

Ревизия качества роста

Центр стратегических исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Сценарии развития экономики

Перспективы развития реального сектора

Денежная политика

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



Распространение кризиса из финансовой сферы на всю российскую экономику стало реальностью. Оперативные статистические данные Росстата и различных опросов свидетельствуют о резком снижении спроса, падении выпуска в ряде отраслей, росте задолженности по заработной плате и в расчетах между предприятиями. На решение самых острых проблем государством выделены масштабные финансовые ресурсы (их заявленный объем соответствует 14% ВВП, и это один из самых высоких показателей в мире). К таким задачам относятся нормализация работы денежного рынка и проведения банковских расчетов, остановка оттока вкладов населения из банковской системы, стабилизация цен на акции и облигации, а также избежание массовых дефолтов (особенно по внешним долгам).

Реальный сектор оказался сегодня в крайне сложной ситуации. С одной стороны, рост последних трех лет, основанный на росте внутреннего спроса и ускорении инфляции, расширял ниши для сбыта продукции, отодвигая на второй план задачи повышения конкурентоспособности. Российские предприятия одновременно увеличивали выпуск и цены, однако доля импорта на внутреннем рынке повышалась.

С другой стороны, финансовый кризис разразился как раз в период реализации масштабных инвестиционных программ, нацеленных на модернизацию производства. В таком состоянии предприятия исключительно уязвимы – как с точки зрения текущего спроса на их продукцию, так и с точки зрения достаточности ресурсов для завершения программ модернизации. В текущей ситуации весьма велики риски лишиться важнейшего ресурса роста российской экономики. Вопрос сегодняшней кредитной поддержки бизнеса для уже запущенных проектов является принципиально важным для среднесрочного экономического роста.

Наконец, остаются проблемы, решение которых декларировалось, но приносилось в жертву высоким темпам экономического роста, – опережение производительностью труда темпов роста заработной платы, развитие малого бизнеса, реализация инновационного сценария. Именно в период обострения кризиса необходимость повышения конкурентоспособности и эффективности многократно возрастает. Тогда естественная селекция предприятий и проектов происходит по данным критериям.

Реальный выбор экономической политики в текущий момент – *сплошная поддержка масштабной денежной эмиссией ряда производств* (включая сырьевые и ряд неэффективных) и сохранение положительных темпов роста в 2009 г. *либо*, в рамках кризиса и текущих вызовов, *построение фундамента для роста принципиально иного качества* в следующей десятилетии.

Фактически выбранный вариант государственного финансирования банковского и реального секторов на уровне 14% ВВП означает именно *фронтальную поддержку большинства* – проектов, долгов, инвестиций. Однако доступ к государственному финансированию является не лучшим фильтром качества и эффективности, а перевод частной внешней задолженности во внутреннюю в конечном итоге, не снимает проблему возврата долгов.

Сценарии развития экономики

Сложное состояние мировых финансов, в том числе и российских, ухудшение конъюнктуры на сырьевых рынках создают значительные затруднения при оценке перспектив развития национальной экономики в 2009 г. Вопрос этот отнюдь не праздный, поскольку макроэкономический прогноз является основой для формирования плана федерального бюджета на 2009–2011 гг., важнейших направлений денежной политики, стратегий развития предприятий – крупных и средних.

Разброс в оценках динамики основных макроиндикаторов России (как, впрочем, и остальных стран) сегодня значителен. Общей тенденцией является снижение ожидаемых темпов их роста в 2009 г. Например, заметно снижен прогноз развития российской экономики Министерством экономического развития РФ, МВФ, Всемирным банком, большинством аналитиков российских банков. Тем не менее общий их вывод – темпы роста останутся положительными, бюджет – сбалансированным. В качестве «свободной переменной» выбран обменный курс рубля; здесь оценки количественно разнятся и предлагаются различные сценарии (от поддержки курса рубля на текущем уровне для сохранения финансовой стабильности до его резкой девальвации для «мгновенного» улучшения конкурентоспособности и структуры платежного баланса). Представляется, что подобные прогнозные оценки слишком инерционны – в них присутствуют переоценка совокупного спроса и производственного потенциала и недооценка вклада финансового сектора в экономический рост.

На наш взгляд, развитие экономики России в 2009 г. может происходить по двум сценариям, определяемым принципиально разными направлениями правительственной экономической политики. Теоретически существует еще и третий, пессимистичный, сценарий, который предполагает дальнейшее резкое ухудшение состояния мировой системы финансов, торговли, сопровождаемое резким спадом в мировом производстве, кризисом платежной системы и т.п. Оценки реализации данного сценария варьируются, но указывают на «очень плохие времена». В рамках данного сценария у России есть все шансы действительно стать «тихой гаванью», но лишь при наличии глобального коллапса – здесь будет плохо, но лучше, нежели в окружающем мире.

Однако подавляющее большинство оценок указывают на сохранение умеренно негативного внешнего фона, на котором и будет развиваться российская экономика. В качестве базовых сценарных предпосылок предполагаются:

- снижение цен на нефть в 2009 г. до среднегодового уровня в 50 долл./барр.;
- отток капитала из России на уровне 60–70 млрд. долл.

Далее, в качестве неперемных условий функционирования российской экономики в 2009 г. выступают:

- необходимость погашения частного внешнего долга – до 150 млрд. долл. в течении года, при условии частичного рефинансирования за счет внешних источников необходимых выплат по долгам в 4 квартале 2008 г.;
- сохранение инфляционного фона на уровне не ниже 10%, что будет обусловлено утвержденной правительством РФ программой повышения тарифов на цены естественных монополий.

Очевидно, что использование прежней модели экономического роста (образца 2006–2008 гг.) сегодня крайне затруднительно (по меньшей мере, сопряжено с нерациональными затратами). Данная модель была основана на расширении внутреннего спроса, но за счет не внутренних сбережений, а внешних займов. В

результате увеличения спроса на потребительские и инвестиционные товары обеспечивался рост экономики, однако одновременно возрастала и частная задолженность. Ключевой проблемой использования прежней модели являлось отсутствие финансов для ее поддержки, поскольку объемы внутренних сбережений стали меньше задолженности по внутренним кредитам нефинансового сектора, а расширения внешних займов, необходимого для покрытия данного разрыва, в ближайшее время не предвидится.

В подобном контексте экономический блок правительства РФ поставлен перед крайне сложным выбором.

С одной стороны, существует необходимость сохранить хотя и более низкие, но все же положительные темпы экономического роста. Особенно это касается поддержки инвестиционной активности – увеличение инвестиций в основной капитал в последние годы было направлено на модернизацию основных фондов и создавало фундамент для роста экономики в будущем.

С другой стороны, имеется реальная опасность, что фронтальное финансирование государством экономики будет направлена на поддержку неэффективных проектов и производств, ориентированных на условия роста в прошлом: расширение спроса позволяло предприятиям увеличивать выпуск и цен, не слишком заботясь о конкурентоспособности. И здесь значительная часть государственных сбережений может быть потрачена на поддержку неконкурентоспособных производств.

Наконец, при определенных условиях имеющихся сбережений государства может попросту оказаться недостаточно.

Обозначенный выбор вариантов экономической политики и определяет сценарии развития экономики России по меньшей мере на 2009 г.

Первый сценарий фактически предполагает *сохранение действующей модели роста и поддержку расширения внутреннего спроса* (инвестиции и потребление) за счет масштабных финансовых интервенций государства.

Реализация данного сценария сопряжена с рядом проблем. Для расширения внутреннего спроса, особенно в условиях падения мировых цен на сырье, необходим рост банковского кредитования. Напомним, что в 2007 г. (в условиях высоких цен на нефть) 34% прироста внутреннего спроса было обеспечено приростом банковских кредитов предприятиям и населению: при росте номинального ВВП на 23% (реальный увеличился на 8.1%) в 2007 г. объем кредитов предприятиям расширился на 50%, населению – на 57%. Предварительные оценки показывают, что даже для обеспечения нулевого реального роста ВВП в 2009 г. кредиты нефинансовому сектору должны возрасти не менее чем на 30%. И здесь *ключевым вопросом является поиск источника обеспечения данного роста*.

Основной структурной проблемой российской банковской системы на сегодняшний день выступает возрастающий разрыв между объемом кредитов и сбережениями нефинансового сектора (так называемая «кредитная яма»): только в октябре 2008 г. этот разрыв увеличился на 800 млрд. руб., а всего превышение кредитов над депозитами на 1 ноября 2008 г. составило 4.6 трлн. руб. Отметим, что данный разрыв превышал весь капитал национальной банковской системы на 1.1 трлн. руб. (с учетом выданных ВЭБом и ЦБР в октябре первых траншей субординированных кредитов на сумму 275 млрд. руб.).

В случае достижения относительной стабильности в банковской сфере (сохранение доверия населения к банкам, отсутствие «паники вкладчиков» и ожиданий резкой девальвации рубля) депозиты населения и предприятий возрастут в 2009 г. на 2.0–2.2 трлн. руб. При этом 30%-ный рост кредитов нефинансовому сектору (необходимый для неснижения реального ВВП) означает увеличение кредитов на 5.0 трлн. руб. Таким образом, «кредитная яма» увеличится в 2009 г. на 3.0 трлн. руб.

Далее, есть основания полагать, что в 2009 г. внешние рынки капитала будут практически закрыты для российских предприятий и банков. Платежи российской банковской системы по внешнему долгу составят в 2009 г. не менее 60 млрд. долл., а корпоративного сектора – 90 млрд. долл. В целом *для погашения внешней частной задолженности понадобится 4.5 трлн. руб.* (при условии среднегодового курса в 30 руб./долл.).

В результате потребности банковского и корпоративного секторов в государственном финансировании для избежания спада и дефолтов по внешним долгам можно оценить в 7.5 трлн. руб. - 3.0 трлн. руб. на финансирование разрыва между кредитами и депозитами и 4.5 трлн. руб. на выплату внешнего долга. Здесь уместно напомнить, что совокупный объем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния РФ на 1 декабря 2008 г. составлял 5.8 трлн. руб., из которых 360 млрд. руб. было уже размещено в ВЭБе.

Таким образом, стремление сохранить и экономический рост, и саму модель роста будет «стоять» правительству в следующем году сумму, превышающую накопленную сырьевую ренту за время «сырьевого процветания».

Есть все основания ожидать, что и «качество» данного роста не изменится. При столь масштабной государственной поддержке доступ к финансированию получают крупнейшие компании, прежде всего с государственным участием (известные как «квазисуверенные заемщики»). Предприятия малого и среднего бизнеса, которые более чутко реагируют на изменение спроса и могли бы обеспечить рост экономики, получают незначительную поддержку. То же относится и к инновациям. Во всех случаях государственный денежный поток не позволит провести селекцию предприятий и инвестиционных проектов по критерию эффективности, но отранжирует их по доступности к государственному источнику.

Содержанием **альтернативного сценария** выступает селективный подход к поддержке реального сектора, а не просто обеспечение роста внутреннего спроса. Как мы уже отмечали, часть предприятий реального сектора проводила модернизацию основных фондов и реализовывала инвестиционные программы. Очевидно, что прекращение финансирования подобных проектов сводит на нет все осуществленные инвестиции и ставит под угрозу достижение роста конкурентоспособной продукции в будущем. Селективный подход предполагает также большее внимание к сектору малого бизнеса. Отметим, что, согласно данным опросов, малый бизнес пострадал от финансового кризиса в меньшей степени, чем крупный и средний, что вполне естественно с учетом ограниченности его доступа к заемным ресурсам. Кроме того, развитие малого предпринимательства может существенно смягчить и социальные последствия нынешнего кризиса, создавая дополнительные рабочие места.

Для реализации данного сценария необходимо ликвидировать структурные диспропорции в финансовой сфере.

Во-первых, необходимо затормозить рост чистой задолженности нефинансового сектора. Постоянно нарастающая чистая задолженность обостряет проблему ее финансирования, а происходящий сегодня перевод внешней задолженности во внутреннюю лишь сдвигает во времени вопрос о возможности обслуживания и погашения долга.

Очевидно, что растущая экономика нуждается в банковском кредите. Однако пропорции между объемами сбережений и задолженности крайне важны для сохранения финансовой стабильности. Кроме того, реализация рискованной кредитной политики (опережающий рост кредитов нефинансовому сектору по сравнению с ростом депозитов) не приводит к ускорению роста экономики, при котором можно считать оправданными риски потери устойчивости банковской системой. Так, нами было проведено исследование возможного развития российской экономики в 2006–2007 гг. при осуществлении более сбалансированной кредитной политики. Расчеты показывают, что при сохранении баланса между

кредитами и сбережениями нефинансового сектора и крайне умеренных внешних заимствованиях темпы роста ВВП снизились бы в 2006 г. в таком случае на 0.7 п.п. (с 7.4 до 6.7%) и в 2007 г. – на 2 п.п. (с 8.1 до 6.1%). Однако при этом удалось бы избежать состояния «перекредитованности» экономики, а внешний частный долг составил бы лишь 250 млрд. долл. на начало 2008 г. (417.2 млрд. долл. фактически). В итоге более сбалансированное развитие позволило бы по меньшей мере на порядок сократить расходы на антикризисные мероприятия и сохранить позитивные темпы роста.

Ликвидация структурных диспропорций предполагает снижение темпов роста кредитования одновременно с ростом сбережений. Наиболее действенная политика, позволяющая этого достичь, – это политика «дорогих денег». Однако платой за нее опять же выступают темпы экономического роста. В данном контексте *общий негативный эффект может быть смягчен селективной политикой субсидирования процентных ставок.*

Во-вторых, необходимо определиться со структурой банковской системы, которая соответствовала бы «вызовам текущего момента». Сегодня российская банковская система представляет собой сильно сегментированную структуру с большим количеством банков и низким уровнем капитализации. Первый опыт ее рефинансирования показал, что система работает неэффективно: крайне затруднено доведение денег до предприятий, медленно нормализуется работа межбанковского рынка, не представляется возможным эффективно снизить социальные издержки финансового кризиса для населения (по уже полученным кредитам). В таком виде преодолеть финансовый кризис практически невозможно. Более того, Банк России существенно смягчает требования к кредитным организациям и качеству залогов по предоставлению рефинансирования, повышая тем самым риски в финансовой системе.

В целом альтернативный сценарий предполагает допущение спада в экономике с единственной целью – проведения ревизии качества роста последних лет. Ревизия должна проводиться на основе двух критериев – эффективности и конкурентоспособности: эффективность – насколько банковские институты способны увеличивать сбережения и предоставлять кредиты надежным заемщикам, насколько реальный сектор способен оптимизировать производственные планы; конкурентоспособность – насколько российская продукция может конкурировать на внутреннем и внешних рынках. Фактически речь идет об отборе (селекции) предприятий и банков, которые смогут эффективно развиваться в новых условиях – дорогих кредитов, снижающегося спроса и ухудшения ценовой конъюнктуры. Селекция эта будет достаточно дорогой: по нашим оценкам, темпы экономического роста не просто снизятся, но в 2009 г. произойдет спад в экономике на 1.0–2.0% с возможным восстановлением до 1–3% в 2010 г. Однако успешность ее проведения позволит российской экономике выйти на принципиально иное качество роста в следующем десятилетии.

Перспективы развития реального сектора

Реальностью последних месяцев является осязаемое торможение роста отечественной промышленности под воздействием прогрессирующего финансового кризиса.

Закончился рост промышленности на «перегретом» спросе, когда почти 10%-ный рост обрабатывающих производств, даже при минимальных темпах роста добычи полезных ископаемых и умеренном росте производства и распределения электроэнергии, газа и воды, обеспечивал 6.5%-ное увеличение промышленного выпуска.

Российская промышленность вошла в новую фазу роста – роста на сжимающемся внутреннем спросе, – и ее динамические показатели заметно ухудшились. По нашим оценкам, торможение роста промышленного производства в июне–октябре 2008 г. по сравнению с январем–маем было двукратным (порядка 3.3 и 6.9% соответственно). При сохранении темпов роста добывающих производств и производства и распределения электроэнергии, газа и воды на прежнем уровне произошло радикальное ухудшение динамики обрабатывающих производств.

Прирост промышленного выпуска в 2008 г., в % к соответствующему периоду предыдущего года

	Январь-май (факт)	Июнь-октябрь (оценка)	Январь-октябрь (факт)	2008 г. (оценка)*	Справочно: 2007 г. (факт)
Индекс промышленного производства	6.9	3.3	4.9	4.3–4.6	6.3
Добыча полезных ископаемых	0.5	0.5	0.5	0.5	1.9
Обрабатывающие производства	10.2	4.3	7.0	6.0–6.5	9.5
потребительского спроса	5.8	0.8	3.0	1.8–2.6	6.0
инвестиционного спроса	13.2	6.5	10.6	9.3–9.7	14.2
промежуточного спроса	9.4	3.1	4.0	3.6–3.8	4.2
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4.1	4.1	4.1	3.9–4.1	-0.2

Примечание. Обрабатывающие производства потребительского спроса: производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и обуви, целлюлозно-бумажное производство, издательская и полиграфическая деятельность.

Обрабатывающие производства инвестиционного спроса: производство прочих неметаллических минеральных продуктов, машиностроительный комплекс.

Обрабатывающие 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.

* Оценка исходя из реалистичного сценария сохранения в ноябре–декабре 2008 г. низких темпов роста сентября–октября 2008 г. и оптимистичного сценария выхода в ноябре–декабре 2008 г. на умеренные темпы роста, зафиксированные в период торможения роста (июнь–октябрь 2008 г.).

Источник: Росстат, Центр стратегических исследований Банка Москвы.

Реальностью уже стало

- Торможение роста и сокращение выпуска производств потребительского спроса, что можно рассматривать как результат начавшейся коррекции потребительского спроса.

Сокращение выпуска относительно прошлогодних объемов наблюдается в производстве пищевых продуктов на протяжении одного месяца, в целлюлозно-бумажном производстве, издательской и полиграфической деятельности – на протяжении последних трех месяцев, в текстильном и швейном производстве – в течение четырех месяцев.

- Торможение или сохранение низких темпов роста большинства производств инвестиционного спроса как следствие снижения инвестиционной активности.

Производство строительных материалов сократилось в августе–октябре 2008 г. более чем на 1.5%. Однако и этот результат имеет серьезные перспективы дальнейшего ухудшения на фоне прогрессирующего пессимизма в строительном и девелоперском бизнесе. От более ощутимого провала динамику производства строительных материалов пока удерживает выпуск материалов для внутренней отделки. Поэтому завершение незавершенных проектов и отсутствие обозримых перспектив запуска новых строительных проектов будут иметь следствием дальнейшее сокращение выпуска строительных материалов.

Далее, снижение инвестиционного спроса немедленно привело к заметному торможению роста *производства машин и оборудования*: почти 25%-ный прирост выпуска в январе–мае 2008 г. сменился здесь в июне–октябре на темпы роста, не превышающие 2%.

Кроме того, в *производстве транспортных средств* – «локомотиве» роста российской промышленности на протяжении последних месяцев – рост выпуска заметно затормозился: после стабильных 16%-ных темпов наращивания выпуска в январе–сентябре 2008 г. октябрьский прирост составил всего 3.6%. Несмотря на то что большинство автопроизводителей в России являются заложниками своих дорогостоящих инвестиционных программ и серьезно мотивированы к увеличению выпуска, сужение спроса заставляет и их корректировать производственные планы.

Наконец, по-прежнему сокращается *производство электрооборудования*, что может являться отражением фактического отставания реализации инвестиционных программ естественных монополий, в первую очередь предприятий реформированной российской электроэнергетики.

- Заметное снижение темпов роста *производств промежуточного спроса* (деревообработка, химическое производство, металлургия) как следствие уменьшения темпов роста производств инвестиционного и потребительского спроса и снижения рентабельности экспорта из-за ухудшения мировой конъюнктуры цен и роста внутренних издержек.

Налицо проблемы роста российской промышленности в формирующихся жестких условиях замедления или даже прекращения роста спроса и усиления конкуренции с импортом на внутреннем и внешнем рынках.

Дальнейшее торможение роста внутреннего спроса на российском рынке будет определяться:

- в части потребительского спроса – ожидаемым сокращением численности занятых в экономике, экономией предпринимателей на заработной плате и даже ее реальным снижением из-за высокого уровня инфляции, снижением темпов роста потребительского кредитования;
- в части инвестиционного спроса – ослаблением инвестиционной активности из-за сокращения собственных ресурсов для инвестирования и ухудшением условий банковского кредитования, снижением объема иностранных инвестиций.

Кроме того, угрозой по-прежнему является падение спроса на продукцию отечественного производства, что связано с системным проигрышем российских производителей в конкуренции с импортом. Весьма значительными остаются риски того, что ценовые ниши, в которых отечественная продукция сейчас конкурирует с импортными аналогами, изменятся на более дорогие из-за вынужденного удорожания производимой продукции по мере роста издержек. Проводимая ЦБР политика мягкой девальвации на некоторое время ослабит остроту проблемы конкуренции отечественной продукции с иностранной на российском рынке, но не отменит ее. С высокой вероятностью, в краткосрочной перспективе можно ожидать,

с одной стороны, некоторого удешевления импорта в результате коррекции его сортамента и более гибкой ценовой политики иностранных производителей, для которых российский рынок по-прежнему исключительно интересен; с другой – дальнейшего удорожания продукции российского производства в связи с увеличением издержек.

Причина охарактеризованного выше в том, что *в течение комфортного периода высокого внутреннего спроса в стране не была создана институциональная и правовая система, которая способствовала бы появлению новых производителей и стимулировала конкуренцию на товарных рынках*. Напротив, высокие административные барьеры, имеющие весьма реальное финансовое ограничение, и значительная коррупционная составляющая по-прежнему серьезно ограничивают деловую активность, ухудшают инвестиционный климат, создают условия для формирования диктата производителей на товарных рынках и опосредованно способствуют опережающему росту цен на отечественную продукцию по отношению к импортным аналогам. Ситуация усугубляется *фактическим отсутствием механизмов контроля над проявлениями монополизма в ценообразовании на товарных рынках*, что приводит к немедленному и практически бесконтрольному перекладыванию на потребителей отечественной продукции растущих затрат производителей. Наконец, в течение предшествующего этапа роста российской экономики *не формировались финансовые стимулы роста вложений в модернизацию производства*. В результате существующая институциональная среда не только не способствует усилению конкурентоспособности отечественной промышленной продукции, но и в максимальной степени снижает мотивацию к ней производителей и фиксирует тем самым технологическое отставание отечественной промышленности.

Как и предполагалось, новый этап роста российской промышленности начался внезапно и болезненно. Кроме того, и это было сложно предположить, специфика нового этапа заключается не просто в ужесточении конкуренции с продукцией зарубежного производства на внутреннем и мировых рынках в условиях явно переоцененной на «перегреве» отечественной продукции – неожиданной является перспектива значительной структурной и стоимостной коррекции спроса, что может создать серьезнейшие угрозы для дальнейшего роста российской промышленности.

Воздействие прогрессирующего финансового кризиса на реальный сектор и торможение его роста, безусловно, не являются исключительно российской проблемой. Однако масштабы потерь национальных экономик и болезненность их для общества напрямую определяются внутренней устойчивостью экономик, их адаптированностью к внешним шокам и качеством институциональной среды, формирующей инвестиционный климат и стимулирующей предпринимательскую активность. С высокой вероятностью можно предполагать, что, как и год назад, в период ускорения повышения цен на продовольствие и инфляционных процессов новый этап экономического роста в России может быть сопряжен с относительно более серьезными проблемами, и в среднесрочной перспективе отечественная экономика столкнется со всеми негативными проявлениями нерешенных институциональных проблем.

По нашему мнению, как реалистичный можно рассматривать следующий сценарий динамики российской промышленности в краткосрочной перспективе: падение темпов роста доходов населения, инвестиционная пауза, снижение спроса на российскую продукцию на мировых рынках приведут к сокращению выпуска российских производств потребительского спроса и заметному торможению роста производств инвестиционного и промежуточного спроса. В результате прирост выпуска обрабатывающих производств в 2009 г. может составить около 0.6%. Торможение роста будет сопровождаться здесь снижением энергопотребления и, соответственно, уменьшением темпов роста производства и распределения электроэнергии, газа и воды. С условием, что в добыче полезных ископаемых сохранятся существующие темпы роста, можно ожидать увеличения выпуска во

всей российской промышленности на уровне тех же 0.6% (6.3% в 2007 г., порядка 4.3% в 2008 г.).

Прогнозируемая на ближайшую перспективу производственная пауза не является катастрофичной сама по себе – ее можно рассматривать как естественный момент фиксирования результатов роста, ускорявшегося на протяжении ряда месяцев. Более важной будет серьезнейшая переоценка уровня конкурентоспособности российской промышленности, ее способности развиваться в условиях меняющегося спроса и усиления конкуренции с импортом. Процессы ревизии и селекции, фактически происходящие в финансовой сфере, будут запущены и в реальном секторе российской экономики. Но их результаты не столько зафиксируют статус-кво, сколько определят будущий ландшафт и динамику роста национальной экономики.

Финансовый кризис застал многие вполне конкурентоспособные предприятия на пике их вложений в модернизацию – с масштабными открытыми инвестиционными проектами и высокой задолженностью по банковским кредитам на эти цели. В таком состоянии предприятия исключительно уязвимы – с точки зрения спроса на их продукцию, достаточности ресурсов для завершения программ модернизации, устойчивости к внешним шокам (в том числе и попыткам поглощения). Процесс рыночной селекции чреват риском лишиться важнейшего ресурса роста российской экономики в средне- и долгосрочной перспективе.

Предотвратить это может только эффективная государственная политика, предусматривающая комплекс мер разумного протекционизма в виде защиты внутреннего рынка, целенаправленного формирования спроса на отечественную продукцию, ресурсной поддержки инвестиционных проектов, системы налоговых льгот, а также мер по модернизации институциональной среды для развития бизнеса.

Однако уже предпринимаемые в рамках этой стратегии меры могут иметь неоднозначный или просто «смазанный» эффект в силу нарастающего присутствия государства в экономике – и как регулятора экономических процессов в качестве собственника, и как модератора новых направлений роста. Финансовый кризис превратил процесс формирования государственных плацдармов в ключевых секторах российской экономики в цепную реакцию вынужденного усиления государственной ответственности за все новые направления развития российского бизнеса. Непосредственным следствием этого является рост вероятности конфликта интересов экономических и денежных властей, угрозы неэффективного использования ресурсов и утраты критериев конкурентоспособности экономики.

Таким образом, *российский реальный сектор входит в зону стагнации*. Резкое торможение его роста, несмотря на декларировавшийся до обострения финансового кризиса запас прочности российской экономики, зафиксировало первый и важнейший вывод: реализация амбициозных планов модернизации экономики, инновационного прорыва, достижения стабильных темпов роста в условиях существующей институциональной среды развития бизнеса является утопией. Модернизация бизнес-среды (совершенствование нормативно-правовой среды, борьба с коррупцией, снижение барьеров для организации и развития бизнеса, противодействие проявлениям монополизма на товарных рынках, активизация государственной поддержки модернизации экономики) заметно отставала от темпов роста экономики, снижая ее стимулы к повышению конкурентоспособности.

В условиях обострения мирового финансового кризиса меры, принимаемые российскими денежными властями по смягчению его воздействия на национальную экономику (рефинансирование и фондирование банковской системы, налоговые новации, меры социального плана), носят во многом симптоматичный характер. При этом реализация программ системного реформирования бизнес-среды (противодействие коррупции, проявлениям монополизма на рынках) продвигается крайне медленно.

Немаловажно также, что купирование влияния мирового финансового кризиса на российскую экономику за счет непосредственного предоставления государственных ресурсов и снижения налоговой нагрузки на экономику происходит одновременно с усилением присутствия в экономике государства как собственника. Последнее, возможно, позволит сохранить в российской собственности «избранные» виды бизнеса, сделает возможным реализацию всех заявленных ранее инвестиционных программ, повысит инновативность некоторых сегментов экономики, однако «цена вопроса», с высокой вероятностью, окажется исключительно высокой: в условиях развивающегося финансового кризиса одновременное сокращение поступлений в бюджет и наращивание расходов государства в связи с решением социальных и бизнес-задач может столкнуться с ресурсными ограничениями уже в обозримой перспективе.

И в заключение: российская экономика уже неоднократно демонстрировала способность расти на шоках – положительных (мировые цены на нефть), неоднозначных (приток иностранного капитала) или негативных (дефолт и девальвация). Способность преобразовывать внешний шок в фактор роста является несомненным положительным фактором в российской экономике. Хотелось бы, чтобы не единственным.

Денежная политика

Глобальный кризис принципиально изменил структуру денежного предложения в России. В период 2004–2007 гг. практически весь рост активов Банка России приходился на расширение международных резервов (ЗВР). Темпы роста денежного предложения зависели преимущественно от размеров бюджетных ресурсов, размещенных в ЦБР, – увеличение такой «стерилизации» сокращало объем денежной базы по сравнению с потенциально возможным (в случае направления всех эмитированных рублей в экономику). При этом заложенный в бюджет механизм формирования резервных фондов «съедал» весь эффект от повышения экспортных цен на энергоносители. В 2006–2007 гг. рост денежного предложения был обеспечен лишь притоком капитала в Россию.

В 2008 г., несмотря на изменение механизмов формирования резервных фондов¹, прежняя схема формирования денежного предложения уже не могла привести к его увеличению. За январь–август 2008 г. счет текущих операций платежного баланса достиг рекордных значений (85 млрд. долл. против 76 млрд. долл. за весь 2007 г.). Однако рост бюджетных остатков в Банке России (2.8 трлн. руб.) превысил объем эмиссии за счет увеличения международных резервных активов (2.6 трлн. руб.). Даже приток валюты по капитальным операциям (23 млрд. долл. за первые восемь месяцев года) и расширение операций по рефинансированию банков (на 123 млрд. руб. за январь–август) не смогли обеспечить положительный рост денежного предложения: объем денежной базы в широком определении сократился за январь–август текущего года на 2.8%.

С сентября 2008 г. условия формирования денежного предложения кардинально ухудшились. Сокращение международных резервов Банка России за сентябрь–ноябрь в рублевом эквиваленте превысило 2.5 трлн. руб. Денежная база в широком определении за три осенних месяца сократилась сильнее, чем за предыдущие восемь – на 3.0%. Ни сокращение остатков на счетах бюджета в Банке России (около 500 млрд. руб.), ни беспрецедентное наращивание кредита банкам (на 2.0 трлн. руб.) не смогли обеспечить положительной динамики денежного предложения.

Осеннее развитие событий в монетарной сфере является аналогом ситуации, ожидаемой здесь в 2009 г.: динамика денежного предложения в следующем году будет определяться исключительно возможностями Банка России по рефинансированию кредитных организаций и правительству – по наращиванию госрасходов и предоставлению средств госкорпорациям.

В 2009 г., при среднегодовом валютном курсе в 30 руб./долл., мы прогнозируем уменьшение объема валютных резервов на 90 млрд. долл. – это эквивалентно 2.7 трлн. руб. сокращения активов Банка России. В подобных условиях обеспечение роста широкой денежной базы на 13–15% потребует не менее 3.6 трлн. руб. внутренних источников денежной эмиссии. В зависимости от конкретных механизмов реализации бюджетной и денежной политики в 2009 г. этот объем может быть распределен между кредитованием банков со стороны Банка России, увеличением расходной части бюджета и покупкой Центробанком государственных ценных бумаг.

В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010–2011 годов» (по версии на октябрь 2008 г.) наихудший сценарий развития денежной сферы (при среднегодовой цене на нефть в 66 долл./барр.) подразумевает увеличение валового кредита банкам на 0.7 трлн. руб. Исходя из более реалистичного прогноза среднегодовой цены на нефть в 2009 г.

¹ С 1 февраля 2008 г. Стабилизационный фонд был заменен Резервным фондом и Фондом национального благосостояния, а вместо автоматического зачисления избыточных доходов в Стабилизационный фонд был введен механизм нефтегазового трансферта.

(45 долл./барр.) необходимый объем кредитования банков для поддержания денежного предложения должен быть выше – по нашим оценкам, 2.5 трлн. руб.

Наращивание операций Банка России с госдолгом ограничено объемом государственных внутренних заимствований. Законом о федеральном бюджете на 2009 г. предусмотрено увеличение внутреннего госдолга на 430 млрд. руб. Таким образом, за счет этого источника может быть удовлетворено не более 10–12% потребности в эмиссии. Остальные ресурсы, необходимые для формирования денежного предложения, должны быть направлены в финансовую систему напрямую из бюджетных средств.

Заданные параметры денежного предложения в значительной степени определяют перспективы развития российской банковской системы в 2009 г. – в рамках обсуждаемого сценария банковский сектор получит не менее 3.0 трлн. руб. от правительства РФ и Банка России. Таким образом, государство будет основным источником финансовых ресурсов, привлекаемых банковской системой. По нашим оценкам, доля государственных средств (Банк России и бюджеты всех уровней) в совокупных банковских пассивах возрастет с 1.8% на начало 2008 г. до 16.5% на 01.01.2010.

Увеличение притока прочих привлеченных ресурсов в национальную банковскую систему, с учетом практически полного закрытия внешних рынков, будет определяться развитием российской экономики. Доля иностранных пассивов в совокупных банковских пассивах снизится с 18.1% на начало 2008 г. до 13.3% на 01.01.2010. Как отмечалось выше (см. раздел «Сценарии развития экономики»), счета и депозиты населения и корпоративного сектора могут увеличиться на 2.0–2.2 трлн. руб. Рост банковских кредитов экономике будет ограничен 25% (чуть более 4 трлн. руб.). Меньший темп роста кредитов определит еще большее замедление экономического роста.

Отдельно отметим, что изменение принципов формирования денежного предложения одновременно со значительным ростом участия государства в банковской системе предполагает и изменения в ее структуре: существующая система рефинансирования «настроена» на крупные кредитные организации со сравнительно большим уровнем капитала, диверсифицированной клиентской базой; укрупнение кредитных организаций в рамках данного развития станет естественным способом выживания банковского сектора и будет происходить скорее эволюционно, нежели административно.

Процессы консолидации в банковском секторе уже начинают набирать обороты. Их реализация происходит различными путями – это и поглощения крупными банками более мелких, и переток клиентской базы в процессе санации разоряющихся банков к тем кредитным организациям, при участии которых осуществляется такое оздоровление. Наиболее ярким примером последнего времени здесь может служить объявленное объединение МДМ-банка и УРСА банка, в результате которого возникнет крупнейший в России частный банк.

Укрупнение банков является единственным для банковского сектора способом пережить период низких темпов денежного предложения и нехватки ликвидности. Представляется, что в ближайшие годы уровень ликвидности банковского сектора не превысит 4–5% от совокупных активов. Этот уровень гораздо ниже не только 15–20%, характерных в последние годы для российских банков вне 100 крупнейших, но и 8–10% – среднего уровня по банковской системе. Содержать такую неэффективную банковскую систему в условиях кризиса представляется «непозволительной роскошью».

Прогноз основных экономических показателей

	Факт				Прогноз		
	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Макропоказатели							
Номинальный ВВП:							
трлн. руб.	21.6	26.9	33.0	42.8	43.5	51.0	59.9
млрд. долл.	764	992	1 289	1 727	1 449	1 545	1 663
Реальный ВВП – рост в %	6.4	7.4	8.1	6.8	-1.4	2.7	3.2
Промышленность – рост в %	5.1	6.3	6.3	4.3	-1.0	2.9	3.2
Розничная торговля – рост в %	12.8	13.9	15.2	14.2	4.0	4.5	5.0
Инвестиции – рост в %	10.9	13.7	21.1	12.0	-5.0	0.0	5.0
Экспорт – реал. рост в %	6.5	7.3	6.4	6.1	-2.8	1.8	2.1
Импорт – реал. рост в %	16.6	21.9	27.3	26.6	-16.3	2.2	4.2
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	30.9	38.6	32.9	8.1	20.0	21.0	19.0
M2 (декабрь к декабрю), %	38.5	48.8	47.5	8.8	15.0	20.0	22.0
M2X (декабрь к декабрю), %	36.3	40.6	44.2	13.2	18.0	22.0	22.4
Активы банковской системы, % ВВП	44.8	51.9	61.0	62.5	75.0	77.0	80.0
Инфляция							
Индекс потребительских цен (дек. к дек.), %	10.9	9.0	11.9	13.5	11.5	11.0	10.5
Индекс потребительских цен (среднегодовой), %	12.5	9.8	9.1	14.2	12.0	11.3	10.8
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8.3	7.8	11.0	13.7	11.0	10.5	10.0
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23.7	23.4	23.6	21.4	19.5	19.3	18.7
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16.3	15.9	18.1	17.3	20.8	20.2	18.9
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7.5	7.4	5.4	4.0	-1.3	-1.0	-0.2
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43.0	89.2	156.5	129.8	130.1	129.6	129.0
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				73.7	73.8	73.5	73.2
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	244	304	354	470	310	330	360
Импорт товаров, млрд. долл.	125	164	223	310	260	280	300
Счет текущих операций, % ВВП	11.1	9.5	6.1	5.7	-1.3	-1.4	-2.0
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	2.0	41.9	82.9	-75	-70	20	40
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	476	458	378	365	364
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	10.0	5.2	3.5	2.3	2.6	2.2	2.0
Государственный внутренний долг, % ВВП	3.9	3.8	3.8	3.8	4.7	5.3	5.9
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	28.8	26.3	24.6	28.5	31.0	35.0	37.0
среднегодовой	28.3	27.1	25.6	24.8	30.0	33.0	36.0
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	50.4	60.9	69.6	95	45	52	57
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1.24	1.26	1.37	1.48	1.30	1.29	1.26

Источник: Росстат, ЦБР, Минфин, оценки Центра стратегических исследований 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 абсолютную 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.