

Старые рецепты для новой болезни

Центр стратегических исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Девальвация рубля
и экономический рост

Основные аспекты политики
«слабого рубля»

Реальный сектор

Банковский сектор

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



Девальвация рубля была проведена Банком России в относительно стабильный период в контексте финансового кризиса. Прекратился отток средств физических лиц из банковской системы, цены на акции и облигации российских эмитентов стабилизировались, отсутствовали значимые дефолты компаний по внешним и внутренним долгам. При этом пессимизм в оценках и прогнозах состояния российской экономики только усилился. Последние прогнозные оценки Минэкономразвития впервые указывают уже на снижение ВВП в текущем году на 0.2%, а объема промышленного производства – на 5.7%. Правительство ожидает инфляцию на уровне 13%, хотя уже сегодня это выглядит слишком оптимистично.

Девальвация рубля обеспечивает сохранение рублевых поступлений экспортерам и в бюджет от вывоза сырья в рамках негативного сценария уровня мировых цен, однако порождает новые проблемы и ставит новые задачи. Более низкий курс рубля по определению не может сбалансировать платежный баланс, поскольку платежи российских компаний по внешнему долгу составят в 2009 г. 131 млрд. долл. Он лишь обеспечивает устойчивость баланса текущих операций на уровне 0 - 10 млрд. долл. В рамках инерционного сценария, предполагающего практически полное отсутствие возможности рефинансирования российских внешних долгов, международные резервы Банка России сократятся в текущем году на 120 млрд. долл.

Девальвация рубля не обеспечивает и автоматический рост конкурентоспособности отечественных товаров – как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Напротив, есть основания полагать, что снижение курса рубля в текущих условиях ускорит темпы увеличения стоимости российских товаров, поскольку две трети национального импорта составляют инвестиционные товары и полуфабрикаты. Кроме того, фактически сведены на нет пятилетние усилия правительства по приданию рублю статуса валюты расчетов и сбережений.

Исключительно важно отдавать себе отчет в том, что девальвация рубля – это не самодостаточное стабилизационное мероприятие. Девальвация – это инструмент для реализации мер, направленных на улучшение ситуации в финансовой сфере и на стимулирование реального сектора экономики России. Проведенная девальвация принципиально меняет модель экономического роста. В последние годы экономика России росла на расширяющемся внутреннем спросе, обеспеченном благоприятной мировой конъюнктурой и внешними заимствованиями, и стабильном обменном курсе. Новая же модель роста экономики России должна быть ориентирована на повышение производительности труда, сокращение издержек, увеличение инвестиций, рост качества основного капитала. Однако переход на новую модель практически невозможен в условиях высокой неопределенности динамики обменного курса рубля, инфляции, набора и содержания антикризисных мер. Именно эффективные и понятные экономическим агентам стабилизационные действия правительства, публичная денежная и бюджетная политика, структурные реформы (подразумевающие максимальную ориентацию на реализацию инновационного сценария и повышение конкурентоспособности) позволят пережить кризис с минимальными издержками и выйти на траекторию устойчивого роста.

Девальвация рубля и экономический рост

Операция «Спасти чемпионов»

«Фундаментальное изменение состояния мировой экономики, в том числе закрытие возможностей для российских банков и компаний по привлечению новых и рефинансированию ранее полученных займов, масштабный отток капитала и резкое снижение цен на товары российского экспорта». Так Банк России прокомментировал необходимость проведения «регулируемой девальвации» национальной валюты.

При том что масштабный кризис мировых финансов начался летом 2007 г., а падение цен на товары российского экспорта – с лета 2008 г., регулируемая девальвация началась только в ноябре 2008 г. Стоимость бивалютной корзины выросла за ноябрь 2008 г. - январь 2009 г. на 31.7% (30.7% по доллару, 32.7% по евро), в том числе на 15.0% с начала года. Текущей оценкой перспектив курса национальной валюты является установленная Банком России верхняя граница технического коридора на уровне 41 рубля за бивалютную корзину (объявлена с 23 января 2009 г.).

Практически стабильный курс рубля на протяжении последнего десятилетия (вплоть до осени 2008 г.) обусловил действие таких тенденций, как полный переход к расчетам в рублях на российском рынке, значительное сокращение банковских кредитов и депозитов в иностранной валюте, почти полное отсутствие девальвационных и ревальвационных ожиданий. Одновременно с действующей системой налогообложения внешней торговли стабильный курс определял максимальное снижение данного компонента инфляции, а также возможность среднесрочного планирования внешнеторговых операций, в том числе импорта потребительских и инвестиционных товаров, а также иностранных полуфабрикатов для выпуска продукции отечественной сборки.

Фактически в сложившейся структуре российской экономики и финансовой сферы обменный курс является существенно более действенным инструментом, нежели процентные ставки и налоговое регулирование.

Вынужденное радикальное изменение курсовой политики призвано «сбалансировать текущий счет платежного баланса Российской Федерации при текущих ценах на нефть и другие значимые товары российского экспорта». Граничный курс бивалютной корзины определен исходя из расчетов Банка России и Министерства экономического развития РФ и объявлен равновесным. Немедленно возникает ряд вопросов, связанных с новой системой курсообразования:

- Действительно ли текущий курс рубля (не более 41 рубля за бивалютную корзину) является равновесным – хотя бы с точки зрения текущего баланса спроса и предложения иностранной валюты? Или девальвация вступила в самовоспроизводящуюся фазу?
- Какие факторы на самом деле определяют курс рубля и воздействуют на принятое Банком России решение о его изменении?
- Какой будет реакция российской экономики и финансовой системы на изменение уровня обменного курса рубля и его возможную динамику в 2009 г.?
- Как должна измениться экономическая политика правительства для минимизации негативных последствий девальвации и максимального использования ее преимуществ?

Идентификация режима, определяющего формирование курса рубля, имеет принципиальную значимость для анализа текущего состояния внутреннего валютного рынка и выработки прогноза – а именно для определения того, какие экономические процессы и показатели решающим образом влияют на движение обменного курса, что определяет выбор денежными властями способа управления экономическими процессами и курсовой политикой.

Идентификация режима курсообразования (или выявление практики использования комбинации нескольких режимов) позволит выявить основные угрозы для текущего состояния валютного рынка, а также значительно улучшить достоверность кратко- и среднесрочных прогнозов.

Исходя из экономической теории основными режимами формирования обменного курса являются следующие:

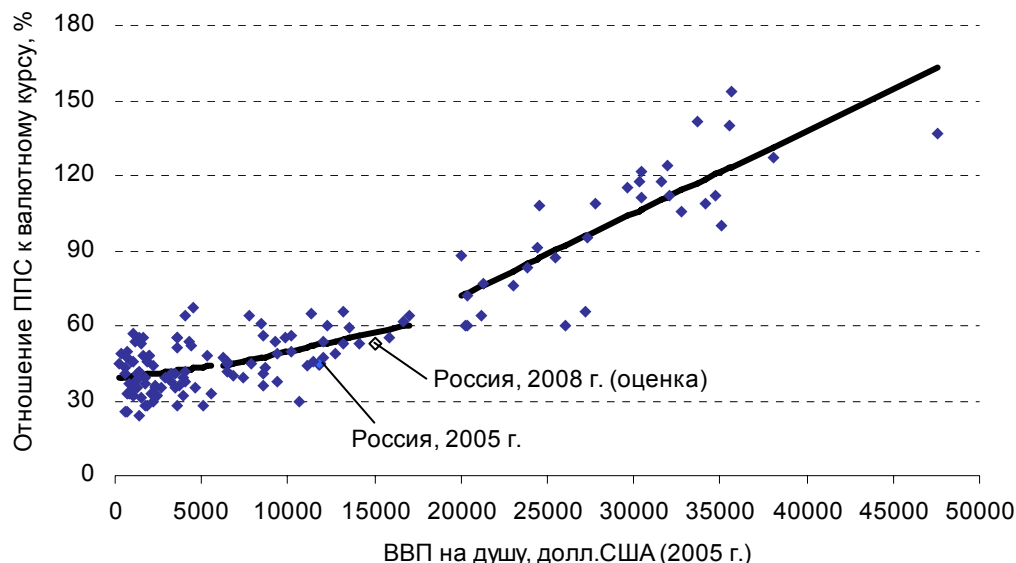
1. привязка к паритету покупательной способности (ППС);
2. процентный арбитраж (регулирование обменного курса с помощью процентных ставок);
3. торговый баланс (платежный баланс);
4. обменные курсы по основным экспортным товарам (товарный паритет);
5. монетарный курс (валютный комитет, или *currency board*);
6. жесткая привязка к другой валюте;
7. прочие режимы.

При этом ряд режимов курсообразования очевидно не могут быть использованы в России в силу сложившейся в стране экономической ситуации. К ним относятся режим (2), основанный на процентном арбитраже (в связи с глобальным кризисом в банковской системе и на финансовых рынках – прежде всего вследствие неадекватной оценки рисков и рыночных активов). Жесткая привязка к другой валюте (6), а также монетарный курс (5) используются в случаях крайне высокой инфляции, минимального уровня резервов и малыми экономиками в специфических условиях.

Далее, сегодня для российской экономики абсолютно неправомерно говорить о равновесном курсе рубля, сформированном на основе платежного баланса (3) – не отрицая, что этот метод является достаточно распространенным для развивающихся экономик. Причина в том, что воздействие курса рубля на сальдо торгового баланса ограничено – экспорт фактически не эластичен к обменному курсу, а необходимого сокращения импорта можно достичь лишь масштабной девальвацией, которая будет иметь скорее разрушительный эффект и для реального сектора, и для финансовой системы. Воздействие обменного курса рубля на сальдо счета капитальных операций также незначительно или даже является отрицательным. Объем платежей по внешнему долгу уже зафиксирован графиком его обслуживания (в 2009 г. выплаты основного долга составят 131 млрд. долл.), тогда как объем новых займов в условиях дешевого рубля будет затруднен. Кроме того, девальвация провоцирует дополнительный отток капитала.

Паритет покупательной способности (ППС) национальной валюты (режим 1) – это существенный макроэкономический ориентир для валютного курса, отражающий базовые характеристики масштабов и структуры экономики. Теория международных сопоставлений фиксирует, что чем выше уровень развития экономики, тем более высоко отношение паритета к валютному курсу, и наоборот – чем менее развита экономика, тем ниже номинальное значение ППС относительно номинала валютного курса. То есть чем беднее экономика, тем ниже общий уровень цен в ней по сравнению с более богатыми странами.

Отношение ППС к валютному курсу в зависимости от уровня развития экономики



Источник: Всемирный банк, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Наши расчеты на основе данных о ППС Всемирного банка¹ и показателей экономической динамики указывают на то, что современная оценка ППС рубля по отношению к доллару составляет около 18 руб./долл. В этой связи устойчивое значение курса рубля сегодня может быть оценено на уровне 32–35 руб./долл. – такой уровень ориентировочно соответствует уровню ВВП на душу населения и масштабу цен в российской экономике.

Маловероятно, что Банк России, проводя девальвацию рубля, ориентировался на наши оценки ППС. Тем не менее новый, более низкий курс рубля может быть стратегически устойчивым с учетом современного развития российской экономики.

По нашему мнению, основными ориентирами в проведенной девальвации рубля выступали товарные паритеты (режим 4). Товарный паритет по экспортируемому товару (либо товарной группе) определяет товарный обменный курс, который рассчитывается как соотношение внутренней стоимости экспортируемого товара и его внешней контрактной стоимости. При этом внутренняя стоимость экспортных товаров включает внутреннюю цену производителей на экспортируемый товар в рублях, транспортные издержки, а также косвенные налоги.

По состоянию на конец 2008 г. при рыночном курсе 26.35 руб./долл. товарный обменный курс по нефти составлял 23.3 руб./долл., природному газу – 12.5 руб./долл. В совокупности данные товары составляли 50% стоимости российского экспорта, что позволяло сохранять его эффективность. Однако по другим товарам российского экспорта складывалась принципиально иная ситуация. Так, товарный курс по экспорту бензина составлял 40.2 руб./долл., меди – 33.5 руб./долл., никеля – 31.1 руб./долл., алюминия – 28.8 руб./долл.

Проведенная девальвация обеспечивает сохранение в 2009 г. доходов экспортеров и соответствующих доходов бюджета в рублях при относительно негативном сценарии снижающихся цен на сырьевые товары на мировом рынке.

Основные направления развития экономики России в ближайшие годы будут формироваться в условиях политики «слабого рубля».

¹ Наиболее полные последние по времени данные о паритетах покупательной способности валют – результаты Глобального раунда сопоставлений за 2005 г., опубликованные Всемирным банком в 2008 г.

Основные аспекты политики «слабого рубля»

Традиционная подготовка к прошедшей войне

Существуют опасения, что при переходе к политике «слабого рубля» денежные власти будут ориентироваться на структуру экономики и опыт осуществления стабилизационных мероприятий десятилетней давности. В данном контексте представляется достаточно важным проведение анализа возможных преимуществ и недостатков низкого курса рубля *в текущих условиях*, а не в 1998–1999 гг., когда именно масштабная девальвация дала мощный импульс для экономического роста. Подобный анализ позволит также выработать и практические рекомендации в рамках экономической политики для минимизации негативных последствий финансового кризиса в условиях уже девальвированного рубля.

Традиционно к *положительным* эффектам девальвации относят следующие:

1. Увеличение доходов экспортеров, бюджета и стимулирование экспорта

Сохранение рублевых доходов от сырьевого российского экспорта представляется главным фактором проведения девальвации в 2008–2009 гг. Снижение мировых цен на нефть и прочие сырьевые товары обусловило резкое падение доходов от экспорта – как предприятий, так и федерального бюджета. Товарные обменные курсы рубля (курс рубля, рассчитанный как отношение внешних контрактных цен к внутренней стоимости товара с учетом налогов и транспортных затрат) по основным товарным группам показывали, что эффективность российского экспорта в конце 2008 г. критически снизилась. Уменьшение ставок по налогам на внешнеэкономическую деятельность частично решало данную проблему для предприятий, но сокращало объем налоговых поступлений в федеральный бюджет. Рентабельным в конце 2008 г. оставался экспорт нефти и природного газа, а для сохранения прибыльности экспорта нефтепродуктов, черных и цветных металлов требовался курс рубля к доллару США, превышающий 30 руб./долл.

Проведенная в конце 2008 г. – начале 2009 г. девальвация рубля решает проблему эффективности экспорта по товарам, составляющим более чем 70% совокупного объема национального экспорта. Кроме того, девальвация должна снять с повестки дня дискуссию об уровне налогов на экспорт. И с этой точки зрения именно обменный курс 41 рубль за бивалютную корзину представляется «равновесным уровнем», позволяющим сохранить доходы бюджета и сырьевых предприятий при негативном сценарии уровня цен на сырье.

Однако девальвация не может стимулировать рост российского сырьевого экспорта. Объем экспорта данных товаров определяется внешним спросом и ограничениями транспортировки (имеются в виду ограничения по транспортировке сырой нефти и природного газа). Прочий экспорт в большей части определяется международными договоренностями руководства российского правительства (вооружение, аэрокосмические контракты и прочее) и крайне низко связан с текущим уровнем обменного курса рубля.

В итоге физический объем российского экспорта значительно зависит от состояния мировой экономики и транспортной инфраструктуры России, а его стоимость – от уровня мировых цен. При этом обменный курс рубля оказывает минимальное воздействие на изменение стоимостного и физического объема экспорта отечественных товаров.

2. Сдерживание (ограничение) роста импорта

В последние годы темпы роста российского импорта составляли 30–35% в долларах США (20–25% в физических объемах). Согласно различным оценкам (в первую очередь оценкам Минэкономразвития РФ) структура российского импорта распределялась примерно в равных долях между импортом потребительских, инвестиционных товаров и товаров промежуточного потребления.

В результате проведенной девальвации объем импорта снизится, по нашим оценкам, на 25–30% в долларах США, или на 30–35% в физическом объеме. Стоимостное падение экспорта товаров превысит 40%, но в целом это позволит сохранить положительным торговый баланс (+70 млрд. долл.) и практически нулевым сальдо счета по текущим операциям (+10 млрд. долл.) Однако, помимо положительного эффекта для структуры платежного баланса, сокращение объемов импорта окажет негативное воздействие на состояние российской экономики.

Сокращение объемов импорта скажется в первую очередь на ввозе инвестиционных товаров и полуфабрикатов для товаров отечественной сборки, не замещаемых внутренним производством. Результатами станут рост цен и/или уменьшение производства российских товаров, конкурентоспособных на внутреннем и внешнем рынках. Дополнительно, одновременно с сокращением объема инвестиций в основной капитал снизится и его качество – современное зарубежное оборудование будет менее доступным для модернизации отечественных производств. Минимизация данного негативного эффекта возможна лишь при селективной поддержке государства, состоящей в налоговых льготах и субсидировании процентных ставок по импорту ключевых товаров.

3. Снижение стоимости сырья и рабочей силы на внутреннем рынке

Снижение курса рубля уменьшает, при прочих равных, стоимость производственных затрат российских предприятий, что предоставляет им преимущества в ценовой конкуренции на внутреннем и внешнем рынках. Формально это предполагает рост производства и продаж российских товаров, в том числе и за счет ускорения процесса импортозамещения.

Однако сегодня не удастся добиться заметного эффекта импортозамещения (по образцу 1999 г.). Замещение импорта российской продукцией в 1999–2000 гг. (наиболее простое с технологической точки зрения) было реализовано практически во всех возможных секторах. Возобновление данного процесса возможно лишь при увеличении затрат на инновации, росте инвестиций. Такие затраты могут осуществляться лишь при наличии длительных по срокам и относительно дешевых банковских кредитов, а также при финансовой поддержке государства. И еще одно обстоятельство: если десять лет назад имелось достаточное количество свободных мощностей, то сегодня они практически полностью отсутствуют.

Крупные и средние предприятия в значительной мере инерционны в принятии и изменении своих производственных и инвестиционных программ – в текущем году их оперативная адаптация к новому курсу рубля в условиях финансовой нестабильности практически исключена. Наибольшие шансы воспользоваться преимуществами девальвации для успешной ценовой конкуренции с иностранными производителями имеют малые предприятия. Однако основным препятствием здесь выступает низкая доступность банковского кредита.

4. Сохранение (замедление расходования) золотовалютных резервов Банка России

Резкое сокращение резервов Банка России во втором полугодии 2008 г. было вызвано одновременно падением объемов предложения иностранной валюты (вследствие уменьшения положительного сальдо текущего счета и фактического отсутствия внешних заимствований) и резким увеличением спроса со стороны банков, предприятий и населения. При этом в условиях усиления девальвационных ожиданий в спросе на валюту преобладал спекулятивный и «хеджевый» характер.

Основным позитивным воздействием девальвации рубля на баланс валюты служит сокращение объемов импорта. Кроме того, если власти сумеют убедить рынок в своих возможностях не допустить дальнейшего существенного обесценения национальной валюты, будет снижен и спекулятивный спрос на иностранную валюту.

Тем не менее даже если имеющихся ныне ориентиров денежных властей будет достаточно для достижения нулевого сальдо по текущим операциям платежного баланса, баланс капитальных потоков, вероятно, в 2009 г. останется отрицательным. Банки и предприятия должны будут выплатить в 2009 г. 131 млрд. долл. по внешним займам. Привлечение же новых будет затруднено не только конъюнктурой мировых финансовых рынков, но и удорожанием рублевой стоимости обслуживания валютных займов для предприятий, ориентированных на внутренний рынок, и низкими ценами на сырьевые товары – для экспортеров.

Основные направления движения потоков иностранной валюты и изменения международных резервов РФ, млрд. долл.

	2007 г.	2008 г.	2009 г. (сценарий 1)	2009 г. (сценарий 2)
Поступления валюты	721.5	773.9	280	406
Экспорт товаров	354.4	469.0	280	280
Нефть и нефтепродукты	173.7	240.3	108	108
Газ	44.8	69.0	45	45
Прочее	135.8	159.7	127	127
Новые займы	263.8	253.7	0	86
Банки	107.7	91.5	0	28
Прочие сектора	156.1	162.2	0	58
Сокращение активов	29.5	6.2	0	0
Участие в капитале и прочие операции	73.8	45.0	0	40
Банки	20.0	-2.0	0	4
Корпорации	53.9	47.0	0	36
Отток валюты	-572.6	-819.2	-523	-525
Импорт товаров	-223.5	-292.5	-211	-211
Погашения займов	-122.0	-199.1	-131	-131
Банки	-56.7	-80.5	-52	-52
Прочие сектора	-65.3	-118.6	-78	-78
Рост активов	-162.3	-236.0	-110	-110
Банки	-38.9	-66.4	-20	-20
Корпорации	-75.6	-89.6	-35	-35
Население	0.0	-31.0	-15	-15
Скрытый отток	-47.7	-49.0	-40	-40
Прочие текущие операции (услуги, доходы, оплата труда, трансферты)	-54.7	-77.6	-70	-72
Прочие капитальные операции (капитальные трансферты, государство, органы денежно-кредитного регулирования)	-10.1	-14.0	-2	-2
Сальдо (операции с ЗВР)	148.9	-45.3	-243	-119
Торговый баланс	130.9	176.5	70	70
Баланс услуг	-19.8	-25.8	-24	-24
Инвестиционные доходы	-23.5	-34.2	-34	-36
Прочие текущие операции	-11.4	-17.6	-12	-12
Капитальные трансферты	-10.2	0.6	0	0
Операции госсектора	0.1	-14.6	-2	-2
Банки	45.8	-57.4	-72	-40
Прочие сектора	37.0	-72.8	-168	-75
Сценарные условия				
Цена контрактная на нефть	64.3	91.1	41	41
Цена контрактная на нефтепродукты	63.3	91.1	41	41
Цена на газ	232.5	349.3	228	228
Курс «доллар/рубль» (средний)	25.6	24.9	36	36

Примечание. Сценарии 1 и 2 для 2009 г. различаются объемами привлечения новых внешних займов.
Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

5. Рост привлекательности российских активов для внешних инвесторов

Девальвация рубля значительно снизила цены на российские активы, что открывает дополнительные возможности по привлечению иностранного капитала, прежде всего прямых иностранных инвестиций. Последние как более долгосрочные позволяют реализовать инновации и способны (наряду с возобновлением притока иностранных инвестиций на рынок акций российских предприятий) улучшить структуру платежного баланса.

Между тем для ситуации дешевого рубля характерны и свои *негативные* последствия:

1. Повышение уровня инфляции

Состояние национальной экономики и внешней среды дают возможность существенно снизить уровень инфляции в России в текущем году. Падение мировых цен одновременно с сокращением внутреннего спроса уже обусловило снижение цен производителей в конце 2008 г. на 15.5% (цены производителей в обрабатывающих производствах снизились за сентябрь-декабрь 2008 г.). Согласно нашим оценкам при стабильном обменном курсе рубля и умеренном (более низком, нежели это было запланировано в мае 2008 г.) росте тарифов естественных монополий потребительские цены в России в 2009 г. могли бы увеличиться на 5–6%. Девальвация и «расширение границ колебаний курса рубля», предполагающие переход к политике «таргетирования инфляции», позволяют в оптимистичном сценарии оценивать инфляцию в текущем году на уровне 15%.

2. Повышение предпочтительности инвестиций в валютные активы по сравнению с рублевыми, что поддерживает отток капитала и валютизацию экономики

Прогнозируемый и укрепившийся на протяжении пяти лет курс рубля повысил привлекательность рублевых активов и сбережений: доля кредитов и депозитов в иностранной валюте последовательно снижалась, а в 2007 г. и в первой половине 2008 г. были зафиксированы чистые продажи населением наличной иностранной валюты. Девальвация фактически перечеркнула все усилия денежных властей последних лет по приданию рублю статуса надежной валюты. Даже в случае стабильного обменного курса рубля до конца 2009 г. доля сбережений в рублях не возрастет – как вследствие сохраняющихся девальвационных ожиданий, так и ожиданий ускорения инфляции.

3. Усиление рисков в банковской системе

Российская банковская система столкнется с существенными структурными изменениями и соответствующими рисками. В пассивной части ее баланса значительно возрастет доля средств в иностранной валюте (депозиты предприятий и населения); по активам спрос на новые кредиты в иностранной валюте будет ограничен, возрастут риски своевременного обслуживания заемщиками уже полученных кредитов в иностранной валюте. Кроме того, мы ожидаем сохранения контроля со стороны Банка России за ростом иностранных банковских активов, в результате чего валютные риски частично будут вынуждены принимать на себя банки.

4. Сжатие внутреннего спроса в результате падения доходов населения в долларовом выражении

Девальвация рубля и сжатие внутреннего спроса приведут к снижению цен и существенному сокращению объемов выпуска «неторгуемых товаров» (non-tradable goods, т.е. товаров и услуг, не испытывающих конкуренции со стороны импорта, – это строительство, транспорт, различные услуги и прочее). Стагнация в данных секторах ощутимо повлияет на торможение роста экономики. Попытка их искусственной поддержки за счет государственного финансирования лишь усилит кризисные проявления и структурные диспропорции, накопленные в 2006–2008 гг.

5. Удорожание импорта оборудования, которое обусловит сдерживание темпов модернизации

Объем инвестиций в основной капитал в текущем году снизится в номинальном выражении. Значительное число новых проектов будет отложено, а на завершение начатых будут выделяться меньшие по сравнению с предварительными планами суммы. В данном контексте существенно подорожавшее импортное оборудование еще больше отдалит реализацию большинства начатых проектов либо – в случае выбора более дешевых аналогов – уже на предварительной стадии инвесторам придется пожертвовать уровнем конкурентоспособности будущей продукции.

6. Рост стоимости заимствований и относительное подорожание обслуживания внешнего долга

Крупные предприятия испытают дополнительный негативный эффект от девальвации при обслуживании своей внешней задолженности. Предприятия и банки в процессе девальвации (конец 2008 – начало 2009 гг.) приобрели избыточный объем иностранной валюты, однако он, по нашим оценкам, составляет не более 30% от объема платежей по внешнему долгу в текущем году. При прочих равных, в 2009 г. для выплат внешних долгов российские предприятия только в силу девальвации должны будут изъять из оборота дополнительно свыше 1 трлн. руб. Дополнительно, возросшая рублевая нагрузка на обслуживание внешнего долга повышает вероятность дефолтов ряда предприятий и банков.

В результате «итоговый баланс» от девальвации рубля для российской экономики представляется скорее негативным.

В *актив* от реализации данной политики можно отнести частичное решение проблемы сохранения денежных потоков (в рублевом исчислении) для экспортеров и бюджета в условиях резкого падения мировых цен на сырьевые товары. Поддержка уровня рублевых платежей в бюджет и ряд крупнейших компаний в определенной мере компенсируют падение номинальных доходов в текущем году в рамках реализации негативного сценария.

В *пассиве* находятся ускорение инфляции, проблемы с обслуживанием внешней задолженности, валютизация сбережений и, возможно главное, резкое усиление инфляционных и девальвационных ожиданий. Шанс выйти на иное качество экономического роста состоявшаяся девальвация предоставляет лишь в виде перехода на новую модель – за счет повышения производительности труда и сокращения издержек. Однако успешное функционирование данной модели роста возможно лишь при восстановлении стабильности в финансовой сфере и оживлении инвестиционной активности, что обеспечит улучшение качества основного капитала.

Реальный сектор

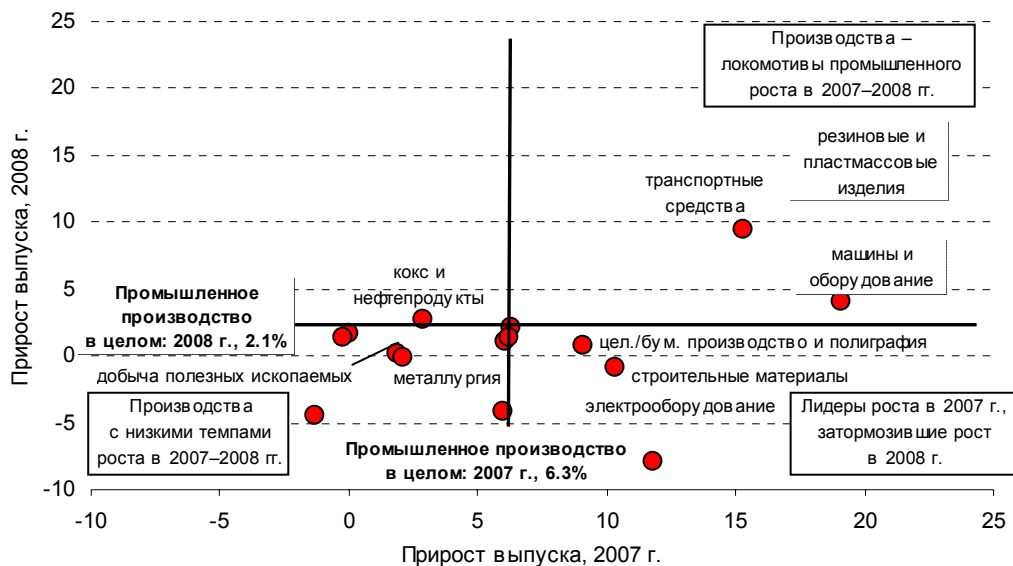
По итогам 2008 г. темпы роста российской промышленности снизились в три раза: после 6.3% в 2007 г. прирост выпуска в прошедшем году увеличился лишь на 2.1%.

Резкое ухудшение динамического показателя отечественной промышленности происходило в условиях *фронтального торможения роста промышленных производств при сохранении модели роста промышленности в целом*.

Двигателем роста российской промышленности по-прежнему оставались производства *инвестиционного спроса*. Производства машин, транспортных средств и оборудования, а также производство резиновых и пластмассовых изделий демонстрировали в 2008 г. наилучшую динамику выпуска и, как и в 2007 г., формировали группу лидеров роста. По итогам 2008 г. группа лидеров роста промышленности не расширилась за счет новых производств – напротив, из нее вышли крупнейшие производства, ориентированные на инвестиционный спрос: в производствах электрооборудования и строительных материалов двузначные темпы роста, фиксировавшиеся в 2007 г., сменились в 2008 г. сокращением выпуска.

В производствах, формирующих **базу роста** российской промышленности, являющихся главными поставщиками экспортной выручки и определяющих наполнение федерального бюджета, – *добыче полезных ископаемых и металлургии* – минимальные темпы роста в 2007 г. сменились в 2008 г. стагнацией. Вместе с этими стратегически важнейшими производствами ухудшили свою динамику и смежники – химическое производство, производство кокса и нефтепродуктов.

Прирост выпуска российской промышленности, в % к предыдущему году



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

По-прежнему **неамбициозной** оставалась в 2008 г. динамика большинства производств *потребительского спроса* – пищевых продуктов, текстиля, одежды и обуви. Несмотря на расширявшийся вплоть до осени 2008 г. потребительский спрос, производство этих отечественных товаров увеличивалось очень медленно. «Разогретый» потребительский спрос заметен упростила для российских производителей решение задач конкуренции за покупателя и конкуренции с

импортом. Как и в предшествующем году, в 2008-м основной эффект роста потребительского спроса проявился не в расширении выпуска, а в увеличении цен.

Наконец, обрабатывающие производства *промежуточного спроса* в 2007–2008 гг. демонстрировали весьма умеренные темпы роста, слабо связанные с динамикой прочих обрабатывающих отраслей, что по-прежнему отражает прогрессирующие структурные диспропорции в отечественной промышленности.

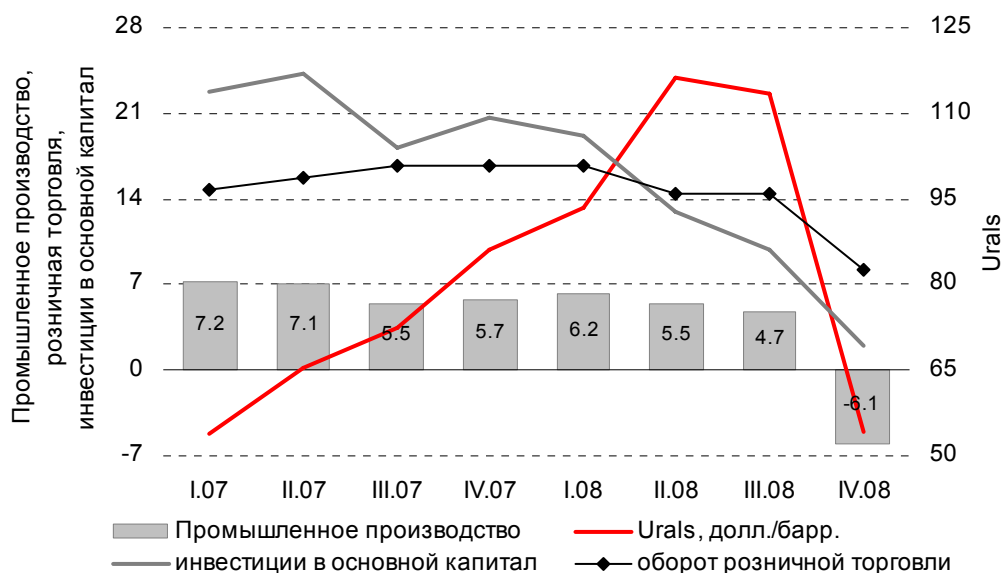
Резюмируем сказанное выше, рост промышленности в 2008 г. унаследовал практически все базовые характеристики модели роста 2007 г., а именно:

- Слабую рыночную мотивацию производителей к созданию конкурентоспособной продукции, низкую конкуренцию и диктат производителя на внутреннем рынке. Прямым проявлением этого стала реакция производителей на расширение спроса – приоритетным в ней было повышение цен, а не расширение рынка как результат выпуска новых продуктов и конкуренции с импортом.
- Ограниченную возможность финансирования модернизации производства за счет кредитных ресурсов, слабую кредитную поддержку инвестиций, недоступность для значительной части предприятий кредитных ресурсов, которые могли бы быть использованы в инвестиционных целях. Высокая доля собственных средств в инвестициях предприятий не только ограничивала повышение конкурентоспособности российской промышленности – важнейшим следствием данного обстоятельства по-прежнему являются крайне ограниченные горизонты планирования производственной деятельности.
- Серьезнейшую зависимость от мировой конъюнктуры цен на товары традиционного российского экспорта. Добыча полезных ископаемых и металлургия, в существенной степени формирующие бюджет, росли крайне медленно. В условиях ухудшающейся ценовой конъюнктуры и необходимости формирования умеренно дефицитного бюджета это сделало практически неизбежной девальвацию национальной валюты.
- Разделение на производства, обеспечивающие динамические и доходные показатели промышленности. «Локомотивом» роста российской промышленности в 2008 г., как и годом ранее, являлись машиностроительные производства, а весь промышленный рост базировался на расширении внутреннего спроса. При этом в доходной части модель роста промышленности по-прежнему была ориентирована на низкоомобильные экспортно ориентированные производства. Рост же промышленного выпуска был в весьма незначительной степени связан с реальным повышением конкурентоспособности отечественной продукции (и, следовательно, доходов промышленного сектора).
- Сохранение структурных диспропорций в промышленности – в частности, прогрессирующий разрыв между конкурентоспособными обрабатывающими производствами и производствами промежуточного спроса, которые в силу технологического отставания не могут производить качественные аналоги импортируемых комплектующих. Вынужденно высокие объемы импорта для ряда конкурентоспособных машиностроительных производств в условиях ослабления национальной валюты будут существенно ограничивать их развитие.
- Низкую степень переработки продукции добывающих производств и низкие (в условиях обострения конкуренции на товарных рынках) характеристики продукции обрабатывающих производств промежуточного спроса, которые весьма ощутимо снижают спрос на них на мировых рынках при ценовых и спросовых колебаниях.

Иными словами, в 2007–2008 гг. экономический рост происходил при несбалансированной структуре промышленности, в условиях сохранения его высокой зависимости как от экспорта, так и от импорта – вследствие медленной модернизации промышленного производства. Достигнутая в период постдевальвационного роста высокая загрузка производственных мощностей и ограниченность ресурсов для модернизации имеющихся мощностей и ввода новых резко снижали эффект от улучшения внешней конъюнктуры и расширения внутреннего спроса для роста российской промышленности.

При такой модели роста относительно высокие его темпы (порядка 8% в обрабатывающих производствах и 5% в промышленности в целом) могут обеспечиваться только сильным *внешним допингом* – увеличением экспортных доходов (растущими мировыми ценами на энергоносители) и расширением потребительского спроса (доходов населения и, главным образом, потребительского кредитования).

Динамика промышленного производства, розничной торговли и цен, в % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

Демонстрировавшиеся на протяжении 2007 г. – первой половины 2008 г. темпы роста в обрабатывающем секторе в 7–10% и промышленности в целом в 5.5–7% происходили при

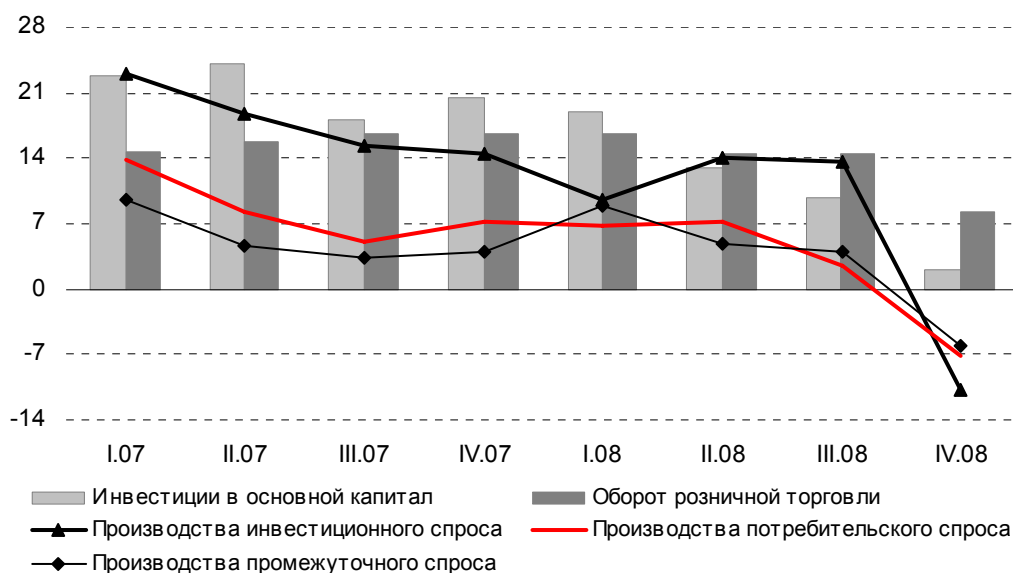
- двукратном увеличении мировой цены на российскую нефть (с 54 долл./барр. в первом квартале 2007 г. до 116 долл./барр. во втором квартале 2008 г.);
- удвоении объемов потребительского кредитования физических лиц (объем выдаваемых кредитов вырос с 0.55 трлн. руб. в первом квартале 2007 г. до 1.06 трлн. руб. за второй квартал 2008 г., а вся задолженность по кредитам – с 1.6 до 2.6 трлн. руб.);
- стабильно высоких темпах роста потребительского спроса (16–17%-ное увеличение розничного товарооборота вплоть до второго квартала 2008 г.);
- высоких темпах роста инвестиционного спроса (прирост инвестиций в 2007 г. – первом квартале 2008 г. порядка 20%).

Фактически имел место достаточно слабый отклик промышленного производства на улучшение мировой конъюнктуры и расширение внутреннего

спроса. Факторы, которые могли бы предопределить принципиально значимые возможности для качественного и быстрого роста промышленности, в действительности обусловили инерционный рост на «перегреве» спроса. Причиной этого стали низкие темпы модернизации промышленности и повышения ее конкурентоспособности; результатом – рост в условиях частичной потери реального представления об уровне конкурентоспособности производимой продукции; итогами – высокий инфляционный уровень и инфляционные ожидания, а также драматичное торможение роста производства (вплоть до сокращения выпуска) в ответ на гораздо менее масштабное торможение расширения (но не снижение) спроса во втором полугодии 2008 г.

Динамика обрабатывающих производств по основным секторам (потребительский, инвестиционный, промежуточный спрос) на фоне роста потребительского и инвестиционного спроса не только дает возможность оценить уровень востребованности и конкурентоспособности соответствующей продукции, а также амбиций производителей относительно перспектив на рынке, но и обозначает вероятный вектор оживления промышленного роста.

Выпуск обрабатывающих производств, инвестиции в основной капитал и розничный товарооборот, в % к соответствующему периоду предыдущего года



Источник: Росстат, ЦСИ Банка Москвы.

В 2007–2008 гг. были отмечены весьма скромные (относительно роста розничного товарооборота) темпы роста *производств потребительского спроса*, немедленно отреагировавшие на некоторое торможение роста товарооборота. Предпосылкой расширения объемов этого сектора обрабатывающих производств был интенсивный рост потребительского спроса, и начало коррекции поведения потребителей во втором полугодии 2008 г. имело для него недвусмысленно негативные и серьезные последствия. Стимулирование производств потребительского спроса за счет усиления потребительского кредитования, с одной стороны, является неэффективным, поскольку в системно большей степени стимулирует аналогичный импорт, с другой – имеет сомнительное будущее в связи с низкой конкурентоспособностью отечественной продукции. Перспективы этого сектора обрабатывающих производств напрямую связаны с ростом конкуренции, которая повышала бы рыночные стимулы производителей и ограничивала инфляционные процессы. Практически единственным эффективным способом стимулирования этих производств является поддержка *создания малых и средних предприятий*, которые, кроме того, повысят уровень инновационности производств потребительского спроса и обеспечат новые рабочие места.

Увеличение выпуска производств *инвестиционного спроса*, напротив, было сопоставимо по масштабам с динамикой капитальных вложений в российской экономике. Активный рост инвестиций в основной капитал происходил при симметричном расширении производства строительных материалов и продукции машиностроения. Исходя из их динамики в 2007–2008 гг., можно говорить о сохранении позиций производителей продукции инвестиционного спроса на российском рынке. В части строительных материалов об этом свидетельствуют значительное повышение цен на эту продукцию и высокие темпы роста выпуска вплоть до второго полугодия 2008 г. Кроме того, машиностроительное оборудование по-прежнему является вполне конкурентоспособным на российском рынке с учетом приемлемого уровня качества и меньшей стоимости последующего обслуживания. Проблемами данного сегмента обрабатывающих производств являются ухудшение динамики инвестиционного спроса, достижение высокой степени загрузки производственных мощностей в канун начала спада и ограниченность доступа к внешним ресурсам для финансирования модернизации производства и запуска новых мощностей. Поэтому главными условиями возобновления его роста являются *восстановление условий для оживления инвестиционной деятельности* (улучшение инвестиционного климата, предоставление кредитных ресурсов для инвестиций) и *адресное стимулирование спроса на производимую продукцию* за счет госзакупок, а также, возможно, частичное субсидирование соответствующих закупок российскими предприятиями и гражданами.

Наконец, системное отставание темпов роста *производств промежуточного спроса* и их слабая связь с динамикой производств инвестиционного и потребительского спроса по-прежнему свидетельствуют о наличии серьезных диспропорций в структуре производства и представляют собой значимый резерв ускорения роста промышленности и экономики в целом. Единственным эффективным сценарием роста этих производств является их радикальная модернизация – значительное повышение степени переработки (лесопромышленный комплекс, нефтепереработка) и организация производства современных инновационных продуктов (металлургия, химия, резина и пластмассы), что предоставило бы относительно большие возможности конкурирования на мировых рынках и включило бы их в технологические цепочки российских производств, вынужденных в настоящее время импортировать соответствующую продукцию. Однако это направление модернизации является самым дорогостоящим и поэтому требует выработки соответствующих государственных программ и использования эффективных форм их софинансирования.

2009 год будет крайне непростым для российской промышленности, которая после роста на «перегретом» спросе столкнулась с замедлением роста (и сокращением) спроса. Проводимая мягкая девальвация пока не формирует условий для взрывного роста, аналогичного тому, который наблюдался после 1998 г., – для этого она умеренна по масштабам, продолжительна по времени, сужает горизонты планирования производственной и инвестиционной деятельности, не снимает проблемы конкурирования с импортом, аналогов которому в России по-прежнему не производится. До окончания активной фазы девальвации не приходится говорить о восстановлении промышленного роста, однако уже сейчас необходимы понимание того, какие методы позволят вывести его на новую траекторию, и разработка соответствующей государственной политики.

Банковский сектор

Государственная премия банковской системе

Российский банковский сектор по итогам 2008 г. неожиданно достиг вполне приличных для кризиса темпов роста активов в 40%, что ненамного ниже результатов двух предшествующих лет (по 44%). Неожиданным этот результат оказался по нескольким причинам.

Во-первых, в 2008 г. высокие темпы роста за год в целом были достигнуты за счет стремительного роста в последнем месяце – вклад декабрьского прироста в годовой темп увеличения активов (28%) оказался максимальным после кризиса 1998 года (в предшествующие годы на декабрь приходилось около 20% годового роста активов). Во-вторых, годовые темпы роста традиционных источников ресурсов банковской системы характеризовались нисходящим трендом, в том числе и в декабре. Рост же привлеченных средств обеспечили два фактора, определяемых денежными властями: масштабными вливаниями в банковский сектор государственных ресурсов (прежде всего кредитов Банка России) и девальвацией рубля, приведшей к переоценке активов в иностранной валюте.

Объем государственной поддержки, оказанной российскому банковскому сектору за период августа-декабря 2008 г., составил 4 трлн. руб. Около 3.5 трлн. руб. пришлось на различные инструменты рефинансирования Центробанка, остальное – на средства федерального правительства (в основном – 400 млрд. руб. из средств Фонда национального благосостояния, размещенных в ВЭБе). В результате доля кредитов Банка России в пассивах банковского сектора превысила 12%, обеспечив более 40% годового прироста совокупных пассивов банков. Отметим, что в отсутствие столь масштабного рефинансирования банковского сектора увеличение объема пассивов в 2008 г. не превысило бы 25%.

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

	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	03.08	06.08	09.08	10.08	11.08	12.08
Пассивы, млрд. руб.	9696	13963	15516	17113	18131	20125	21323	23059	24572	25276	25924	28225
Собственные средства	15.4	14.3	15.5	15.9	16.1	15.3	15.7	15.3	15.2	15.1	15.4	14.8
Кредиты Банка России	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.7	0.2	0.9	4.7	8.2	12.0
Межбанковские операции	4.0	3.4	3.3	3.1	2.9	4.1	4.3	4.1	3.5	4.0	5.2	4.6
Иностранные пассивы	13.7	17.1	16.3	17.0	17.6	18.1	17.2	18.3	19.0	18.5	17.5	16.3
Средства физических лиц	28.9	27.6	26.3	25.9	26.0	26.2	25.4	25.5	24.5	22.3	21.7	21.4
Средства предприятий и организаций	24.4	24.4	25.3	25.6	24.9	25.8	26.2	25.5	24.0	22.4	21.6	23.5
Счета и депозиты органов государственного и местного самоуправления	2.0	2.2	2.6	2.4	2.6	1.5	1.7	2.5	5.0	5.8	3.3	1.0
Выпущенные ценные бумаги	7.6	7.2	6.4	5.8	5.3	5.8	5.5	5.7	5.0	4.7	4.6	4.1

Примечание. Декабрь 2008 г. – оценка.

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Девальвация рубля увеличила «на бумаге» итоговые темпы роста банковского сектора России: только за декабрь 2008 г. переоценка активов в иностранной валюте добавила не менее 500 млрд. руб. к их итоговому объему на конец года. В целом за август-декабрь 2008 г. рост стоимости иностранных валют привел к дополнительному увеличению пассивов банков не менее чем на 1.4 трлн. руб. Это эквивалентно дополнительным 7.5 п.п. годового роста пассивов. С учетом же повышения курса рубля в первом полугодии 2008 г. итоговый вклад девальвации в

годовое увеличение пассивов можно оценить в 1.2 трлн. руб., или в 6.3 п.п. роста пассивов.

Таким образом, государственная поддержка банковского сектора и девальвация рубля обеспечили более половины годового прироста пассивов банковской системы. Без этих факторов рост банковского сектора составил бы в 2008 г. менее 18% – наихудший результат за последние десять лет.

Изначально кредиты Банка России предназначались для пополнения банковской ликвидности и выплаты внешних займов. За последние пять месяцев 2008 г. чистое привлечение зарубежных ресурсов сократилось почти на 70 млрд. долл. Помимо выплаты 31 млрд. долл. по внешним долгам банки в конце 2008 г. нарастили иностранные активы на 38 млрд. долл. Кроме того, по нашим оценкам, свыше 25 млрд. долл. было размещено на валютных счетах и депозитах в Банке России. В результате валютные резервы банковского сектора по состоянию на 01.01.2009 можно оценить в 60–65 млрд. долл.

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

	12.05	12.06	03.07	06.07	09.07	12.07	03.08	06.08	09.08	10.08	11.08	12.08
Активы, млрд. руб.	9696	13963	15516	17113	18131	20125	21323	23059	24572	25276	25924	28225
Наличные деньги и драгметаллы	2.7	2.6	1.8	1.8	1.9	2.5	1.9	2.0	2.0	2.5	2.3	2.9
Средства, размещенные в Банке России	7.3	7.5	8.0	10.9	6.1	6.9	5.1	5.8	4.2	3.5	3.8	7.5
Межбанковские операции	6.3	5.8	5.4	5.3	4.7	5.4	6.2	5.9	4.8	4.9	5.9	5.2
Иностранные активы	9.1	9.9	11.5	8.4	10.0	9.8	10.8	9.9	12.2	13.5	13.2	13.8
Население	12.1	14.7	14.4	14.9	16.0	16.1	16.4	17.0	17.8	17.5	16.9	15.4
Корпоративный сектор	47.0	45.3	44.8	45.0	47.2	47.2	48.8	49.1	49.0	48.2	47.8	44.4
Государство	6.6	5.2	5.0	4.7	4.1	4.1	3.3	3.4	3.0	2.7	2.6	2.0
Имущество	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9

Примечание. Декабрь 2008 г. – оценка.

Источник: ЦБР, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Этот резерв можно рассматривать как своеобразную подготовку к масштабным погашениям внешних займов в 2009 г. По данным Банка России, банковский сектор должен выплатить в текущем году около 60 млрд. долл. в счет погашения основного долга и процентных платежей по внешним займам.

Однако расценивать прирост иностранных активов банков исключительно как увеличение валютных резервов банковского сектора было бы ошибочным. В конце года резко вырос объем валютных счетов и депозитов корпоративных клиентов, увеличившись за последние месяцы 2008 г. на 35 млрд. долл. Таким образом, почти 50%-ный рост валютных резервов банков был обусловлен наращиванием валютных сбережений их корпоративных клиентов. В этом случае банковские валютные резервы имеют смысл рассматривать как совокупные валютные резервы негосударственного сектора экономики (без учета наличной иностранной валюты). Дополнительно, в конце 2008 г. население увеличило депозиты в иностранной валюте на 10 млрд. долл. (напомним, что население не имеет внешней задолженности). Тогда совокупный запас банковского и нефинансового секторов для внешних платежей составлял на начало 2009 г. 50–55 млрд. долл. Суммарно весь негосударственный сектор должен выплатить в 2009 г. по внешним займам более 150 млрд. долл. (130.6 млрд. долл. основного долга и 21.9 млрд. долл. процентных платежей). И в этом случае покрытие предстоящих выплат имеющимися резервами составляло около 30%, что далеко от стопроцентного.

Добавим, что накапливание валютной ликвидности в конце 2008 г. – начале 2009 г. было вынужденной мерой.

Во-первых, как уже отмечено выше, резко возрос объем средств на валютных счетах клиентов. Увеличение внутренних ресурсов в иностранной валюте превысило объем погашений внешних займов, и банки были вынуждены нарастить объем валютных активов только для того, чтобы сохранить сбалансированность валютной позиции.

Во-вторых, резко сузились возможности размещения валютных активов внутри страны. Девальвация рубля значительно сократила возможности клиентов банков обслуживать свои валютные обязательства. Только за второе полугодие 2008 г. курс доллара к рублю (и, соответственно, рублевый эквивалент долларовых инструментов) вырос более чем на 25%. В таких условиях клиенты банков, имеющие преимущественно рублевые доходы (большинство населения и компании, ориентированные на внутренний рынок), предъявляют спрос главным образом на кредиты в рублях. Банки, в свою очередь, также заинтересованы в сохранении платежеспособности заемщиков. Можно привести в качестве примера ряд крупнейших банков, предложивших своим клиентам переоформить валютные ипотечные кредиты в рублевые. В результате рост иностранных активов был для банков единственной возможностью застраховаться от валютных рисков.

В текущем году развитие банковского сектора во многом будет определяться теми же факторами: динамикой курса рубля и политикой государства в данной сфере. До стабилизации обменного курса и, что важно, стабилизации девальвационных ожиданий перейти к устойчивому наращиванию кредитов экономике возможно только директивными методами. В условиях, когда большинство клиентов сберегают свои средства исключительно в иностранной валюте, банковское кредитование связано с повышенными рисками. Рост рублевых активов предполагает повышенные валютные риски для банковской системы, а кредитование в иностранной валюте усиливает риски неплатежеспособности заемщиков.

С этой точки зрения наиболее важным элементом государственной политики в ближайшей перспективе здесь будет обеспечение если не стабильного обменного курса рубля, то хотя бы прозрачного для участников рынка механизма его формирования. В текущей ситуации данное требование выражается в способности Банка России не только удерживать курс рубля к бивалютной корзине в пределах объявленного коридора, но и убедить большинство участников рынка в том, что он может осуществить это намерение.

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	33,1	41,5	41,9	48,7	57,8
млрд. долл.	764	993	1 293	1 675	1 164	1 281	1 445
Реальный ВВП – рост в %	6,4	7,4	8,1	5,6	-1,2	2,3	5,6
Промышленность – рост в %	5,1	6,3	6,3	2,1	-7,0	1,0	3,5
Розничная торговля – рост в %	12,8	13,9	15,2	13,0	-4,0	4,0	8,0
Инвестиции – рост в %	10,9	13,7	21,1	9,1	-9,0	4,0	7,0
Экспорт – реал. рост в %	6,5	7,3	6,4	0,2	-6,3	2,3	3,0
Импорт – реал. рост в %	16,6	21,3	26,6	17,7	-32,9	5,3	8,2
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	30,9	38,6	32,9	2,5	4,9	13,8	15,4
M2 (декабрь к декабрю), %	38,5	48,8	47,5	1,5	5,4	11,7	13,3
M2X (декабрь к декабрю), %	36,3	40,6	44,2	14,6	11,6	15,1	15,7
Активы банковской системы, % ВВП	44,8	51,9	60,8	67,9	81,5	85,0	88,0
Инфляция							
Индекс потребительских цен (дек. к дек.), %	10,9	9,0	11,9	13,3	18,0	12,0	11,0
Индекс потребительских цен (среднегодовой), %	12,5	9,8	9,1	14,1	15,3	14,5	11,5
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	8,3	7,8	11,0	13,7	16,0	11,0	10,0
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,7	23,3	23,5	22,3	15,6	15,3	14,8
Расходы федерального бюджета, % ВВП	16,3	15,9	18,1	18,2	20,6	19,2	17,8
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7,5	7,4	5,4	4,1	-4,9	-4,0	-2,9
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	43,0	89,2	156,5	141,3	94,0	79,9	83,1
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.				76,6	63,2	49,9	37,4
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	244	304	354	470	280	290	320
Импорт товаров, млрд. долл.	125	164	223	290	210	230	260
Счет текущих операций, % ВВП	11,0	9,5	5,9	5,9	-0,4	-1,3	-2,1
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	2,0	41,9	82,9	-130	-115	-20	0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	182	304	476	409	288	244	206
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	10,0	5,2	3,5	2,4	3,2	2,7	2,3
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,9	3,8	3,8	3,9	4,9	5,6	6,2
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	28,8	26,3	24,6	28,5	36,5	39,0	41,0
среднегодовой	28,3	27,1	25,6	24,8	36,0	38,0	40,0
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	50,4	60,9	69,6	94,4	40,0	45,0	48,0
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1,24	1,26	1,37	1,47	1,29	1,25	1,22

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.