

«Затишье перед бурей» – какая в этом году будет инфляция?

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Денежная программа
Денежное предложение
Инфляция
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 последние пять лет экономика России развивается поступательно. Несмотря на значительную долю сырья в экспорте, темпы экономического роста достаточно устойчивы в рамках коридора цен на нефть в пределах 45–60 долл./барр. Колебания нефтяных цен больше сказываются на бюджетных доходах, нежели на прибылях компаний, но общий экономический рост в пределах указанного нефтяного ценового коридора будет находиться в пределах 5.5–6.5% в год. В условиях выборного цикла важнее, что национальная экономика развивается поступательно, а с темпом 6.0 или 7.0% – не так уж и принципиально значимо.

Напротив, темпы роста потребительских цен (несмотря на неоднозначность действующей методики их измерения) имеют значительный политический вес – вплоть до долей процентного пункта. Уровень инфляции и задача ее снижения обозначены во всех посланиях Президента в последние годы; снижение инфляции выдвинуто в качестве ключевой цели денежной политики Банка России, постоянно ссылаясь на угрозу увеличения темпов инфляции и Министерство финансов РФ – с точки зрения ограничения расходов бюджета и стерилизации нефтяных доходов.

Начало года внушало денежным властям оптимизм: потребительские цены возрастали с существенно меньшими темпами, нежели год назад. Однако приток внешнего капитала за счет компаний и банков, подконтрольных государству, обусловил ускоренный рост денежного предложения, создав тем самым прямую угрозу сохранения инфляции на уровне прошлого года.

В июне рост цен ускорился, составив 8.5% за последние 12 месяцев и превысив «красную линию» правительственного ориентира на текущий год. Проблема здесь заключается не только в увеличении темпов инфляции, но и в том, что это было обусловлено действием прочих факторов (ускорение роста цен на продовольственные товары). Воздействия же монетарных факторов при этом пока не наблюдалось – «избыточные деньги» находятся в Банке России. Однако как только внешний капитал поступит в экономику, ускорение инфляции и рост импорта будут прямыми следствиями данного обстоятельства.

Угроза увеличения темпов инфляции возникла как раз в разгар предвыборного цикла. Подобное развитие событий прогнозировалось большинством аналитиков – все ожидали «популистского» роста бюджетных расходов, но никак не непродуманной внешнеэкономической активности государственного сектора. Не обсуждается вопрос об эффективности государства как собственника, но задача координации действий всех его субъектов – как в области привлечения внешних ресурсов, так и их использования и нейтрализации – сейчас представляется одной из важнейших. Инфляция ускорилась, но устойчивость этой тенденции зависит именно от государства.

Денежная программа

Прогноз без стратегии

В конце июня Банк России представил новый вариант «Основных направлений единой денежно-кредитной политики на 2008 г.» – документа, определяющего принципы и содержание национальной денежной политики на среднесрочную перспективу. Отметим, что пока предыдущая его версия была отправлена Государственной Думой на доработку, ситуация в финансовой сфере России изменилась настолько, что потребовалась принципиальная ревизия денежной программы и прогноза платежного баланса. Причиной для подобных действий выступил масштабный приток капитала во втором квартале текущего года – чистый приток капитала составил за первое полугодие 67 млрд. долл. при прогнозировавшихся ранее 35 млрд. долл. за весь год. Соответственно, прочие показатели состояния финансовой сферы потеряли сейчас свою актуальность.

Ключевые показатели указанного документа, которые были пересмотрены, следующие:

- увеличен уровень чистых международных резервов на конец текущего года (на 22 млрд. долл. – до 418 млрд. долл.);
- повышен уровень добровольных банковских остатков на счетах в ЦБР до 1547 млрд. руб. на 01.01.2008 г. (на 469 млрд. руб., или на 18 млрд. долл.);
- расширены масштабы рефинансирования банковской системы в 2009–2010 гг.;
- увеличены темпы роста предложения денег (агрегата M2) с 32–34 до 37–39% в 2007 г.;
- повышены оценки чистого притока капитала на 35 млрд. долл. в текущем году и на 10 млрд. долл. в последующие годы вплоть до 2010-го;
- несколько повышены оценки российского экспорта товаров и услуг (на 8.5 млрд. долл.) и значительно расширен объем импорта товаров и услуг (на 18.4 млрд. долл.) в 2007 г.

Указанные изменения означают более стремительное сокращение сальдо торгового баланса, нежели закладывалось в прогноз два месяца назад. В этих условиях основным источником притока валютных ресурсов в экономику могут стать лишь капитальные операции. Правда, остается неясным вопрос: какими побудительными мотивами будут руководствоваться внешние инвесторы, наращивающие вложения в российские активы при снижающемся курсе рубля? Складывается впечатление, что Банк России «запланировал» рост притока капитала лишь с целью компенсации провалов во внешней торговле. При этом предполагаемое расширение рефинансирования банков практически должно ликвидировать дефицит ресурсной базы и, как следствие, снизит к 2010 г. потребность банков во внешних заимствованиях. По оценкам ЦСИ БМ, при запуске системы рефинансирования в объемах, заложенных в Основных направлениях, к 2010 г. чистое привлечение внешнего капитала банками может «сжаться» до 3–5 млрд. долл. Таким образом, увеличение притока капитала может происходить только за счет прямых инвестиций и заимствований российских компаний.

Обращает на себя внимание как та легкость, с которой Банк России пересматривает ключевые параметры своей денежной программы, так и «выборка» этих параметров. Так, ориентир по инфляции остался прежним (правда, на его верхней границе – 8%), прогноз основных макропоказателей МЭРТ также не изменился, в том числе и прогноз номинального обменного курса, который имплицитно используется Банком России. Отсюда вполне закономерно возникает

вопрос: каким образом целевой ориентир по инфляции, который предполагалось выполнить при росте денежного предложения на 33%, будет достигнут при расширении денежной массы на 39%?

Фактически речь идет о пересмотре прогноза без изложения стратегии денежных властей на среднесрочную перспективу – по меньшей мере, стратегии денежной программы. Представляется, что данная стратегия должна быть не пассивной (когда денежная программа зависит от внешних обстоятельств, при изменении которых она пересматривается), а активной (когда задаются целевые ориентиры – по денежному предложению, инфляции и валютному курсу – на среднесрочную перспективу, а методы их достижения меняются в зависимости от внешних условий).

Денежное предложение

Case Study – возможные последствия притока внешнего капитала

Основной особенностью денежной политики властей в первом полугодии 2007 г. явился масштабный приток внешнего капитала в Россию: чистый приток по финансовому счету платежного баланса РФ составил в указанный период 70.3 млрд. долл. (10.4 млрд. долл. в первом полугодии 2006 г.), причем 55 млрд. долл. пришлось на второй квартал. При этом валовой приток капитала составил 108.9 млрд. долл., увеличившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года в 2.5 раза. Большая часть этого притока пришлось на нефинансовый сектор – 71.1 млрд. долл. (27.4 млрд. долл. за соответствующий период прошлого года), тогда как банковский сектор привлек 37.8 млрд. долл. по сравнению с 16.0 млрд. долл. годом ранее.

Такой экстраординарный приток внешнего капитала на внутренний рынок действительно создал монетарным властям проблему в области управления денежным предложением. Правда, ухудшение внешнеторгового сальдо принесло «некоторое облегчение» – торговый баланс в первом полугодии 2007 г. сократился до 58.9 млрд. долл. против 74.1 млрд. долл. год назад.

Пока приток внешнего капитала временно локализован – но не стерилизован – Банком России: рост депозитов предприятий (в пассивной части банковской системы) был компенсирован ростом банковских депозитов в ЦБР (в активной части). Данная ситуация сохранялась в течение мая-июня и не оказывала прямого воздействия на инфляцию в области монетарных компонентов. Фактически это был потенциальный «денежный навес», возможные направления реализации которого могут привести к различным последствиям в денежной сфере. Первым сигналом осуществления подобной угрозы будет (что уже частично наблюдается) снижение добровольных остатков банковских средств на счетах в ЦБР. Последовательно рассмотрим возможные варианты движения этих средств.

Вариант 1. Средства с банковских счетов Банка России направляются в экономику

В рамках данного сценария происходит пропорциональное (притоку внешнего капитала) расширение внутреннего спроса – за счет роста банковских кредитов предприятиям и населению. Очевидно, что расширение внутреннего спроса в краткосрочном периоде (в течение нескольких месяцев) приведет к двум последствиям – росту объемов импорта и повышению цен производителей на продукцию конечного спроса. Даже при резком увеличении инвестиционного импорта отечественным предприятиям в столь короткие сроки не удастся нарастить производственные мощности.

Рост импорта в первом полугодии 2007 г. в стоимостном выражении составил 39% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, и пока не просматривается никаких предпосылок для снижения темпов роста данного показателя. В новой редакции денежной программы по итогам текущего года ожидается увеличение импорта товаров и услуг на 30% (на 20% в предыдущей редакции), что

представляется несколько заниженным значением: дополнительные 40–50 млрд. долл. со стороны расширения внутреннего спроса, который покроеется импортом, доведут темпы роста ввозимой продукции до угрожающих 50%.

Очевидно, что в рассматриваемом сценарии снизить инфляцию посредством роста курса рубля не удастся: укрепление номинального курса на 3% ориентировочно снизит инфляцию на 1%, но даст процентную премию внешним инвесторам на те же 3%. Очевидно, что такая премия привлечет капитал (в виде портфельных инвестиций), что также обусловит дальнейшее расширение денежного предложения. Кроме того, укрепление курса рубля еще больше будет стимулировать рост импорта. Таким образом, в данном варианте неизбежно повышение цен одновременно с ускорением роста импорта.

Вариант 2. Стерилизация притока внешнего капитала

Данный сценарий подразумевает, что внешние средства поступают в экономику в ограниченном объеме, а большая их часть стерилизуется. Стерилизация внешнего капитала возможна двумя способами – оттоком капитала и/или их сохранением на счетах в Банке России.

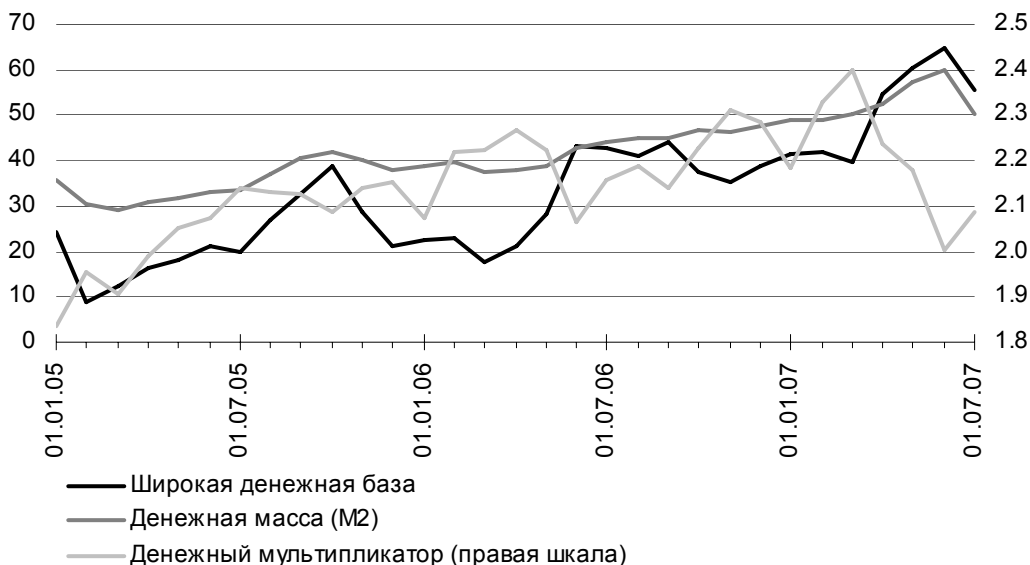
Вариант «Рост оттока капитала», исходя из опыта 2006 г., вполне вероятен. Тогда из 48.5 млрд. долл. валового притока иностранного капитала в банковскую систему лишь 20% (около 10 млрд. долл.) было использовано на кредитование нефинансового сектора экономики, оставшаяся же часть была направлена на вложения в иностранные активы (23.4 млрд. долл.) и размещена на счетах в ЦБР (13.2 млрд. долл., или 344 млрд. руб.). В первом полугодии текущего года ситуация складывается иначе – при значительном росте валового притока капитала в банковскую систему его валовой отток составил лишь 0.7 млрд. долл. (было 9.1 млрд. долл.). Во втором полугодии положение может измениться, если российские банки активизируются на внешних рынках (например, о возможной экспансии в странах СНГ заявил ВТБ), но то, что оно изменится принципиальным образом, представляется маловероятным.

Последствия такого варианта развития событий будут достаточно противоречивыми. С одной стороны, чистый приток капитала вернется по итогам года на прогнозируемый ранее уровень в 40 млрд. долл., а денежное предложение (M2) – на 29–33%, инфляция не превысит 8%. С другой стороны, возврат к предыдущему варианту денежной программы сейчас уже предполагает сокращение валютных резервов (до 396 млрд. долл.), что, наряду с оттоком капитала, создает угрозу для стабильности обменного курса рубля.

Более вероятным нам видится вариант, в соответствии с которым большая часть внешних средств будет *аккумулирована на банковских счетах в ЦБР*. На высокую вероятность реализации данного сценария указывает и новая редакция денежной программы – остатки банковских средств на счетах в ЦБР на 01.01.2008 должны составить 1547 млрд. руб. (увеличены по сравнению с прошлой редакцией на 469 млрд. руб., или на более чем 18 млрд. долл.). Банк России, таким образом, заявляет о намерениях удерживать избыточную ликвидность в «замороженном» состоянии. Оставшиеся средства, видимо, будут постепенно в течение года направляться в экономику. Отдельно отметим, что выручку государства от продажи активов «ЮКОСа» (около 500 млрд. руб.) планируется потратить на бюджетные расходы, поэтому рассматривать данную сумму в качестве дополнительной стерилизации неправильно.

С точки зрения макроэкономических расчетов рассмотренный вариант предполагает увеличение чистого притока капитала в 2007 г. до 70–80 млрд. долл., однако рост денежного предложения (агрегата M2) составит те же планировавшиеся 29–33% за счет административного регулирования (сокращения) денежного мультипликатора.

Денежный мультипликатор и темпы роста денежных агрегатов, в % к соответствующему месяцу предыдущего года



Примечание. «Административное» снижение мультипликатора предполагает ограничение роста денежной массы при увеличении банковских депозитов на счетах в ЦБР.

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Инфляция

Эйфория сменилась растерянностью и беспокойством

Эйфория денежных властей по поводу перспектив снижения темпов инфляции, доминировавшая в начале года, сменилась беспокойством и растерянностью. Рост цен в июне составил 1% – наивысший показатель за последние пять лет. С начала года рост цен составил 5.7% (6.2% годом ранее), а за последние 12 месяцев потребительская инфляция составила 8.5%, что уже превышает правительственные ориентиры.

Важнейшим фактором столь высокой инфляции стало повышение цен на плодоовощную продукцию, а в качестве объяснений подобной ситуации приводятся засуха в южных районах и изгнание с рынков торговцев без российского гражданства (последнее, кстати, было осуществлено правительственной инициативой). На наш взгляд, главная опасность наблюдаемых реалий состоит в другом – в том, что инфляция ускорилась, а эффект роста денежного предложения еще не начал сказываться. Базовая инфляция (инфляция, скорректированная на административно регулируемые услуги и действие сезонных факторов, на которую монетарные факторы воздействуют в первую очередь) в июне осталась на сравнительно низком уровне (всего 0.4%).

Здесь имеет смысл еще раз обратиться к предыдущей версии денежной программы – именно там были представлены ориентиры по инфляции и предложению денег: из нее следует, что два месяца назад политически востребованный уровень инфляции в 6.5–8% подкреплялся (достаточно обоснованно) ростом денежного предложения на 32–34%.

Ныне же положение изменилось – рост денежного предложения ускорился, однако «инфляционный ориентир» остался прежним. При этом вполне вероятны сценарии, при которых ускорение темпов роста денежного предложения не окажет значительного воздействия на уровень инфляции. Однако запланированный рост наличных денег составляет в текущем году 30%, а данный показатель напрямую воздействует на темпы повышения цен. Естественно, что сбережения в форме

наличных денег в настоящее время домашними хозяйствами не осуществляются, а на наличные деньги предъявляется лишь транзакционный спрос. По нашим оценкам, при росте реальных располагаемых доходов населения на 10% и розничного товарооборота на 11.8% базовая инфляция в текущем году составит 7.0–7.2%. И с учетом накопленной инфляции в первом полугодии в 5.7% ни регулированием цен на услуги ЖКХ и прочих монополий, ни укреплением рубля не удастся добиться увеличения цен ниже, чем на 8%.

Темпы роста базовой инфляции и воздействующие на нее факторы, в % к предыдущему периоду



* – Прогноз ЦСИ Банка Москвы.

Источник: Росстат, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Дополнительно отметим, что возможна ситуация, при которой в отдельные месяцы будет наблюдаться сокращение денежного предложения, в результате чего по итогам года рост денежной массы выйдет на первоначально планируемый уровень. Однако один из парадоксов инфляции состоит в том, что при снижении денежного предложения дефляции не наблюдается. В результате тактические ошибки (всплеск денежного предложения с его последующим падением) приводят к тому же предложению денег, но к другому уровню инфляции, нежели если бы предложение денег реализовывалось постепенно и согласно плану. То есть при одинаковых конечных результатах получаются разные уровни инфляции. Действительно, планирование и координация действий подчас важнее отсутствия дождей на юге России.

Индексы цен и денежные индикаторы, в % к предыдущему периоду

	2006 г.		2007 г.		Январь- июнь 2006 г.	Январь- июнь 2007 г.
	Май	Июнь	Май	Июнь		
ИПЦ	0.5	0.3	0.6	1.0	6.2	5.7
Продовольственные товары	0.5	0.0	1.0	1.7	7.0	6.1
Плодоовощная продукция	2.6	-0.6	7.8	12.2	31.5	38.6
Непродовольственные товары	0.4	0.3	0.4	0.3	2.3	2.2
Бензин	0.3	0.3	0.9	0.3	2.6	0.5
Платные услуги	0.6	0.7	0.5	0.6	10.0	9.8
Базовая инфляция	0.4	0.3	0.3	0.4	3.9	3.0
Денежные индикаторы						
Денежная масса (M2)	5.2	6.0	7.0	0.2	17.3	19.2
Наличные деньги (M0)	3.4	6.5	1.3	4.6	11.2	8.8
Обменный курс доллара к рублю	-1.1	0.4	0.8	-0.3	-5.9	-2.0

Источник: Росстат, ЦБР, ЦСИ Банка Москвы.

Реальный сектор

Официальная статистика частично реабилитировала российскую промышленность

Провальные результаты роста промышленного производства в апреле (всего 4.6% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года) в мае сменились неблестящим, но уверенным приростом выпуска российской промышленности на 6.7%. Восстановление роста промышленного производства связано с началом увеличения выпуска в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды (прирост в мае на 2.2% после апрельского сокращения выпуска в тех же масштабах) и радикальным ускорением выпуска обрабатывающих производств (с 7% в апреле до 9.4% в мае) при сохранении умеренных темпов роста в добыче полезных ископаемых (2% в апреле и мае).

Определяющий характер воздействия динамики выпуска обрабатывающих производств на рост российской промышленности в целом, «точечный» провал динамики выпуска обработки в апреле, а также противоречивая динамика выпуска ряда обрабатывающих производств в апреле и мае 2007 г. делают целесообразным анализ роста выпуска промышленности за два первых месяца второго квартала в целом.

По нашим оценкам, можно говорить об увеличении выпуска промышленного производства в апреле–мае 2007 г. на 5.6% (к аналогичному периоду 2006 г.). Такой результат, с учетом стагнации роста производства и распределения электроэнергии, газа и воды и выхода добычи полезных ископаемых на ставшие уже привычными 2%-ные темпы прироста, можно признать весьма неплохим. Что же касается роста российских обрабатывающих производств, то его темпы хоть и снизились относительно экстремально высоких результатов первого квартала, но находятся на «убедительном» уровне в 8.2% (апрель–май 2007 г. к соответствующему периоду 2006 г.).

**Рост выпуска российской промышленности в январе–мае 2007 г.,
в % к соответствующему периоду предыдущего года**

	Апрель–май (факт)	I квартал	
		Оценка*	Факт
Индекс промышленного производства	5.6	7.4	8.4
Добыча полезных ископаемых	2.0	3.3	4.2
Обрабатывающие производства	8.2	11.8	14.5
<i>Производства потребительского спроса</i>	<i>9.1</i>	<i>10.4</i>	<i>13.3</i>
Производство пищевых продуктов	9.4	10.3	13.7
Текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и обуви	6.4	11.0	12.1
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	6.1	7.4	10.8
Прочие производства	14.1	12.8	12.9
<i>Производства инвестиционного спроса</i>	<i>11.8</i>	<i>17.1</i>	<i>22.1</i>
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	15.8	13.4	25.8
Машиностроительный комплекс	11.1	17.5	21.1
<i>Производства промежуточного спроса</i>	<i>4.7</i>	<i>8.8</i>	<i>9.4</i>
Обработка древесины и производство изделий из дерева	9.3	9.8	11.0
Производство кокса, нефтепродуктов	1.5	5.5	6.0
Химическое производство	7.5	9.3	10.6
Производство резиновых и пластмассовых изделий	23.4	24.1	24.1
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	2.8	7.8	8.2
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-0.2	0.2	-5.7

* – Оценка с учетом климатического фактора.

Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Главными характеристиками структуры роста обрабатывающих производств в апреле–мае 2007 г. явились:

- лидерство производств инвестиционного спроса (именно статистическое замедление их роста в апреле мы рассматривали как главную угрозу поступательной динамики промышленности в предыдущем обзоре);
- высокие темпы роста крупнейших производств потребительского спроса;
- кратно более низкие темпы роста производств промежуточного спроса.

Опасения относительно сокращения темпов роста *производств инвестиционного спроса* и опережающего повышения цен на эту продукцию пока не подтвердились. Производство строительных материалов в апреле–мае 2007 г. увеличилось относительно аналогичного показателя предыдущего года на 15.8%, выпуск машиностроительного комплекса – на 11.1%. Высокие же темпы роста по итогам рассматриваемого периода демонстрировали только производство транспортных средств (18%) и машин и оборудования (8.6%), а выпуск электрооборудования увеличился всего на 4.4%, что, в контексте масштабов инвестиционной программы российской электроэнергетики, представляется явно недостаточным.

Производства потребительского спроса в апреле–мае увеличили выпуск на убедительные 9.1%, минимально затормозив рост относительно успешного первого квартала текущего года. Вместе с тем стабильно высокие темпы роста демонстрируют только производства пищевых продуктов и товаров народного потребления, а выпуск бывшей легкой промышленности с каждым месяцем

увеличивается все медленнее, что может являться первым значимым сигналом окончания периода расширения этих производств на волне роста потребительского спроса.

Низкие темпы роста *производств промежуточного спроса* (включающих в себя крупнейшие металлургическое и нефтеперерабатывающее производства) – их выпуск в апреле–мае 2007 г. увеличился всего на 2.8 и 1.5% соответственно (к аналогичному периоду предыдущего года) – не только подчеркивают успешность итоговых показателей роста промышленного производства в целом, но и являются резервом его ускорения. Наблюдаемое ныне замедление темпов роста этих производств можно рассматривать как коррекционное, обусловленное значительным увеличением их выпуска в апреле–мае 2006 г. Однако нельзя исключать влияния на динамику роста нефтепереработки и металлургии локальной несбалансированности промышленной политики. Так, активный рост производства транспортных средств не влечет за собой интенсификацию роста производств промежуточного спроса, в частности металлургии, поскольку ориентируется на импортные комплектующие. Слабо реагирует на радикально улучшившуюся конъюнктуру мировых цен российский нефтяной комплекс, все больше теряющий рыночные стимулы к расширению производства.

Резюмируем изложенное выше: российская промышленность возобновила рост уверенными и умеренными темпами. Структура ее роста во все более очевидной степени определяется политикой государства как собственника (управляемое торможение добычи полезных ископаемых и, как следствие, производства нефтепродуктов) и модератора производственных связей (замедленный рост производств промежуточного спроса). Весной 2007 г. появились первые негативные сигналы приближающегося исчерпания ресурса увеличения потребительского спроса как фактора расширения выпуска соответствующих производств. В условиях ускоряющегося роста инвестиционного спроса, все еще работающего и на российских производителей потребительского спроса, и растущих мировых цен на энергоносители текущие результаты динамики российской промышленности можно оценить как весьма успешные, но не обнадеживающие с учетом обозначенных выше рисков.

Рост цен производителей промышленной продукции превысил прошлогоднюю динамику

В течение мая 2007 г. цены производителей промышленной продукции увеличились на 5.3%. Как мы и предполагали в предыдущем обзоре, итоговое (за первые пять месяцев года) увеличение цен на промышленную продукцию превысило прошлогодний уровень. Неожиданными можно считать лишь масштабы ценового опережения: если за январь–май 2006 г. цены производителей увеличились на 8.5%, то за первые пять месяцев 2007 г. – уже на 11.7%.

**Прирост цен производителей промышленной продукции
в январе–мае 2007 г.**

	Прирост цен, в % к предыдущему месяцу			Прирост цен за первые пять месяцев года, в % к декабрю предыдущего года	
	Май 2007 г.	Апрель 2007 г.	Январь- май 2007 г. (средний темп)	Январь- май 2007 г.	Январь- май 2006 г.
Индекс цен производителей промышленной продукции – всего	5.3	4.2	0.6	11.7	8.5
Добыча полезных ископаемых	15.7	10.7	-0.9	24.5	12.3
Обработывающие производства	2.4	3.4	0.3	6.8	6.9
производства потребительского спроса	0.7	0.8	0.8	3.8	5.1
производства промежуточного спроса	3.4	4.3	0.1	8.4	10.0
производства инвестиционного спроса	1.7	1.2	1.0	6.0	5.9
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	1.0	-1.1	4.9	14.4	9.9
ИПЦ	0.7	0.6	1.1	4.7	5.9

Примечание. Производства потребительского спроса: производство пищевых продуктов; текстильное и швейное производство; производство кожи, изделий из кожи и обуви; целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность; прочие производства. Производства инвестиционного спроса: производство прочих неметаллических минеральных продуктов; машиностроительный комплекс.

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 Банк Москвы.

Итоги ценовой динамики в апреле–мае 2007 г. еще раз продемонстрировали, что в отличие от потребительских цен ускорение роста цен производителей промышленной продукции может являться положительной характеристикой динамики промышленного производства.

Резкий ценовой рывок российской промышленности обусловлен главным образом повышением мировых цен на энергоносители. После нелучшего для экспортеров нефти периода конца 2006 г. – начала 2007 г. мировые цены на нефть возобновили свой рост; в результате за апрель–май 2007 г. цены производителей в добыче полезных ископаемых увеличились на 28.1%, что и определило масштабы увеличения цен на промышленную продукцию в целом (9.7% за апрель–май).

Прямым следствием повышения цен в добыче полезных ископаемых станет радикальное улучшение финансовых показателей отрасли во втором квартале текущего года. Помимо увеличения стоимости экспорта рост доходов будет определяться самым низким за последние полтора года уровнем ставок экспортных пошлин на вывозимые нефть и нефтепродукты, назначенных по итогам провальной ценовой динамики на российскую нефть в январе–феврале 2007 г. Таким образом, ускорение повышения цен производителей промышленной продукции в апреле–мае 2007 г. означает рост доходов российской экономики и поступлений в бюджет.

К положительным характеристикам роста цен производителей в апреле–мае 2007 г. можно отнести также сохранение умеренных темпов увеличения цен на продукцию производств потребительского спроса (порядка 0.75% ежемесячно). Равномерный и отстающий от прошлогодней динамики рост цен этих производств создает условия для более низких темпов увеличения потребительских цен.

Ожидаемой особенностью роста цен производителей в апреле–мае является сохранение прошлогодних темпов повышения цен в производствах инвестиционного спроса. В условиях наращивания инвестиций в российскую экономику производители этой продукции имеют возможность не только увеличивать объемы выпуска, но и планомерно повышать цены на свою продукцию. Синхронность роста выпуска и отпускных цен в производствах инвестиционного спроса указывает и на достойный уровень конкурентоспособности российских производств, и на их успешность в конкуренции с инвестиционным импортом, и на значительный потенциал роста в случае выбора тактики более медленного повышения цен на выпускаемую продукцию.

Наконец, малоприятной характеристикой роста цен производителей являются исключительно высокие темпы увеличения цен на продукцию производств промежуточного спроса. Важно, что резкое повышение цен в производстве нефтепродуктов и в металлургическом производстве (на 21.3 и 6.6% соответственно за апрель–май) сопровождалось ощутимым замедлением роста выпуска в этих производствах. Даже при том, что пока ускорение повышения цен на их продукцию непосредственно обусловлено удорожанием экспортных контрактов, высокая монополизация этих производств будет означать удорожание продукции и для отечественных потребителей. Такая разнонаправленная динамика увеличения цен и выпуска крупнейших производств промежуточного спроса свидетельствует о процессе расслоения общего роста обрабатывающих производств и, на наш взгляд, может стать базой для возникновения очага риска для увеличения темпов роста российской обработки и промышленности в целом.

Банковская система

ИРО вхолостую

Банковский сектор в мае текущего года повторил траекторию марта 2007 г. с той лишь разницей, что на данном рынке произошла замена одного из двух ключевых игроков. В марте на Сбербанк и Газпромбанк – банки, тем или иным образом контролируемые государством, – пришлось 62% прироста совокупных банковских активов. В мае место Сбербанка занял принадлежащий правительству РФ ВТБ и вместе с тем же Газпромбанком обеспечил 59% увеличения банковских активов. И это при том, что суммарный вес всех трех банков в совокупных активах национальной банковской системы на 1 июня текущего года едва превысил 40%.

Три крупнейших банка во многом определяли характер динамики развития и отдельных направлений деятельности банковской системы в последние месяцы. Так, на Сбербанк и ВТБ, по объему размещения вошедших в пятерку крупнейших мировых банковских структур, пришлось 85% прироста собственного капитала по банковской системе, в том числе более 90% увеличения уставного и добавочного капитала. Суммарное увеличение капитала по этим двум банкам в результате эмиссий акций составило 437 млрд. руб. Средства на счетах корпоративных клиентов Газпромбанка выросли за март–май на 836 млрд. руб., или почти в четыре раза, обеспечив 70% совокупного прироста средств на счетах юридических лиц в банковской системе.

Такой интенсивный рост ресурсной базы банков не приводит тем не менее к соответствующему расширению работающих банковских активов.

Структура пассивов банковской системы России, в % к итогу

	01.01.05	01.01.06	01.01.07	01.03.07	01.04.07	01.05.07	01.06.07
Пассивы, млрд. руб.	7138	9751	14047	14490	15600	15904	17032
Собственные средства	17.1	16.3	15.2	15.5	15.9	15.8	16.1
Кредиты Банка России	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Межбанковские операции	4.2	4.0	3.4	3.4	3.3	3.3	2.8
Иностранные пассивы	9.9	12.8	16.1	15.9	15.3	15.4	15.3
Средства физических лиц	28.4	28.9	27.6	27.6	26.3	26.6	25.3
Средства предприятий и организаций	23.7	24.0	24.0	23.0	24.9	24.7	26.6
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.9	2.0	2.2	2.4	2.6	2.6	2.7
Выпущенные ценные бумаги	9.0	7.6	7.2	6.8	6.4	6.0	5.7

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Среднемесячный темп прироста кредитов предприятиям и организациям, правда, возрос с 2.8% в первом квартале до 3.4% в апреле-мае. Но значительная часть этого увеличения объяснялась ростом краткосрочных (на срок до 90 дней) кредитов того же Газпромбанка, что вряд ли станет основой для долгосрочной тенденции роста кредитования.

Розничное кредитование среди трех крупнейших отечественных банков только для Сбербанка является одним из ключевых направлений бизнеса. Но динамика розничного бизнеса Сбербанка после SPO не претерпела значительных изменений: его доля на этом рынке продолжает снижаться (почти на 1.5 процентного пункта за период с 1 марта по 1 июня), несмотря на общее замедление роста кредитов физическим лицам и снижение процентных ставок по кредитам.

Единственным заметным эффектом размещений ценных бумаг Сбербанка и ВТБ стало увеличение вложений этих банков в акции предприятий нефинансового сектора. Так, Сбербанк за период после своего SPO увеличил портфель акций корпоративных эмитентов в 7 раз – с 6 до 42 млрд. руб., а аналогичный портфель ВТБ только в мае вырос на 70% – с 34 до 58 млрд. руб.

Почти весь «аномальный» рост ресурсной базы вылился в накопление средств на банковских счетах в Банке России: ликвидные активы банков за март-май 2007 г. выросли на 1.4 трлн. руб. На три крупнейших банка пришлось более 1.2 трлн. руб., или почти 90% от общего прироста, в том числе 460 млрд. руб. – на Сбербанк и ВТБ – величина, превышающая суммарный объем осуществленного ими рыночного размещения.

Структура активов банковской системы России, в % к итогу

	01.01.05	01.01.06	01.01.07	01.03.07	01.04.07	01.05.07	01.06.07
Активы, млрд. руб.	7138	9751	14047	14490	15600	15904	17032
Наличные деньги и драгметаллы	2.8	2.7	2.6	1.9	1.8	1.9	1.7
Средства, размещенные в Банке России	9.8	7.3	7.5	5.6	8.0	9.5	13.1
Межбанковские операции	6.2	6.3	5.8	5.7	5.4	5.2	4.6
Иностранные активы	7.8	9.1	9.9	10.9	11.5	9.3	8.3
Население	8.7	12.1	14.7	14.8	14.4	14.7	14.3
Корпоративный сектор	49.8	47.0	45.3	46.0	44.8	45.0	43.6
Государство	8.0	6.6	5.2	5.3	5.0	4.9	4.8
Имущество	2.6	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4	2.2

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Таким образом, приходится констатировать, что эффективность крупнейших банковских IPO в «российском исполнении» пока оказалась крайне низкой. Конечно, трудно ожидать, что два банка, пусть и занимающие верхние строчки соответствующего национального рейтинга, смогут освоить в короткие сроки объем инвестиций более чем в 16 млрд. долл. Однако напомним, что размещения госбанков готовились на протяжении не одного года и времени на продумывание стратегии дальнейшего развития у них было более чем достаточно.

Более того, есть все основания полагать, что и в ближайшие месяцы большая часть привлеченных с рынка ресурсов останется «стерилизованной» (вернее, «замороженной») на счетах в Банке России. В распоряжении органов денежного регулирования в настоящий момент это единственный действующий инструмент контроля над ускоряющейся инфляцией.

Прогноз основных макроэкономических показателей на 2007–2010 гг.

	Факт		Оценка/ факт	Прогноз			
	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Национальные счета							
Номинальный ВВП:							
млрд. руб.	17 046	21 620	26 781	30 517	34 868	39 921	45 695
млрд. долл.	592	764	987	1 171	1 326	1 468	1 631
Реальный ВВП – рост в %	7.2	6.43	6.7	6.8	6.2	6.0	6.1
Промышленность – рост в %	8.3	4.0	4.4	5.2	5.0	5.2	5.2
Розничная торговля – рост в %	13.3	12.8	13.9	11.8	10.6	7.6	8.2
Инвестиции – рост в %	10.8	10.9	13.7	15.7	9.3	9.2	10.8
Экспорт – реал. рост в %	11.8	6.4	5.8	4.6	4.8	4.6	3.4
Импорт – реал. рост в %	23.3	17.0	19.7	22.8	15.5	7.8	6.8
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	33.8	30.9	38.6	29.0	25.3	19.7	17.4
M2 (декабрь к декабрю), %	35.8	38.6	48.8	39.0	27.5	21.9	19.5
M2X (декабрь к декабрю), %	33.7	37.4	40.5	30.2	20.7	19.6	21.3
Активы банковской системы, % ВВП	41.9	45.1	52.8	63.0	70.5	77.4	82.4
Инфляция							
Инфляция (декабрь к декабрю), %	11.7	10.9	9.0	8.2-8.5	7.8	7.2	6.8
Инфляция (среднегодовая), %	11.0	12.5	9.8	8.3	8.1	7.5	7.0
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	10.6	8.3	7.8	7.0-7.2	6.6	6.4	6.1
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20.1	23.7	23	22.1	20.9	20.4	19.7
Процентные расходы, % ВВП	1.2	1.0	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Непроцентные расходы, % ВВП	14.6	15.3	15.5	17.4	18.2	18.1	18.0
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4.3	-7.5	-7.4	-4.2	-2.2	-1.9	-1.4
Резервный фонд, млрд. долл.	18.8	43.0	89.1	152.9	130	145	161
Фонд будущих поколений, млрд. долл.					42.4	43.6	38.9
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2.6	7.0	11.0	14.5	18.2
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4.5	-7.7	-7.7	-4.4	-2.4	-2.1	-1.6
Платежный баланс							
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	319	316	314	324
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	230	269	293	316
Счет текущих операций, % ВВП	10.0	10.9	9.7	4.0	0.3	-1.2	-2.0
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	0.7	41.7	71.0	52.1	48.9	55.0
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	11.8	12.6	26.2	31.8	37.0	43.3	49.7
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	411	453	471	481
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	18.6	10.6	5.1	3.8	3.0	2.5	2.1
Государственный внутренний долг, % ВВП	4.4	3.9	3.8	4.3	4.0	3.3	2.6
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	27.8	28.8	26.3	25.8	26.8	27.6	28.4
среднегодовой	28.8	28.3	27.1	26.1	26.3	27.2	28.0
Эффективный курс рубля (среднегодовой), %:							
номинальный	0.1	0.1	-3.3	-1.6	0.5	0.6	0.3
реальный	-6.1	-8.1	-9.4	-4.4	-2.7	-2.2	-1.9
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	34.6	50.4	60.9	60	56	53	53
Курс «доллар/евро»	1.24	1.25	1.26	1.33	1.34	1.32	1.30

Источник: Росстат, ЦБР, Центр развития, оценки ЦСИ Банка Москвы.

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.