

Неоправдавшиеся надежды (планирование над «вторым дном»)

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



Начало осени отмечено тотальным пересмотром оценок развития экономики России в 2010 г. Оптимизм в отношении темпов роста ВВП, который присутствовал в отчетах большинства инвестиционных банков, международных финансовых организаций и независимых экспертов (заметим, что официальные оценки и оценки ЦСИ Банка Москвы были ощутимо более сдержанными), сменился повсеместной коррекцией прогнозов в сторону снижения значений итоговых показателей. Надежды на высокие темпы экономического роста (благодаря высоким ценам на сырье и интенсивному восстановлению мировой экономики) сменились осознанием наступления периода слабого восстановительного роста, угрожающего сорваться в стагфляцию.

Итоги первых восьми месяцев года характеризовались быстрым восстановительным ростом в промышленности, двукратно опережавшим темпы роста экономики в целом. При этом инвестиционная активность оставалась на низком уровне, и перспектив ее оживления не просматривается. Несмотря на снижение процентных ставок, не удалось стимулировать внутренний спрос за счет банковского кредитования. Важно, что итоги последних месяцев указывают на замедление темпов роста (вплоть до полного его прекращения с учетом сезонности).

Замедление темпов роста производства выглядит вполне ожидаемым в силу ряда обстоятельств. Во-первых, «ухудшилась» статистическая база – восстановительный рост стартовал осенью 2009 г. Во-вторых, на фоне умеренного расширения совокупного внутреннего спроса (на 16%) более значительно вырос импорт (на 22%), вытесняющий отечественную продукцию с российского рынка. В-третьих, косвенным индикатором экономической активности является объем банковских кредитов предприятиям, который остается практически неизменным. Одновременно не растет объем не только инвестиционных кредитов, но и краткосрочных кредитов на оборотные средства.

Вплоть до достижения предкризисного уровня экономики неправомерно говорить о ее поступательном развитии, а лишь о восстановительном росте. Но важно не просто достичь предкризисного уровня (на который российская экономика вышла в результате «космических» цен на нефть и большой внешней задолженности), но достичь его одновременно с решением структурных проблем экономики. Опыт 2010 г. показывает, что попытки восстановить экономический рост старыми способами (стимулированием внутреннего спроса за счет бюджетных расходов и банковского кредитования) вновь оказываются несостоятельными из-за институциональных ограничений. Расширение внутреннего спроса незначительно стимулирует производство, но существенно – импорт и инфляцию. По-прежнему на повестке дня оказываются старые темы: состояние бизнес-климата в стране, уровень конкуренции на рынках, инвестиционная активность, прямые иностранные инвестиции и проч. При этом острота данных проблем (особенно состояние бизнес-климата) подошла к критической черте – это уже не предмет дискуссии «круглых столов», а реальные ограничения в проведении экономической политики. Сегодня изменения в денежной, валютной, фискальной политике уже не дают «откликов» со стороны банков и корпораций, принятых в рыночной экономике. Институциональные проблемы доминируют и критически ограничивают эффективность любых изменений в финансовой политике. Без их решения в ближайшие годы развитие национальной экономики будет балансировать между слабым восстановительным ростом и стагнацией.

Экономическая политика

Первые признаки стабилизации российской экономики наметились в середине 2009 г. К этому моменту мировые цены на нефть установились на приемлемо высоком для России уровне, цены на металлы выросли, равно как и спрос на них. Внутренняя инфляция последовательно снижалась до рекордных за новейшую российскую историю уровней, а курс рубля фактически «отыграл» кризисную девальвацию. Стоимость бивалютной корзины выросла к концу весны 2010 г. на 17.7% с минимальных значений начала 2009 г. Такое развитие событий дало основание большинству экспертов оценить перспективы развития экономики России в 2010 г. крайне оптимистично, что, как показали первые восемь месяцев текущего года, было несколько преждевременным.

Причин подобного неоправданного оптимизма было несколько.

Прежде всего, переоценивались темпы восстановления мировой экономики и, что важно для России, объемы спроса на сырьевые товары. К середине 2010 г. стало очевидным, что темпы роста мировой экономики и особенно развитых стран будут ниже ожидавшихся ранее. Отметим, что мировой рынок капитала восстановился достаточно благоприятным для России образом: национальные банки и нефинансовые корпорации смогли не только рефинансировать задолженность предыдущих лет, но даже привлекать новые займы по ставкам ниже докризисного периода.

Далее, определенную роль при этом сыграл климатический фактор (аномально жаркое лето 2010 г.), однако его действие переоценивается независимыми экспертами и намеренно преувеличивается официальными лицами. Формальное влияние «жаркого лета» на макроэкономическую динамику представляется относительно небольшим. Сельское и лесное хозяйство вместе составляют немногим более 4% в российском ВВП. В этой связи спад выпуска продукции растениеводства даже на треть (а, по оценкам руководства российского правительства, можно ожидать и менее существенного сокращения) обусловит весьма незначительное изменение темпа изменения ВВП относительно прогнозирувавшегося ранее. Расчеты показывают, что реальный прирост российского ВВП по итогам 2010 г. может достичь порядка 3.5–3.7% вместо прогнозирувавшихся 4.0–4.2%. Здесь же отметим резкий рост потребления электроэнергии, что является положительным вкладом в рост ВВП.

Наконец, эксперты недооценили структурные и институциональные проблемы российской экономики – состояние бизнес-климата в стране, в том числе ожидания оживления экономики, потенциальную инвестиционную активность, уровень конкуренции на различных сегментах рынка, готовность финансового сектора поддержать экономический рост. Перечисленные проблемы нашли свое отражение в «отклике» предприятий и банковской системы на государственные антикризисные мероприятия и в некотором улучшении состояния внешней среды, результирующим вектором которых выступила угроза стагнации после непродолжительного периода восстановительного роста.

В *нефинансовом секторе* основные направления государственных антикризисных мер имели целью сохранение социальной стабильности и стимулирование внутреннего спроса. Были увеличены расходы бюджета на социальные выплаты, а также на поддержку отечественных товаропроизводителей (в первую очередь предприятий автопрома и военной продукции).

В результате российская обрабатывающая промышленность получила допинг краткосрочного действия – за восемь месяцев ее рост в реальном выражении составил 13%. При этом во втором квартале 2010 г. рост составил и вовсе фантастические 16.3%(!). Однако такое оживление внутреннего производства оказалось непродолжительным: в конце лета, в июле-августе 2010 г., уже

отмечалось замедление роста до 9.5% (обрабатывающие производства – год к году).

Прогнозируемо на политику расширения внутреннего спроса отреагировали импорт и инфляция. Ускорение инфляции началось в августе 2010 г., причем вклад в подобную динамику рекордно жаркого лета представляется нам переоцененным. Воздействие же расширения внутреннего спроса является более устойчивым и обеспечит сохранение инфляции на уровне не ниже 8–9% не только в текущем, но и в следующем году.

Импортные товары максимально «воспользовались» складывающимися для них благоприятными условиями. Курс рубля оставался стабильным (с тенденцией к повышению), внутренний спрос расширялся. Помимо товаров конечного потребления увеличивался и импорт полуфабрикатов – например, в рамках программы утилизации старых автомобилей доля ввозимых компонентов в автомобилях российской сборки сегодня крайне высока (по всем иномаркам она превышает 90%). Результатом этого выступил фактически рекордный рост импорта: во втором квартале 2010 г. номинальный объем импорта товаров в долларах США вырос на 32.5%, за июль-август – на 41% к соответствующим периодам 2009 г.

В *финансовом секторе* государственные антикризисные меры состояли в снижении ставки рефинансирования и предоставлении ликвидности банковской системе. Очевидным позитивным последствием данных мер стала стабилизация ситуации в банковском секторе – банкротство отдельного крупного или среднего банка не рассматривается сегодня в качестве возможной угрозы, равно как и вторая волна банковского кризиса за счет роста «плохих» долгов. В целом банковская система воспринимается в настоящее время как стабильно функционирующая.

Проблема состоит в том, что финансовая система, несмотря на нормальное функционирование, никак не содействует оживлению экономики. Неоправданно быстрое и значительное снижение ставки рефинансирования сформировало значительный объем избыточной ликвидности. Объем средств на депозитах банков в Банке России и вложений в ОБР колеблется в последние месяцы на уровне 1.3–1.5 трлн. руб., что составляет около 20% от величины широкой денежной базы. При этом действия Банка России не стимулировали расширения кредитования реального сектора и не способствовали снижению инфляции. Как мы уже отмечали, структурные и институциональные проблемы оказались более существенными, нежели значимость реальных последствий от прямолинейных классических мер денежного регулирования.

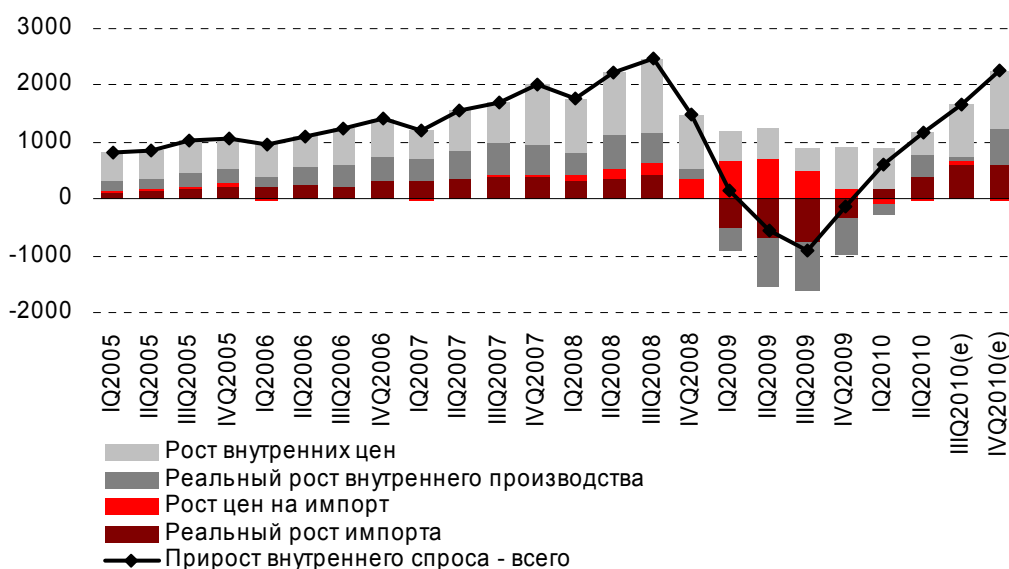
С точки зрения экономики, функционирующей по классическим рыночным законам, выбор антикризисных мер представлялся вполне оправданным. Государство увеличивает социальные выплаты и тем самым расширяет внутренний спрос, а каждый отдельный потребитель уже выбирает направление расходования средств. Альтернативный вариант – увеличение внутреннего спроса напрямую государством посредством реализации инфраструктурных проектов и расширения государственного заказа – представлялся менее эффективным за счет коррупционной составляющей. Однако сейчас указанный выбор представляется не столь очевидным. В результате реализации первой стратегии население выбрало импорт, а российские производители увеличили не столько производство, сколько цены на свою продукцию. Осуществление же инфраструктурных проектов предполагало бы развитие секторов, в меньшей степени подверженных конкуренции со стороны импорта, а цены могли бы устанавливаться заказчиком (т.е. государством).

Согласно официальным прогнозам перспективы роста российской экономики будут определяться устойчивостью благоприятной конъюнктуры на мировых рынках сырья и капитала (внешние факторы) и расширением внутреннего спроса, в том числе за счет роста банковского кредитования. Так, по крайней мере, оцениваются среднесрочные перспективы развития национальной экономики Министерством

экономического развития РФ и Центральным банком РФ. Предполагается, что цены на нефть будут стабильными и высокими (70–75 долл./барр.), но не растущими. Также предполагается, что ставки на мировом рынке капитала будут низкими, однако масштабного (или просто заметного) притока внешних инвестиций не ожидается. Таким образом, официальные власти ожидают, что внешние факторы не ухудшат условий развития экономики России, но и не улучшат их.

Потенциально возможный рост экономики возможен в результате расширения внутреннего спроса. По логике денежных властей, этому будут способствовать рост доходов (и, соответственно, расходов) населения, в том числе за счет увеличения расходов бюджета, а также рост банковского кредитования. Однако ключевым вопросом, касающимся эффективности модели роста, основанного на расширении внутреннего спроса, является *способность российских предприятий откликаться на увеличение спроса ростом производства*. Проведенный нами анализ показывает, что за последнее десятилетие (2000–2008 гг.) из 100 руб. прироста внутреннего спроса 53–57 руб. покрывались повышением цен на товары и услуги и 22–25 руб. – импортом. Лишь 1 из 5 руб. прироста внутреннего спроса покрывался увеличением выпуска российских предприятий!

Прирост внутреннего спроса относительно соответствующего квартала предшествующего года и структура его покрытия, млрд. руб.



Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Как видно из приведенного здесь рисунка, последствия экономического кризиса обусловили радикальное сужение внутреннего спроса в 2009 г., прежде всего в области инвестиций. Незначительное уменьшение объемов экспорта при одновременном радикальном снижении объемов импорта предопределило рост чистого экспорта практически в полтора раза. Внешний спрос поддержал динамику российского ВВП, реальное сокращение которого оказалось почти вдвое меньшим, чем падение внутреннего спроса. По итогам 2010 г. есть основания ожидать противоположной картины – темп реального увеличения внутреннего спроса практически вдвое может превысить темп роста реального ВВП. Таким образом, *происходит восстановление предкризисного соотношения, которое в сложившейся институциональной среде является устойчивым*. Это означает, что все попытки стимулировать производство за счет расширения спроса представляют собой прямую угрозу для платежного баланса (со стороны роста импорта) и делают ориентиры по инфляции в 6–7% в 2011 г. практически недостижимыми.

Более устойчивым представляется рост на основе высокой инвестиционной активности, непосредственно связанный с решением задачи модернизации российской промышленности. Однако в базовых вариантах среднесрочного прогноза, используемых экономическим блоком правительства РФ и ЦБ РФ, ускорения роста инвестиций не предполагается. В случае реального увеличения инвестиций в основной капитал на 5.0–6.0% в год в течение 2011–2013 гг. можно ожидать, что реальный прирост ВВП будет составлять порядка 4.0–4.5% в год – это устойчивый рост, но его масштабы не позволят обеспечить какие-либо качественные изменения в структуре российской экономики и потенциале ее дальнейшего развития. (Уместно напомнить, что средний темп прироста ВВП Китая на протяжении последних десяти лет составляет 10.5% в год.)

В приводимой здесь таблице представлена оценка реального прироста ВВП в зависимости от различных вариантов динамики инвестиций. Совокупный реальный прирост ВВП оценивается как сумма приростов, обусловленных отдельными составляющими – изменением расходов на конечное потребление, валовое накопление капитала и чистого экспорта. В обоих вариантах предполагалась одинаковая динамика расходов на конечное потребление. Динамика чистого экспорта несколько модифицируется по вариантам с учетом того, что в форсированном варианте импорт развивается более интенсивно, включая в первую очередь импорт инвестиционных товаров.

Реальный прирост ВВП, в % к предыдущему году

	2010 г. (оценка)	2011 г. (прогноз)	2012 г. (прогноз)	2013 г. (прогноз)
Инвестиции (инерционный вариант)	2.5	6.0	5.0	6.0
ВВП всего	3.7	4.1	4.2	4.3
<i>в том числе обусловлено за счет изменения:</i>				
конечного потребления	2.8	3.0	3.1	3.5
валового накопления	4.2	2.2	2.3	1.5
чистого экспорта	-3.3	-1.1	-1.2	-0.7
Инвестиции (форсированный вариант)		20.0	20.0	20.0
ВВП всего		6.5	7.1	7.4
<i>в том числе обусловлено за счет изменения:</i>				
конечного потребления		3.0	3.0	3.4
валового накопления		5.1	6.1	5.6
чистого экспорта		-1.6	-2.0	-1.6

Источник: данные Росстата; расчеты ЦСИ.

Расчеты показывают, что для достижения достаточно высоких темпов роста российской экономики (хотя бы на уровне около 7% в год, что рассматривается в качестве целевой установки на период уже после 2013 г.) темп реального прироста инвестиций в основной капитал должен составить в ближайшем периоде порядка 20% в год. Даже при довольно осторожном прогнозе относительно темпов инфляции это означает, что номинальный объем инвестиций должен при этом ежегодно возрастать почти на треть. Стоит отметить, что приблизительно схожими темпами – порядка 25% – в среднем ежегодно увеличивались номинальные объемы инвестиций в основной капитал в Китае на протяжении последнего десятилетия. И если возврат к командно-административной системе в российской экономике не является основным вектором ее развития, то придется приложить немало усилий для улучшения предпринимательского климата в стране в широком смысле, позволяющего за счет внутренних и внешних ресурсов десятикратно (по сравнению с 2010 г.) увеличить объем инвестиций.

Реальный сектор

Ускорявшееся на протяжении первого полугодия 2010 г. восстановление промышленного выпуска в июле-августе сменилось заметным торможением: если в первом и во втором кварталах промышленность демонстрировала темпы прироста порядка 10% в годовом выражении, то далее рост замедлился до 6.5%. Еще более заметным было падение темпов роста в обрабатывающих производствах (с 16.3% во втором квартале 2010 г. до 9.5% в июле-августе).

Промышленность в январе-августе 2010 г. (прирост год к году), в %

	I квартал	II квартал	Июль-август
Промышленное производство	9.5	10.9	6.5
Добыча полезных ископаемых	6.7	4.8	1.7
Обрабатывающие производства	12.1	16.3	9.5
потребительского спроса	9.5	12.9	7.5
инвестиционного спроса	14.3	30.3	20.1
промежуточного спроса	16.2	15.2	8.8
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	7.7	2.6	3.5
Инвестиции в основной капитал	-4.1	5.3	5.8
Коммерческий грузооборот транспорта	11.9	13.1	1.3
Строительство	-8.1	-0.1	0.5
Оборот розничной торговли	1.7	5.3	6.6
Стоимость импорта из стран дальнего зарубежья	17.0	38.1	49.2
Продовольственные товары и сырье для их производства, текстильные изделия и обувь	5.0	33.1	40.0
Машиностроительная продукция	7.4	40.8	51.5

Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Очевидным фактором ухудшения динамики производства стали аномальные погодные условия в июле-августе 2010 г. Действительно, во второй половине лета наблюдалось резкое падение деловой активности, отражаемое, в частности, динамикой грузоперевозок: после роста на 12–13% (год к году) в первом полугодии 2010 г. в июле-августе они превышали прошлогодние объемы всего на 1.3%. Вместе с тем жара и смог лета 2010 г. только ускорили проявление проблем, накапливавшихся еще в период активного восстановительного роста: системные причины торможения роста промышленности лежат гораздо глубже, и общий контекст роста промышленности и экономики в последние месяцы и на ближайшую перспективу нельзя охарактеризовать как оптимистичный.

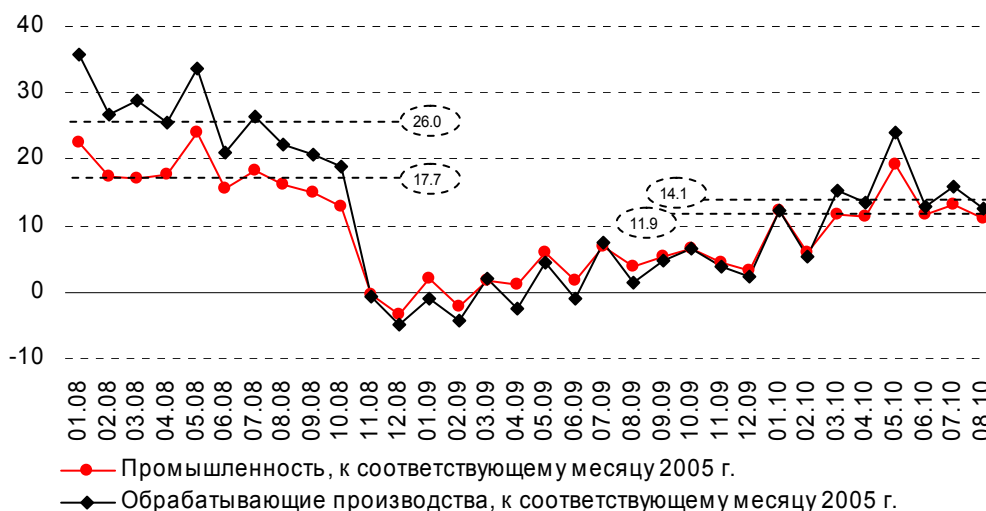
Давно известной проблемой является стремительное восстановление импорта: это касается как продукции потребительского спроса, так и материалов и комплектующих для российских производств, а также машин, оборудования, инструментов – машиностроительной продукции, не имеющей отечественных аналогов. При том, что импорт из стран дальнего зарубежья в первом квартале 2010 г. увеличился на 17%, во втором – уже на 38.1%, а в июле-августе – почти наполовину в годовом выражении. Так, на фоне расширения розничной торговли радикально увеличился импорт продовольственных товаров, текстиля и обуви: на 33% во втором квартале 2010 г. и на 40% – в июле-августе (год к году). Вместе с тем отечественные производства потребительского спроса не только демонстрировали в июле-августе гораздо более умеренные темпы роста, но и снизились (до 7.5% после 12.9% во втором квартале – год к году). Далее, в условиях начавшегося восстановления инвестиций импорт машиностроительной продукции увеличился за апрель-август 2010 г. почти на 45%. При этом темпы роста соответствующих российских производств были в два раза ниже и существенно обусловлены программами государственной поддержки (в частности,

программой утилизации старых автомобилей, стимулирующей выпуск российских автомашин – преимущественно АвтоВАЗом).

Сохраняющееся технологическое отставание российской промышленности и, как следствие, опережающий рост импорта над экспортом резко снижают эффекты восстановления инвестиций и расширения потребительского спроса с точки зрения их стимулирования развития национальной экономики. Поэтому даже такие несомненно позитивные тенденции, как прекращение падения инвестиций и объема строительных работ, а также рост потребительского спроса, будут иметь относительно слабое стимулирующее воздействие на динамику промышленности и экономики в целом.

Чисто статистически результаты восстановительного роста промышленности в 2010 г. пока свидетельствуют о локализации объемов выпуска обрабатывающих производств и промышленности в целом в районе видимых уровней +14 и +12% к соответствующим объемам 2005 г. Иными словами, основной восстановительный рост обрабатывающих производств и промышленности в целом пришелся на 2009 г., что объяснялось значимым увеличением темпов роста российского экспорта и быстрым увеличением темпов роста объемов производств промежуточного спроса. В 2010 г. этот ресурс роста действует в меньшей степени, а эффективность восстановления внутреннего спроса с точки зрения динамики промышленного выпуска недостаточно высока в силу зависимости российской экономики от импорта – это и создает угрозу фиксации очередного «дна», а не формирование тренда поступательного роста промышленности.

Промышленный выпуск в 2008–2010 гг. (прирост к соответствующему периоду 2005 г.), в %



Источники: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

В любом случае рост российской промышленности в ближайшие месяцы будет весьма умеренным как из-за обозначенных системных проблем, так и в связи с «эффектом базы», поскольку его результаты будут сопоставляться с динамикой производства, заметно улучшавшейся начиная с июня 2009 г.

Банковская система

Ошибка в прогнозах как отражение смены тенденций

Весной текущего года ЦСИ Банка Москвы представил прогноз развития российской банковской системы в 2010 г. (с достаточно инерционными оценками на 2011 г.). Основными нашими гипотезами выступали:

- умеренное расширение банковского кредитования предприятий;
- стагнация развития рынка потребительского кредитования.

Базовым (и наиболее рациональным) сценарием развития банковской системы в рамках складывающихся обстоятельств нам представлялось максимально возможное содействие оживлению экономической активности предприятий при ограниченном взаимодействии с населением. Более детально данный сценарий предполагал расширение краткосрочного банковского кредитования предприятий для пополнения оборотных средств и стимулирования их текущей деятельности. При этом рост объемов долгосрочных (свыше года) кредитов не ожидался вследствие невысокой инвестиционной активности, сравнительно высоких процентных ставок, сохраняющихся на значительном уровне инфляционных ожиданий и неуверенности предпринимателей в улучшении экономической конъюнктуры и бизнес-климата в стране.

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

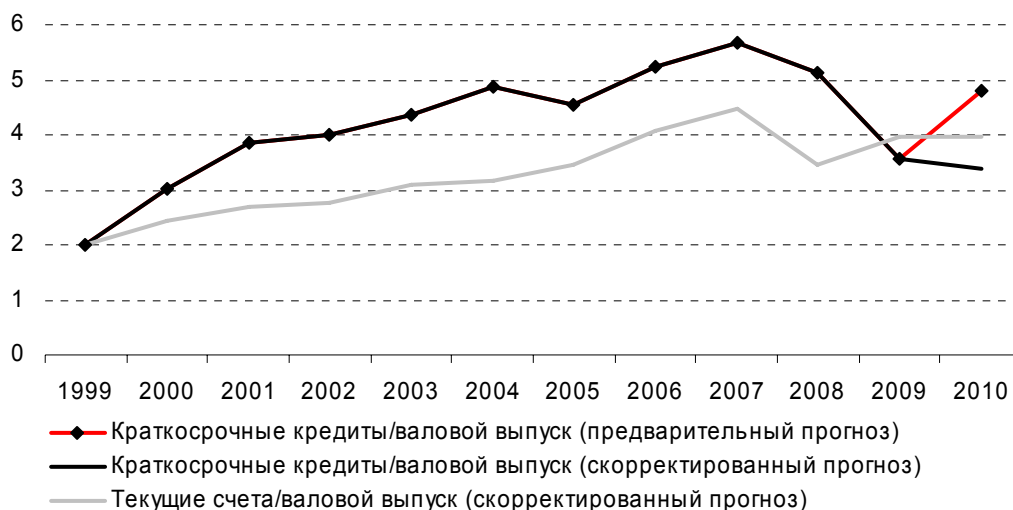
	12.05	12.06	12.07	12.08	03.09	06.09	09.09	12.09	03.10	06.10	08.10
Пассивы, млрд. руб.	9696	13963	20125	28022	28527	27776	28182	29430	29284	30417	30954
Собственные средства	15.4	14.3	15.3	14.1	15.6	17.1	18,8	19,3	20,1	19,7	20,0
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.2	12.0	11.5	7.2	5,6	4,8	2,3	1,7	1,2
Межбанковские операции	4.0	3.4	4.1	4.4	4.3	4.5	4,4	4,8	4,9	5,1	4,9
Иностраные пассивы	13.7	17.1	18.1	16.4	16.2	14.8	13,4	12,1	11,8	11,5	11,7
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.2	21.5	22.1	23.8	24,2	25,9	27,1	28,3	28,7
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.8	23.6	22.6	24.0	24,7	25,9	25,6	25,4	24,8
Счета и депозиты органов государственного управления и местных органов власти	2.0	2.2	1.5	1.0	1.2	2.4	2,4	1,0	1,5	1,8	2,1
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	5.8	4.1	3.7	3.6	3,8	4,1	4,3	4,2	4,3

Источник: Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Далее, ожидалось, что население сохранит «мотив кризисной осторожности» и предпочтет больше сберегать, в том числе и на покупки, нежели покупать в кредит. Данное предположение предполагало значительный прирост сбережений населения в виде банковских депозитов и стагнацию объемов банковского кредитования. В рамках данного сценария население усиливало свою позицию нетто-кредитора экономики.

Согласно нашему прогнозу рост объема банковского кредитования предприятий должен составить в 2010 г. 15%, при этом максимально должен был вырасти объем краткосрочных кредитов в рублях. По нашим оценкам, реальный рост ВВП в 2010 г. должен составить 4%, а рост номинального объема ВВП – 15.6%. Примерно на эту же величину вырастет и валовой выпуск экономики. Очевидно, что оживление производственной активности нуждается, как минимум, в адекватном расширении банковского краткосрочного кредитования на пополнение оборотных средств (особенно с учетом того, что резкого повышения внешних цен, доходы от которого способны восполнить собственные средства предприятий, не отмечалось).

Соотношение краткосрочных кредитов в рублях, остатков средств на текущих счетах предприятий и валового выпуска экономики (красная линия – предварительный прогноз, черная – инерционная оценка результатов 2010 г. по итогам его первых восьми месяцев), в %



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

В действительности реализовывался принципиально иной сценарий, объективно отражающий эфемерность ситуации оживления промышленного производства в первой половине 2010 г. Сегодня уровень кредитного обеспечения оборотных средств предприятий (соотношение краткосрочных рублевых кредитов и валового выпуска экономики) находится на уровне 2000 г.(!). Фактически в рассматриваемый период были не востребованы, по меньшей мере, 1.13 трлн. руб. в виде краткосрочных кредитов для обеспечения текущей производственной деятельности. Можно было бы предположить, что предприятия финансируют текущую деятельность из собственных средств, однако это не так – отношение остатков средств на текущих счетах предприятий к валовому выпуску находится сегодня на уровне 2005 г.

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

	12.05	12.06	12.07	12.08	03.09	06.09	09.09	12.09	03.10	06.10	08.10
Активы, млрд. руб.	9696	13963	20125	28022	28527	27776	28182	29430	29284	30417	30954
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	2.5	3.0	2.4	2.2	2.1	2.7	2.1	2.1	2.2
Средства, размещенные в Банке России	7.3	7.5	6.9	7.5	6.7	6.3	3.9	6.9	6.7	7.8	7.2
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	5.2	5.1	5.1	5.0	5.4	6.0	6.2	6.0
Иностранные активы	9.1	9.9	9.8	13.8	14.2	13.8	16.0	14.1	13.9	12.7	12.8
Население	12.1	14.7	16.1	15.5	14.6	14.3	13.8	13.1	13.0	13.0	13.2
Корпоративный сектор	47.0	45.3	47.2	44.5	46.1	47.1	46.8	44.5	45.0	45.1	45.0
Государство	6.6	5.2	4.1	2.0	3.1	3.3	3.7	4.2	4.5	4.2	4.5
Имущество	2.4	2.4	2.2	1.9	2.3	2.4	2.5	2.7	2.7	2.7	2.6

Источник: Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

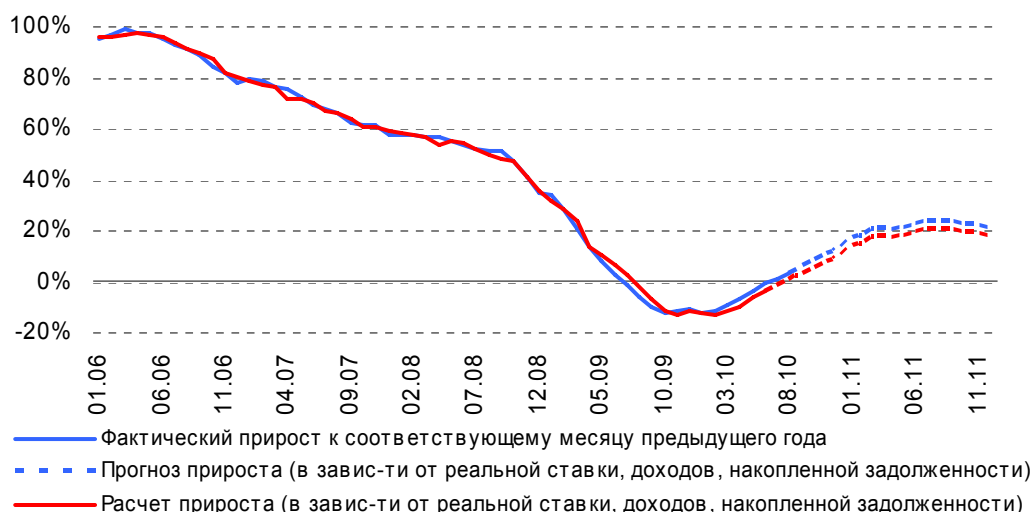
Ситуация с банковскими кредитами предприятий на инвестиционные цели представляется худшей, поскольку: а) и в предкризисный период банковские кредиты не превышали 10% от общего объема капитальных инвестиций; б) ускорение темпов инфляции и усиление инфляционных ожиданий делают уровень процентных ставок по банковским кредитам максимально неопределенным. Сейчас инвестиционная активность находится на низком уровне (по итогам 2010 г.

ожидается рост инвестиций в основной капитал на уровне 2.5%) и банковское кредитование неспособно оживить этот процесс.

Таким образом, рост банковского кредитования предприятий на 15% представляется труднодостижимым ориентиром. В настоящее время мы оцениваем уровень данного показателя в 10%, что ниже соответствующего показателя ВВП в номинальном выражении. Приведенная оценка скорее является отражением стагнационных тенденций, нежели ожиданий оживления в производстве.

В начале 2010 г. наши эконометрические модели указывали на расширение потребительского кредитования в текущем и следующем годах. Мы пренебрегли этими расчетами, поскольку соответствующая модель строилась на основе данных за 2006–2009 гг. Содержательной стороной исторических трендов являлся переход населения на кредитную модель потребления. В кризисный же период отчетливо просматривался возврат к накопительной модели; население резко сократило спрос на банковский кредит и увеличило сбережения в виде депозитных вкладов. С этой точки зрения наиболее вероятным сценарием представлялось сохранение данной тенденции, по крайней мере, до конца 2010 г. Соответственно, мы прогнозировали стагнацию потребительского кредитования – рост объемов банковского кредитования на начало 2011 г. должен был составить -4–+2%.

Темпы прироста кредитов физическим лицам (всего) к уровню соответствующего месяца предшествующего года, в %



Источник: данные Банка России, Росстата; расчеты ЦСИ.

Однако тенденции на данном сегменте банковских услуг изменились: уменьшение ставки рефинансирования снизило уровень процентных ставок по кредитам и депозитам, одновременно возрос уровень ликвидности в банковской сфере. Население вновь вернулось к кредитной модели потребления, поскольку: а) снизились ставки по рублевым депозитам до психологически низкого уровня (4–6% годовых); б) ускорилась инфляция и в) ставки по кредитам вернулись на докризисный уровень.

Предполагая, что ставка по кредитам до конца 2010 г. останется на текущем уровне или несколько снизится, прирост потребительских цен в нынешнем году составит порядка 8%, а денежные доходы населения увеличатся на 10–11%, можно ожидать, что задолженность по кредитам физическим лицам по итогам 2010 г. возрастет на 9–10%. Далее, предполагая в 2011 г. плавное и достаточно незначительное изменение ставки по кредитам при инфляции около 7.5–8.0% и темп прироста номинальных денежных доходов населения порядка 11% за год, можно ожидать, что задолженность по кредитам физическим лицам за 2011 г. возрастет на 19–21%.

Таким образом, в 2010 г. фактически произошел «размен» между кредитованием реального сектора и населения. Слабая экономическая активность не позволила предприятиям предъявить спрос на банковский кредит. Соответственно, высокие риски и стоимость пассивов не привели к большему снижению ставок по кредитам и к снижению требований к заемщикам – напротив, рост потребительского кредитования расширил конечный спрос, результатами которого явились ускорение темпов инфляции и рост импорта. При этом основную роль в расширении кредитования населения сыграли государственные банки.

Прогноз основных экономических показателей

	Факт		Оценка		Прогноз		
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Макропоказатели							
Номинальный ВВП:							
трлн. руб.	33,3	41,4	39,1	44,9	50,3	56,1	61,7
млрд. долл.	1 300	1 667	1 233	1 488	1 666	1 889	2 092
Реальный ВВП – рост в %	8,5	5,2	-7,9	3,7	4,4	4,1	4,3
Промышленность – рост в %	6,8	0,6	-9,3	7,5	4,1	4,0	5,1
Розничная торговля – рост в %	15,9	13,5	-4,9	5,0	5,0	5,0	6,0
Инвестиции – рост в %	22,7	9,8	-17,0	2,5	8,0	5,0	6,0
Экспорт – реал. рост в %	6,4	0,6	-4,7	5,0	2,8	3,7	3,7
Импорт – реал. рост в %	26,6	15,2	-30,4	22,8	9,0	10,3	7,8
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	32,9	2,5	6,4	22,0	18,7	18,3	17,7
M2 (декабрь к декабрю), %	54,1	1,7	16,3	20,5	23,2	19,8	16,8
M2X (декабрь к декабрю), %	45,9	14,6	16,4	15,6	21,6	18,3	16,3
Активы банковской системы, % ВВП	60,5	67,6	75,3	73,9	78,6	82,4	87,9
Инфляция							
Прирост потребительских цен (дек. к дек.), %	11,9	13,3	8,8	8,1	7,7	6,9	6,5
Прирост потребительских цен (среднегодовой), %	9,1	14,1	11,7	6,8	8,0	6,5	6,0
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	11,0	13,7	8,5	8,5	7,5	6,5	7,0
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,4	22,4	18,8	17,3	17,6	16,9	16,8
Расходы федерального бюджета, % ВВП	18,0	18,3	24,6	22,7	21,2	20,0	19,7
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	5,4	4,1	-5,9	-5,4	-3,6	-3,1	-2,9
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	156,8	137,1	60,5	11,5	1,5	1,6	1,6
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.		88,0	91,6	90,6	85,3	91,0	91,1
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	354	472	303	380	390	420	450
Импорт товаров, млрд. долл.	223	292	192	250	270	310	340
Счет текущих операций, % ВВП	6,0	6,2	4,0	3,4	2,1	1,2	0,1
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	81,4	-133,9	-58,8	-10	20	30	40
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	479	427	439	468	510	567	613
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	3,5	2,4	3,1	2,9	2,8	2,7	2,7
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,8	3,4	4,7	6,2	8,2	10,0	11,5
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	24,5	29,4	30,2	29,8	30,5	29,5	29,0
среднегодовой	25,6	24,9	31,7	30,2	30,2	29,7	29,5
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	69,6	94,4	60,7	76,3	77,6	82,6	84,6
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1,37	1,47	1,39	1,33	1,37	1,38	1,39

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.