



ГАЗПРОМБАНК

«Газпромбанк» (Открытое акционерное общество)

В масштабах страны, в интересах каждого

XI Российский облигационный конгресс

Декабрь 2013 г.

О СРЕДНЕСРОЧНЫХ ТЕНДЕНЦИЯХ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

*Трофимова Екатерина Владимировна
Первый Вице-Президент, Член Правления*

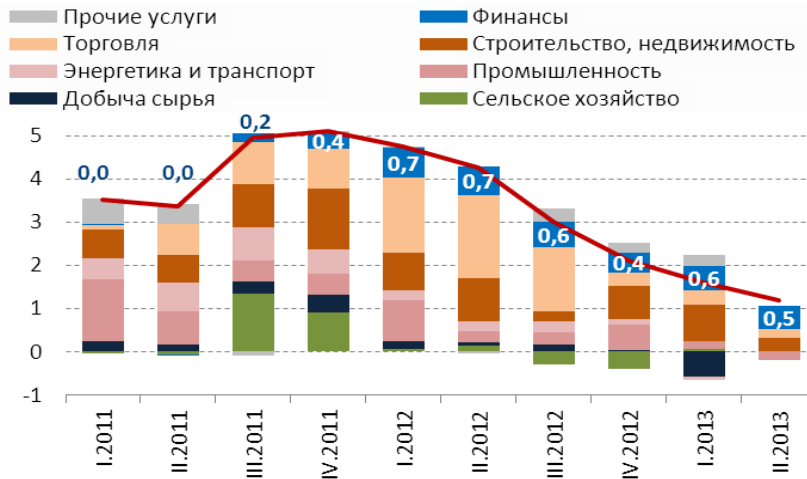
ekaterina.trofimova@gazprombank.ru

Тел. +7(495) 980-43-07



ВВП России в 2013 году: рост экономики полностью формируется сектором недвижимости и финансовыми услугами

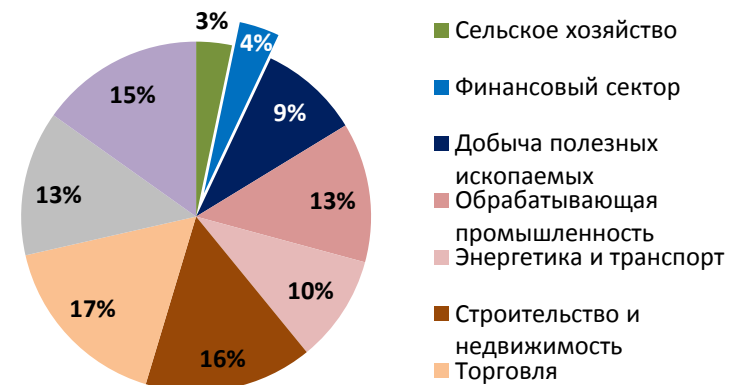
Реальный прирост ВВП по структуре производства, п.п.



- С 2012 г. вклад финансовой системы в рост ВВП устойчиво составляет 0,5-0,7 п.п. (по сравнению с 1,1% в 2006-2007 гг. и 0,2% в 2008-2011 гг.). Подавляющая доля этого роста пришлась на банковскую систему, стимулировавшую рост розничной торговли и строительного сектора.
- Развитие финансового сектора во многом поддерживается ростом доходов, генерируемых в других отраслях: в реальном секторе экономики и бюджетной сфере услуг. Способность сектора генерировать рост экономики на долгосрочной основе в отрыве от реального сектора экономики ограничена.
- В условиях низких темпов роста базовых отраслей и эволюционных структурных изменений вклад финансового сектора в рост экономики будет неизбежно снижаться.

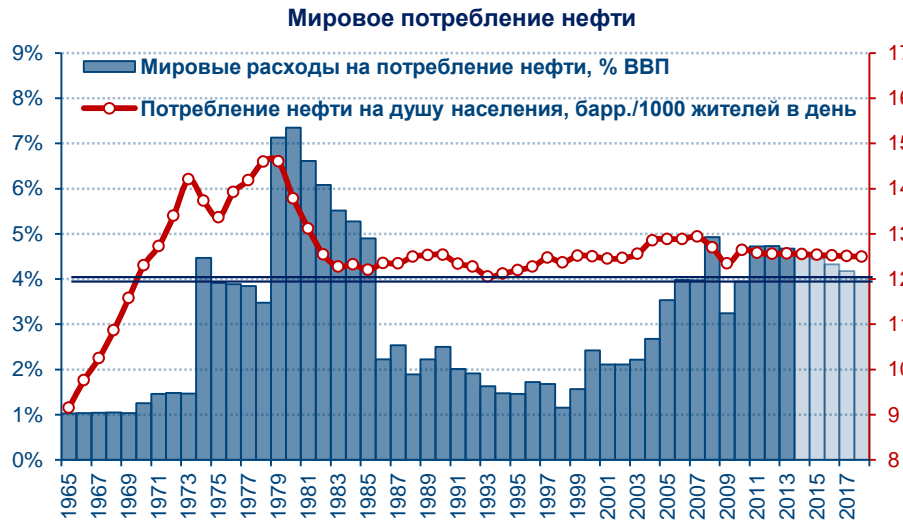
- Традиционные промышленно-сырьевые драйверы роста практически исчерпаны. Отсутствие экспортного спроса и стабильность нефтяных цен не способствуют росту экономики.
- Медленный рост экономики ЕС и замедление роста в Китае не способствуют ускорению промышленности.
- Секторы добычи и переработки находятся на грани стагнации/рецессии. Секторы услуг показывают рост, но замедляются.

Структура ВВП России в 2012 году, %





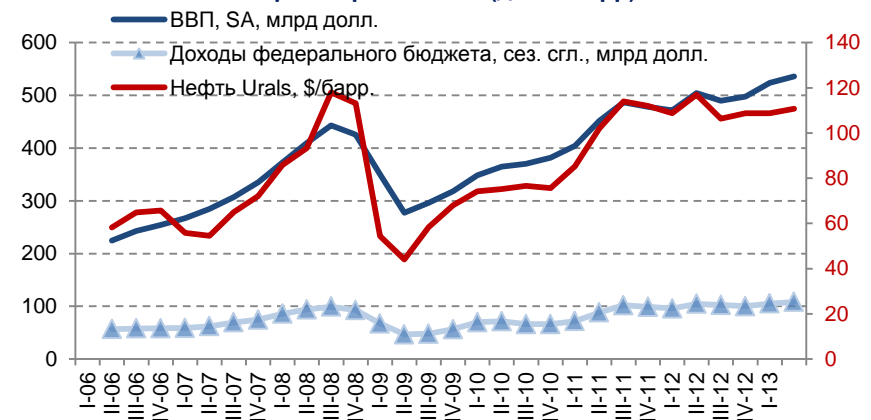
Необходимы новые драйверы роста. Источники поддержания быстрого роста спроса исчерпаны



- Быстрый рост спроса в экономике России за счет нефтяного драйвера невозможен. Факторы увеличения расходов бюджета и форсированного потребкредитования также «отыграли» свое влияние.
- Зависимость экономики от цен на нефть будет сохраняться и ограничивать рост доходов федерального бюджета и крупнейших инвестиционных секторов: нефтегазового, энергетического, транспортного.
- Изменение драйверов роста в этих условиях требует акцентированных действий.

- Исторически расходы на нефть были выше 5% мирового ВВП только в период нефтяного кризиса 1979 г., вызванного революцией в Иране.
- Несмотря на вероятное сворачивание программ монетарного стимулирования, объем денег в мировой экономике достаточно велик, чтобы поддерживать цены на нефть на уровнях 2004-2006, 2010 годов, т.е. более 100 долл/барр.
- В условиях вялой экономической динамики рост мировых расходов на нефть (в % ВВП) вероятен только в редких сценариях. Например, в случае военных конфликтов.

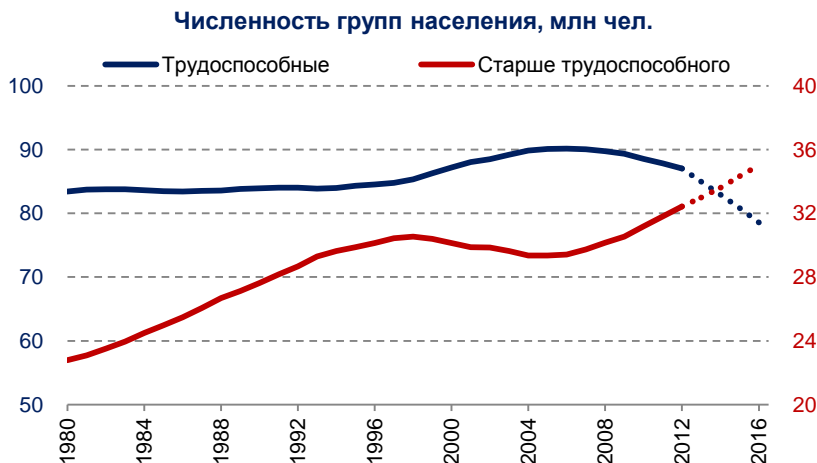
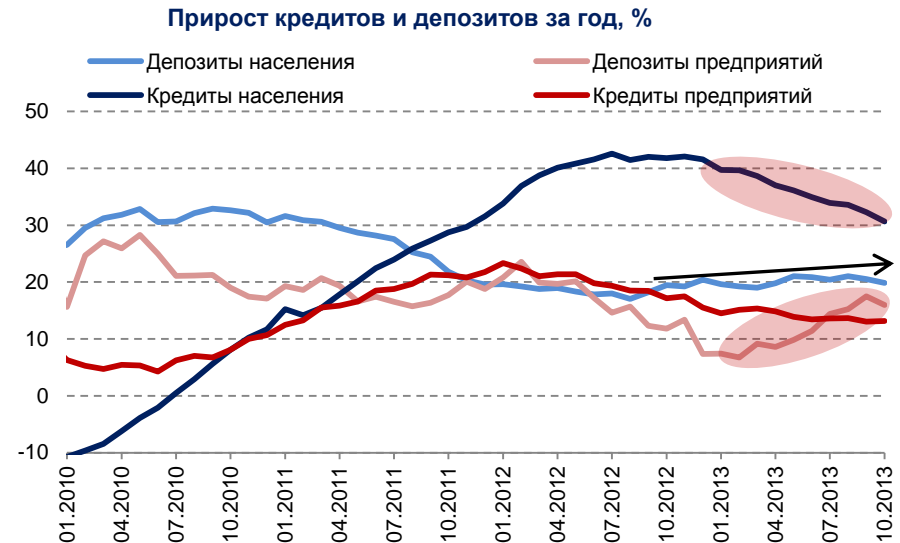
Динамика доходов бюджета, производства ВВП (млрд долл.) и цены на нефть марки URALS (долл./барр)





Необходимы новые драйверы роста, но кредитная модель ненадежна

- Процесс замедления темпов кредитования населения будет оказывать *сдерживающее* влияние на экономический рост (предположительно до первой половины 2014 года).
- Кредитование населения, стимулировавшее потребление и финансовые услуги в прежние периоды, замедляется. Предприятия вновь становятся все более значимым источником роста кредитов.
- Возобновляющийся рост депозитов населения может стать основой для нового сбалансированного роста кредитования предприятий.



- Рост внутреннего рынка маловероятен из-за ожидаемого сокращения рабочей силы и роста демографической нагрузки.
- В среднесрочной перспективе растущая демографическая нагрузка потребует дополнительных социальных расходов.

Единственным фактором ускорения роста могут стать инвестиции.



Инвестиции частного сектора могут стать новым драйвером роста

Изменение доли секторов в инвестициях за год, % от ВВП;
на крупных и средних и всех предприятиях



- Все большая доля инвестиций осуществляется за счет собственных средств, а не средств бюджета или межкорпоративных трансфертов.
- Кредитование предприятий банковским сектором меньше максимумов, достигнутых до кризиса, и может возрасти в случае появления спроса на кредиты со стороны предприятий.
- Дальнейший рост банковской системы предполагает большую опору на корпоративный несырьевой сегмент рынка и ипотеку.

- В 2012-13 гг. неблагоприятная экспортная конъюнктура и окончание инвестиционного цикла привели к резкому сокращению инвестиций в сырьевом и государственном секторах экономики.
- Несмотря на это, частный сектор продолжал увеличивать инвестиции, компенсируя сокращение в других секторах.

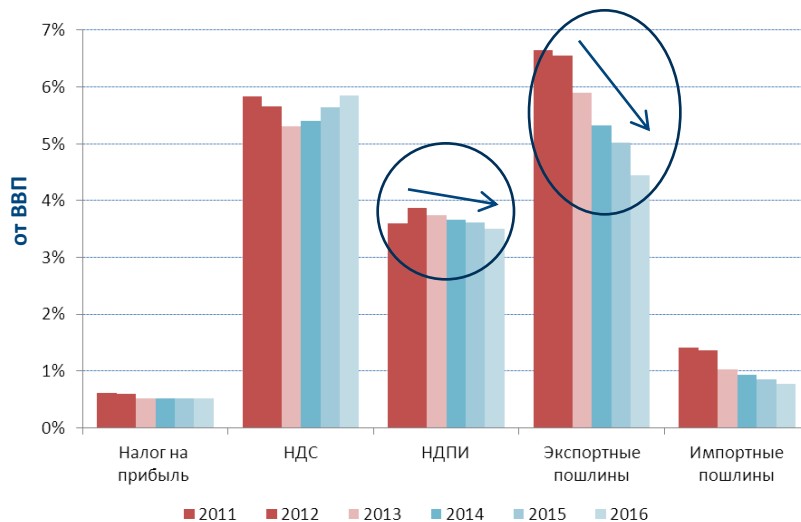
Приток прямых иностранных инвестиций в нефинансовый сектор экономики, млрд долл., скользящий год





Бюджетная система: постепенное изменение структуры

Структура доходов бюджета, % ВВП

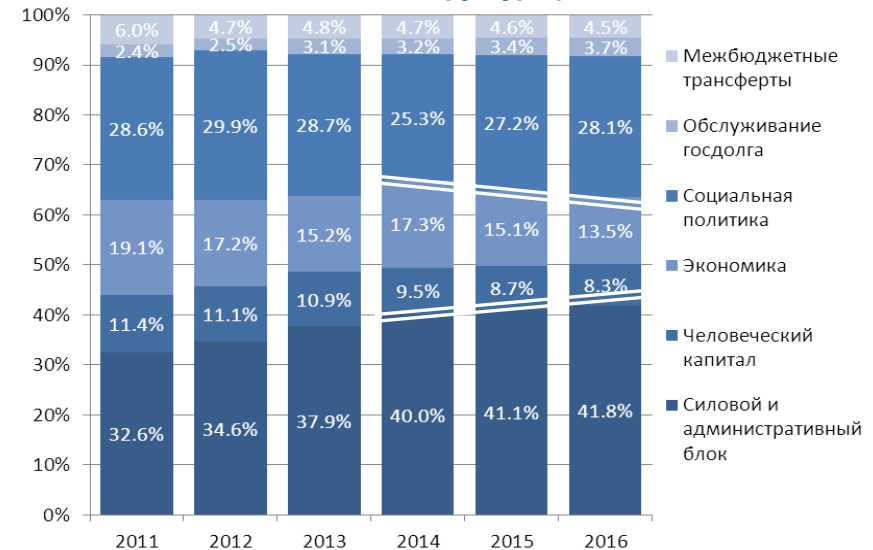


Накопление нефтяных фондов под вопросом?

Оптимистичные гипотезы МЭР в отношении роста ВВП в 2014-2016 гг. и собираемости НДС приводят к потенциально завышенному плану по нефтегазовым доходам. Это ведет к переоценке уровня расходов (рассчитываемых по формуле) и недооценке дефицита бюджета.

В такой ситуации дополнительные нефтегазовые доходы (при превышении фактической цены нефти над базовой) с большой вероятностью будут направлены на его финансирование.

Бюджетные ножницы: структура расходов бюджета, %



Доля расходов на экономику и человеческий капитал сжимается

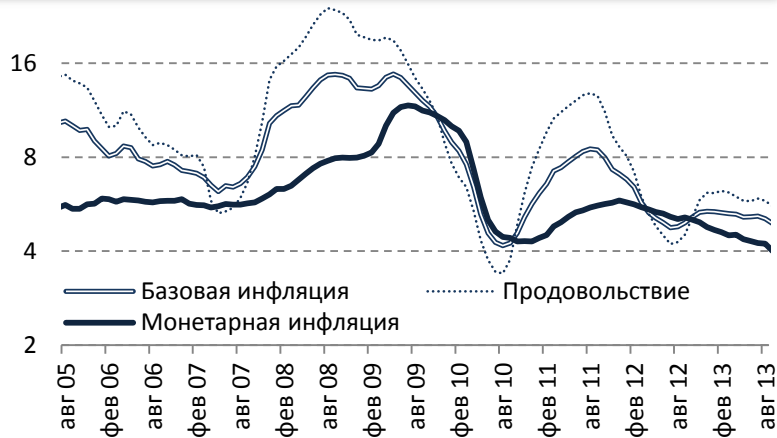
Фактический приоритет административно-силового сектора в расходах федерального бюджета. Замещение запланировано за счет расходов на человеческий капитал и национальную экономику – возможно, это не лучшее изменение структуры с точки зрения долгосрочного экономического роста.

Межбюджетные трансферты не увеличиваются, что повышает вероятность продолжения сокращения региональных бюджетов.



Политика Банка России: одного мандата (инфляционное таргетирование) недостаточно

Динамика составляющих инфляции, % г/г

Динамика составляющих инфляции,
октябрь 2013 года к декабрю 2012 года

	Вклад, п.п.	Темпы роста, %
Инфляция	5.3	5.3
Небазовая инфляция	2.5	9.1
Алкоголь	0.7	13.6
ЖКХ	0.8	9.2
Табак и бензин	0.4	19.6
Базовая инфляция	2.9	4.0
Продовольствие	1.3	4.6
Непродовольственные товары	1.0	3.0
Услуги	0.6	5.5

Монетарная инфляция

Несмотря на сопоставимые прогнозы инфляции, предсказуемость денежно-кредитной политики остается низкой.

Разнонаправленная динамика официальной (6,3% г/г), базовой (5,5% г/г), монетарной инфляции (4,3% г/г), а также данных опросов ожидаемой инфляции (>11% г/г) позволяет Банку России обосновывать широкий спектр мер денежно-кредитной политики.

Нет достаточных свидетельств о степени влияния Банка России на инфляцию.

В 2011-2013 году:

- 30-37% вклада в прирост потребительских цен приходится на алкоголь, бензин, ЖКХ и транспорт;
- 30% корзины составляет продовольствие (за вычетом потребления алкоголя и общественного питания), которое существенно больше зависит от шоков предложения, нежели от монетарного фактора;
- Совокупный вклад фактора спроса, по оценкам ЦЭП, не превышает 30% прироста инфляции. Трансмиссионный лаг длителен (более 1 года) и определяется с низкой степенью точности.



Политика Банка России: три мандата вместо одного

I. Инфляционное таргетирование.

II. Поддержание темпов экономического роста вблизи потенциальных.



NB: Банк России не несет ответственность за величину потенциальных темпов роста.

III. Поддержание финансовой стабильности, в т.ч.:

а) устойчивости финансового сектора,



Макропруденциальный банковский надзор.

б) учет долгосрочных рисков, ассоциированных с проведением денежно-кредитной политики.



Исторически роль центральных банков заключалась в быстром купировании последствий лопающихся пузырей:



В условиях ограниченной перспективы снижения инфляции (до 4,5-5%) и сохранении потенциала роста кредитных рисков политика Банка России сохранит консервативность.

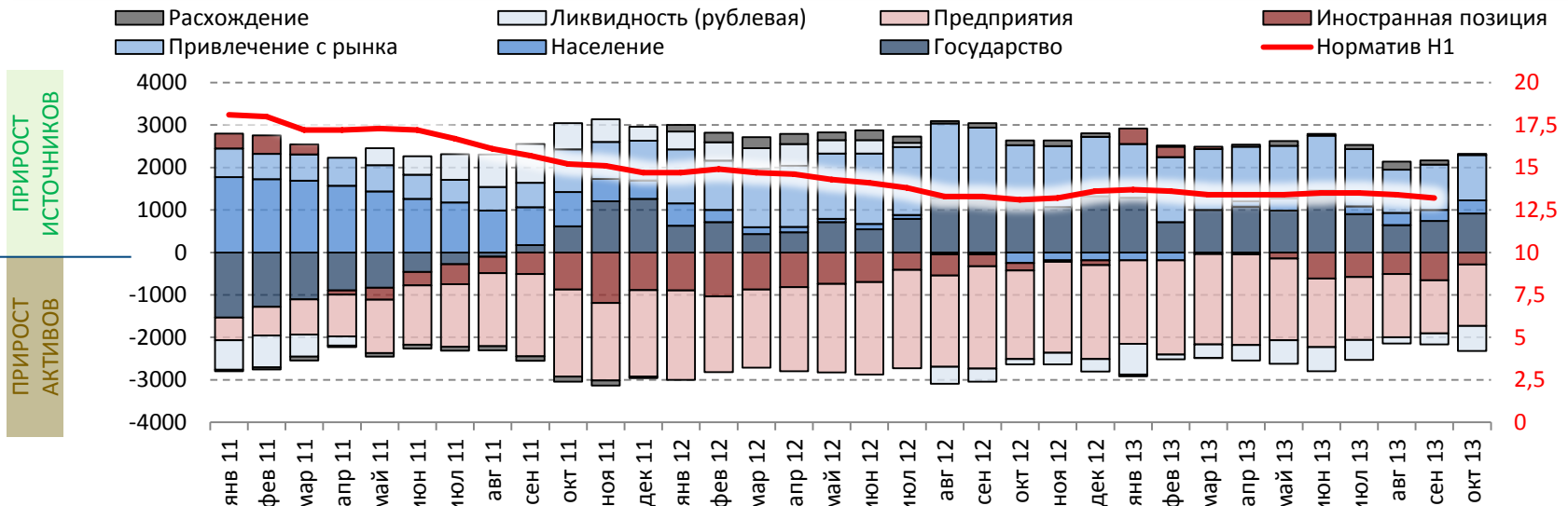
- 1991 г.: японский финансовый кризис.
- 1997 г.: азиатский кризис.
- 2000 г.: кризис «доткомов».
- 2007-2008 г.: ипотечный кризис в США.

Экономические последствия некоторых кризисов оказались слишком тяжелыми (1991, 2008), чтобы допускать свободное формирование пузырей.



Банковская система: население снова чистый текущий кредитор

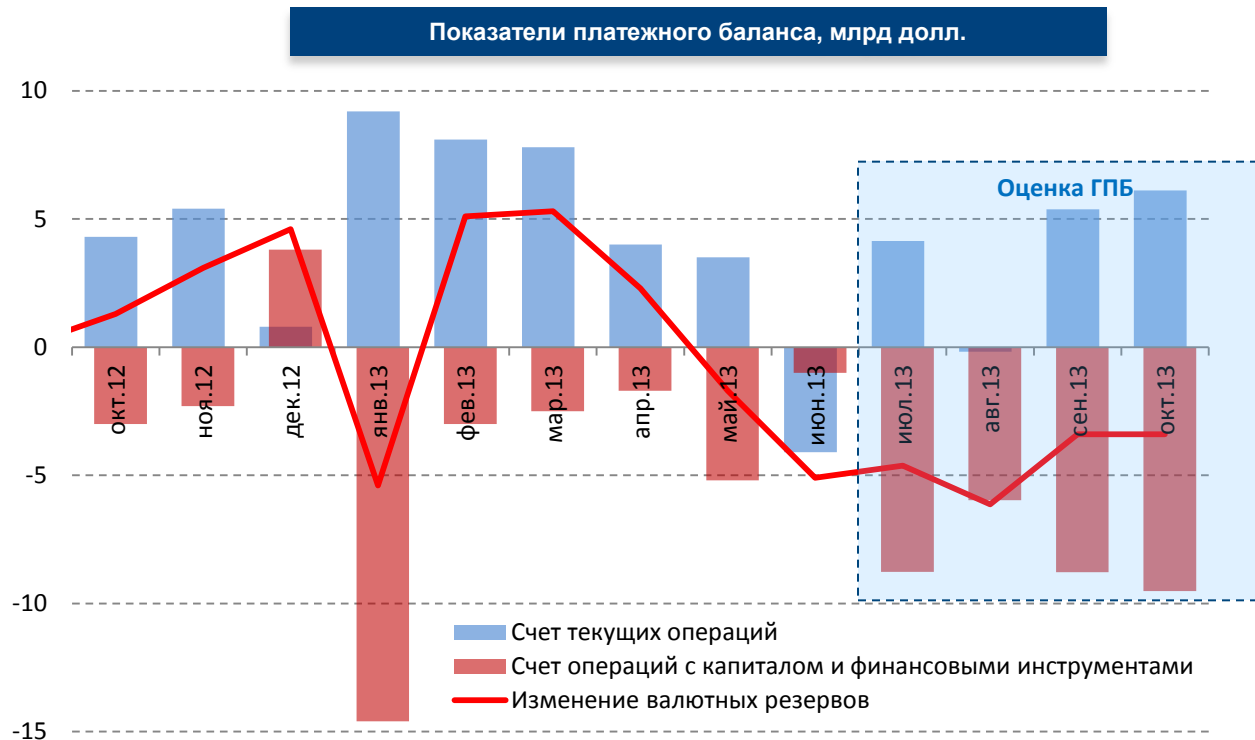
Динамика сальдо баланса банковской системы с основными экономическими агентами, млрд руб., скользящий прирост за последние 12 месяцев



- Охлаждение потребительского спроса приводит к восстановлению утраченного статуса домохозяйств как чистого кредитора банковской системы.
- Средства для кредитования нефинансового сектора привлекаются от государства (Минфин и Банк России) и с финансового рынка. За 2012 г. доля ресурсов государства в пассивах банковской системы выросла с 10% до 13%, достигнув максимума с начала 2010 г.
- Привлеченные средства все в меньшей степени трансформируются в прирост чистого кредита предприятиям, и все в большей – в прирост ликвидности (как валютной, так и рублевой).
- Ухудшение кредитного портфеля привело к снижению достаточности капитала. Однако его уровень остается достаточным для обеспечения устойчивости банковской системы на горизонте до 9–12 месяцев.



Валютный рынок: отток капитала становится все менее «типичным»

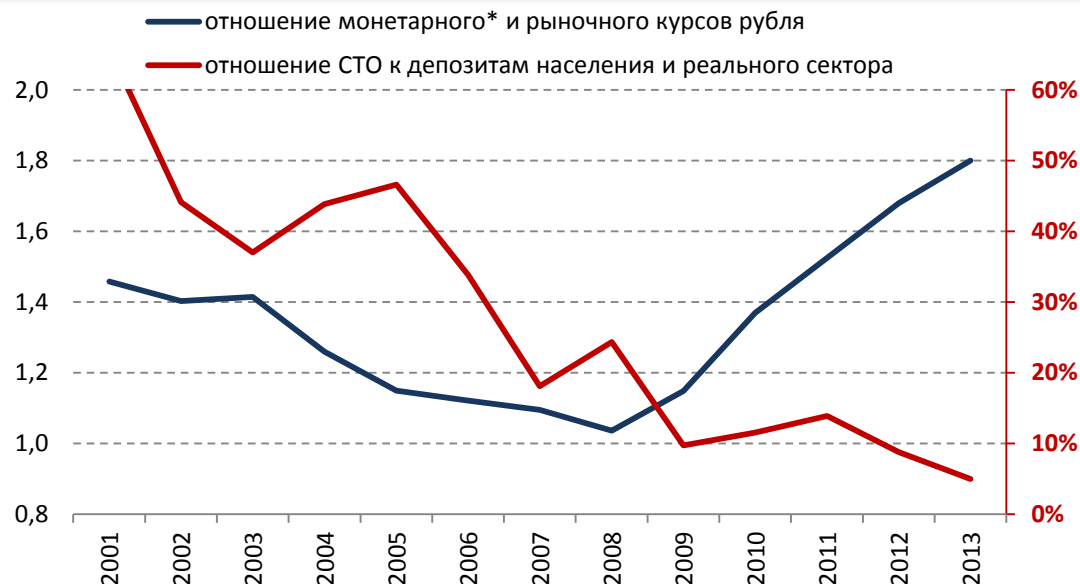


- Отток капитала начиная с мая 2013 года все в меньшей степени обусловлен типичной (для стран, проводящих инфляционное таргетирование) конфигурацией платежного баланса, при которой отток «индуцирован» положительным СТО.
- Отток капитала все в большей степени выступает самостоятельной детерминантой динамики курса рубля.
- Факторы оттока капитала, в отличие от СТО, изучены в меньшей степени.



Рубль все в меньшей степени защищен фундаментальными факторами, волатильность будет лишь нарастать

Детерминанты устойчивости курса



$$\text{Монетарный курс} = \frac{M2}{ЗВР}$$

Фундаментальные факторы, к которым в узком смысле относят цены на нефть, в широком – счет текущих операций, все в меньшей степени защищают рубль от волатильности.

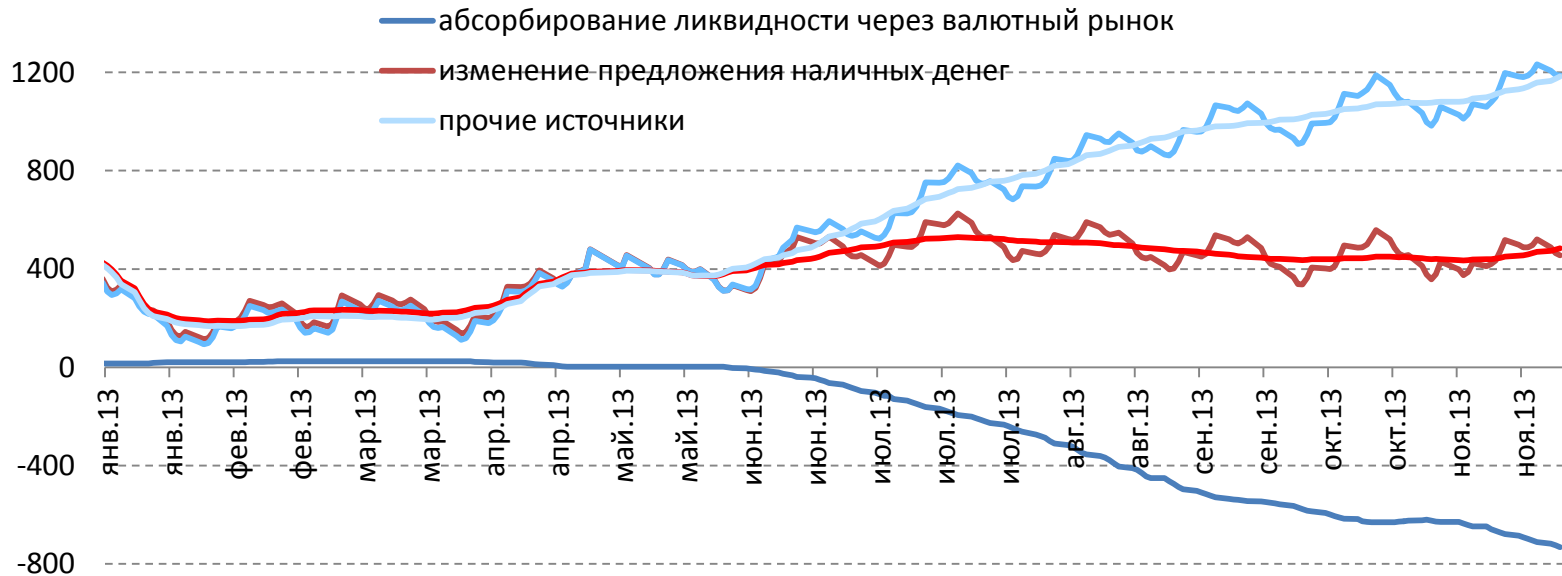
- Величина счета текущих операций в 2013 году составляет всего 5% от объема активов экономических агентов в коммерческих банках, хотя до кризиса эта доля превышала 20%, а в 2012 году составляла 10%.
- Денежная масса все в меньшей степени обеспечена золотовалютными резервами. Монетарный курс рубля составляет сейчас **56 руб./долл.** против **29,5 руб./долл.** на начало 2009 года.

Факторы, регулирующие капитальные потоки, будут все в большей степени выходить на первый план.



Роль монетарных властей в девальвации вызывает много вопросов

Факторы формирования ликвидности Банком России, млрд. руб.,
прирост к 1 декабря 2012 года



- Начиная с мая 2013 г. на защиту рубля от девальвации Банк России потратил 23 млрд долл. (750 млрд руб.).
- При этом объем предложения наличных рублей с 1 мая практически не изменился.
- Объем ресурсов, предоставленных Банком России и Минфином через операции рефинансирования и депозиты федерального бюджета, был возвращен на валютный рынок.



Спасибо за внимание!