

На пути к «дешевым» деньгам

Центр стратегических исследований Банка Москвы

СОДЕРЖАНИЕ

Денежная политика

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



В настоящий момент вынужденно происходит идентификация экономической политики российского правительства. Последние статданные свидетельствуют об ускорении роста национальной экономики. Оживление промышленного производства обусловлено как сохраняющимся благоприятным внешним фоном (высокими ценами на сырье и продолжающимся ростом мировой экономики), так и восстанавливающимся внутренним спросом. Очевидно, что, полагаясь лишь на внешний спрос в качестве драйвера роста в 2010 г., можно рассчитывать максимум на 4%-ный рост ВВП. Правительство РФ имеет более амбициозные планы на текущий год, ожидая, что рост будет большим, при этом инфляция не превысит 6%.

Одной из очевидных мер по стимулированию экономического роста являются инструменты денежной политики – обменный курс рубля, процентные ставки и денежное предложение. Логика здесь прослеживается следующая: курс рубля останется стабильным с тенденцией к укреплению (при этом усиливается его волатильность для борьбы с притоком спекулятивного иностранного капитала), а уменьшение ставки рефинансирования снижает общий уровень процентных ставок в экономике, что делает банковский кредит более доступным для предприятий и населения. В конечном итоге расширяется внутренний спрос, стимулируя производство.

Однако у такой «классической» модели имеются институциональные ограничения, присущие современной российской экономике. В последнее десятилетие каждые 100 руб. прироста внутреннего спроса на 53–55 руб. покрывались увеличением цен, на 22–25 руб. – ростом импорта и лишь на 20–25 руб. – ростом внутреннего производства. Уязвимость данной модели подтвердил и кризис: в списке стран G20 в России производство снизилось на максимальный уровень, равно как и инфляция была наивысшей (несмотря на исторический рекорд новейшей российской истории). Производители были склонны в большей степени снижать объемы производства, нежели цены. В случае же поступательного тренда низкий уровень развития конкурентной среды в российской экономике приводит к тому, что практически на всех сегментах товарных рынков «отклик» производителей на расширение внутреннего спроса состоит в *большей степени в увеличении цен, нежели в росте выпуска.*

Инвестиционная активность, во многом в силу тех же институциональных ограничений (состояния делового климата, малой активности малого бизнеса, коррупции и слабой рыночной конкуренции), находится на низком уровне, и есть все основания для опасений, что сбережения населения, возросшие в результате кризиса, могут оказаться «лишними» для российского реального сектора. Резкое снижение процентных ставок одновременно с неустойчивыми инфляционными ожиданиями делает потребление домашних хозяйств вновь привлекательным, в том числе и с использованием дешевого банковского кредита. Неизбежными следствиями такого экономического роста будут ускорение инфляции, рост импорта и вновь проигрыш отечественными предприятиями внутреннего рынка. Сегодня форсированный выход на политику «дешевых» денег без существенного изменения институциональной среды выглядит, по меньшей мере, рискованным.

Денежная политика

Институциональные ограничения снижают эффективность денежной политики

Стимулирующее воздействие внешнего спроса на восстановительный рост российской экономики достаточно ограничено – с учетом возврата прежнего уровня сырьевых цен и умеренного расширения спроса в физических объемах. Фактически при сложившихся условиях рост реального ВВП в 2010 г. не превысит 4%. Для достижения более высоких показателей необходимо расширение внутреннего спроса – потребительского и инвестиционного. Значимыми факторами, способными обеспечить этот процесс, выступают все составляющие денежной политики: контроль за обменным курсом рубля, динамика денежного предложения и регулирование процентных ставок.

Вплоть до середины текущего десятилетия *ставка рефинансирования* ЦБ РФ играла достаточно пассивную роль, выполняя фискальную функцию и отражая ожидания денежных властей относительно динамики инфляции и стоимости денег. Подобное положение объяснялось как незначительным вкладом финансового сектора в валовой выпуск экономики в целом, так и фактическим отсутствием рефинансирования банковской системы со стороны Банка России (последний выступал в качестве нетто-заемщика по отношению к банковской системе). В последние же годы ситуация принципиально изменилась.

Во-первых, существенно возросло воздействие финансового сектора на национальную экономику и темпы экономического роста: если в 2005 г. банковские кредиты обеспечивали 20% прироста внутреннего спроса, то в 2007 г. – уже более трети.

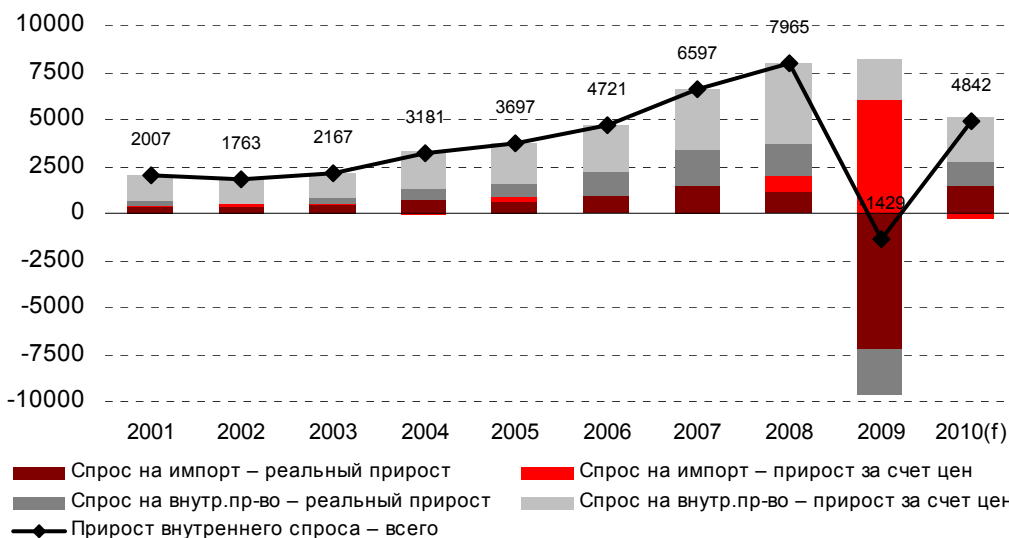
Во-вторых, в кризис 2008–2009 годов кардинально изменились масштабы и условия рефинансирования российской банковской системы. Прежде всего, на пике кризиса расширение рефинансирования фактически сыграло определяющую роль для стабилизации банковской системы. На начало 2009 г. доля кредитов ЦБ РФ в совокупных пассивах банковской системы составила 12.3%, и до второй половины 2009 г. Банк России оставался нетто-кредитором банковской системы. Далее, был существенно расширен список финансовых инструментов, принимаемых в залог для предоставления централизованных кредитов. В частности, потенциальный объем залоговых инструментов был увеличен в начале кризиса до 1.5 трлн. руб.; в дальнейшем, с ростом рынка рублевых облигаций, эта величина еще более возросла. Поэтому даже в условиях сокращения объема рефинансирования потенциально существующая возможность получения рефинансирования по более низкой ставке уменьшает стоимость денег в экономике.

Проводимая в настоящее время Банком России политика последовательного снижения ставки рефинансирования предполагает, с одной стороны, расширение спроса предприятий на банковский кредит и определенное оживление в промышленности. С другой стороны, это приведет к снижению сберегательной активности населения в силу падения процентных ставок, что активизирует потребление и спрос на кредит, предъявляемый домашними хозяйствами.

В действительности реализация политики «дешевых» денег предполагает *выбор модели экономического роста* – за счет расширения потребления либо за счет инвестиций. Данный выбор осложняется обстоятельствами, лежащими *вне инструментов денежной политики*. При этом воздействие институциональных факторов оказывается большим, что значительно снижает эффективность инструментов денежной политики. Так, в случае реализации политики, подразумевающей стимулирование экономического роста за счет расширения внутреннего конечного спроса (посредством роста потребления и кредитования), существует реальная угроза, что значительная часть прироста внутреннего спроса

будет покрываться импортом, особенно в условиях повышения курса рубля. Более того, расширение внутреннего спроса обусловит ускорение инфляции.

Прирост внутреннего спроса и элементы его покрытия, млрд. руб.



Источник: расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Расчеты, проведенные ЦСИ Банка Москвы, показывают, что в докризисный период более половины прироста внутреннего спроса покрывалось ростом цен на отечественные товары и услуги. Далее, 22–25% прироста внутреннего спроса покрывалось ростом импорта, при этом вклад повышения импортных цен был незначительным (лишь в 2008 г. он составил 10%). Это означает, что 75% прироста внутреннего спроса обеспечивались инфляцией и ростом импорта, и лишь 25% стимулировали внутреннее производство. Ожидаемый в 2010 г. рост реального курса рубля дает основания предполагать, что вклад импорта в прирост внутреннего спроса может быть несколько выше, чем вклад внутреннего производства. При этом повышение цен на товары и услуги внутреннего производства вновь может обеспечить более половины общего прироста номинального внутреннего спроса. Очевидно, что денежная политика, направленная на стимулирование расширения внутреннего спроса, лишь на 20–25% будет содействовать экономическому росту, но на 75% – вызывать обострение проблем, связанных с ускорением инфляции и ухудшением структуры платежного баланса.

Напротив, в случае реализации политики стимулирования сбережений сохраняется угроза того, что инвестиционная активность останется на низком уровне и внутренние сбережения *окажутся «лишними»* для реального сектора и банковской системы. Модель экономического роста за счет инвестиций предполагает не только расширение объема сбережений, но и стимулирование инвестиционной активности – за счет улучшения бизнес-климата в стране, финансовой стабильности, налоговых льгот, активизации роли государства и прочих факторов. Инструменты денежной политики, стимулирующие сбережения, могут оказаться недостаточными для успешной реализации подобной модели.

Динамика денежного предложения

Задачи стерилизации в условиях высоких нефтяных цен и бюджетного дефицита

Основные факторы, определявшие динамику денежного предложения в течение большей части 2009 г., лежали вне сферы денежного регулирования, а

деятельность Банка России сводилась к следованию складывающимся рыночным тенденциям.

Основное влияние на величину денежного предложения в начале 2009 г. Банк России оказывал через ограничение максимальных объемов предоставляемых банкам кредитов без обеспечения, а также через последовательное увеличение минимальной процентной ставки на аукционах по предоставлению таких кредитов (при стабильной ставке рефинансирования). Так, предельный лимит выдаваемых кредитов без обеспечения в первом квартале 2009 г. (суммарно по всем проведенным аукционам) был такой же, как и в декабре 2008 г. (1.9 трлн. руб.). Далее, средневзвешенная минимальная ставка по беззалоговым кредитам выросла к марту 2009 г. до 15.4% годовых (с 9.0% в начале периода предоставления таких кредитов в октябре 2008 г.) при ставке рефинансирования 13%, а фактические ставки достигали 18.8%. Однако весной денежная политика вынужденно «смягчилась» практически без вмешательства ЦБ РФ вследствие следующих факторов:

1. Начиная с февраля 2009 г., впервые за несколько лет, стал фиксироваться бюджетный дефицит. Вклад бюджета в рост денежного предложения за февраль-декабрь 2009 г. оценивается в 2.7 трлн. руб., почти полностью обеспеченных расходованием средств Резервного фонда.

2. Улучшилась внешнеэкономическая конъюнктура по сравнению с ожидавшейся в начале года. С поправкой на динамику валютных счетов банков в Банке России эффект от внешнеэкономической деятельности для денежной эмиссии с февраля 2009 г. составил 1.9 трлн. руб. Такие значительные поступления иностранной валюты по каналам платежного баланса позволили достаточно безболезненно для финансовой системы сократить объемы рефинансирования банков. Так, с февраля 2009 г. и до конца 2009 г. задолженность банков перед Банком России уменьшилась на 2.3 трлн. руб. (с учетом роста в декабре на 165 млрд. руб.), прежде всего за счет низкого спроса на беззалоговые кредиты.

В 2010 г. роль Банка России в формировании денежного предложения, по нашим оценкам, будет также минимальна. Исходя из инерционного прогноза среднегодовой цены на нефть в 74 долл./барр. и чистого притока капитала в негосударственный сектор экономики в размере +10 млрд. долл. (включая чистые ошибки и пропуски), *увеличение международных резервов* обеспечит прирост денежного предложения в размере около 3.0 трлн. руб.

Другим значимым фактором, определяющим динамику роста денежной базы, как и в прошлом году, станут операции бюджета. В Законе о федеральном бюджете заложена величина изменений остатков на счетах в Банке России в 2.2 трлн. руб. В итоге получается, что только в результате действия двух указанных выше факторов (операции с внешним миром и с государством) потенциальный прирост денежной базы в 2010 г. может достигнуть 5.2 трлн. руб., или 80%(!).

Из значимых факторов, которые в 2010 г. будут замедлять рост денежной базы, главным окажется *снижение задолженности банков перед Банком России*. По состоянию на 01.01.2010 задолженность банков перед Банком России (с учетом ВЭБа) составляла 1.9 трлн. руб. Из этого объема 0.9 трлн. руб. было размещено на срок более 1 года (500 млрд. руб. – субординированный кредит Сбербанку и 373 млрд. руб. – задолженность ВЭБа). Таким образом, максимально возможное сокращение задолженности кредитных организаций перед Банком России в 2010 г., без существенных изменений условий кредитования крупнейших госбанков, не может превысить 1 трлн. руб. Это ограничит потенциальный рост денежной базы в текущем году до 4.2 трлн. руб. (65% к началу года). Такие потенциально высокие темпы роста денежного предложения указывают на необходимость коррекции денежной политики с целью сохранения сбалансированного развития денежной сферы, однако набор инструментов для этого у Банка России весьма невелик.

Возможный досрочный возврат кредитов Сбербанком (первый транш в 200 млрд. руб. был погашен СБ в мае текущего года) и ВЭБом добавит еще до 900 млрд. руб. стерилизационного эффекта, снизив предельный прирост денежного предложения до 3.3 трлн. руб. (51%-ный рост денежной базы за 2010 г.). При этом, по базовым оценкам, увеличение объема наличных рублей на руках у населения может составить в текущем году около 2.5% от располагаемых доходов домашних хозяйств, что составит 680 млрд. руб. Совокупное увеличение наличной национальной валюты вне банковской системы может составить около 1.0 трлн. руб. Соответственно, на увеличение резервных активов банков¹ придется свыше 2.3 трлн. руб. Это будет означать, что общий объем резервных активов банков достигнет по итогам 2010 г. 4.7 трлн. руб., что содержит в себе большие риски для финансовой устойчивости.

Одним из возможных вариантов реагирования на такое развитие событий может стать коррекция правительством планов по размерам бюджетного дефицита (прежде всего в силу лучшей, нежели это предусмотрено в бюджете, внешнеэкономической конъюнктуры). Превышение заложенного в бюджет уровня цен на нефть (с 58 до 74 долл./барр.) увеличит только нефтегазовые доходы федерального бюджета почти на 900 млрд. руб., общий же эффект может превысить 1 трлн. руб. Соответственно, уменьшатся бюджетный дефицит и потребность² в расходовании бюджетных средств со счетов в Банке России для его финансирования.

Кроме того, если правительство ограничит внешние заимствования уже совершенным в апреле размещением евробондов на 5.5 млрд. долл., то это сократит счет операций с финансовыми инструментами платежного баланса более чем на 10 млрд. долл. (в Законе о бюджете величина внешних займов предполагается на уровне 16.3 млрд. долл.) и ограничит рост международных резервных активов в рублевом эквиваленте более чем на 300 млрд. руб.

В результате потенциальный прирост широкой денежной базы может сократиться еще на 1.3 трлн. руб. – до 2.0 трлн. руб. Такому приросту будут соответствовать годовые темпы роста денежной базы в 30–32%. Отметим, что и они представляются предельно высокими в условиях восстановительного роста российской экономики. Более высокие темпы роста денежного предложения отмечались лишь в периоды активной «дедолларизации» (в 2003 г. темп роста широкой денежной базы составлял 55.3%, в 2006 г. – 41.5%), но в текущем году несколько иной случай. Очевидно, что представленный инерционный прогноз, содержащий в себе угрозу резкого роста денежного предложения, должен подразумевать и меры по смягчению подобных монетарных шоков.

В частности, возможной реакцией денежных властей на охарактеризованную ситуацию может стать повышение норм обязательного резервирования для банков, увеличение привлекательности других инструментов абсорбации ликвидности (депозитов и ОБР), что практически неизбежно должно сопровождаться ростом процентных ставок. Также возможны различные меры в рамках курсовой политики.

В приводимой таблице представлены оценки факторов роста денежной эмиссии для двух вариантов развития событий. Первый вариант соответствует потенциально максимальному росту денежной базы в условиях благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Второй вариант учитывает возможные стерилизационные меры денежных властей, рассмотренные выше (ограничение

¹ Под резервными активами банков в данном случае понимаются активы банков, входящие в денежную базу в широком определении, т.е. все ее элементы, за исключением наличных денег в обращении (агрегат M0).

² При этом важно отметить, что изменения, внесенные в конце 2009 г. в порядок формирования Резервного фонда (до 2013 г. в него не предполагается зачисление нефтегазовых доходов бюджета), означают, что в случае благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и роста выручки (и, соответственно, налоговых поступлений) нефтеэкспортеров в оперативном распоряжении правительства окажутся значительные избыточные средства, которые при действовавшем в 2008 г. порядке оказались бы «запертыми» в Резервном фонде или Фонде национального благосостояния.

внешних займов правительства, ограничение финансирования дефицита бюджета, досрочный возврат долгосрочных кредитов Банка России госбанкам).

Факторы денежной эмиссии, трлн. руб.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	
				1-й вариант	2-й вариант
Эмиссия (прирост широкой денежной базы)	1.39	0.07	0.89	4.2	2.0
<i>темпы прироста денежной базы, %</i>	<i>33.7</i>	<i>1.2</i>	<i>15.9</i>	<i>65</i>	<i>31</i>
Факторы эмиссии					
Изменение международных резервов	3.81	-1.59	0.02	3.0	2.7
в том числе за счет					
торгового баланса	3.34	4.39	3.46	4.2	4.2
чистого притока/оттока капитала из негосударственного сектора	2.13	-3.67	-1.80	0.3	0.3
прочих операций платежного баланса	-1.66	-2.32	-1.64	-1.5	-1.8
Накопление/расходование банками валютных счетов в Банке России		-0.78	0.83	0.2	0.2
Изменение валового кредита банкам	0.01	3.79	-1.95	-1.0	-1.9
Изменение остатков на счетах бюджета в Банке России	-2.04	-1.48	2.38	2.2	1.2
Прочие факторы	-0.38	0.12	-0.38	-0.2	-0.2

Источник: Банк России, Минфин, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Подводя итог, отметим, что в перспективе текущего года динамика денежной массы будет по-прежнему определяться состоянием внешнеэкономической конъюнктуры в сочетании с параметрами исполнения государственного бюджета. В случае излишне благоприятных внешних условий – значительного превышения фактической цены на нефть над заложенной в бюджет и возобновления притока капитала в негосударственный сектор – денежная эмиссия может оказаться весьма избыточной, а денежные власти не будут иметь в своем арсенале действенных средств стерилизации. В результате даже для удержания годовых темпов роста широкой денежной базы за 2010 г. на достаточно высоком уровне в 30–35% возникнет необходимость стерилизации эмиссии в объеме свыше 2.0 трлн. руб.

Реальный сектор

Восстановление мировой экономики гарантирует лишь слабый неустойчивый рост

Промышленное производство в апреле 2010 г. выросло на 10.4% в годовом выражении. Налицо *заметное ускорение роста российской промышленности*: в марте увеличение выпуска составляло 5.7%, а по итогам первого квартала 2010 г. – 5.8% (год к году). Статистически в апреле 2010 г. было зафиксировано почти двукратное ускорение роста производства, которое *обеспечилось резким увеличением выпуска обрабатывающих производств* (15.7% (год к году) после 5.2% (год к году) в первом квартале 2010 г.); при этом добыча полезных ископаемых и производство и распределение электроэнергии, газа и воды несколько снизили темпы роста.

Частично заметное улучшение динамики промышленного выпуска в апреле 2010 г. было обусловлено «эффектом базы» – фронтальным и неравномерным сокращением выпуска зимой-весной 2009 г. С его учетом ускорение роста в апреле текущего года означает очевидное, но умеренное восстановление производства: если в первом квартале 2010 г. промышленный выпуск был ниже докризисного первого квартала 2008 г. на 9.3%, то в апреле – на 8.3%.

Прирост выпуска промышленного производства в январе-апреле 2010 г., в %

	К соответствующему периоду 2009 г.		К соответствующему периоду 2008 г.		Справочно: максимальное падение выпуска – апрель-май 2009 г.
	январь-март 2010 г.	апрель 2010 г.	январь-март 2010 г.	апрель 2010 г.	
Промышленность в целом	5.8	10.4	-9.3	-8.3	-17.0
Добыча полезных ископаемых	6.7	5.0	2.6	3.1	-2.6
Обрабатывающие производства	5.2	15.7	-16.7	-13.3	-24.4
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	7.1	2.6	1.6	-0.1	-6.1

Источник: Росстат.

Можно констатировать, что за период коррекционного роста (июнь 2009 г. – апрель 2010 г.) *промышленный выпуск восстановился наполовину*. Напомним, что период острой фазы экономического кризиса в ноябре 2008 г. – мае 2009 г. привел к падению промышленного производства на 17% – это наихудший показатель за этот период, зафиксированный в апреле-мае 2009 г. По итогам апреля 2010 г. провал выпуска сократился вдвое: уровень промышленного производства был зафиксирован ниже соответствующего предкризисного на 8.3% (апрель 2010 г. к апрелю 2008 г.).

Восстановление промышленного выпуска происходит неравномерно: производство и распределение электроэнергии, газа и воды вышло на предкризисный уровень, добыча полезных ископаемых превышает предкризисные объемы примерно на 3%. Ускорение роста в апреле 2010 г. заметно улучшило позиции обрабатывающих производств, однако их выпуск по-прежнему радикально ниже предкризисного – на 13.3% к апрелю 2008 г.

В части *обрабатывающих производств* по итогам апреля заметно ускорился рост в производствах промежуточного и инвестиционного спроса: если в первом квартале 2010 г. их выпуск увеличился на 11–12% в годовом выражении, то в апреле 2010 г. – на 18.4 и 22% (год к году) соответственно. Вместе с тем масштабы провала выпуска строительных материалов и продукции машиностроительного комплекса к концу острой фазы экономического спада (40% в апреле-мае 2009 г.) значительно корректируют результаты роста производств инвестиционного спроса: по итогам

апреля 2010 г. спад их выпуска по сравнению с предкризисным периодом превысил 26% (апрель 2010 г. к апрелю 2008 г.) и оказался лишь минимально лучше результатов первого квартала (-27.3%).

Прирост выпуска обрабатывающих производств в январе-апреле 2010 г., в %

	К соответствующему периоду 2009 г.		К соответствующему периоду 2008 г.	
	январь-март 2010 г.	апрель 2010 г.	январь-март 2010 г.	апрель 2010 г.
Выпуск обрабатывающих производств	5.2	15.7	-16.7	-13.3
потребительского спроса*	4.9	4.2	-2.5	-1.1
промежуточного спроса *	11.3	18.4	-11.7	-3.3
инвестиционного спроса *	11.9	22.0	-27.3	-26.1
<i>Справочно:</i>				
Реальные располагаемые денежные доходы	7.4	3.7	8.2	6.2
Оборот розничной торговли	1.3	4.2	1.7	0.4
Экспорт продукции производств промежуточного спроса – физические объемы	13.2		6.9	
в том числе:				
металлы, химия, деревообработка	20.5		-7.3	
нефтепродукты	6.0		17.1	
Инвестиции в основной капитал	-4.7	2.3	-21.2	-19.1
Строительство	-8.1	-6.2	-25.8	-21.5

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

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.

Обрабатывающие производства инвестиционного спроса: производство прочих неметаллических минеральных продуктов, производство машин и оборудования, производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования, производство транспортных средств и оборудования.

Источник: Росстат, ФТС России, ЦСИ Банка Москвы.

Резюмируем: результаты оживления роста российской промышленности в апреле 2010 г. таковы:

- добыча полезных ископаемых превышает предкризисные объемы примерно на 3%;
- производства потребительского спроса и производство и распределение электроэнергии, газа и воды приближаются к предкризисным уровням выпуска;
- производства промежуточного спроса ниже предкризисного уровня примерно на 3%;
- выпуск производств инвестиционного спроса по-прежнему значительно (на 26%) отстает от предкризисных объемов.

Сохраняющийся провал выпуска машиностроительного комплекса и строительных материалов непосредственно связан с продолжением инвестиционной паузы в российской экономике. После падения на протяжении шестнадцати месяцев в марте-апреле 2010 г. инвестиции в основной капитал российских предприятий минимально увеличились (на 0.7–2.3% – год к году), однако относительно докризисных объемов они по-прежнему ниже на 19–21%.

Активное восстановление выпуска *производств промежуточного спроса* базируется главным образом на росте экспорта соответствующей продукции: по итогам первого квартала 2010 г. экспорт нефтепродуктов, металлов, продукции химического производства и деревообработки вырос более чем на 13% в годовом выражении и почти на 7% превысил соответствующий докризисный уровень.

Стабильный, но умеренный рост *производств потребительского спроса* по-прежнему обусловлен низкой покупательной активностью населения (опережающим ростом сбережений). Так, увеличение выпуска отечественной продукции потребительского спроса значительно отстает от роста реальных располагаемых денежных доходов населения. При том, что относительно докризисного уровня реальные располагаемые денежные доходы выросли на 8.2 и 6.2% (соответственно первый квартал и апрель 2010 г. к аналогичным периодам 2008 г.), выпуск отечественной продукции потребительского спроса только приближается к соответствующим докризисным объемам.

Характеризуя *устойчивость, перспективы и источники восстановления промышленности в краткосрочном периоде*, необходимо отметить следующее:

Основным фактором торможения роста российской промышленности остается *низкая инвестиционная активность предприятий отечественной экономики*. Недружественный инвестиционный и бизнес-климат в стране, невысокий уровень оптимизма относительно перспектив деловой активности, невозможность для большинства предприятий финансировать инвестиционную деятельность за счет собственных средств, традиционная недоступность долгосрочных недорогих банковских кредитов по низким ставкам – все это будет определять низкие темпы восстановления выпуска производств машиностроительного комплекса и строительных материалов.

В свою очередь, низкие темпы роста машиностроительного комплекса и производства строительных материалов будут по-прежнему определять *медленное восстановление спроса на продукцию промежуточных производств* на внутреннем российском рынке. По итогам первого квартала 2010 г. можно говорить о значительном отставании роста выпуска производств промежуточного спроса от роста экспорта соответствующей продукции; мировой спрос на продукцию этих российских производств увеличивается гораздо быстрее, чем внутренний. В частности, при росте экспорта черных металлов на 25%, меди – на 6% и тех же объемах экспорта никеля и алюминия в первом квартале 2010 г. (год к году) металлургическое производство выросло лишь на 7.9%.

Восстановление мировой экономики выступит в качестве гарантированного, но ограниченного ресурса роста производств промежуточного спроса и промышленности в целом. При этом модель роста, ориентированная на внешний спрос, при незначительном внутреннем спросе не только обуславливает изначальную нестабильность и относительно более низкие темпы роста промышленности, но и крайне слабо стимулирует развитие действительно конкурентоспособных высокотехнологичных производств.

Увеличение вклада в ускорение роста промышленности *производств потребительского спроса* маловероятно. В настоящее время расширение их выпуска явно тормозится сменой модели финансирования потребления: агрессивный потребительский спрос, стремительно возраставший за счет расширения потребительского кредитования, сменился тактикой увеличения сбережений и сдержанной покупательной активностью. Вместе с тем и потенциальное оживление потребительского спроса, что фактически стимулируется денежными властями снижением ставок, не гарантирует заметного улучшения динамики выпуска соответствующих российских производств. Рост потребительского спроса в значительно большей степени будет стимулировать повышение цен и ускорение инфляции, чем расширение выпуска производств потребительского спроса, в силу низкой конкуренции производителей на внутреннем рынке.

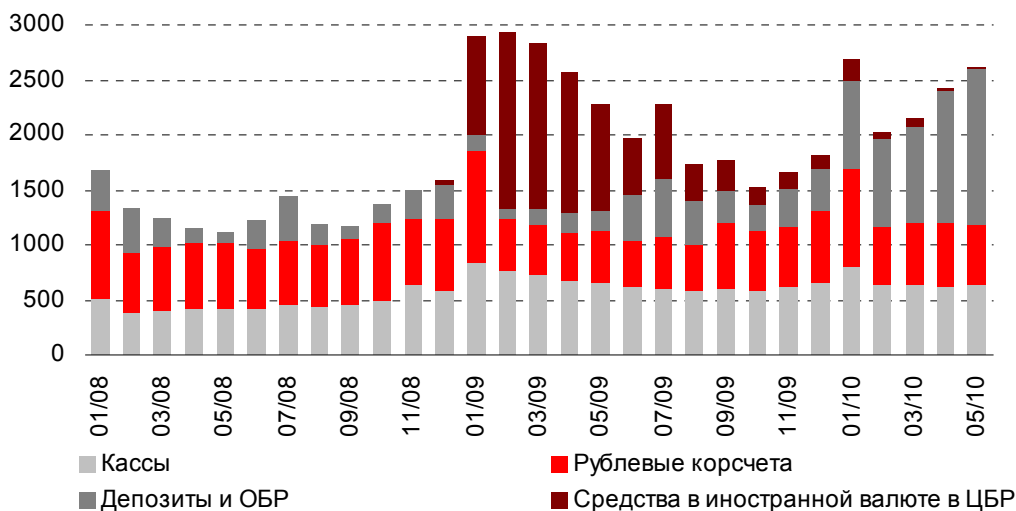
Таким образом, главным фактором торможения роста российской промышленности и экономики в целом остается отставание качества российских институтов от задач не только тотальной модернизации и амбициозного роста, но даже восстановления выпуска до предкризисного уровня. Высокая коррупционная составляющая, высокие барьеры для входа в бизнес, нерешенность социальных проблем, непосредственно перекладываемых на экономических агентов, неоднозначная эффективность судебной системы и т.д. существенно снижают стимулы и результативность предпринимательской деятельности и тормозят рост экономики страны. Период кризиса и восстановительного роста с исчерпывающей ясностью выявил цену институциональной отсталости российской экономики. Неминуемое в свете снижения ставок расширение потребительского спроса, постепенное сокращение программ господдержки экономики и реализация программ тотальной модернизации последней продемонстрируют эффективность ее развития в существующей институциональной среде. Однако на текущий момент поводов для оптимизма здесь немного.

Банковский сектор

Рост кредитования не предполагает активизацию инвестиционного процесса

Основная мотивация денежных властей при последовательном снижении ставки рефинансирования состоит в максимальном стимулировании банковского кредитования нефинансового сектора. Пассивы банковской системы достаточно быстро расширяются (по итогам 2010 г. ожидается их рост на 15%), однако банковское кредитование предприятий и населения продолжает стагнировать, что привело к увеличению объема «неработающих» ликвидных активов: объемы банковской ликвидности превысили 2.5 трлн. руб., что практически сопоставимо с соответствующими величинами прошлого года, когда банки, на фоне «плавной» девальвации, вкладывали средства в валютные активы. Но если в тот период валютная ликвидность потенциально могла приносить доход в виде курсовых переоценок, сейчас это активы, не приносящие дохода. Значительная часть свободных средств сосредоточена в госбанках (45% всех ликвидных активов); при этом уровень ликвидности сопоставим для всех групп крупных банков, а для мелких в последние месяцы даже незначительно снижался. Фактически это означает, что перенаправление этих денег на кредитование экономики – вопрос решения руководства трех-четырех госбанков. В Сбербанке доля ликвидных активов превысила 11%, тогда как в докризисный период она составляла не более 3% совокупных активов (резерв – 650 млрд. руб.). Тем не менее, согласно заявлениям руководства госбанков, риски кредитования предприятий высоки и снизились незначительно.

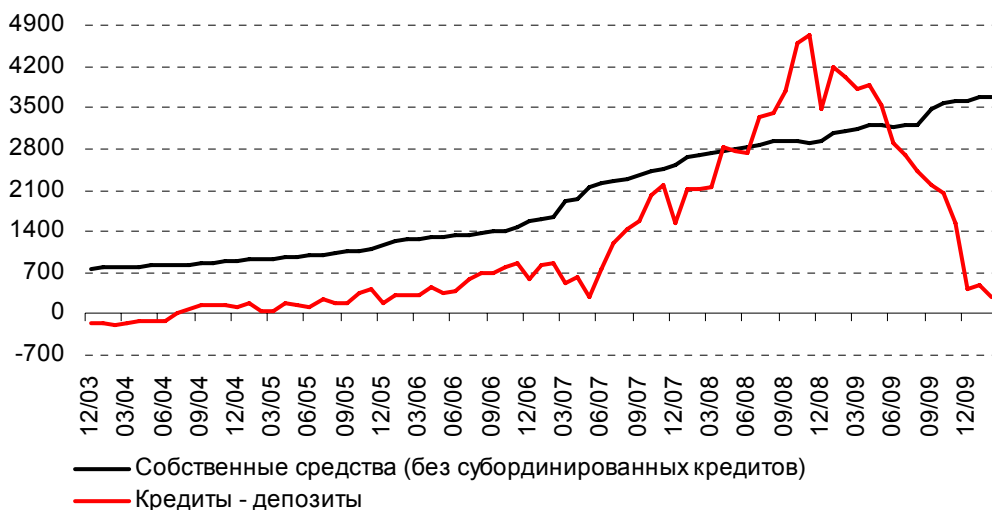
Объем и структура ликвидных активов банковской системы, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Потенциально российская банковская система готова к возобновлению кредитования нефинансового сектора. В 2009 г. темпы роста депозитов населения составили 25%, предприятий – 15%, при этом кредитный портфель за тот же период сократился. Это привело к выравниванию соотношения кредитов и депозитов нефинансового сектора; «кредитная яма» не превышает сегодня 5% собственных средств банковской системы. Нетто-кредит банков предприятиям стабилизировался на уровне 4.1–4.3 трлн. руб. (уровень начала 2008 г.), а нетто-кредит населения банкам вырос за этот период с 2 до 4.1 трлн. руб.

Динамика превышения кредитов над депозитами нефинансового сектора (без учета задолженности по облигациям) и собственных средств банковской системы, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

Основной причиной, препятствующей росту кредитования в 2010 г., является системный разрыв между параметрами, определяющими предложение и спрос на кредитные ресурсы.

Со стороны предложения российская банковская система располагает относительно дорогими и короткими по срокам пассивами. В процессе протекания экономического и финансового кризиса коммерческие банки в силу складывавшихся обстоятельств переориентировались на внутренние ресурсы: доля депозитов населения в совокупных банковских пассивах возросла в 2009 г. с 21 до 26%; напротив, иностранные ресурсы (традиционно более дешевые и долгосрочные) сократились с 17 до 12%. Отметим, что ресурсы денежных властей, предоставлявшиеся банковской системе в качестве антикризисных мер, были также весьма дороги и краткосрочны (за исключением кредита Банка России Сбербанку в 500 млрд. руб. на 10 лет по ставке 8.5 % годовых; правда, появилась информация о намерении Сбербанка досрочно вернуть кредит акционеру).

Со стороны спроса низкая рентабельность промышленности, неопределенность складывающейся конъюнктуры, в том числе перспектив экономического роста и темпов инфляции, обуславливают низкий уровень спроса на кредитные ресурсы. Значительный спрос предъявляется на рефинансирование задолженности прошлых лет, но этот вид спроса на кредиты обладает высокими рисками.

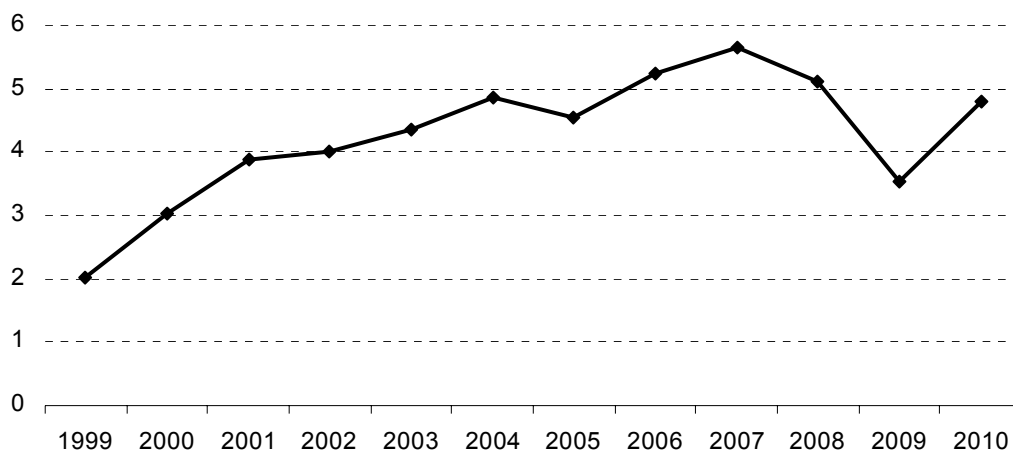
Данный разрыв постепенно сокращается – предлагаемые кредиты если и не удлиняются по срокам, то процентные ставки по ним заметно снижаются. Одновременно с улучшением экономической конъюнктуры возрастает и рентабельность в промышленности. Тем не менее задолженность предприятий реального сектора по банковским кредитам в 2009 г. практически не изменилась: рост данного показателя составил за указанный период 0.3%, а за январь-апрель 2010 г. его значение вообще не претерпело изменений (при росте рублевых кредитов на 1.25%).

В 2010 г. ожидается оживление кредитования и, согласно нашему прогнозу, рост задолженности предприятий перед банковской системой составит 15%. Однако по структуре кредитов этот рост будет достаточно неоднороден.

Рост рублевых кредитов предприятиям сроком до 1 года ожидается значительным – около 50%. Весь 2009 г. характеризовался дефицитом оборотных средств, их

восстановление началось лишь в конце года и продолжится в 2010 г. Следуя тенденции, уровень задолженности по рублевым банковским кредитам сроком до года должен выйти, по меньшей мере, на уровень 2006 г.

Соотношение краткосрочных рублевых банковских кредитов предприятиям реального сектора и валового выпуска экономики, в %



Примечание. Краткосрочные рублевые банковские кредиты обслуживают текущий хозяйственный оборот, и их уровень пропорционален валовому выпуску.

Источник: данные ЦБ РФ, Росстата; расчеты АЛ «Веди».

Банковские кредиты предприятиям в рублях на срок свыше 1 года вырастут в 2010 г. менее заметно – на 6–7%. В 2009 г. наблюдалась обратная тенденция – долгосрочные кредиты увеличились на 24%, при том что краткосрочные упали на 33%. Однако подобное положение не было связано с усилением инвестиционной активности (накопление основного капитала снизилось на 18.2% в реальном и на 14.5% в номинальном исчислении) – «длинные» кредиты получали предприятия с устойчивым в перспективе положением на реструктуризацию задолженности прошлых лет. Одновременно предприятия реального сектора в целом испытывали нехватку оборотных средств (обусловленную ростом неопределенности и рисков в экономике, а также высоким уровнем процентных ставок). Умеренный рост кредитов предприятиям на срок свыше года будет определяться улучшением общей конъюнктуры в экономике, повышением рентабельности предприятий и снижением процентных ставок. Этот процесс будет сопровождаться некоторым оживлением инвестиционной активности.

В целом банковские кредиты предприятиям в рублях вырастут в 2010 г. на 21%. Напротив, мы ожидаем сокращения кредитов в иностранной валюте на 2%. Таким образом, объем задолженности российских предприятий по банковским кредитам в 2010 г. возрастет на 15% – при росте рублевых кредитов и сокращении задолженности по кредитам в иностранной валюте. Одновременно возрастет краткосрочные кредиты (которые снизились в 2009 г.), а темпы роста долгосрочных, напротив, упадут. В целом банковское кредитование предприятий будет направлено на поддержку текущей производственной деятельности и, в минимальной степени, на инвестиционную активность. Прогнозные оценки подтверждают сохранение модели роста, стимулируемого внешним спросом, но не дают оснований рассчитывать на рост за счет инвестиций.

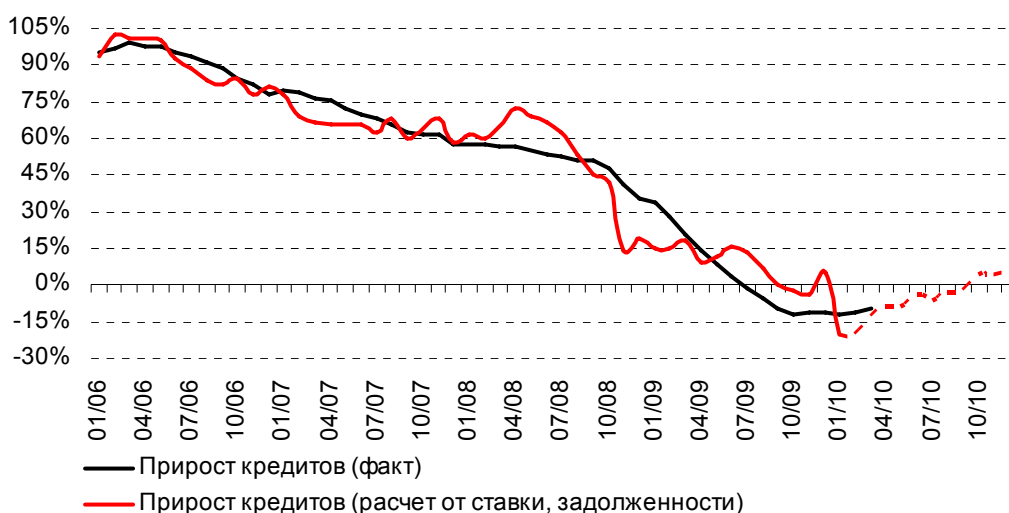
Две причины снижения объема потребительских кредитов: слабая экономическая динамика и изменение кредитного поведения населения

Объем задолженности населения по банковским кредитам сократился в 2009 г. на 11.8%, что, при прочих равных условиях, создает неплохие предпосылки для его роста в текущем году за счет «эффекта низкой базы». Однако мы полагаем, что и в

2010 г. оживления на данном сегменте кредитного рынка не произойдет, а по итогам года значение указанного показателя будет варьироваться от -2 до +4%, что фактически означает стагнацию.

Низкая активность рынка потребительского кредитования будет определяться такими факторами, как снижение темпов роста номинальных доходов населения (по сравнению с докризисным уровнем) и изменение кредитного поведения населения. Прогноз, сформированный на основе умеренно оптимистичной динамики номинальных доходов населения и снижения процентных ставок по кредитам, следует рассматривать как *верхнюю границу* возможных оценок на текущий год. Соответствующие расчеты показывают, что прирост задолженности по кредитам физическим лицам вряд ли может превысить в целом за 2010 г. 3–4%.

Прирост задолженности по кредитам физическим лицам, в % к соответствующему месяцу предшествующего года



Примечание. На приведенном графике видно, что кривая приростов кредитов, рассчитанная в зависимости от динамики доходов и реальных процентных ставок, достаточно точно описывает кривую фактической динамики приростов кредитов. Макроэкономический прогноз предполагает рост номинальных доходов населения в 2010 г. на 10–11%, что ниже текущих процентных ставок по кредитам. *Источник:* ЦБ РФ, расчеты ЦСИ Банка Москвы.

В результате складывается любопытная ситуация. В 2008 г. нефинансовый сектор России выступил в качестве нетто-заемщика у банковской системы в сумме 2255 млрд. руб. В 2009 г., напротив, уже предприятия и население являлись нетто-кредиторами банковского сектора, предоставив ему 2585 млрд. руб. В 2010 г. банковский сектор, как это ни парадоксально, также останется заемщиком у нефинансового сектора – в размере 860–870 млрд. руб. Это означает, что даже при росте кредитования нефинансового сектора в текущем году банковская система привлечет от предприятий и населения большие средства, которые будет использовать на иные цели – в частности, на увеличение банковской ликвидности и иностранных активов, вложений на финансовом рынке, а также на погашение задолженности перед Банком России и иностранными кредиторами.

Прогноз основных экономических показателей

	Факт				Прогноз		
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Макропоказатели							
Номинальный ВВП:							
трлн. руб.	26,9	33,3	41,4	39,1	44,0	48,0	54,1
млрд. долл.	993	1 299	1 664	1 232	1 492	1 714	1 805
Реальный ВВП – рост в %	7,7	8,1	5,6	-7,9	4,1	3,3	5,1
Промышленность – рост в %	6,3	6,3	2,1	-10,8	6,3	5,0	5,0
Розничная торговля – рост в %	13,9	15,2	13,5	-5,5	4,1	4,5	6,5
Инвестиции – рост в %	13,7	21,1	9,8	-17,0	4,5	5,0	6,0
Экспорт – реал. рост в %	7,3	6,4	0,6	-4,8	5,1	1,3	0,9
Импорт – реал. рост в %	21,3	26,6	14,9	-30,9	19,0	12,4	1,6
Денежные агрегаты							
M0 (декабрь к декабрю), %	38,6	32,9	2,5	6,4	15,2	12,5	18,5
M2 (декабрь к декабрю), %	48,8	47,5	1,7	16,3	18,6	21,3	18,4
M2X (декабрь к декабрю), %	40,6	44,2	14,6	16,4	13,6	18,8	19,2
Активы банковской системы, % ВВП	51,9	60,8	67,9	75,4	74,6	80,5	86,6
Инфляция							
Прирост потребительских цен (дек. к дек.), %	9,0	11,9	13,3	8,8	7,2	7,5	6,5
Прирост потребительских цен (среднегодовой), %	9,8	9,1	14,1	11,7	6,5	7,5	7,0
Базовая инфляция (декабрь к декабрю), %	7,8	11,0	13,7	8,5	6,8	7,0	6,2
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	23,3	23,5	22,4	18,2	18,1	18,0	17,5
Расходы федерального бюджета, % ВВП	15,9	18,1	18,3	25,5	22,9	19,9	18,1
Дефицит (-) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП	7,4	5,4	4,1	-7,2	-4,8	-1,9	-0,7
Резервный фонд (до 2008 г. Стабфонд), млрд. долл.	89,2	156,5	137,1	60,5	37,8	67,2	87,4
Фонд национального благосостояния, млрд. долл.			88,0	91,6	95,5	98,9	90,8
Платежный баланс							
Экспорт товаров, млрд. долл.	304	354	472	304	370	390	420
Импорт товаров, млрд. долл.	164	223	292	192	230	270	290
Счет текущих операций, % ВВП	9,5	5,9	6,2	4,0	5,2	3,0	2,5
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	41,9	82,8	-132,7	-56,6	20	40	50
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	304	479	427	439	524	604	686
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	5,2	3,5	2,4	3,1	3,6	4,1	4,9
Государственный внутренний долг, % ВВП	3,8	3,8	3,9	5,4	6,2	7,2	6,8
Валютный курс							
Курс «рубль/доллар»:							
на конец года	26,3	24,6	29,4	30,2	29,0	28,0	30,5
среднегодовой	27,1	25,6	24,9	31,7	29,5	28,0	30,0
Экзогенные параметры							
Цена на нефть марки Urals (средняя за год), долл./барр.	60,9	69,6	94,4	60,7	73,8	77,5	81,4
Курс «доллар/евро» (в среднем за год)	1,26	1,37	1,47	1,39	1,26	1,30	1,35

Источник: Росстат, Банк России, Минфин, оценки ЦСИ Банка Москвы.

Центр стратегических исследований Банка Москвы

Ведев Алексей

Vedev_AL@mmbank.ru

Березинская Ольга

Berezinskaya_OB@mmbank.ru

Ковалева Марина

Kovaleva_MA@mmbank.ru

Косарев Андрей

Kosarev_AE@mmbank.ru

Хромов Михаил

Khromov_MY@mmbank.ru

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Он содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшими в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет в себе значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.