

РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ И ТЕНДЕНЦИИ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СФЕРЕ

Возможные сценарии развития финансовых рынков России

Решение ЦБ РФ о снижении ставки рефинансирования на 33 % породило новый фактор нестабильности в российской экономике. Несомненно, что в июле—сентябре 1997 года на основных финансовых рынках России будет происходить приспособление к новому уровню этого важнейшего экономического индикатора. Вероятнее всего, процессы приспособления продлятся и за пределами III квартала, особенно в сфере коммерческого кредитования и на рынках депозитов физических и юридических лиц.

Первые две недели после введения новой ставки рефинансирования (учетной ставки) не выявили пока однозначных тенденций такого приспособления. Вместе с тем, с высокой долей вероятности можно прогнозировать, что на протяжении августа—сентября произойдет скачкообразное — на 2—5—7 процентных пунктов — снижение процентных ставок на основных рублевых финансовых рынках: на рынке коммерческого кредитования и депозитов физических и юридических лиц; ускорится снижение доходности на рынке государственных ценных бумаг. Что же касается рынка МБК, то здесь, напротив, возможны резкие колебания процентных ставок, в том числе и в сторону их повышения. Такая разнонаправленность движения процентных ставок, на наш взгляд, обусловлена, прежде всего, общим состоянием экономики и банковского сектора, на фоне которого было принято решение о снижении ставки рефинансирования.

Состояние экономики России в этот период характеризовалось тем, что, во-первых, продолжалась стагнация производства, финансовое положение большинства предприятий реального сектора оставалось тяжелым. Резко обострившиеся проблемы с наполнением бюджета заставили Правительство РФ пойти на прямое секвестирование своих расходов. Продолжение жесткой денежно-кредитной политики определило выход на запланированный уровень инфляции, динамика которой в апреле—июне составила 0,9—1,1 %, и сопровождалось довольно плавным снижением доходности всех финансовых инструментов.

Во-вторых, как и предполагалось, сложная ситуация в социально-экономической сфере заставила новый состав кабинета министров пойти на

внесение значительных корректировок в проводимую экономическую политику, последствия которых существенно скажутся на денежно-кредитной сфере в целом и условиях деятельности банков в частности как в III квартале с.г., так и за его пределами.

Так, необходимость демонстрации конкретных результатов в наполнении бюджета в целях ликвидации значительной задолженности перед работниками бюджетной сферы вынудило Правительство РФ использовать жесткие меры в отношении производственного и банковского секторов.

Прежде всего это выражается в увеличении налогового пресса на реальный и банковский секторы, усилении рычагов давления на предприятия с целью ликвидации накопленной ими задолженности перед бюджетом (в том числе путем уступки государству соответствующего пакета своих акций или их дополнительной эмиссии на сумму долга). Первые шаги по прямому регулированию цен на продукцию естественных монополий (являющихся наиболее надежными клиентами банков) при отсутствии ясной программы структурной перестройки промежуточных и конечных производств обозначили определенные финансовые проблемы у многих предприятий базовых отраслей. Отказ Минфина РФ предоставлять гарантии по кредитам банков в рамках ряда государственных программ еще более повысил риски коммерческого кредитования. Начало осуществления практических мер по переводу бюджетных средств на обслуживание в систему федерального казначейства, а также введению системы тендеров на обслуживание бюджетных средств делает уже ближайшую перспективу многих банков крайне тревожной.

На фоне активного прессинга коммерческих банков решение ЦБ РФ о резком снижении ставки рефинансирования с 36 % до 24 % приобрело характер взрыва. Данная акция является завершающей и наиболее радикальной в цепи мероприятий исполнительных властей по выталкиванию средств банков в реальный сектор (ранее основной упор делался на снижение доходности спекулятивных финансовых инструментов). По замыслу авторов, ставка рефинансирования в качестве косвенного (через налоги) регулятора доходности финансовых инструментов заставит банки снизить ставки коммерческого кредитования и сделает доступными кредиты для предприятий реального сектора.

При всей объективной необходимости притока средств в реальный сектор последствия данной меры представляются крайне противоречивыми и неопределенными как для банков, так и ссудозаемщиков. Огромный размер неплатежей между предприятиями, на порядок превышающий потенциальные кредитные возможности банков, в условиях резкого несоответствия структуры производства и структуры конечного спроса может поглотить средства банков без видимых результатов.

Отдача от снижения ставок коммерческого кредитования могла бы быть получена в том случае, если бы эта мера осуществлялась в комплексе с другими мерами по структурному реформированию экономики, а кредитование осуществлялось в соответствии с заданными государственными приоритетами структурной перестройки. Тем самым был бы существенно снижен риск банков по возможному невозврату этих кредитов и предоставление средств бесперспективным производствам.

В качестве же самостоятельной меры акция по снижению ставки рефинансирования означает перекаldывание исполнительными властями задачи структурной перестройки и выбраковки реперспективных производств на плечи банков со всеми сопутствующими рисками при выборе объектов кредитования.

В результате перед банками нависает угроза как потери доходов от кредитования в результате снижения его доходности, так и усиления рискованности кредитной деятельности ввиду необходимости несения всех

рисков в рамках увеличившегося кредитного портфеля в условиях неопределенности в реальном секторе.

В целом оценка тенденций экономического развития и намерений исполнительных властей позволяет говорить об усилении сложных, противоречивых тенденций в денежной и бюджетно-кредитной сферах, определяющих качественно худшие и нестабильные условия "еятельности банков 1997 г. Это:

- дальнейшее снижение доходности основных финансовых инструментов при общей тенденции к снижению ее уровня;
- сокращение доходов в сфере коммерческого кредитования в условиях неснижающихся кредитных рисков;
- более четко обрисовывающаяся перспектива лишения банками бюджетных средств.всех уровней;
- снижение остатков средств на счетах корпоративных клиентов;
- дальнейшее обострение конкуренции банков за ресурсы клиентов и бюджетные средства;
- ускорение процесса разорения слабых банков.

Все это означает, что устойчивость и выживаемость банков во второй половине 1997 года будет, как никогда ранее, определяться способностью изыскивать новые ниши на финансовых рынках, повышать качество и расширять ассортимент предоставляемых услуг, а также их агрессивностью в конкурентной борьбе за клиентов и рынки. Необходимость минимизации кредитных рисков подтолкнет банки к изысканию новых форм работы с потенциальными ссудозаемщиками, в том числе будет стимулировать процесс формирования вокруг банков групп предприятий — надежных заемщиков.

Ситуация на финансовых рынках

Ситуация на финансовых рынках будет формироваться под воздействием следующих основных факторов: дальнейшего снижения уровня инфляции при умеренном увеличении объема обращающейся денежной массы, сдерживания темпов роста курса доллара, резкого уменьшения ставки рефинансирования ЦБ РФ.

Как отмечалось выше, в условиях сохранения сформировавшихся с середины второго квартала 1997 года тенденций к снижению процентных ставок на основных финансовых рынках уменьшение ставки рефинансирования может решающим образом повлиять на падение доходности основных финансовых инструментов.

1. Рынок МБК

События, происходившее на рынке межбанковского кредитования на протяжении II квартала, еще раз подтвердили его зависимость от конъюнктуры рынка государственных ценных бумаг. Ситуация, при которой рынок ГКО-ОФЗ испытывал в апреле традиционную "для этого времени года потребность в дополнительных ресурсах, спровоцировала увеличение спроса на однодневные МБК со стороны первичных дилеров, что привело к росту цен. При этом ценовые пики фиксировались в середине недели в дни проведения первичных аукционов госбумаг.

В мае-июне дефицит рублевой ликвидности сменился избытком рублей и, соответственно, снижением цен. Эти события произошли благодаря существенному снижению доходности рынка государственных ценных бумаг, в результате чего основные операторы рынка выходили в "деньги".

Срочная структура рынка МБК не претерпела значительных изменений. По-прежнему в секторе среднесрочных и долгосрочных кредитов заключается мало реальных сделок и большую часть оборота составляют однодневные МБК.

В III квартале 1997 года можно ожидать продолжения тенденции дальнейшего понижения процентных ставок на рынке МБК, а также роста объемов рынка. Вместе с тем не исключена ситуация опережающего спроса на ликвидные ресурсы со стороны слабых банков, соответственно, локальных всплесков процентных ставок:

Таблица 1. Динамика процентных ставок на рынке МБК
(средневзвешенная доходность за месяц, рассчитанная по выборке INSTAR)

	Янв.	Фев.	Март	Апр. I	Май	Июнь	Июль I	Август	Сент.
1 день	19,44	24,21	30,33	26,5	13,7	14,2	15,2	13,5	1,8
7 дней	25,42	27,06	29,26	30,3	22,9	18,6	17,0	16,2	15,9
14 дней	30,87	32,77	28,55	27,5	24,6	18,5	18,2	16,5	14,9
30 дней	30,65	29,83	30,46	29,3	27,0	20,4	20,4	19,7	19,4

2. Рынок государственных ценных бумаг

Меру Правительства РФ и ЦБ РФ по снижению доходности рыночных инструментов (снижение ставки рефинансирования, уменьшение спекулятивной составляющей валютного рынка и рынка госдолга, связанное с внедрением режима двусторонних котировок, понижение лимита валютной доходности для нерезидентов) внесли серьезные коррективы в конъюнктуру рынка во II квартале 1997 года и определили основные тенденции его развития на ближайшие перспективы.

В условиях несколько преждевременного достижения рынком в мае—июне уровня доходности в 20 % годовых (планируемого денежными властями лишь к концу года) можно ожидать отток российских денег с рынка гособлигаций. На внутреннем рынке объектом вложения могут стать рынки акций, муниципальных облигаций, а также фьючерный рынок и рынок векселей. Однако эти сегменты фондового рынка являются пока недостаточно емкими и ликвидными, чтобы "оттянуть" на себя значительные средства и реально повлиять на конъюнктуру в секторе гособлигаций.

С учетом этих обстоятельств в III квартале 1997 года на рынке ГКО-ОФЗ будет преобладать тенденция к продолжающемуся снижению доходности.

Таблица 2. Проп J3 динамики средневзвешенной доходности ГКО-ОФЗ без учета налоговых льгот ^ в % годовых)

	I Дек.	Янв. I	Февр.	Март	Апр.	Май	Июнь	Июль	Август	Сент.
до 30 дней	25,22	21,83	21,65	26,62	28,31	20,46	19,42	17,99	16,90	15,88
до 90 дней	34,48	30,16	25,57	29,49	30,56	25,11	17,43	17,68	16,93	16,66
до 180 дней	36,62	32,24	28,57	31,04	30,70	25,16	22,27	20,64	19,31	18,65
св. 180 дней	37,58	33,61	29,57	30,85	32,35	28,65	20,50	20,68	19,54	19,34

3. Рынок облигаций внутреннего валютного займа (ВВЗ)

В течение II квартала произошли события, которые можно расценивать как позитивные долгосрочные факторы, определяющие ситуацию на рынке российских внешних долговых обязательств. Это улучшение отно-

шений Запада с Россией после встречи в Денвере, принятие принципиального решения о вступлении России в Парижский клуб, размещение на выгодных условиях третьего транша евробондов и ожидаемое в начале осени повышение странового рейтинга России. Эти изменения, а также перспектива вступления России в Организацию экономического сотрудничества и развития позволяют говорить о пересмотре уровня доходности рынка ОВВЗ в сторону его возможного уменьшения.

Таблица 3. Динамика среднемесячной эффективности доходности к погашению в % годовых в \$ США по действующим траншам облигаций ВВЗ

	январь 97	февраль 97	март 97	апрель 97	май 97	июнь 97	июль 97	август 97	сентябрь 97
3 транш	11,03	9,57	10,20	11,18	10,52	7,2	7,22	7,02	6,82
4 транш	12,25	11,40	11,48	12,40	12,20	10,7	10,65	10,45	10,27
5 транш	12,78	12,20	12,25	13,04	12,68	11,7	11,57	11,41	11,27
6 транш	12,68	12,03	12,05	12,90	12,57	11,6	11,32	11,14	10,98
7 транш	12,90	12,40	12,15	Ш > 6	12,61	11,6	11,39	11,23	11,09

•4 Сфера коммерческого кредитования

Сохраняющаяся неопределенность в экономическом положении страны и отсутствие позитивных перемен в решении проблемы нехватки денег, в экономике позволяют говорить о сохранении в 1997 г. высокой премии за риск и, соответственно, высокой стоимости денег для заемщиков. Несмотря на усилия Правительства РФ по выталкиванию денег в реальный сектор, финансовые институты по-прежнему с настороженностью относятся к кредитованию производства, что вызвано большими рисками и неудовлетворительным финансовым состоянием большинства предприятий.

Учитывая продолжающуюся политику снижения темпов инфляции, спросовые ограничения со стороны субъектов экономики и регулирующую составляющую снижения ставки рефинансирования до 24 %, можно ожидать в 1997 г. существенного снижения процентных ставок по кредитам клиентам.

Таблица 4. Динамика процентных ставок по ссудам прямым заемщикам по регионам РФ (Процентные ставки по реально предоставленным кредитам)

Район, город	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
Восточно-Сибирский (Красноярский край, Иркутская, Читинская области, респ. Бурятия)	93,1	73,2	80,3	72,9	65,3	61,0	56,7	50,6	45,1
Дальневосточный (Приморский край, Хабаровский край, Камчатская, Сахалинская области, респ. Саха (Якутия))	78,2	77,7	53,3	69,9	56,1	56,7	52,7	47,0	41,9
Западно-Сибирский (Кемеровская, Новосибирская, Омская, Тюменская, Томская области)	59,2	57,6	49,4	60,2	50,5	48,6	45,2	40,3	35,9
Северо-Западный (Санкт-Петербург, Новгородская, Псковская область)	73,9	67,5	62,6	63,6	60,5	55,0	51,1	45,6	40,7
Уральский (Респ. Башкортостан, Курганская, Оренбургская, Пермская, Свердловская, Челябинская области)	51	55,5	46,2	49,5	47,4	42,5	40,2	35,8	32,0
Поволжский (Астраханская, Волгоградская, Самарская, Саратовская области, респ. Татарстан)	67,5	61,2	55,6	47,4	45,2	43,2	40,2	35,8	32,0
Москва	58,8	56,2	49,2	51,4	46,6	41,1	38,2	34,1	30,4
Центрально-Черноземный (Воронежская, Липецкая область)	53,3	55,5	47,4	47,5	47,1	41,2	38,3	34,2	30,5

5. Рынок банковских депозитов

В соответствии с динамикой ставки рефинансирования и доходности на основных финансовых рынках летом 1997 г. ставки по депозитам юридических и физических лиц будут, скорее всего, постепенно снижаться.

Таблица 5. Динамика процентных ставок по рублевым депозитам физических лиц

Район, город	Янв.	Февр.	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Авг.	Сент.
Северо-Западный	37	31,6	20,5	20,5	16,8	23,8	20,5	19,4	17,3
Уральский	27,6	25,4	18,4	31,5	20,1	15,0	15,3	14,8	14,4
Центрально-Черноземный	28	26,5	19,9	26,5	16,7	14,3	14,7	14,2	14,1
Западно-Сибирский	24,9	28,8	20,8	21,7	24,6	15,8	16,3	15,9	15,0
Москва	34,6	29,9	25,3	24,1	22,7	18,7	18,5	17,2	15,6
Поволжский	24,3	26,8	21,7	24,3	19	15,9	16,1	15,8	15,1
Дальневосточный	25,4	25,7	19,9	26	20,9	18,8	18,3	17,0	15,5
Восточно-Сибирский	22,5	19,3	19,9	19,9	17,8	16,2	15,8	14,9	14,5

Таблица 6. Динамика процентных ставок по рублевым депозитам юридических лиц

Район, город	Янв.	Февр.	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Авг.	Сент.
Северо-Западный	30,6	45,5	29,6	24,6	26	41,9	25,1	23,7	22,6
Уральский	33	28,4	21,2	37,5	23,5	14,5	18,8	17,5	16,6
Центрально-Черноземный	38	32	31,3	26,3	23,5	26,1	2*1,2	19,9	19,0
Западно-Сибирский	30,6	27,8	26,4	22,4	22	40,1	22,8	21,7	20,8
Москва	27,4	23,9	23,5	20,6	18,4	16,1	16,6	15,6	14,9
Поволжский	29,2	21,4	28,7	24,3	21,9	16,7	17,4	16,9	16,1
Дальневосточный	25,4	51,5	30,1	27,2	21,3	23,6	19,2	18,1	17,2
Восточно-Сибирский	29,9	31,1	24,2	27,4	24,9	22,4	20,8	18,6	16,6

6. Рынок корпоративных ценных бумаг

Тенденция к расширению и росту котировок на рынке акций сохранится и летом 1997 г. Можно говорить о поступательном движении вверх котировок акций 1-го эшелона (куда входят наиболее ликвидные акции таких эмитентов, как Мосэнер!, РАО ЕЭС России, Газпром, БК ЛУКОЙЛ, Ростелеком, НК Сургутнефтегаз и т.д.) и менее ликвидных акций 2-го эшелона.

В настоящее время американские инвесторы, помимо традиционного интереса к "blue chips", обращают пристальное внимание на многие акции 2-го эшелона, эмитентами которых являются предприятия следующих отраслей:

- металлургия;
- деревообработка;
- строительство;
- электротехническая промышленность;
- аэрокосмическая индустрия;
- транспорт;
- пищевая промышленность;
- автомобильная промышленность;
- трубопроизводство.

Таблица 7. Прогнозируемая динамика изменений оборотов торгов и котировок акций в РТС (январь 1997 г. - 100 %)

Индексы	Янв.	Февр.	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Авг.	Сент.
Обороты торгов в РТС	100%	79%	70%	75%	65%	84 %	86 %	83%	92%
Изменения котировок 1-й группы наиболее ликвидных акций	100 %	124 %	125 %	117 %	147 %	166 %	169 %	166 %	177 %
Изменения котировок 2-й группы менее ликвидных акций	100 %	96 %	94 %	94 %	98 %	114%	113%	112%	115%

7. Рынок ценных бумаг региональных эмитентов

В 1996 г. было зарегистрировано 38 эмиссий облигаций субъектов федерации и муниципальных органов власти на сумму 10,76 трлн руб., в первом квартале 1997 г. 24 эмиссии на сумму 4,72 трлн руб. Однако наибольший прирост ожидается во втором и, особенно, в третьем квартале 1997 г. главным образом за счет эмиссии региональных еврооблигаций (\$ 1,8 млрд) итак называемых "сельских" облигаций, выпускаемых субъектами федерации в счет погашения задолженности федеральному бюджету по товарному кредиту за 1996 г. (9 трлн руб.). В результате общий объем эмиссии региональных облигаций может составить за эти два квартала не менее 30 — 35 трлн руб., что составляет около 25 % от величины бюджетных доходов регионов (с учетом трансфертов) за указанный период.