

объемов вывозимой продукции был бы возможен на фоне роста инвестиций, однако этого не наблюдается, а меры поддержки несырьевого экспорта, только что обсужденные на заседании Правительства России, вряд ли могут дать немедленную отдачу.

При этом нам видится «на горизонте» еще одна серьезная проблема, которая может сыграть на понижение. В условиях перманентной девальвации национальной валюты банки, теоретически, должны устанавливать разрыв в процентных ставках между рублевыми и валютными вкладами примерно на уровне темпа девальвации. Банки, которые будут нуждаться в рублевых пассивах, должны этот разрыв увеличивать, а банки, нуждающиеся в валюте, – уменьшать. При 15%-ной девальвации рубля и ставках по валютным депозитам на уровне 2–3% это должно привести к тому, что ставки по рублевым депозитам (для обеспечения нейтрального отношения населения) должны выйти на 17–18%-ный уровень. Добавьте к этому банковскую маржу и после этого спросите себя, какие сектора экономики согласятся брать рублевые кредиты под 22–25%?

*Валерий Миронов, Вадим Канофьев*

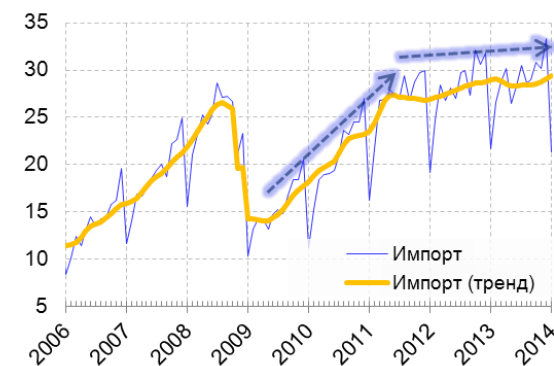
## Платежный баланс

### 4. Рост импорта и оттока капитала придавили рубль

*В январе 2014 г. импорт продемонстрировал рост, несмотря на девальвацию, которая еще больше ускорила бегство капитала из России.*

Девальвация рубля – естественный механизм выравнивания спроса и предложения на внутреннем валютном рынке. Мы ожидаем, что девальвация рубля, как минимум, должна привести к снижению стоимостных объемов товарного импорта. Однако данные за январь не позволяют нам говорить о начале этой тенденции.

**Рис. 4.1. Стоимость импорта товаров, млрд. долл.**



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В январе стоимость импорта в методологии платежного баланса, по нашим оценкам, составила 21,4 млрд. долл., что на 1,4% ниже соответствующего показателя за тот же период прошлого года. Сокращение импорта произошло за счет ввоза химической продукции (ее доля в импорте составляет около 16%), тогда как импорт машиностроительной продукции (почти половина всего импорта) в январе практически не изменился, а импорт продовольствия с сельхозсырьем (13%), наоборот, даже вырос.

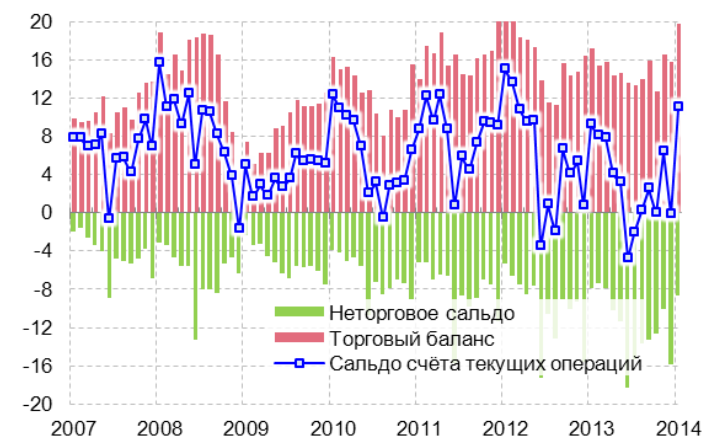
Однако единственным способом уловить разворот в тенденции импорта – анализ сезонно сглаженной динамики этого показателя. Но тут возникает некоторый субъективизм, связанный с выбором метода сезонного сглаживания и его спецификации<sup>4</sup>. Поскольку речь идет о ключевом факторе стабилизации ситуации на валютном рынке, мы рассмотрели множество различных вариантов выделения сезонности и пришли к выводу, что в январе сезонно сглаженный импорт подрос (примерно на 0,5%)<sup>5</sup>. При этом во всех случаях сохраняется слаборастущая тенденция с постепенно снижающимися темпами роста.

Мы считаем, что девальвация существенно не скажется на объемах российского экспорта, для которого гораздо важнее внешний спрос. При сохранении инерционной динамики в январе стоимость экспорта, по нашим оценкам, превысила 41 млрд. долл. (+6% год к году). Рост произошел за счет увеличения физических объемов экспорта топлива, позволивший компенсировать снижение

<sup>4</sup> Мы рассматриваем импорт в виде суммы сезонной, тренд-циклической и нерегулярной компонент. После устранения сезонной компоненты получается сезонно скорректированная динамика импорта, включающая нерегулярную компоненту. Изменение спроса на импорт, формируемое в условиях девальвации или экономического кризиса, в первую очередь, отражается на характере сезонного паттерна и нерегулярной составляющей. При выделении всех компонент мы использовали два самых распространенных метода сезонной корректировки – TRAMO/SEATS и X-12-ARIMA. Выбор модели и ее спецификаций осуществлялся на основе программы Demetra+.

<sup>5</sup> Сезонная компонента импорта очень волатильна (особенно в январе), что не позволяет говорить о сохранении этих темпов роста в ближайшее время. В этом случае мы больше ориентируемся на тренд-циклическую компоненту импорта.

Рис. 4.2. Сальдо счета текущих операций, млрд. долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

цен. В результате торговый баланс в первый месяц года вышел на максимальный уровень за последние два года – почти 20 млрд. долл.

За счет значительного торгового профицита в январе и сезонного сокращения дефицита по неторговым операциям<sup>6</sup> до 9 млрд. долл. (но к уровню прошлого года это выше почти на 10%) положительное сальдо счета текущих операций выросло до 11 млрд. долл. Однако спрос на валюту по финансовым операциям частного сектора оказался значительно выше. Поскольку объем валютных интервенций Банка России в январе составил почти 9 млрд. долл., можно предположить, что чистый отток капитала в этот период приблизился к 20 млрд. долл. А это заметно выше январских показателей прошлого года и уступает лишь оттоку капитала в период кризиса 2009 г.

В результате роста импорта и оттока капитала курсу рубля не оставалось ничего другого, как усиленно падать. В январе рубль обесценился по отношению к бивалютной корзине на 7,3%. Падение рубля было бы большим, если бы не поддержка Центробанка. В феврале давление на рубль несколько ослабло, и Банк России сократил среднеедневной объем валютных интервенций до 0,3 млрд. долл. против 0,5 млрд. долл. в январе. По предварительным оценкам, в феврале чистый отток капитала частного сектора может составить около 13 млрд. долл., что в полтора раза выше, чем годом ранее.

*Сергей Пухов*

## Бюджет

### 5. Бюджеты регионов в 2013 году

*Резкое сокращение темпов экономического роста с 3,4% в 2012 г. до 1,3% в 2013 г. негативно сказалось на региональных финансах, доходы которых оказались связаны с внутривосстийской конъюнктурой в большей степени, чем доходы*

<sup>6</sup> Услуги, инвестиционный доходы, оплата труда и трансферты.

**Рис. 4.3. Чистый отток капитала частного сектора, млрд. долл.**



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.