

От тотального оптимизма к фронтальной стагнации

Центр Стратегических Исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Денежное предложение
Обменный курс
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



На протяжении восьми лет роста российская экономика сменила не один «двигатель». В конце 90-х годов движущей силой экономического роста была резкая девальвация рубля, далее рост обеспечило резкое повышение мировых цен на нефть; в последние два года «локомотивом» роста выступает расширение внутреннего спроса. Во II полугодии 2007 г. модель экономического роста, сложившаяся в России, проходит, по сути, тест на эффективность и приемлемость. Сегодня должны быть получены ответы на вопросы, насколько сформировавшаяся модель роста *эффективна* для увеличения ключевых макропоказателей и *приемлема* с точки зрения оказываемых ею «побочных эффектов» (инфляции, устойчивости банковской системы и рынков).

Темпы роста производства в последние месяцы снижаются. По нашему мнению, в III квартале 2007 г. завершен переход российской промышленности к новой, «инвестиционной», модели роста. Эта модель уже работает на единственном «двигателе» (расширении инвестиционного спроса) из трех возможных (увеличении потребительского спроса, улучшении мировой конъюнктуры цен на сырье, расширении инвестиционного спроса).

Эффективность роста российской промышленности за счет внутреннего спроса существенно снижается из-за укрепления курса рубля, налоговой политики, инвестиционного климата, уровня развития банковской системы и финансовых рынков. Так, следствием фактически неконтролируемого притока внешнего капитала в Россию в I полугодии 2007 г. стало значительное увеличение внутреннего спроса, сформировавшее базу для ускорения роста цен. Правительство России уже признало свое поражение в финансовой сфере в текущем году: новые официальные оценки годовой инфляции составляют 10.5–11.0%. Мы не исключаем пересмотра и прочих макроэкономических показателей в сторону их снижения – по крайней мере, темпов промышленного производства.

Рост финансовой нестабильности, обусловленный плохо контролируемым расширением внутреннего спроса, актуализирует вопрос о *приемлемости* существующей модели развития, а именно о социальной и экономической допустимости «побочных эффектов», оказываемых высокими темпами роста, а также методами преодоления этих негативных симптомов. Пока действия правительства, направленные на торможение роста цен, демонстрируют его неготовность ни к решению подобных задач, ни к принципиальной постановке такого вопроса.

Тем не менее правительство РФ настаивает на сохранении данной модели экономического роста. Ожидаемое – из-за неблагоприятной внешней финансовой конъюнктуры – сокращение притока капитала правительство намерено заместить полностью или частично ресурсами государства. В частности, уже принято решение о расширении государственных расходов на прямую и посредством государственных корпораций развития.

Ключевыми остаются те же вопросы об *эффективности* (стимулирование российского промышленного производства, а не импорта, и использование для этого не только государственных средств, но и прочих механизмов), а также *приемлемости* (высокие и реальные риски ускорения инфляции) проводимой экономической политики.

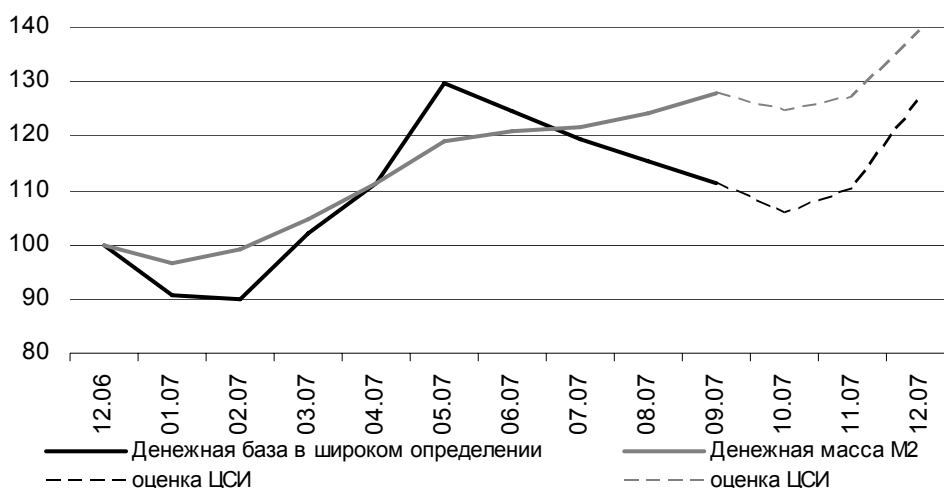
Денежное предложение

Широкая денежная база сокращается уже пятый месяц подряд. Однако лишь в октябре совокупная ликвидность в банковской системе вплотную приблизилась к критически низким значениям. (Ранее проблемы с ликвидностью на отдельных сегментах межбанковского рынка маскировались высоким уровнем избыточных средств крупнейших банков.)

С учетом завершения вывода избыточной ликвидности, проявившейся в период весеннего притока иностранного капитала¹, можно констатировать, что проблема с ликвидностью фронтально затронула большую часть банковского сектора. Об этом свидетельствует тот факт, что в периоды нехватки ликвидности в банковской системе Газпромбанк выступал активным кредитором, предоставляя ресурсы другим банкам на межбанковском рынке.

Октябрьское сокращение эмиссии происходило на фоне возобновления притока капитала и роста валютных резервов. Однако стерилизация средств на бюджетных счетах оказалась слишком велика: суммарное увеличение средств на счетах бюджетов всех уровней, включая Стабилизационный фонд, в октябре мы оцениваем в 780 млрд. руб. Дополнительным фактором сжатия денежного предложения послужили сезонные налоговые выплаты.

Динамика денежной базы и денежной массы, в % к 01.01.2007



Источник: Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Банк России предпринял ряд мер по улучшению положения банковского сектора: на 1% пункт были снижены нормы обязательного резервирования, что дало банковскому сектору, по оценкам, около 90 млрд. руб. свободных средств; расширен ломбардный список, увеличив потенциальную залоговую базу для операций РЕПО на 150 млрд. руб.

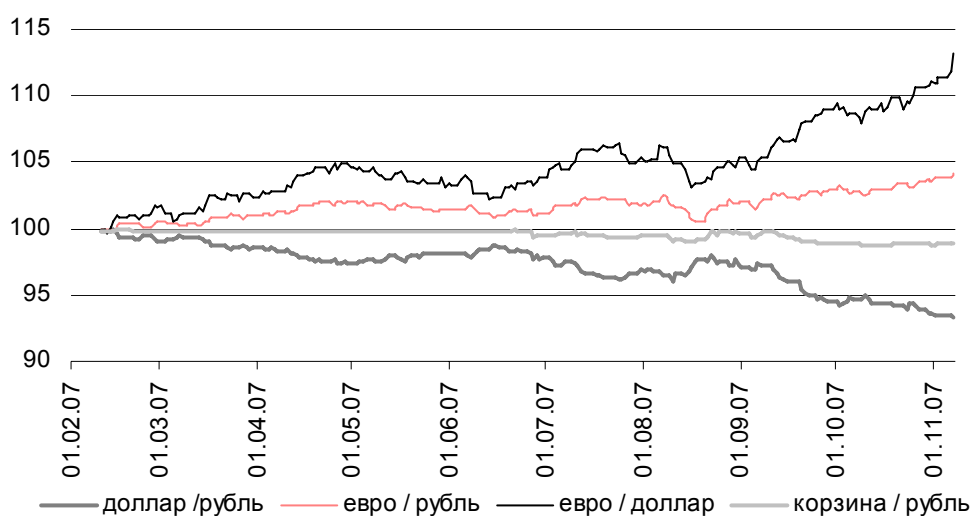
Однако такую ситуацию мы рассматриваем как временную. К концу года ожидается резкое расширение денежного предложения, связанное с ростом бюджетных расходов и началом капитализации госкорпораций. Как следствие, улучшатся и совокупные показатели ликвидности банковского сектора. Но в связи с очевидным перекосом в распределении бюджетных средств (основными получателями которых явятся все те же госбанки) будут сохраняться предпосылки для высоких процентных ставок на межбанковском рынке, отражающие потребность отдельных банков в дополнительном рефинансировании со стороны Банка России.

¹ В конце октября со счетов Газпромбанка было перечислено свыше 450 млрд. руб. в счет погашения долгов «ЮКОСа».

Обменный курс

Резкое падение курса доллара по отношению к евро не изменило политику Банка России в области контроля за курсом рубля к бивалютной корзине: укрепление рубля по отношению к корзине составило менее 0.1%. Есть все основания ожидать, что до конца года обменный курс рубля к основным мировым валютам будет определяться тенденциями на глобальном валютном рынке. Вероятность использования денежными властями курса рубля в качестве антиинфляционного инструмента мы оцениваем как низкую.

Динамика обменных курсов, 09.02 2007=100%²



Источник: Банк России, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

² С 9 февраля 2007 г. действует текущая структура бивалютной корзины – операционного ориентира курсовой политики Банка России (0.45 евро и 0.55 доллара США).

Инфляция

Ценовой шок или начало повышательной тенденции?

Данные Росстата подтвердили худшие опасения всех экономических агентов: рост потребительских цен в октябре составил 1.6%, при этом продукты питания подорожали на рекордные 3.3%. За первые десять месяцев года инфляция составила 9.3%. Таким образом, в 2007 г. не только не удалось удержать ее в рамках целевого годового ориентира (8.0%), но хотя бы снизить темпы ее роста (относительно 9.0% по итогам 2006 г.)

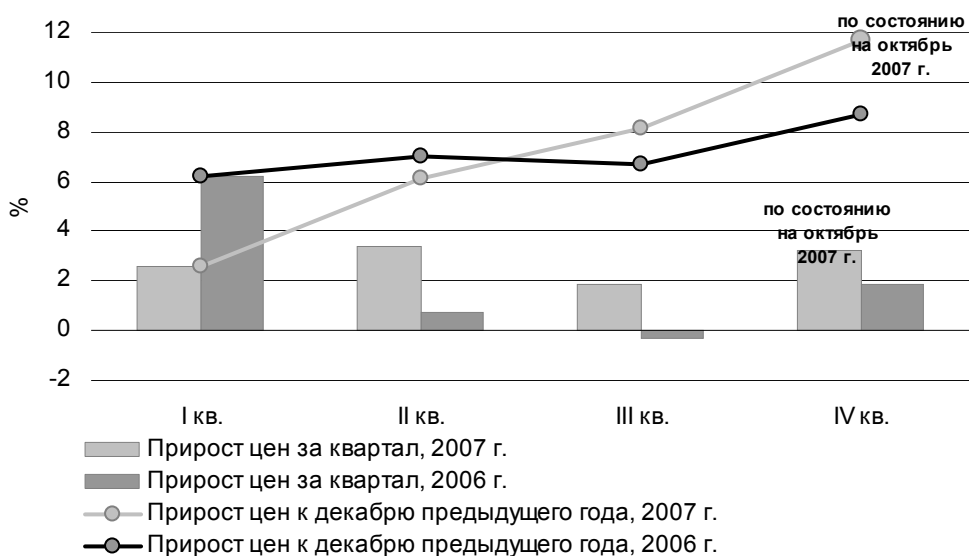
Прирост потребительских цен (за период), в %

	2007 г.		Январь-август (в среднем за месяц)	Январь-октябрь		2006 г. в целом
	Октябрь	Сентябрь		2007 г.	2006 г.	
Потребительские цены – всего	1.6	0.8	0.8	9.3	7.5	9.0
Продовольственные товары	3.3	1.0	0.8	11.6	6.7	8.7
Непродовольственные товары	0.9	0.8	0.4	4.9	5.0	6.0
Платные услуги населению	0.1	0.4	1.3	11.7	12.5	13.9

Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

При том что в 2007 г. цены и тарифы на непродовольственные товары и платные услуги населению растут медленнее, чем в прошлом году, острой проблемой в нынешнем году является фронтальное ускорение роста цен на продовольственные товары. Первые признаки данной тенденции обозначились еще в апреле, однако лишь осенний ценовой «спурт» заставил экономические власти предпринять шаги, направленные на регулирование динамики потребительских цен. Фактически на протяжении второго-третьего кварталов 2007 г. рост потребительских цен на продовольствие опережал соответствующую прошлогоднюю динамику, а октябрьские результаты текущего года оказались почти вдвое выше прироста цен за четвертый квартал 2006 г.

Прирост потребительских цен на продовольственные товары



Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Всего за апрель-октябрь 2007 г. (период ускорения роста потребительских цен на продукты питания) эти цены увеличились на 8.8% (0.5% за соответствующий период 2006 г.). Таким образом, *прирост потребительских цен на продовольственные товары по итогам апреля-октября 2007 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года ускорился почти двадцатикратно*. Как следствие, инфляция за апрель-октябрь 2007 г. составила 5.7%, заметно превысив соответствующий показатель (2.4%) за прошлый год и фактически сделав недостижимыми существовавшие ориентиры ее снижения.

Многочисленные заявления представителей экономических властей на тему масштабов и причин роста цен на продовольствие, сделанные в октябре, а также архаичные методы «обуздания» роста цен, тем не менее, не вполне прояснили вопросы относительно природы этого явления, а также того, в какой мере, в какой момент и каким образом экономические власти могли бы адекватно подкорректировать процессы ценообразования в, казалось бы, вполне рыночной экономике, не находящейся в чрезвычайной ситуации.

По нашему мнению, важнейшей особенностью наблюдаемого ныне процесса является его *фронтальный характер*: ускорение роста потребительских цен произошло в важнейших и крупнейших группах продовольствия – молочной, хлебобулочной и плодоовощной. Потребительские цены на молоко и сливочное масло увеличились за апрель-октябрь на 28–30%, на крупы и макаронные изделия – на 15–17% (порядка 2.0% годом ранее), на хлеб – почти на 20% (4.2% годом ранее), на подсолнечное масло – почти в полтора раза (годом ранее – снижение цены на 1.2%). Кроме того, в 2007 г. сезонное снижение цен на овощную продукцию проявилось в минимальной степени: цена на картофель в октябре практически не отличалась от мартовской, а на капусту – заметно превышала ее.

Прирост потребительских цен продовольственные товары (за период), в %

	Апрель-октябрь		Периоды наиболее активного роста цен в 2007 г.		
	2007 г.	2006 г.	Апрель-июнь	Июль-август	Сентябрь-октябрь
Потребительские цены на продовольственные товары – в целом	8.8	0.5	3.4	0.8	4.3
Молоко цельное пастеризованное, стерилизованное 2,5–3,2% жирности	27.7	2.1			23.1
Масло сливочное	30.3	1.6			23.5
Масло подсолнечное	48.1	-1.2			43.6
Хлеб и булочные изделия из пшеничной муки высшего сорта	19.5	4.2		13.1	3.2
Рис шлифованный	17.1	1.2		5.8	5.9
Макаронные изделия из пшеничной муки высшего сорта	14.8	2.0		7.7	5.3
Картофель	0.9	-28.1	24.4		
Капуста белокочанная свежая	10.1	-46.9	127.5		

В таблице приведены только наиболее значимые показатели динамики цен.

Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Повышение цен на продовольственные товары стартовало увеличением цен на плодоовощную продукцию (второй квартал 2007 г.), с июля поддерживалось ростом цен на хлеб, крупы и макаронные изделия, а в сентябре-октябре – еще и финишным (на текущий момент) взлетом цен на молоко и масло.

Наблюдаемым фоном для формирования этих инфляционных волн является:

- вступление в силу с 1 апреля 2007 г. закона, запрещающего участие в рыночной розничной торговле в качестве продавцов всех мигрантов. Он обусловил

удорожание рабочей силы и, соответственно, *плодоовощной продукции* на рынках, что создало условия для повышения цен на нее в торговых сетях;

- рост мировых цен на *пшеницу*, обусловленный увеличением ее мирового потребления, ее низкими урожаями в южном полушарии и снижением мировых запасов. По итогам июля-августа 2007 г. цена экспорта российской пшеницы составила 238 долл./т, что почти вдвое выше соответствующих прошлогодних значений и на треть выше цен второго квартала 2007 г. Такая ценовая динамика очевидным образом стимулировала рост экспорта, который в июле-августе 2007 г. превысил соответствующий прошлогодний объем на 13%. Увеличение экспортных поставок, несбалансированность формирующегося российского зернового рынка, слабое присутствие на нем государства, не организовавшего своевременное проведение интервенций, создали условия для повышения цен производителей пшеницы и на российском рынке: цены на пшеницу за июль-август выросли почти на четверть, а с ними и цены на хлебобулочные изделия (на 13.1%);
- неурожай *подсолнечника* в России в 2007 г., что привело к снижению производства подсолнечного масла. Несмотря на рост импорта растительного масла, суммарное предложение этого продукта на российском рынке летом и в сентябре 2007 г. снизилось примерно на 10% (год к году) при почти полуторакратном увеличении спроса на него (год к году), что неминуемо привело к повышению цен на этот продукт.
- рост мировых цен на *молочную продукцию*, обусловленный расширением мирового спроса на нее и отменой системы государственного дотирования производителей сельскохозяйственной продукции в ряде стран Евросоюза. По результатам июля-августа 2007 г., средние цены импорта молока увеличились на 30% по отношению ко второму кварталу 2007 г. и в 2.4 раза – по отношению к соответствующему периоду предыдущего года. Для импортного сливочного масла эти показатели составляли соответственно 50% и 1.7 раза. В связи с тем, что российский рынок существенным образом зависит от импортных поставок молочной продукции (доля импорта вплоть до третьего квартала 2007 г. составляла здесь порядка трети российского рынка сливочного масла и сыра; доля импортного молока доходила до четверти стоимости сырья и материалов российских производителей творожной и кисломолочной продукции), эта мировая тенденция очевидным образом сформировала базу для быстрого увеличения цен российских производителей данной продукции.

Указанные специфические процессы наложились на системные проблемы по-прежнему медленного роста российского сельского хозяйства и производства важнейших видов его продукции (так, по итогам первых трех кварталов 2007 г. производство молока выросло на 1.1%, цельномолочной продукции – на 1.2%, сливочного масла – на 1.8% – год к году) при гораздо более динамичном росте потребления продуктов питания (за тот же период рост потребления сливочного масла составил 4.4%, маргарина – 18.1%, сыров – 38.8% – год к году). Увеличение потребления продуктов питания, обусловленное повышением доходов населения, не может быть удовлетворено за счет наращивания выпуска отечественной продукции и компенсируется ростом импорта, усиливая зависимость российского рынка от колебаний мировой конъюнктуры цен.

Помимо этого значимыми игроками на российском продуктовом рынке становятся растущие торговые сети, которые, пользуясь своим монопольным положением, имеют возможность заметно влиять на динамику потребительских цен на продукты питания. Как следует из мер, принятых экономическими властями по сдерживанию роста цен, именно торговые организации являются ответственными за беспрецедентное увеличение цен на продукты питания. Согласно принятому на себя кругом крупнейших российских торговых компаний обязательству вплоть до 31 января 2008 г. не будут повышаться розничные цены на социально значимые продукты питания (хлеб ржаной и пшеничный, молоко не менее 1.5% жирности, кефир 1%-ный, масло подсолнечное, яйцо куриное), на тот же срок будут зафиксированы цены на эту продукцию и их поставщиками.

По нашему мнению, признание торговых организаций и производителей продуктов питания источниками усиления ценовой волны неконструктивно, поскольку получение прибыли легальным способом в условиях очерченного властями правового поля и является задачей бизнеса. Выбранный способ решения экономически и социально непростого вопроса свидетельствует о неготовности экономических властей признать системный характер возникшей проблемы, определить пути ее реального преодоления и разработать механизмы предотвращения тиражирования подобных явлений на переходный период.

Помимо решения глобальной задачи повышения продовольственной безопасности страны на пути развития российского сельского хозяйства и производства пищевых продуктов, а также требующей дополнительного анализа проблемы опережающего роста доходов населения фактически существуют те тактические меры, которые могли и должны были быть приняты экономическими властями в силу имеющихся у них полномочий и ответственности. В частности, не был просчитан и предотвращен негативный экономический эффект от принятия закона, запрещающего участие в рыночной розничной торговле в качестве продавцов всех иностранных мигрантов, приведший к повышению цен на плодоовощную продукцию. Несмотря на известные еще в начале года налоговые новации в Евросоюзе, не были снижены ввозные пошлины на молочные продукты, что могло бы смикшировать эффект роста цен на них. Кроме того, хотя началось увеличение внутренних цен на зерно и хлеб, их растущий экспорт не был своевременно ограничен повышением вывозных пошлин; не был использован инструмент зерновых интервенций. Рост торговых сетей неэффективно отслеживается антимонопольными структурами, что не позволяет властям подавать бизнесу своевременные сигналы о необходимости «соблюдения умеренности» при установлении торговых наценок, а заставляет вступать его структуры в прямой картельный сговор, как это и случилось 24 октября (когда представители 4 отраслевых объединений и 26 компаний по инициативе Минсельхоза РФ подписали соглашение о замораживании цен на шесть видов продовольственных товаров).

Мы считаем, что рост цен в период с июля по октябрь, несмотря на достигнутые с бизнесом договоренности, будет иметь продолжение. Это связано, во-первых, со всеобщим пониманием того обстоятельства, что замораживание цен на социально значимые продукты означает их более быстрый рост на продукты, не относящиеся к данной категории. Далее, существует набор продуктов, которые в этой ценовой гонке заметно отстали – к ним относится, в частности, мясная продукция, которая ожидаемо будет расти в цене в связи с удорожанием зерна (как корма скота) и предполагаемой ограниченностью импорта из Аргентины (о чем уже заявила новый президент этой страны). Кроме того, практически неизбежным фактором роста цен на продовольствие станут традиционные предновогодние закупки. Наконец, уже сейчас начинают просматриваться симптомы угрозы перерастания роста цен на конкретные продукты питания в ценовое ралли, когда цены на одни продукты будут увеличиваться просто потому, что они увеличились на другие.

По нашему предположению, ценовой шок образца 2007 года, усиливаемый стечением внешних неблагоприятных обстоятельств и просчетов правительства, по сути стал проявлением накапливающихся структурных и институциональных проблем – прежде всего неготовности российской экономики быть открытой: как в сфере торговли, так и управления капитальными потоками. В настоящее время задача стабилизации сложившейся инфляционной ситуации – пусть и на новых ценовых уровнях – осложняется кризисом ликвидности на внешних рынках. Денежные власти России находятся перед выбором: бросить все силы на стабилизацию банковской системы (за счет увеличения бюджетных расходов, в том числе и посредством финансирования институтов развития и расширения рефинансирования банковской системы) либо приоритетно бороться с инфляцией (ограничением бюджетных расходов, ростом курса рубля, использованием административных мер и проч.). С учетом степени устойчивости российской финансовой инфраструктуры и методов, используемых для оперативного регулирования экономики, выбор этот действительно непростой.

Реальный сектор

Сентябрь 2007 г.: российская промышленность зафиксировала новую модель роста и демонстрирует все более низкие его темпы

По итогам сентября промышленный выпуск увеличился на 3.0% (год к году), и этот темп роста является очередным локальным минимумом 2007 года.

Почти двукратное торможение промышленного роста (5.8% за июль-август – год к году) в завершающем месяце третьего квартала обусловило более чем скромные итоги квартала в целом: выпуск российской промышленности в июле-сентябре 2007 г. превысил соответствующий прошлогодний показатель всего на 4.9%.

Качественные изменения роста российской промышленности, которые отмечались нами начиная с июля 2007 г., теперь приобрели не очень обнадеживающие количественные характеристики.

Прирост выпуска российской промышленности в 2007 г., в % к соответствующему периоду 2006 г.

	Сентябрь	Июль-август	III квартал	II квартал
Промышленное производство	3.0	5.8	4.9	6.7
Добыча полезных ископаемых	0.2	0.9	0.8	2.0
Обработывающие производства	4.0	8.9	7.2	9.5
<i>производства потребительского спроса</i>	<i>3.0</i>	<i>4.9</i>	<i>4.2</i>	<i>7.4</i>
в том числе:				
пищевые продукты	3.2	4.8	4.1	7.8
текстиль, одежда, кожа, обувь	-8.0	-2.8	-4.7	3.0
<i>производства промежуточного спроса</i>	<i>3.0</i>	<i>3.7</i>	<i>3.3</i>	<i>4.4</i>
в том числе:				
кокс и нефтепродукты	1.2	2.2	1.9	2.7
металлургия	-0.2	-0.6	-0.5	1.6
<i>производства инвестиционного спроса</i>	<i>5.1</i>	<i>16.7</i>	<i>13.8</i>	<i>17.1</i>
в том числе:				
машиностроение	4.6	17.0	14.4	17.5
прочие неметаллические минеральные продукты	6.5	11.1	10.0	13.5
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4.1	2.7	3.2	1.0

Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

По нашему мнению, в третьем квартале 2007 г. завершился переход российской промышленности к новой, «инвестиционной», модели роста. Эта модель работает на единственном «двигателе» (росте инвестиционного спроса) из трех возможных (росте потребительского и инвестиционного спроса и улучшении мировой конъюнктуры цен на энергоносители).

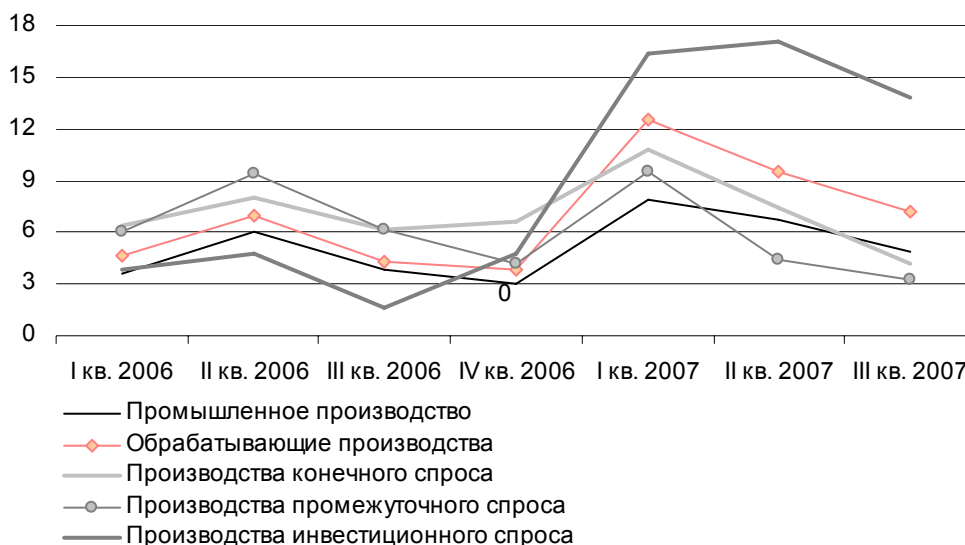
Фактор улучшения мировой конъюнктуры цен на энергоносители прекратил стимулировать рост промышленного выпуска еще в 2005 г. (с введением прогрессивной шкалы платежей в бюджет и началом национализации нефтяного комплекса). Несмотря на продолжающееся повышение мировых цен на нефть, динамика добычи полезных ископаемых выходит на стагнационную прямую: темпы прироста здесь снижаются и составляют по итогам третьего квартала всего 0.8% (год к году), что заметно хуже результатов второго квартала (2.0% – год к году) и тем более первого квартала (4.2% – год к году). Вместе с этим ухудшается и динамика производства кокса и нефтепродуктов: квартальный прирост выпуска (1.9% – год к году) оказался здесь самым низким за последние два года.

Фактор роста потребительского спроса в середине 2007 г практически прекратил служить двигателем роста соответствующих обрабатывающих производств. Как мы уже отмечали ранее, на протяжении июня-сентября 2007 г. происходили расширение списка производств, где темпы роста снижались, и торможение роста выпуска в обрабатывающих производствах потребительского спроса в целом. По итогам сентября производство пищевых продуктов увеличилось на минимальные за последние два года 3.2% (год к году), выпуск бывшей легкой промышленности (текстиль, одежда, обувь) сократился на 8% (год к году) – провал того же масштаба наблюдался в последний раз весной 2005 г. Выпуск прочих товаров народного потребления увеличился всего на 1.3% (г/г), и этот результат также рекордно низкий для последних двух лет. В итоге, выпуск обрабатывающих производств потребительского спроса вырос в сентябре всего на 3% (г/г) и на 4.2% (г/г) в третьем квартале в целом, что является худшим динамическим показателем этих производств за последние два года.

Фактор роста инвестиционного спроса является в настоящее время основным и единственным двигателем роста российской промышленности. По итогам третьего квартала 2007 г. производства инвестиционного спроса сохранили весьма высокие темпы роста (13.8% – год к году) и фактически вытянули показатель роста промышленности в целом на уровень 4.9% (год к году). Вместе с тем сентябрь стал «не самым лучшим» месяцем и для этой группы отраслей: динамические показатели машиностроения (за исключением транспортных средств) и производства строительных материалов заметно ухудшились. И если июль-август позволял ориентироваться на сохранение высоких 17%-ных темпов роста производств инвестиционного спроса, то сентябрь стал очередным тревожным «звонок», заставляющим еще более осторожно оценивать перспективы роста российской промышленности в существующей модели.

Помимо названных особенностей данную модель роста характеризует наличие заметной диспропорции внутри обрабатывающих производств, проявляющейся в очевидном и прогрессирующем отставании темпов роста производств промежуточного спроса: по итогам третьего квартала, несмотря на динамику инвестиционного комплекса, они снижались, и выпуск здесь увеличился всего на 3,3% (год к году).

Прирост выпуска промышленности, в % к соответствующему периоду предыдущего года*



*Данные за I квартал 2006 г. и I квартал 2007 г. скорректированы с учетом климатического фактора. Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Основными угрозами для сформировавшейся модели роста промышленного производства являются неизбежное снижение его темпов (один инвестиционный

комплекс не может обеспечить сохранение прироста промышленности в целом на амбициозно высоком уровне), повышение рисков роста как таковых (вследствие ориентированности роста промышленности исключительно на увеличение инвестиций в российской экономике), фиксация и усугубление диспропорций промышленности и экономики в целом.

Цены производителей промышленной продукции снизились, но ценовой навес продолжал формироваться

Формально итоги роста цен производителей промышленной продукции в сентябре иллюстрируют «полный штиль»: цены в промышленности в среднем снизились на 0.6%, при этом в обрабатывающих производствах и в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды они выросли на минимальные 0.1–0.3%, а в добыче даже снизились на 2.6%. На самом же деле замедление роста цен производителей в сентябре и в третьем квартале в целом (2.2% за июль–сентябрь после 12.7% за второй квартал 2007 г.) *не содержит в себе позитивных сигналов прекращения формирования ценового навеса в российской экономике и выбора российскими производителями оптимальной траектории роста.*

Главной (и исключительно острой) является проблема ускоряющегося повышения цен производителей продукции потребительского спроса: если за первый квартал 2007 г. они выросли на 2.4%, за второй – на 2.8%, то в третьем квартале прирост цен составил рекордные 5.2%. Эта динамика «вытолкнула» инфляцию за рамки прогнозного тренда: за третий квартал прирост потребительских цен составил 1.7% (0.9% годом ранее), а по итогам первых девяти месяцев года превысил аналогичный прошлогодний показатель (7.5 и 7.2% соответственно).

Не менее важно, что тактическое решение производителей в виде более активного повышения цен уже имеет стратегические последствия в виде торможения роста выпуска. Фактическим рост цен либо *вытесняет российских производителей в более дорогую ценовую нишу*, где их продукции сложно конкурировать с импортными аналогами (текстиль, одежда, обувь; по итогам третьего квартала цены на них выросли на 2.7–4.1% при заметном ухудшении динамики выпуска), либо *уменьшает спрос на соответствующую продукцию* (пищевые продукты; рост цен производителей здесь составил 7.6% за июль–сентябрь при существенном удорожании импорта ряда базовых продовольственных товаров). И первое, и второе неизбежно и «эффективно» работают на торможение роста выпуска производств потребительского спроса, который был отмечен нами выше.

По итогам трех первых кварталов 2007 г. зафиксирован опережающий (относительно прошлогодней динамики) рост цен производителей промышленной продукции и рост потребительских цен. Но, что более важно, этот опережающий рост цен на промышленную продукцию обусловлен значительным ускорением повышения цен на продукцию потребительского спроса (10.6% за январь–сентябрь 2007 г. против 6.6% годом ранее), в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды (соответственно 15.6 и 10.4%) и в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых (40.5 и 26.3%). В этом контексте уже сформировавшийся в промышленности ценовой навес может увеличиться за счет повышения цен на кокс и нефтепродукты (пока он значительно отстает от динамики цен в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых) и возникшая в сентябре проблема ускорения роста потребительских цен, и без того только набирающая масштабы, соответствующие фактическому ценовому навесу, может стать еще более острой.

**Прирост цен производителей промышленной продукции
(за период), в %**

	2007 г.			Январь-сентябрь	
	III квартал	II квартал	1 квартал	2007 г.	2006 г.
Индекс цен производителей промышленной продукции – всего	2.2	12.7	1.6	17.0	15.2
Добыча полезных ископаемых	2.6	36.7	-2.8	36.4	25.8
в том числе топливно-энергетических	2.6	41.8	-3.4	40.5	26.3
Обрабатывающие производства	2.1	7.2	0.9	10.5	12.7
производства потребительского спроса	5.2	2.8	2.4	10.6	6.6
производства инвестиционного спроса	4.6	4.5	3.0	12.5	10.3
производства промежуточного спроса	-2.1	9.9	0.4	8.2	19.5
производства промежуточного спроса без производства кокса и нефтепродуктов и металлургического производства	2.5	2.0	2.6	7.2	11.4
производство нефтепродуктов	3.7	20.4	-10.2	12.1	28.3
металлургическое производство	-4.9	10.2	2.3	7.2	21.5
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	1.3	0.5	13.5	15.6	10.4
Потребительские цены	1.7	2.2	3.4	7.5	7.2
<i>Справочно:</i> цена нефти Urals, долл./барр	3.0	19.8	-3.2	19.3	68.2

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 Банка Москвы.

Прибыль экономики России замедляет свой рост и во все большей степени зависит от прибыли нефтегазового комплекса

По результатам июля-августа 2007 г. прибыль российской экономики составила 744 млрд. руб. По сравнению с финансовыми итогами второго квартала начало третьего оказалось гораздо менее удачным (если во втором квартале средняя прибыль предприятий за месяц составляла порядка 424 млрд. руб., то в июле-августе – всего 372 млрд. руб.).

Прибыль российской экономики вновь демонстрирует усиление своей зависимости от нефтегазового комплекса: при том что в первом полугодии 2007 г. предприятиями этого сектора зарабатывалось 18% прибыли экономики в целом, в июле-августе их доля выросла до 22.4%.

Существенной причиной этого, безусловно, является «фактор базы»: первый квартал 2007 г. был исключительно неудачным для НГК из-за снижающихся мировых цен на российскую нефть и запаздывающей в своем понижении ставки экспортной пошлины. Это частично объясняет и относительно низкий вклад НГК в прибыль экономики в первом квартале текущего года (14.9%), и сокращение по сравнению с первым кварталом 2006 г. объема заработанной данным сектором прибыли.

**Финансовый результат деятельности предприятий экономики России
в 2007 г.**

	Июль-август	II квартал	I квартал
Среднемесячная прибыль экономики в целом, млрд. руб.	372	424	331
<i>Структура прибыли экономики, %</i>			
Экономика в целом	100	100	100
НГК (добыча топливно-энергетических полезных ископаемых и трубопроводный транспорт)	22.4	20.4	14.9
Экономика без НГК	77.6	79.6	85.1
<i>Прирост прибыли, % к тому же периоду 2006 г.</i>			
Экономика в целом	20	36	16
НГК (добыча топливно-энергетических полезных ископаемых и трубопроводный транспорт)	32	20	-29
Экономика без НГК	17	40	31
обрабатывающие производства	25	50	32
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-19	-25	-4
торговля	5	17	-14
связь и транспорт без трубопроводного транспорта	24	33	137
строительство и операции с недвижимостью	10	68	61

Источник: Росстат, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Вместе с тем фактор улучшения мировой конъюнктуры цен на энергоносители нельзя считать единственной причиной усиления зависимости объема прибыли российской экономики от НГК. Важно, что в июле-августе существенно ухудшилась динамика прибыли предприятий других видов экономической деятельности: если прибыль предприятий экономики, не входящих в НГК, по итогам первого-второго кварталов 2007 г. превышала соответствующие прошлогодние показатели на 31–40%, то в июле-августе – уже всего на 17%. При этом процесс торможения роста прибыли отмечается во всех видах экономической деятельности.

В обрабатывающих производствах прирост прибыли в июле-августе относительно соответствующего прошлогоднего объема составлял всего 25% (50% во втором квартале 2007 г.), в связи и транспорте (без трубопроводного) – 24% (33%). Прибыль предприятий строительства и операций с недвижимостью в этот период затормозила свой рост до 10% (год к году) – с 61–68% в первом-втором кварталах. Продолжается ухудшение динамики прибыли в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды: в последние пять месяцев прибыль здесь была ощутимо меньше прошлогодней. Стагнирует динамика прибыли торговых организаций: объемы их прибыли здесь в 2007 г. практически совпадают с прошлогодними.

Таким образом, финансовые итоги деятельности предприятий экономики России отражают обострение системных проблем роста отечественной экономики и нерешенность главной из них – проблемы несбалансированности.

Банковская система

Хроника нестабильности – поиск новых ориентиров

Сохраняется нестабильность российской банковской системы. При этом официальные власти категорически отрицают возможность кризисных проявлений в ней (как, впрочем, и отрицали ранее возможность ускорения инфляции). Российские банки пытаются приспособиться к новой ситуации (повышенных рисков и процентных ставок) посредством изменения как структуры и темпов роста как активов, так и привлеченных средств.

Первыми итогами подобных поисков выступили снижение темпов роста кредитования населения и предприятий и рост иностранных активов банков (и это при высоких ставках на межбанковском рынке). Месячные темпы роста активов снизились почти в два раза – с 2.8% в августе до 1.5% в сентябре. Вместе с тем ресурсная база банковского сектора пока не испытала серьезного оттока средств – счета реального сектора и населения продолжали расширяться. Возможно, стимулирующее влияние здесь оказало начавшееся повышение крупнейшими банками процентных ставок. Но и увеличение иностранных пассивов осталось на уровне, характерном для предыдущих месяцев, – около 5 млрд. долл.

Резко сократился спрос и на рынке рублевых долговых инструментов при возросших процентных ставках на них. Так, в начале октября МДМ-банку пришлось выкупить по ofercie весь объем своих облигаций 3-го выпуска, после чего он был размещен вновь уже по более высокой ставке – 11% вместо 8.5%. А при первичном размещении облигаций ТКС-банка удалось разместить менее 20% планируемого объема эмиссии, несмотря на заявленную доходность в 18%, что является чрезвычайно высокой стоимостью фондирования даже для розничного кредитования.

Структура активов банковской системы России (на 1-е число месяца), в % к итогу

	01.05	01.06	01.07	04.07	07.07	08.07	09.07	10.07
Активы, млрд. руб.	7138	9751	14047	15600	17204	17477	17959	18231
Наличные деньги и драгметаллы	2.8	2.7	2.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9
Средства, размещенные в Банке России	9.8	7.3	7.5	8.0	10.9	9.1	7.3	6.1
Межбанковские операции	6.2	6.3	5.8	5.4	5.3	5.3	5.0	4.7
Иностранные активы	7.8	9.1	9.9	11.5	8.4	8.0	8.7	10.0
Население	8.7	12.1	14.7	14.4	14.9	15.3	15.7	16.0
Корпоративный сектор	49.8	47.0	45.3	44.8	45.0	46.0	46.5	47.2
Государство	8.0	6.6	5.2	5.0	4.7	4.8	4.6	4.1
Имущество	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

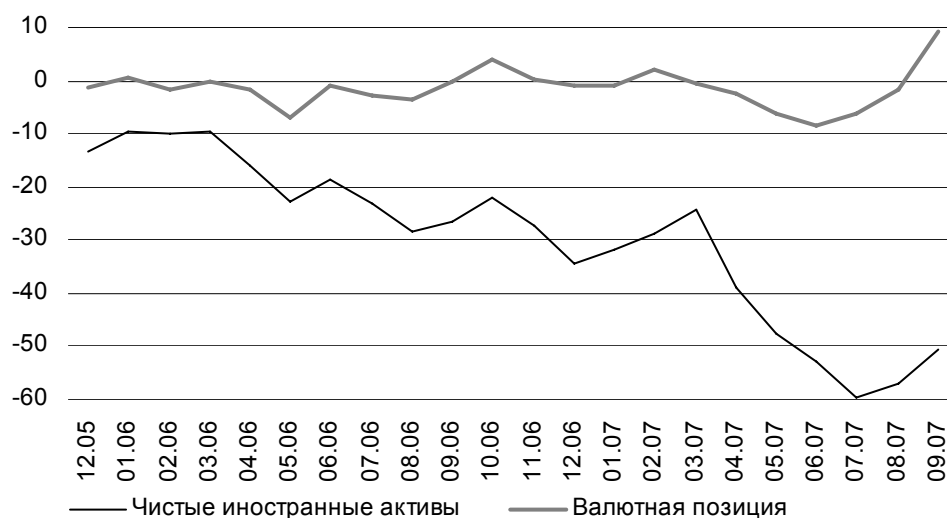
Рынок розничного кредитования в сентябре вырос лишь на 3.5%. При этом снижение темпов кредитования затронуло большинство ключевых его игроков. Так, банк «Русский стандарт» в последней декаде сентября даже приостанавливал выдачу новых кредитов, что привело к сокращению его портфеля розничных кредитов за месяц на 2.5%. Развитие розничного кредитования в ближайшей перспективе продолжит свое замедление – по итогам года мы ожидаем роста объема кредитов населению на 60% (против 75% в 2006 г.).

Замедление роста совокупного розничного портфеля актуализирует проблему его качества (ранее высокие темпы роста «затушевывали» ее). Доля просроченной задолженности (без учета Сбербанка) на начало октября 2007 г. достигла 4.5%, а в

отдельных банках, входящих в число лидеров этого рынка, ее уровень превысил 10% (Альфа банк – 11.1%, «Русский стандарт» – 17.5%, ХКФ банк – 21.1%).

Ситуация с ликвидностью в сентябре несколько улучшилась по сравнению с августом. Одновременно резко вырос объем ликвидных активов, размещенных в иностранных банках: краткосрочные кредиты банкам-нерезидентам за сентябрь 2007 г. выросли на 180 млрд. руб. (почти на 8 млрд. долл.); всего же иностранные активы банков за этот месяц увеличились на 12 млрд. долл. При этом значительно сместилась валютная позиция банков – активы в иностранной валюте превысили пассивы в иностранной валюте более чем на 9 млрд. долл.

Валютная позиция и сальдо операций банков с нерезидентами, млрд. долл.



Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

В ближайшей перспективе банковский сектор будет находиться в поиске нового устойчивого положения в координатах «структура операций – стоимость ресурсов». Еще в течение нескольких месяцев возможно сохранение растущих трендов по стоимости всех видов как ресурсов, так и активных операций, что будет определяться не только состоянием внешних рынков, но и уже новой российской проблемой – высокой инфляцией.

Структура пассивов банковской системы России (на 1-е число месяца), в % к итогу

	01.05	01.06	01.07	04.07	07.07	08.07	09.07	10.07
Пассивы, млрд. руб.	7138	9751	14047	15600	17204	17477	17959	18231
Собственные средства	17.1	16.3	15.2	15.9	16.2	16.4	16.8	17.0
Кредиты Банка России	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Межбанковские операции	4.2	4.0	3.4	3.3	3.1	3.2	3.1	2.9
Иностранные пассивы	9.9	12.8	16.1	15.3	16.1	16.5	16.7	16.8
Средства физических лиц	28.4	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	25.9	26.0
Средства предприятий и организаций	23.7	24.0	24.0	24.9	25.1	24.0	23.9	24.5
Счета и депозиты органов госуправления и местных органов власти	2.9	2.0	2.2	2.6	2.4	2.7	2.9	2.6
Выпущенные ценные бумаги	9.0	7.6	7.2	6.4	5.8	5.7	5.5	5.3

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Прогноз основных макроэкономических показателей
на 2007–2010 гг.

	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	31 180	35 659	40 539	45 929
млрд. долл.	592	764	987	1 210	1 394	1 566	1 721
Реальный ВВП – рост в %	7.2	6.4	6.7	7.3	6.8	6.8	5.9
Промышленность – рост в %	8.3	4.0	4.4	6.0	4.5	4.8	5.0
Розничная торговля – рост в %	13.3	12.8	13.9	14.0	13.0	11.5	10.0
Инвестиции – рост в %	10.8	10.9	13.7	18.2	15.0	13.0	12.5
Экспорт – реал. рост в %	11.8	6.4	5.8	4.8	4.8	4.0	3.1
Импорт – реал. рост в %	23.3	17.0	19.7	25.6	23.1	11.3	16.5
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	33.8	30.9	38.6	30.0	27.5	21.0	20.5
M2 (декабрь к декабрю), %	35.8	38.6	48.8	38.0	31.0	22.0	19.5
M2X (декабрь к декабрю), %	33.7	37.4	40.5	33.0	26.0	20.0	21.0
Активы банковской системы, % ВВП	41.9	45.1	52.8	59.5	68.2	74.8	82.7
Инфляция							
Инфляция (декабрь к декабрю), %	11.7	10.9	9.0	10.7	8.5	8.0	7.5
Инфляция (среднегодовая), %	11.0	12.5	9.8	9.0	9.5	8.2	7.7
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	10.6	8.3	7.8	10.0	7.5	7.0	6.5
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20.1	23.7	23	23.7	21.8	21.4	21.0
Процентные расходы, % ВВП	1.2	1.0	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
Непроцентные расходы, % ВВП	14.6	15.3	15.5	17.4	17.9	17.9	17.9
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4.3	-7.5	-7.4	-5.8	-3.5	-3.1	-2.8
Резервный фонд, млрд. долл.	18.8	43.0	89.1	163.0	138	156	168
Фонд будущих поколений, млрд. долл.					64.1	82.3	88.5
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2.6	7.0	11.0	14.5	18.2
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4.5	-7.7	-7.7	-6.0	-3.7	-3.3	-3.0
Платежный баланс							
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	355	390	400	405
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	230	270	305	360
Счет текущих операций, % ВВП	10.0	10.9	9.7	6.9	4.6	3.1	-0.2
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	0.7	41.7	70	50	45	40
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	460	565	650	680
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	18.6	10.6	5.1	3.7	2.9	2.3	2.0
Государственный внутренний долг, % ВВП	4.4	3.9	3.8	3.2	2.7	1.9	0.8
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	27.8	28.8	26.3	24.7	25.5	26.0	27.4
среднегодовой	28.8	28.3	27.1	25.6	25.2	25.7	26.7
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	34.6	50.4	60.9	70	75	73	70
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.24	1.25	1.26	1.37	1.38	1.35	1.32

Источник: Росстат, ЦБР, Центр развития, 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.