышленности в 2009–2010 гг. принципиально иной: в отличие от предыдущей модели роста промышленного производства *инвестиции в основной капитал* демонстрируют снижение на протяжении пятнадцати месяцев – по итогам 2009 г. их сокращение составило 17% и даже в условиях низкой базы января 2009 г. в январе 2010 г. они уменьшились еще на 8.7%.

Далее, *реальные располагаемые денежные доходы населения* увеличиваются минимально. В октябре 2009 г. – январе 2010 г. формально быстрый рост реальных денежных доходов просто «отыграл» их резкое снижение год назад (в период развертывания экономического кризиса в октябре 2008 г. – январе 2009 г.), а в ближайшие месяцы можно ожидать менее оптимистичных статистических результатов. Отсутствие реальных перспектив возобновления роста экономики (и доходов) ожидаемо увеличивает норму сбережений. С учетом сокращения или ужесточения банковских программ потребительского кредитования это обуславливает заметное сокращение потребительского спроса и оборота розничной торговли. Так, при увеличении располагаемых денежных доходов в 2009 г. на 1.9% розничный товарооборот снизился на 5.5%. Это соотношение принципиально отличается от существовавшего в период роста экономики в 2006 г. – сентябре 2008 г., когда расширение потребительского спроса (розничный товарооборот) опережало рост реальных располагаемых доходов благодаря агрессивным банковским программам потребительского кредитования. В настоящее время из минимально растущих доходов населения финансируется как прошлый (погашение потребительских кредитов), так и будущий (увеличение сбережений) потребительский спрос, но не расширение сегодняшнего спроса на товары и услуги.

Таким образом, коррекция выпуска промышленного производства в настоящее время осуществляется в условиях «зажатого» внутреннего спроса и определяется главным образом расширением последнего на российскую продукцию на мировых рынках, т.е. темпами восстановления мировой экономики.

Начиная с июня 2009 г. происходило постепенное восстановление российского экспорта как в стоимостном, так и в физическом выражении: если по итогам января–мая 2009 г. падение экспорта было почти двукратным (-47.5% – год к году), то в июне–декабре – всего на 27.3%. Более того, в период коррекции был отмечен рост физических объемов традиционного российского экспорта (продукции топливно-энергетического комплекса, деревообработки, химии и нефтехимии, металлообработки) их экспорт вырос на 6.3% (год к году). В результате фактическая структура восстановительного роста обрабатывающих производств определяется прежде всего динамикой производств промежуточного спроса.

**Динамика выпуска обрабатывающих производств
в 2009 г. – январе 2010 г., в %**

	Январь-май 2009 г.	Июнь-декабрь 2009 г.	2009 г.	Январь 2010 г.
Обрабатывающие производства	-22.4	-11.2	-16.0	7.6
потребительского спроса	-6.4	-1.2	-3.4	5.0
инвестиционного спроса	-38.0	-29.0	-33.5	2.1
промежуточного спроса	-19.6	-2.7	-10.4	12.6

Примечание.

Производства потребительского спроса: производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака; текстильное и швейное производство; производство кожи, изделий из кожи и производство обуви; целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность.

Производства инвестиционного спроса: производство прочих неметаллических минеральных продуктов; производство машин и оборудования; производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования; производство транспортных средств и оборудования.

Производства промежуточного спроса: обработка древесины и производство изделий из дерева; производство кокса и нефтепродуктов; химическое производство; производство резиновых и пластмассовых изделий; металлургическое производство и производство готовых металлических изделий.

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

В то время как производства инвестиционного спроса демонстрировали продолжающийся глубокий спад выпуска, а потребительского спроса – умеренно улучшили свою динамику, производства промежуточного спроса существенно восстановили выпуск. В результате падение выпуска обрабатывающих производств сократилось вдвое – с 22.4% (на уровне «дна № 1» в январе–мае 2009 г.) до -11.2% (на уровне «дна № 2» в июне–декабре 2009 г.).

Таким образом, после модели сбалансированного роста (2002–2005 гг.), модели роста «на перегреве» (2006 г. – сентябрь 2008 г.), периода острой фазы экономического кризиса (конец 2008 г. – май 2009 г.) сформировалась и действует модель развития промышленности и экономики в целом, ориентированная почти исключительно на внешний спрос. В канун 2010 г., который хотелось бы рассматривать как год начала роста промышленности, посткризисная структура производства выглядит следующим образом.

Прирост выпуска промышленности в 2006–2009 гг., в % к 2005 г.

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Промышленное производство в целом	6.3	13.0	15.4	2.9
Добыча полезных ископаемых	2.5	4.4	4.7	3.4
Обрабатывающие производства	8.3	18.6	22.4	2.8
потребительского спроса	8.3	14.7	16.3	9.4
инвестиционного спроса	10.2	26.0	29.0	-12.1
промежуточного спроса	8.8	13.3	14.0	3.4
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4.9	4.7	6.2	1.1

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Выпуск *производств потребительского спроса* находится примерно на уровне 2006 г. и испытывает даже большее, чем прежде, давление импорта (стоимость импорта даже в кризисном 2009 г. был выше, чем в 2006 г., на 22%). Выпуск *производств промежуточного спроса и добычи полезных ископаемых* также восстановился до уровня 2006–2007 гг., как и стоимость экспорта (порядка 302 млрд. долл. в 2006 и 2009 гг.). Выпуск *производств инвестиционного спроса* оказался «отброшенным» в 2004 г. – в частности, предшествующий реформированию росавтопрома и его интенсивному росту. Выпуск обеспечивающих производств (производство и распределение электроэнергии, газа и воды) находится примерно на уровне 2005 г.

Сложившаяся структура российского промышленного производства и факторы, определяющие его развитие в ближайшей перспективе, реально не могут формировать амбициозных планов выхода на высокие темпы экономического роста – «зажатый» и снижающийся внутренний спрос будет определять минимальные темпы роста обрабатывающих производств. Более того, даже консервативные оценки роста промышленности на уровне 3% всецело зависят от внешних факторов и предопределяют полную зависимость от устойчивости восстановительного тренда мировой экономики.

Вместе с тем такая структура со всей очевидностью демонстрирует наличие огромного потенциала роста, базирующегося на расширении внутреннего спроса. В первую очередь это значительный потенциал обрабатывающих производств инвестиционного спроса, производственные мощности которого ориентированы на выпуск, превышающий сегодняшний уровень почти на 40%. Кроме того, производства инвестиционного спроса, как активно модернизовавшиеся в канун кризиса, обладают относительно более высокой технологической конкурентоспособностью.

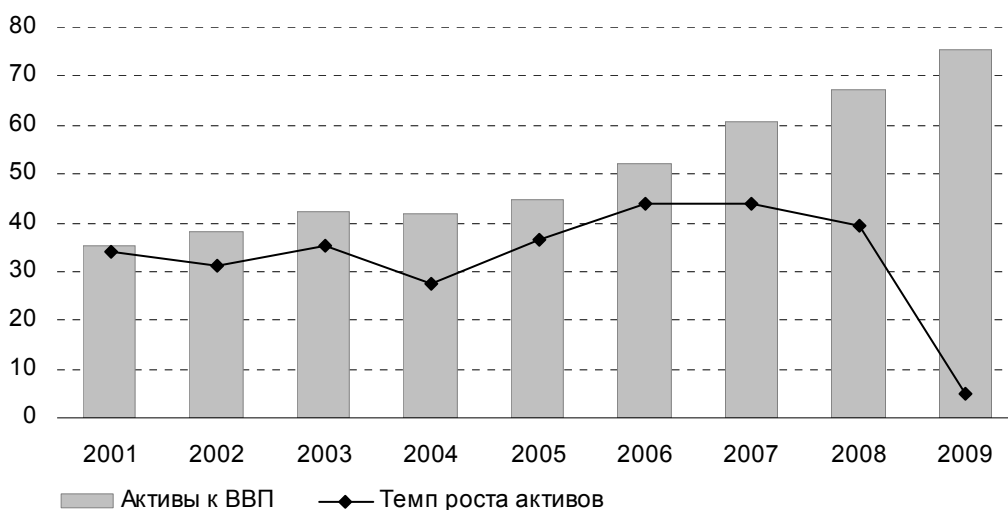
Ограничителями инвестиционной активности сегодня по-прежнему являются неопределенность перспектив посткризисного экономического развития, нехватка собственных ресурсов предприятий (в связи с ухудшением их финансового положения в кризисный период), ограниченность банковских кредитных ресурсов, которые могли бы быть использованы в долгосрочных инвестиционных целях, низкая эффективность системы государственного стимулирования модернизации предприятий российской экономики. Вместе с тем формирование условий и стимулов с целью реализации модернизационных проектов отечественных предприятий может иметь *немедленный и значительный эффект* для достижения действительно стабильных и высоких темпов роста промышленности и экономики в целом.

Сложившаяся структура промышленности и факторы роста, действующие в ней в настоящее время, формируют весьма высокую чувствительность промышленного производства к проводимой властями экономической политике. В создавшихся условиях именно экономическая политика (или ее отсутствие) определит как сами темпы роста в краткосрочной перспективе, так и конфигурацию российской промышленности, как минимум, в среднесрочной перспективе.

Банковская система

Российская банковская система прошла один из труднейших периодов в своем развитии. Стремительный рост ее активов в последнее десятилетие сменился их стагнацией: активы банковской системы в 2009 г. выросли всего на 5.0%, что практически на порядок меньше, чем среднегодовой темп их роста за период 2000–2008 гг. в 36.8%. Несмотря на значительные колебания обменного курса рубля в 2009 г.; в целом по итогам года вклад курсовой динамики в изменение активов оказался практически незначимым – с поправкой на переоценку активов в иностранной валюте их динамика в 2009 г. составила 3.7%. Отметим, что падение номинального ВВП позволило увеличиться показателю «активы/ВВП» до 75%.

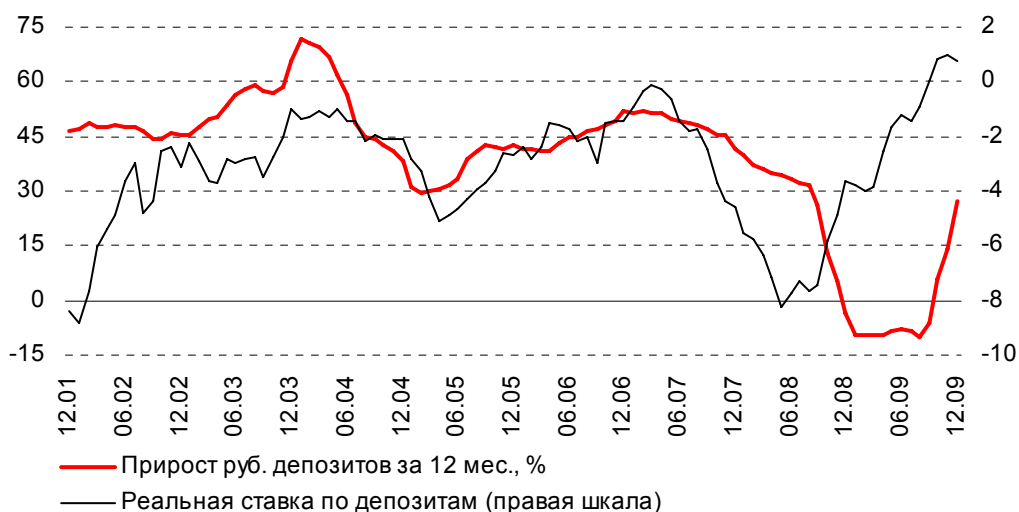
Темп роста активов банковской системы РФ и соотношение «активы/ВВП», в %



Источник: Росстат, ЦБ РФ.

Ключевой тенденцией в формировании ресурсной базы банковской системы в 2009 г. была ориентация на сбережения нефинансового сектора. Депозиты предприятий возросли за год на 15.2% (рублевые депозиты увеличились на 18.4%, в иностранной валюте – на 6.5%). Наибольшую сберегательную активность демонстрировали домашние хозяйства, банковские сбережения которых увеличились на 26.7%. Этому предшествовало резкое повышение процентных ставок по депозитам населения в конце зимы после обострения проблем с фондированием банковской системы. Сбербанк, доля которого на рынке депозитов превышает половину, фактически задал benchmark по рублевым депозитам на год в 14–15%. Остальные банки были вынуждены 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.

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

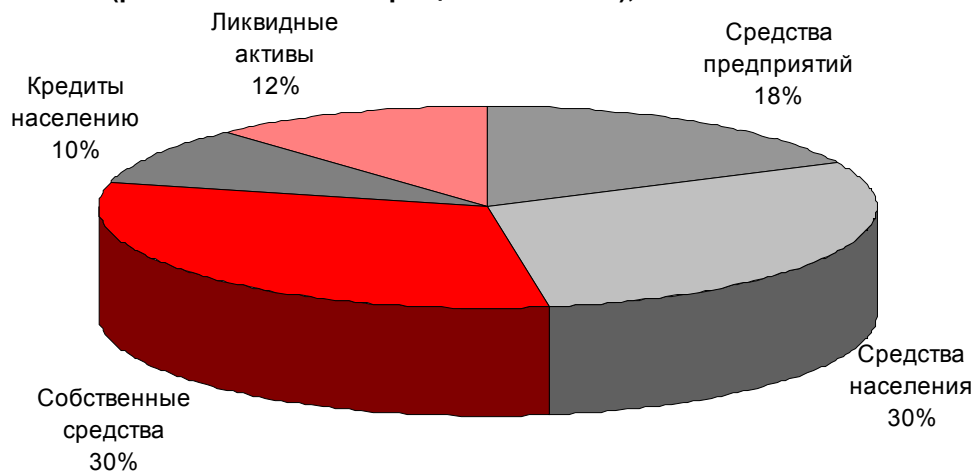


Источник: ЦБ РФ, Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Снижение инфляции одновременно с практически стабильными депозитными ставками и высокими ставками по кредитам населению в 2009 г. фактически изменило потребительскую модель домашних хозяйств: население перестало потреблять в кредит и стало больше сберегать. Задолженность населения по банковским кредитам снизилась за год на 11.3%. Одновременно в структуре баланса доходов и расходов домашних хозяйств в 2009 г. заметно выросла норма сбережений – в целом за год население отнесло в банки 5.6% от объема своих денежных доходов (1.5 трлн. руб.), что гораздо ближе к уровню предкризисного 2007 г. (6.7%), чем кризисного 2008 г. (2.2%). Возврат в 2010 г. к докризисной норме сбережений в условиях, по меньшей мере, 10%-ного роста номинальных денежных доходов, будет означать приток на банковские депозиты физических лиц почти 2 трлн. руб.

Устойчивость данной модели потребления будет зависеть как от ожиданий населения относительно увеличения доходов, так и от реальных процентных ставок. Согласно базовому прогнозу ЦСИ Банка Москвы в ближайшие годы темп роста номинальных доходов населения не превысит 15% (что существенно ниже предкризисных 23–25%). Это означает, что ожидания роста благосостояния частных лиц будут умеренными и начало нового «кредитного бума» по образцу 2006–2007 гг. крайне маловероятно. Устойчивость тенденции к снижению инфляции мы также оцениваем как низкую, тогда как ставки по банковским депозитам уже уменьшаются. Возврат реальных ставок по депозитам в отрицательную область будет означать фактическое завершение периода «дорогих» денег. Это, возможно, немного замедлит рост депозитной базы, но станет одним из факторов снижения стоимости кредитных ресурсов.

**Формирование ресурсов банковского сектора в 2009 г.
(рост пассивов и сокращение активов), в %**



Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

После прохождения наиболее острой фазы кризиса в октябре 2008 г. – январе 2009 г. банковская система перестала испытывать дефицит ликвидности. Стало очевидным, что господдержка банковского сектора была избыточной. Погашение долга перед Банком России стало основным направлением использования ресурсов банками в 2009 г. На эти цели было направлено 1.9 трлн. руб., или почти 60% задолженности на начало года. Доля средств денежных властей к началу 2010 г. снизилась до 5% от совокупного объема банковских пассивов по сравнению с 12% годом ранее. А уже к началу февраля, за исключением субординированного кредитов Сбербанку, задолженность банков сократилась до 0.6 трлн. руб.

Предоставленные Банком России ресурсы изначально были сконцентрированы преимущественно в госбанках. Так, если в начале 2009 г., в разгар кризиса, на госбанки приходилось около 60% всех кредитов Банка России, то к февралю 2010 г. эта доля превысила 72%. Большая часть задолженности банков перед ЦБР сейчас приходится на долгосрочный субординированный кредит Сбербанку. Но и без учета этого кредита госбанки аккумулируют около 50% краткосрочного рефинансирования. Негосударственные же банки более активно избавляются от дорогой господдержки: к февралю 2010 г. они погасили уже почти 80% от максимального уровня задолженности, тогда как госбанки – только 63%.

При этом даже в условиях снижения процентных ставок (а в течение 2009 г. Банк России снизил ставку рефинансирования с 13 до 8.75% годовых) банки практически не пользовались возможностями рефинансирования задолженности перед ЦБР по более низким ставкам. В большинстве случаев на аукционах по предоставлению кредитов Банка России спрос оказывался значительно меньше предусмотренных лимитов. Это лишний раз подтверждало отсутствие критических проблем с ресурсным обеспечением банков в течение большей части прошедшего года.

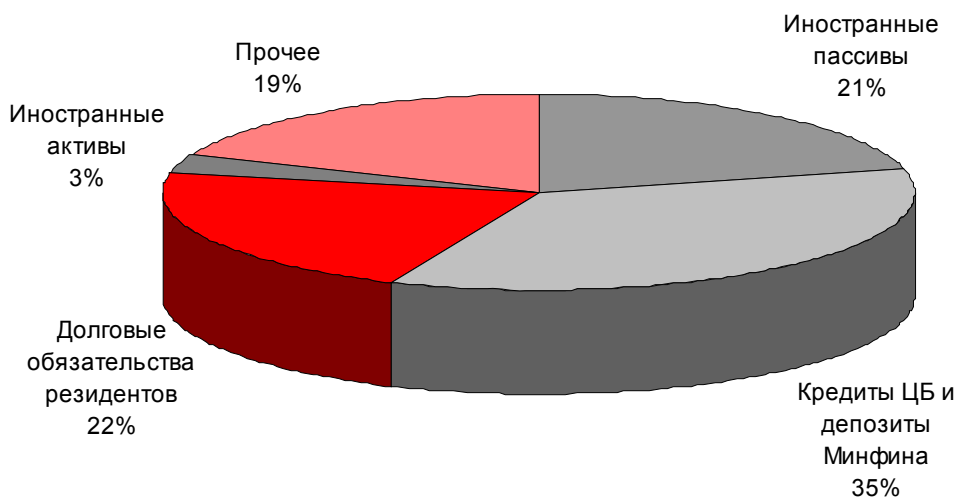
Одной из основных угроз для финансовой стабильности банковской системы в 2009 г. считался ее масштабный внешний долг: общий объем внешней задолженности банков по состоянию на 01.01.2009 составлял 166 млрд. долл., из которых почти треть (53 млрд. долл.) должна была быть погашена в 2009 г. Всего за счет иностранных пассивов к началу 2009 г. было сформировано свыше 16% банковских активов. В течение года банкам тем не менее удалось рефинансировать около 40% выплат по внешнему долгу; часть выплат была перенесена на 2010 г., причем к концу истекшего года норма рефинансирования внешних долгов выросла до 50%.

По состоянию на начало 2010 г. внешний долг банков оценивается в 125 млрд. долл., иностранные пассивы составляют 12% от совокупных пассивов банковского

сектора. При этом в текущем году банкам предстоит выплатить заметно меньше средств, чем годом ранее, – около 30 млрд. долл., или менее четверти от объема внешней задолженности. С учетом постепенно восстанавливающегося внешнего финансирования можно ожидать, что даже в наиболее пессимистичном сценарии сокращение иностранных пассивов банков не превысит 10 млрд. долл.

Уменьшение задолженности банков перед ЦБР и внешним миром означает, что в 2010 г. практически исчезнет потребность в отвлечении ресурсов на выплаты по займам и другим долгам. В 2009 г. на погашение внешних займов и кредитов Центробанку банки потратили более 3 трлн. руб. – это на 20% превысило объем средств, привлеченных в прошлом году от предприятий и населения, и составило 57% от общего объема ресурсов, перераспределенных через банковскую систему. В 2010 г. на эти цели будет использовано не более 1.3 трлн. руб. (в случае, если будут погашены все кредиты ЦБР, кроме кредита Сбербанку, и рефинансирование внешних займов останется на уровне четвертого квартала 2009 г.).

**Использование ресурсов банковского сектора в 2009 г.
(рост активов и сокращение пассивов)**

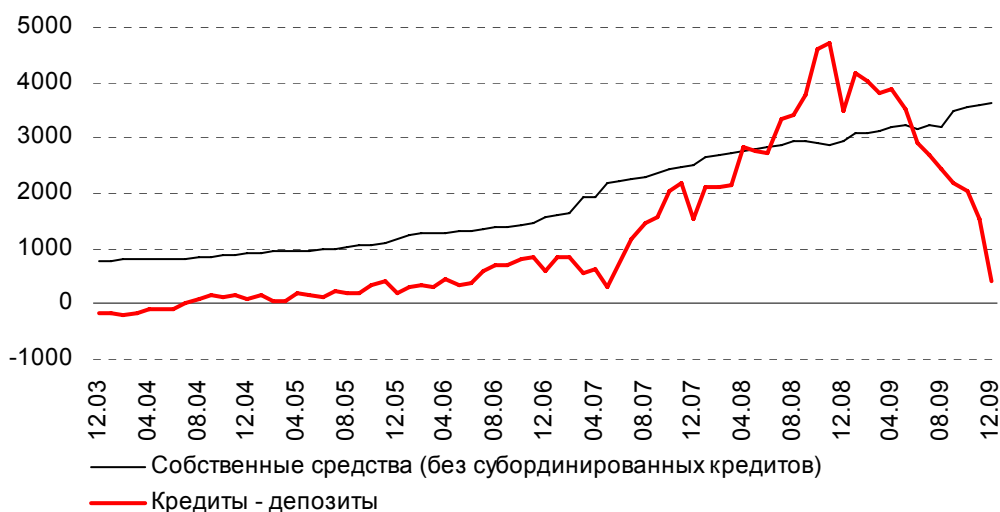


Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Это означает, что банки будут испытывать все большее давление со стороны растущей ресурсной базы, не находящей использования на кредитном рынке. Однако рост прочих привлеченных средств банковского сектора будет зависеть от финансового состояния внутренних секторов экономики – корпоративного и домашних хозяйств.

Снижение деловой активности одновременно с высокими процентными ставками способствовало решению одной из ключевых структурных проблем российской банковской системы – сокращению разрыва между кредитами и депозитами нефинансового сектора. Напомним, что к осени 2008 г. данный разрыв достиг критического уровня: по состоянию на 01.10.2008 объем кредитов нефинансовому сектору превысил величину средств на клиентских счетах и депозитах на 4.5 трлн. руб., что более чем в полтора раза превышало все собственные средства банков. К началу же 2010 г. этот разрыв был фактически ликвидирован за счет стагнации кредитования на фоне устойчивого роста депозитной базы: на 01.01.2010 разница между кредитами и депозитами нефинансового сектора снизилась до 0.4 трлн. руб., или на 12% собственных средств банков, что соответствует уровню 2005 г. Подобная ситуация в принципе создает здоровую финансовую основу для сбалансированного экономического роста – в отличие от модели, базирующейся на использовании заемных иностранных средств.

Превышение объема кредитов над депозитами нефинансового сектора («кредитная яма», или loans to deposits ratio) и собственные средства банков, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Одной из основных альтернатив кредитованию в 2009 г. для банков стали вложения в ценные бумаги – общий объем вложений банков в долговые ценные бумаги увеличился за год на 1488 млрд. руб. Помимо более высокой ликвидности, вложения в облигации обладают еще одним преимуществом перед простым кредитованием: под них проще получить рефинансирование от Банка России по операциям прямого РЕПО и/или ломбардного кредитования.

При этом для корпоративных заемщиков эмиссии долговых обязательств так и не стали полноценной заменой банковскому кредитованию. Из общего прироста банковского портфеля облигаций лишь около его четверти (399 млрд. руб.) пришлось на долговые обязательства небанковского сектора. Основным направлением вложений банков в долговые обязательства в 2009 г. стали государственные ценные бумаги (федеральные и муниципальные), а также ОБР. Эти три сегмента банковских портфелей выросли за год на 870 млрд. руб. – почти на 60% от общего прироста банковских вложений в облигации. Еще на 120 млрд. руб. увеличились покупки облигаций других банков, т.е. это те средства, которые остались в банковском секторе и выполняют роль межбанковского кредитования и расширения залоговой базы.

Объем эмиссий облигаций небанковских корпораций в 2009 г. вырос относительно 2008 г. почти в три раза – с 251 до 737 млрд. руб. Однако по сравнению с объемами кредитного рынка рынок облигаций до сих пор остается практически незначимым – он составляет всего лишь 4% от объема вновь выданных в 2009 г. кредитов². Таким образом, рассчитывать на то, что облигационный рынок сможет заменить собой кредитование, пока не приходится.

² Объем банковских кредитов, выданных в 2009 г. корпоративным заемщикам, составил 19.1 трлн. руб., однако объем задолженности практически не изменился из-за того, что объемы погашений и пролонгаций были такими же.

**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	12.09
Пассивы, млрд. руб.	9696	13963	20125	21323	23059	24572	28022	28527	27776	28182	29430
Собственные средства	15.4	14.3	15.3	15.7	15.3	15.2	14.1	15.6	17.1	18.8	19.3
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.2	0.7	0.2	0.9	12.0	11.5	7.2	5.6	4.8
Межбанковские операции	4.0	3.4	4.1	4.3	4.1	3.5	4.4	4.3	4.5	4.4	4.8
Иностранные пассивы	13.7	17.1	18.1	17.2	18.3	19.0	16.4	16.2	14.8	13.4	12.1
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.2	25.4	25.5	24.5	21.5	22.1	23.8	24.2	25.9
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.8	26.2	25.5	24.0	23.6	22.6	24.0	24.7	25.9
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	1.0
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	5.8	5.5	5.7	5.0	4.1	3.7	3.6	3.8	4.1

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Итак, кризисный 2009 год оказался для банковской системы весьма успешным в решении структурных проблем, накопленных за годы ее форсированного роста.

Потенциальное возобновление кредитного роста в 2010 г. будет иметь гораздо меньшие ресурсные ограничения. Вместе с тем поступление банковских кредитов в реальный сектор экономики по-прежнему затруднено – сохраняется системный разрыв между фактическими параметрами спроса и предложения банковских кредитов, а именно между низкой рентабельностью реального сектора и его спросом на долгосрочные ресурсы, с одной стороны, и краткосрочными и недешевыми банковскими пассивами – с другой. Снижение стоимости денег несколько смягчило ценовой разрыв между параметрами спроса и предложения банковских кредитов реальному сектору, но не разрешило эту проблему. Кроме того, сохраняется системный разрыв между срочностью кредитов, предлагаемых банками и запрашиваемых реальным сектором.

Несмотря на благоприятные внешние условия восстановительного роста российской экономики и главное достижение 2009 г. в виде однозначной инфляции, у банков существуют все основания для сохранения «здорового пессимизма» относительно долгосрочных вложений в реальный сектор. Он базируется, в частности, на сомнениях в системном характере снижения инфляции: действительно, в условиях, когда государство ежегодно и значительно увеличивает тарифы на продукцию естественных монополий (определяя растущие издержки производителей) и крайне неэффективно улучшает бизнес-климат (определяя низкую конкуренцию на товарных рынках), замедление темпов инфляции обусловлено почти исключительно резким сжатием внутреннего спроса. Рост предпринимательской активности и расширение потребительского спроса (за счет увеличения доходов и усиления кредитования) неизбежно приведут к ускорению инфляции, снижая эффективность выданных ранее, в условиях низкой инфляции, долгосрочных и относительно дешевых кредитов.

Таким образом, и сегодняшний восстановительный рост российской экономики, и ее возможный инновационный прорыв будут в весьма ограниченной мере поддержаны банковским кредитованием. Сохраняющаяся осторожность банков относительно эффективности долгосрочных вложений в российскую экономику может быть преодолена реальным решением институциональных проблем, связанных с базовыми характеристиками бизнес-климата, и/или предоставлением целевого и адекватного задачам экономического роста государственного фондирования. Вопрос достаточного насыщения роста реального сектора банковскими кредитами должен стать специальным и важнейшим направлением государственной экономической политики.

**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	12.09
Активы, млрд. руб.	9696	13963	20125	21323	23059	24572	28022	28527	27776	28182	29430
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	2.5	1.9	2.0	2.0	3.0	2.4	2.2	2.1	2.7
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	6.9
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	6.2	5.9	4.8	5.2	5.1	5.1	5.0	5.4
Иностранные активы	9.1	9.9	9.8	10.8	9.9	12.2	13.8	14.2	13.8	16.0	14.1
Население	12.1	14.7	16.1	16.4	17.0	17.8	15.5	14.6	14.3	13.8	13.1
Корпоративный сектор	47.0	45.3	47.2	48.8	49.1	49.0	44.5	46.1	47.1	46.8	44.5
Государство	6.6	5.2	4.1	3.3	3.4	3.0	2.0	3.1	3.3	3.7	4.2
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.

Еще одной важнейшей задачей, которую российской банковской системе предстоит решать в ближайшие годы, является «расчистка» балансов от «плохих» долгов. Формально доля просроченных кредитов нарастала весь истекший год, превысив 6% по корпоративным кредитам и почти достигнув 7% по розничным. Соотношение «резервы на возможные потери/кредиты» (более точно отражающее величину NPL, чем просроченная задолженность) достигло 9.9% по розничным кредитам и 10.8% по корпоративным. В 2009 г. на формирование резервов на возможные потери пришлось свыше 80% заработной платы банкирами прибыли (в 2008 г. – 52%, в 2007 г. – около 20%). Однако реальный объем «плохих» долгов не знают ни сами банки, ни их заемщики, поскольку значительная часть выданных в прошлом году кредитов шла на рефинансирование ссудной задолженности в надежде на общее восстановление нормальной экономической ситуации и улучшение финансового состояния заемщиков банков. Последнее если и будет улучшаться, то далеко не у всех.

В результате в ближайшие годы мы ожидаем достаточно слабую динамику большинства показателей банковского сектора – по нашим оценкам, совокупные активы банков могут вырасти на 10–12%. Основным источником фондирования банков, как и в прошлом году, станут счета и депозиты клиентов. При этом вклады населения могут вырасти, в зависимости от сценария развития экономики, на 20–25%, а средства корпоративных клиентов – на 15–20%. Прирост иностранных пассивов банковского сектора, вероятно, будет близким к нулю, а объемы задолженности перед денежными властями сократятся в 1.5–2 раза. Рост собственного капитала будет во многом обусловлен потребностью в дополнительном наращивании резервирования по кредитному портфелю и, таким образом, будет зависеть от решения проблемы «плохих» долгов.

Исходя из этих параметров роста ресурсной базы, можно предположить, что банки будут располагать приблизительно 2–2.5 трлн. руб. свободных средств. Указанный объем будет способен потенциально увеличить совокупный кредитный портфель банковского сектора на 13–17%. Однако эффективность использования этих средств на кредитование экономики и их распределение между розничным и корпоративным сегментами рынка будет зависеть от целого ряда факторов: динамики «плохих» долгов, качества восстановительного роста экономики, темпов роста реальных доходов населения и проч. При этом кредитный рынок будет конкурировать за ресурсы с рынком долговых обязательств, прежде всего государственных и внешних (как основным направлением инвестирования в иностранных валютах). В наиболее вероятном, на наш взгляд, варианте развития событий объем задолженности населения по банковским кредитам вырастет в 2010 г. на 5–8%, а корпораций – на 12–15%.

Прогноз основных экономических показателей

	Факт				Прогноз		
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Макропоказатели							
Номинальный ВВП:							
трлн. руб.	26,9	33,1	41,3	39,0	43,2	47,2	53,4
млрд. долл.	993	1 293	1 660	1 230	1 464	1 687	1 778
Реальный ВВП – рост в %	7,4	8,1	5,6	-7,9	3,0	3,2	5,4
Промышленность – рост в %	6,3	6,3	2,1	-10,8	4,0	5,0	5,0
Розничная торговля – рост в %	13,9	15,2	13,5	-5,5	3,5	4,5	6,5
Инвестиции – рост в %	13,7	21,1	9,8	-17,0	1,0	5,0	6,0
Экспорт – реал. рост в %	7,3	6,4	0,6	-4,8	5,9	1,4	0,7
Импорт – реал. рост в %	21,3	26,6	14,9	-30,9	17,0	12,2	3,0
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	38,6	32,9	2,5	6,4	15,2	18,4	19,4
M2 (декабрь к декабрю), %	48,8	47,5	1,7	16,3	16,7	20,8	18,9
M2X (декабрь к декабрю), %	40,6	44,2	14,6	16,4	14,9	19,1	20,1
Активы банковской системы, % ВВП	51,9	60,8	67,9	75,4	76,1	83,6	89,7
Инфляция							
Прирост потребительских цен (дек. к дек.), %	9,0	11,9	13,3	8,8	7,2	7,5	6,5
Прирост потребительских цен (среднегодовой), %	9,8	9,1	14,1	11,7	6,5	7,5	7,0
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	7,8	11,0	13,7	8,5	6,8	7,0	6,2
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,3	23,5	22,4	18,2	18,1	18,0	17,5
Расходы федерального бюджета, % ВВП	15,9	18,1	18,3	25,5	22,9	19,9	18,1
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7,4	5,4	4,1	-7,2	-4,8	-1,9	-0,7
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	89,2	156,5	137,1	60,5	37,8	67,2	87,4
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.			88,0	91,6	95,5	98,9	90,8
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	304	354	472	304	380	400	420
Импорт товаров, млрд. долл.	164	223	292	192	230	270	290
Счет текущих операций, % ВВП	9,5	5,9	6,2	4,0	5,2	3,0	2,5
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	41,9	82,8	-132,7	-56,6	20	40	50
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	304	479	427	439	524	604	686
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	5,2	3,5	2,4	3,1	3,6	4,1	4,9
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,8	3,8	3,9	5,4	6,2	7,2	6,8
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	26,3	24,6	29,4	30,2	29,0	28,0	30,5
среднегодовой	27,1	25,6	24,9	31,7	29,5	28,0	30,0
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	60,9	69,6	94,4	60,7	73,8	77,5	81,4
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.