

Бурного восстановления не будет

Журнал [«Эксперт» №38 \(675\)](#), 5 октября 2009

Татьяна Гурова, первый заместитель главного редактора журнала «Эксперт»
Марина Тальская, корреспондент журнала «Эксперт»

Нашу экономику ожидает умеренный, почти символический рост

Российским предприятиям предстоит еще раз скорректировать свои затраты, в частности сократить трудовые издержки и фонд оплаты труда. Кроме того, им придется учиться жить на собственные средства: кредитная активность банков в ближайшие месяцы вряд ли восстановится. Да и сами банки не застрахованы от очередной встряски, полагает руководитель направления анализа денежно-кредитной политики и банковской системы ЦМАКП Олег Солнцев.

Внутренний спрос еще ужметяся

— Каковы ваши ожидания на конец года с точки зрения экономического роста?

— Предположительно рост ВВП за второе полугодие 2009 года составит три-четыре процента в годовом выражении со снятой сезонностью.

Основных факторов роста два. Первый — возобновление спроса на запасы. Начиная с четвертого квартала 2008-го по середину текущего года у нас происходило сокращение производственных запасов, сделанных предприятиями еще в докризисный период, в надежде на продолжение роста. Так, с конца 2007-го и по первую половину 2008 года объем запасов сильно вырос относительно объема производства. В середине 2008 года началось торможение производства, а предприятия не успели к этому адаптироваться: не имея возможности реализовать товар быстро, они его накапливали в надежде на то, что конъюнктура будет оставаться благоприятной и можно будет реализовать товар по высоким ценам. Но эти ожидания не оправдались. И, видя ухудшение конъюнктуры, предприятия стали распродавать накопленные запасы готовой продукции, а также тратить запасы сырья и материалов. Это привело к тому, что выпуск новой продукции сильно упал — существенно сильнее, чем сжались рынки.

— Сейчас уровень запасов уже нормализовался?

— Да, и, я думаю, сейчас может даже начаться некоторое восстановление их объема. Прекращение сжатия производственных запасов и станет первым фактором, который будет подталкивать экономику к росту.

Второй фактор — оживление внешних рынков. Начиная со второго квартала объем экспорта у нас растет. На показатели роста влияет ценовой фактор, но не он один. На некоторых рынках, где в начале кризиса наблюдалось существенное проседание (металлургия, например), со второго квартала мы видим устойчивый рост экспорта. Тенденция, по всей видимости, будет сохраняться, поскольку существуют развивающиеся рынки — в первую очередь Китай, который по-прежнему быстро растет и создает возможности для расширения экспорта.

нередко градообразующие предприятия. То есть там действует «политический фактор», который тормозит сокращение издержек, в частности путем сокращений.

— И вы предполагаете, что должна произойти дальнейшая коррекция количества занятых и, соответственно, доходов населения?

— Да. Правда, процесс будет идти относительно медленно. Потому что основной канал — обесценение зарплаты вследствие роста инфляции — у нас не очень работает. А если посмотреть мониторинг Минздравсоцразвития, то там в числе уволенных зафиксирована достаточно высокая доля вновь трудоустроенных на тех же предприятиях. По всей видимости, активно идет изменение штатных расписаний, когда людей не увольняют напрямую, а просто переводят на новые должности с более низкой ставкой. Это позволяет «соблюсти политес» — не выставлять работников за ворота предприятия, но в то же время снижать издержки промышленного выпуска.

Но так или иначе, процесс снижения трудовых издержек будет идти, и в свете этой тенденции можно ожидать, что потребительский рынок будет оставаться слабым.

Второй момент, способный замедлить рост, — инвестиции. В течение двух месяцев мы наблюдаем некий отскок вверх по инвестициям, до этого снижавшимся в течение почти года. Точнее, в июле был отскок, а в августе они просто не упали. На первый взгляд их снижение вроде бы прекратилось. Но есть ощущение, что это не новая тенденция, а именно отскок. Он связан с тем, что возникла возможность завершить зависшие проекты, в частности в строительстве. Компании видят, что банки занимают конструктивную позицию, что они не склонны идти на процедуры банкротства и в целом готовы реструктурировать долги и даже входить в активы. Вот и пытаются завершить те проекты, которые были запущены в докризисный период, чтобы иметь возможность получить прибыль. Поскольку понятно, что цена недостроя и цена готового объекта, даже если он малоликвиден, — это две большие разницы.

В целом со второго квартала у компаний стала появляться прибыль. Динамика ее очень хаотична, но есть отрасли, у которых прибыль стала оживать, например пищевка, ТЭК, нефтепродукты, добывающая часть металлургии. Как ни странно, в строительстве наблюдается выход из убыточности. И если рассматривать ситуацию не по промышленности, а по экономике в целом, то начиная с марта убытки прекратились. А появление прибыли также дает передышку, позволяющую завершить проекты.

Кто-то вышел в прибыль...



Источник: расчеты ЦМАКП по данным Росстата

...кто-то сидит в убытках



Источник: расчеты ЦМАКП по данным Росстата

— В торговле есть целый ряд примеров совершенно живых инвестиций. Sela запустила инвестиционный проект — в малых городах они открывают свои магазины. Другой пример — [«Магнит»](#). «Эксмо» собирается развивать книжную сеть. «Ральф Рингер» тоже сообщает о запуске брендовой торговой сети. Думается, что в пищевке такие же процессы происходят.

А что тогда не так? Инвестиции мы видим, прибыль мы видим, спрос со стороны Китая мы видим. Что не нравится?

— По инвестициям, на мой взгляд, это в чистом виде отскок, который связан с тем, что просто перестало быть очень плохо. Для того чтобы пошли устойчивые, настоящие инвестиции, необходимо, чтобы нарисовались перспективы роста рынка. А пока непонятно, где они будут возникать, эти перспективы, кроме, разве что, внешних рынков. Но даже и на внешних рынках перспективы роста спроса существенно слабее тех, что рисовались тогда, когда инвестпланы разрабатывались. И сейчас существует, например, риск, что если в Китае тоже возникнут какие-то колебания, то он, как крупный игрок, в том числе крупный производитель металла, легко может превратиться из источника спроса в источник чистого предложения. Инвестиции пойдут вслед за устойчиво расширяющимися рынками. А перспектив устойчивого расширения пока не видно.

Еще один шанс роста мог бы быть связан с возможностью проводить импортозамещение и расширять экспорт на тех внешних рынках, где мы раньше были представлены плохо. Возродить такую микроэкспансию в несырьевых сегментах, которая у нас наблюдалась с 2003-го по 2006 год. В этот период по огромному количеству товарных позиций, в том числе самых экзотических (например, суда рыболовные, генераторы переменного тока высокой мощности, шины, части гидротурбин и многое другое), наши предприятия сильно увеличили свою долю на внешних рынках. Эта доля, правда, выросла весьма символически: от, условно говоря, копейки до десятикопейки, но тем не менее. И это происходило в условиях укрепляющегося рубля.

Сейчас же — не хочется произносить такое страшное слово, — но рубль с точки зрения подобных целей недодевальвовали. Эффект от управляемой девальвации, которая была запущена в конце прошлого года и продолжалась до середины февраля, на самом деле очень мизерный для ценовой конкурентоспособности. По состоянию на август к дооктябрьскому уровню рост реального эффективного курса составил всего лишь порядка шести процентов. А сейчас курс еще немножко укрепился. И если он будет стоять на месте, с учетом того, что инфляция какая-никакая все же есть, к концу года запас сведется где-нибудь к двум процентным пунктам. А в следующем году он и вовсе исчезнет. То есть по состоянию соотношения цен на внутренних и внешних рынках мы вернемся к уровню, который был перед девальвацией. Поэтому возможность задействовать эффект импортозамещения и повышения конкурентоспособности в тех сегментах, где мы недостаточно хорошо представлены, выглядит проблематичной.

— В 2003 году курс рубля тоже уже был достаточно высоким: эффект девальвации 1998-го был исчерпан еще в 2001–2002 годах. То есть в целом в начале следующего года по курсу рубля мы окажемся в той же самой позиции, что и в 2003-м. А именно этот период вы обозначили как период микроэкспансии на внешних рынках.

— Тогда на внешних рынках была заметно более мягкая ситуация. Экономике очень быстро расширились, поэтому всем оставалось место для того, чтобы на эти рынки заходить. Сейчас конкуренция будет очень жесткой, не говоря уже о протекционизме. Поэтому здесь, я думаю, ситуация будет сильно хуже.

— Что это значит с точки зрения весны? Вы предполагаете, что после трех-четырёхпроцентного роста мы получим ноль?

— Близко к тому. У нас есть несколько сценариев развития. Мейнстримовский подразумевает небольшой плюс, прирост по ВВП где-то 1,1 процента. При более благоприятной обстановке возможен рост до 2,3 процента. Это, конечно, не спад, но и назвать это бурным ростом нельзя, особенно с учетом того, что будет работать эффект довольно скромной базы 2009-го. Никакого восстановления бурными темпами мы не видим.

Оборот без капитала

— Вы недавно высказали очень важную идею, связанную с тем, что компании будут вынуждены перейти к самофинансированию оборотного капитала. Что расширенная кредитная деятельность, которую мы наблюдали в последние годы, еще долгие месяцы будет невозможна. Откуда у компаний возьмутся деньги для обеспечения оборотного капитала?

— По разным отраслям картина неравномерная, но в целом по обрабатывающей промышленности оборотный капитал как просел в минус в начале года, так в этом минусе и существует. В конце четвертого квартала 2007 года доля собственных средств предприятий в оборотном капитале составляла 7,9 процента, к концу полугодия нынешнего года — минус 3,8 процента. Прежних почти восьми процентов тоже не хватало, и предприятия добирали за счет заимствований. Где-то 55 процентов из недостающих средств приходилось на банковские займы, оставшийся дефицит закрывался за счет заимствования у других компаний. Фактически предприятия работали на одолженном оборотном капитале. Сейчас вклад кредиторской задолженности в формирование оборотного капитала не растет.

Собственные средства ушли в минус



— При этом доля банковских кредитов в оборотном капитале выросла с 50 до 61 процента.

— Это отчасти эффект переоценки кредитов. Те, что номинированы в валюте, сильно подорожали.

— Если вернуться к источникам финансирования оборотного капитала, вы считаете, что нужно выйти по меньшей мере на прежние уровни, на долю собственных средств около восьми процентов?

— Я думаю, что этот уровень должен быть выше.

— А как этого достичь? Не очень понятно, за счет чего предприятия могут сейчас стать еще прибыльнее. То есть они должны стать еще экономнее и эффективнее? А за счет чего они могут стать эффективнее, если нет растущих рынков?

— Вот здесь цепочка-то и замыкается: для достижения большей эффективности необходимо дальнейшее сокращение трудовых издержек, что вызовет новую коррекцию на внутренних рынках.

Есть еще некий дополнительный фактор самофинансирования оборотного капитала, связанный с тем, что поскольку у нас объемы производства сократились, то теперь предприятиям требуется меньше оборотного капитала, чем раньше. Тем более что раньше оборотный капитал был несколько перегрет из-за избыточных запасов. Поэтому еще есть возможность оборотный капитал сокращать и, сокращая его, сокращать в том числе спрос на кредиты.

— Чтобы сократить потребность в оборотном капитале, можно ускорить обороты.

— Сейчас оборот как раз замедлился, именно в силу того, что компании не успели скорректировать полностью новые потребности в оборотном капитале. Хотя, конечно,

ускорение оборота — это тоже возможность для снижения издержек, возможность поддержать собственные оборотные средства и одновременно сократить зависимость от кредита.

Я думаю, что процесс выхода из минуса по доле собственных средств в оборотном капитале будет достаточно плавным. С одной стороны, будет играть свою роль постепенное повышение рентабельности, связанное с оптимизацией издержек. А с другой — скажется собственно сокращение спроса на оборотный капитал, что позволит частично снижать издержки, а частично погашать взаимозачеты. Потенциал этого пути, наверное, не очень масштабный, потому что сейчас производство снизилось и спрос на оборотный капитал действительно сократился. Но если мы исходим из гипотезы, что во втором полугодии ситуация скорректируется вверх, то эта логика работает.

Почему так важен выход из этого минуса? Он важен с точки зрения обеспечения устойчивости самих предприятий, чтобы у них возникали в том числе и стимулы к дальнейшему инвестированию. Потому что в противном случае предприятия оказываются не то чтобы под угрозой банкротства, но их финансовая устойчивость будет под вопросом. То есть они будут постоянно зависеть от пролонгирования кредитов, с одной стороны. С другой — они будут находиться под постоянной угрозой вхождения банка в активы. А это всегда неясность — что новый собственник планирует вытворять на предприятии, насколько эффективно сможет управлять им.

Я думаю, что этот процесс восстановления самофинансирования оборотного капитала растянется надолго и будет задерживать наступление фазы инвестиционно ориентированного роста. В отличие от кризиса 1998–1999-го, когда предприятия довольно быстро вышли в прибыль за счет эффекта девальвации и через сброс трудовых издержек. Все это было очень драматично и сильно ударило по народу, но у предприятий появилась прибыль, за счет которой они смогли и оборотный капитал нарастить, легко сократив зависимость от кредита, и инвестиции поддерживать. А сейчас, похоже, мы имеем существенно более застойную ситуацию, выход из которой будет долгим и мучительным.

Ресурсная дыра

— Вот эта современная лояльность банков по отношению к заемщикам, которых они не банкротят, а продолжают пролонгировать им кредиты, она за чей счет получается в итоге?

— За счет банков, разумеется.

— Как долго это может продолжаться? Не спровоцирует ли вторую волну проблем в банковском секторе?

— Объем имущества, которое «вешается» на балансы банков, с начала кризиса достаточно быстро растет. Сейчас он составляет около восьми процентов кредитного портфеля, а до кризиса не достигал четырех. Доля раза в два выросла, хотя еще мала. Но я думаю, что этот процесс будет только нарастать.

Но основные факторы вероятности второй волны видятся все же в другом. Хотя сейчас царит этакий благостный настрой, в нашей финансовой системе сохраняются дырки, которые пока просто не дают о себе знать, потому что экономика пришла в какое-то движение, произошел отскок.

Первая проблема связана с разрывом по ликвидности в банковской системе. По существу, у нас давно сформировалась такая пирамида несоответствия срочности инвестиционных проектов, срочности кредитов, которые выделялись на эти инвестиционные проекты, и срочности ресурсной базы банков. В докризисный период многие инвестиционные проекты финансировались де-факто за счет коротких денег, которые проходили по счету «источник формирования оборотного капитала», потому что компании надеялись на пролонгирование, на рефинансирование этих долгов. На то, что можно перезанять. Кризис этот дисбаланс начал ликвидировать. Долги в итоге были пролонгированы. То есть срок долга принудительно был приведен в соответствие. Но с точки зрения ресурсной базы банков ничего не наладилось. Если мы посмотрим на средние сроки привлечения банками средств, то они примерно вдвое короче средних сроков кредитов. И сроки привлечения средств не растут. Плюс приток ликвидности через погашение ссуд резко сократился. Это еще мы говорим о срочности ссуд, которая отражена в балансе. Если же учесть пролонгирование, то нужно накидывать, корректировать разрыв по срокам в сторону увеличения.

Если случится какой-то шок, то банки, конечно, могут привлечь средства ЦБ и закрыть этот разрыв, благо инструменты действительно созданы, беззалоговое кредитование работает. Но проблема в том, чтобы эти средства Банку России обратно вернуть.



— Видимо, через какое-то время за счет погашения кредитов должна накопиться ликвидность, достаточная для того, чтобы не висел риск невозможности погасить краткосрочный кредит ЦБ.

— В принципе среднестатистический банк способен накопить такую ликвидность примерно за год. Вопрос в том, всякий ли банк сможет получить годичный кредит на закрытие бреши рефинансирования. Например, доступ к беззалоговым кредитам такой длины имеют далеко не все. В тяжелый момент прошлой осенью ЦБ подхватил ситуацию, но понятно, что он все-таки не атлант и не Геракл, поэтому долго удерживать ситуацию не может.

— Но когда и если дырка, о которой мы говорим, откроется, ЦБ явно будет давать деньги. Они не будут рушить экономику. Это же абсурд — сидеть и смотреть, как все только что спасенное начинает разваливаться. К тому же говорят, что у банков полно ликвидности.

— Свободная ликвидность существует. Но запас ее не может быть очень большим. Просто потому, что банк должен функционировать как банк. Ему ж нужно зарабатывать на чем-то. Наше тестирование показало, что если, условно говоря, немножко потрянуть ресурсную базу, не очень сильно, слабее, чем в прошлом году, то у нас достаточно значимое количество банков, около 35 процентов от совокупных активов, получит проблемы одновременно и с капиталом, и с ликвидностью. Те инструменты поддержки ликвидности, которые сейчас есть, по масштабу вполне достаточны. Но их нужно слегка оттюнинговать.

— Основная угроза второй волны — это проблема с ликвидностью, которая может обостриться из-за ножниц между сроками кредитов и ресурсной базой?

— Существует еще вероятность возникновения банковской паники. В прошлом году она возникла из-за девальвационных ожиданий. И этот фактор можно считать отработанным. Сейчас на первое место выходит ситуация с плохими долгами, которая часто становится источником банковской паники. Она может возникнуть спонтанно, по сценарию а-ля 2004 год. Тогда тоже было все спокойно, с ликвидностью вроде бы было все в порядке, по крайней мере она была существенно выше, чем сейчас. Экономика стабильно развивалась. И вдруг на ровном месте возникла банковская паника. Просто сработали репутационные риски. И сейчас достаточно какого-то нехорошего слуха о каком-то из банков, что находятся на грани по докапитализации (а таких банков среди крупных частных много, из них восемь явно балансируют на острие лезвия), чтобы запустить разрушительный механизм, когда вкладчики просто вынесут банки.

— Значит, надо каким-то образом не допустить этой паники.

— Плохие долги и плохие активы постоянно копятя на балансах банков. И в какой-то момент возможность, скажем так, маскировать их окажется ограничена. И в этом случае банковская паника может вышибить достаточно значимое количество банков.

Можно ожидать, что ситуация будет отбита с помощью инструментов рефинансирования, которые есть у ЦБ. Ну, может быть, не полностью, но как-то будет отбита. Но в итоге тенденция к сокращению чистого кредитования реального сектора получит второе дыхание. И здесь вместо такого слабого минуса мы получим минус более сильный. И может быть, на год вперед. В этих условиях предприятия могут не успеть адаптироваться к сильному сжатию источников финансирования оборотного капитала. Вопрос, успеют ли они к этому моменту нарастить собственный оборотный капитал. Если нет, это не самым лучшим образом скажется на экономическом росте.