Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики

Центр развития

Комментарии о Государстве и Бизнесе

79

20 сентября – 3 октября 2014 г.

	Курс на кризис
Комментарии	
Циклические индикаторы	Опережающий индекс: а нефть-то снижается…
Деньги и инфляция	Инфляция бьёт многолетние рекорды
Мировые рынки	Все надежды на ОПЕК
Платежный баланс	Если не видишь проблем, это не означает, что их нет
Платежный баланс	Валютный курс: термометр для инвесторов и градусник для больного
Банки	Госрегулирование ставок: издержки слишком велики
Экономика в «картинках»	

Курс на кризис

В начале октября динамика цен на нефть, курса рубля и инфляции ухудшилась, пробив психологически важные отметки. Важно, что именно по этим показателям судят о состоянии экономики обычные граждане, то есть от них зависит потребительское и сберегательное поведение и ожидания населения.

Цена на российскую нефть упала до 92 долл./барр., потеряв с середины июня 7%. Формированию нисходящего тренда способствуют как долгосрочные факторы со стороны спроса (замедление экономик Еврозоны и Китая), так и краткосрочные факторы со стороны предложения (наращивание добычи в Ливии и Ираке, начало экспорта нефти из США). Вместе с тем страны-производители нефти на ноябрьской сессии ОПЕК будут рассматривать возможность снизить квоты с целью остановить падение цен. Очевидно, что наиболее чувствительное влияние динамика цен на нефть оказывает на российский бюджет. Базовой для проекта бюджета на 2015 год, внесенного в Думу на прошлой неделе, является цена 96 долл./барр., которая выше текущих уровней. Даже если цены на нефть не пойдут дальше вниз, это означает переход в иной режим функционирования бюджетной системы – от накопления к использованию ранее накопленных средств резервного фонда для финансирования расходов. По нашим оценкам, в негативном сценарии снижения цен на нефть до 85 долл./барр. в 2015 году дефицит федерального бюджета может составить 1,3% ВВП.

Ускорение девальвации рубля, который к настоящему времени обесценился до уровней 40 руб./долл. и 50 руб./евро связано с динамикой нефтяных цен лишь отчасти. Устойчивость платежного баланса в последнее время страдает по всем направлениям. Ухудшение структуры экспорта, в том числе под воздействием западных санкций, сопровождается снижением доверия инвесторов, ограничением доступа к ресурсам и соответственно усилением оттока капитала. В то же время объем собственных международных резервов Банка России без учета средств Минфина, не превышает 300 млрд. долл. Такой объем резервов уже не позволяет Банку России проводить масштабные интервенции, в то же время как политика плавающего курса чревата повышенной волатильностью из-за сырьевой зависимости рубля. Практически при любом сценарии, кроме роста цен на нефть свыше 100 долл./барр. мы ожидаем в 2015 году продолжения девальвации.

По итогам сентября ослабление рубля и российские встречные санкции разогнали инфляцию до 8% в годовом выражении. В том числе рост продовольственной инфляции с исключением сезонного фактора ускорился с 0,4% в июле до 0,9% в августе и 1,6% сентябре, особенно выросли цены на подсанкционные товары. Это заставило нас пересмотреть годовую оценку инфляции на 2014 год до 8,5%, и до 6,5% в 2015 году в случае сохранения торговых ограничений.

Текущее ухудшение ключевых макропоказателей и оценки перспектив следующего года позволяют говорить, что российская экономика движется по кризисной траектории, и этот процесс пока только ускоряется.

Наталья Акиндинова

Комментарии

Циклические индикаторы

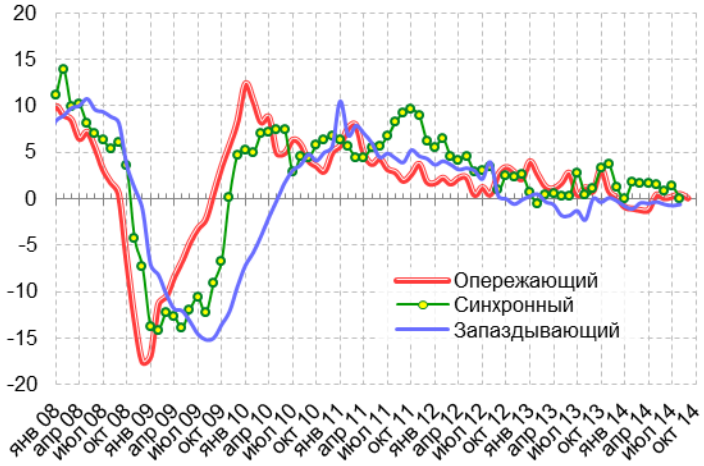
1. Опережающий индекс: а нефть-то снижается…

В сентябре Сводный опережающий индекс (СОИ) снизился почти до нуля, но все же остался в положительной области (+0,1%).[1]

Главным позитивным фактором в сентябре 2014 г. остался рост новых заказов (соответствующий индекс увеличился до 52,7%). Рост заказов может быть связан как с ростом госспроса, так и с возможным началом импортозамещения, спровоцированного введением взаимных санкций России и Запада. Обращает на себя, однако, внимание тот факт, что индекс закупок предприятиями сырья и материалов в сентябре (49%) оказался ниже 50%-ного критического уровня. Получается, что предприятия, нарастив портфель заказов, по какой-то причине сократили собственные закупки. Как бы не оказалось, что новые заказы порождены лишь охватившей многих эйфорией, и в будущем они так и не трансформируются в увеличение выпуска продукции…

Все остальные опережающие индикаторы также не дают поводов для оптимизма. Сентябрьская ускоренная девальвация рубля, несколько повысив конкурентоспособность отечественных производителей, одновременно обозначила увеличение рисков в российской экономике. О том же говорят высокий уровень процентных ставок (1-дневный MIACR около 8%) и падение фондового индекса РТС на 5,6% (причем, от и без того низкого уровня). Но главное, нефтяные цены плавно сползли к 95 долл./барр.! Если эта тенденция продлится

Рис. 1.1. Динамика сводных циклических индексов (прирост за год), в %



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

[1] В качестве компонент СОИ используются индексы New Orders и Quantity of Purchases для обрабатывающей промышленности (банк HSBC). Цены на московскую недвижимость: данные Аналитического центра «Индикаторы рынка недвижимости IRN.RU».

еще несколько месяцев, российский бюджет, а вслед за ним и вся экономика очень хорошо это почувствуют «кожей».

Так или иначе, в краткосрочном плане риск перехода российской экономики от стагнации к полноценной рецессии в сентябре стал немного больше.

Сергей Смирнов

Деньги и инфляция

2. Инфляция бьёт многолетние рекорды

Санкции и девальвация рубля привели к тому, что уже в сентябре инфляция превысила официальный прогноз МЭР и обновила трёхлетний максимум. Сохранение тенденции к ослаблению рубля должно обеспечить дальнейший рост годовой инфляции.

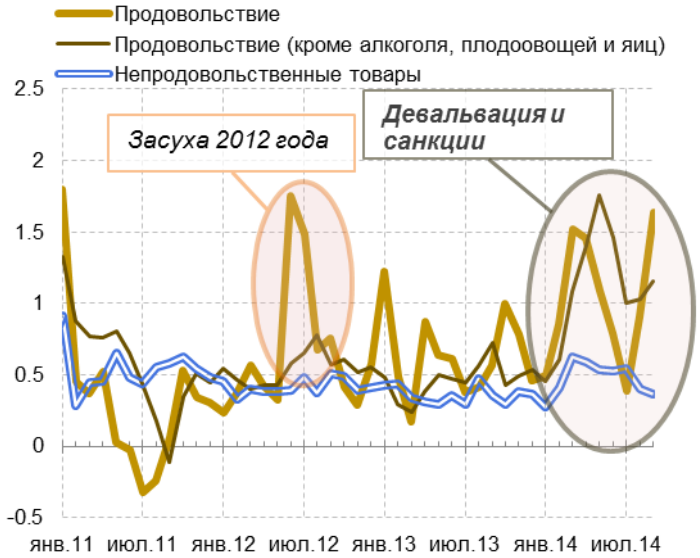
В сентябре 2014 г. годовая инфляция резко подскочила до 8,0% с 7,5% в августе, таким образом оставив позади официальный прогноз МЭР по инфляции на конец года (равный тем же 7,5%) и обозначив новый 37-месячный максимум. Столь внушительный скачок был обусловлен сильным ускорением текущей инфляции, которая выросла в сентябре до 0,7% с 0,2% в августе. В силу вступили не только сезонный фактор, но и последствия санкций в сочетании с ослаблением рубля.

Таблица 2.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %

	2013				2014								
	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен
В приростах за месяц													
Инфляция	0,2	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7	1,0	0,90	0,90	0,62	0,49	0,24	0,67
Базовая инфляция (Росстат)	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,8	0,87	0,85	0,77	0,62	0,64	0,87
Базовая инфляция (ЦР)	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,8	0,86	0,88	0,73	0,54	0,63	0,79
Базовая инфляция (Росстат), с.у.	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,8	0,96	1,00	0,93	0,72	0,63	0,67
Базовая инфляция (ЦР), с.у., в т.ч.	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,7	0,90	0,98	0,85	0,65	0,65	0,68
продовольственные товары, с,у,	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,1	1,41	1,76	1,46	1,00	1,03	1,15
непродовольственные товары, с,у,	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,5	0,51	0,47	0,43	0,41	0,38	0,35
платные услуги, с,у,	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	0,7	0,5	0,86	0,62	0,58	0,47	0,54	0,42
Непродовольственная базовая инфляция (ЦР), с.у.	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,60	0,50	0,47	0,43	0,42	0,37
В приростах за год													
Инфляция	6,1	6,3	6,5	6,5	6,1	6,2	6,9	7,3	7,6	7,8	7,4	7,5	8,0
Базовая инфляция (Росстат)	5,5	5,5	5,6	5,6	5,5	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	7,8	8,0	8,2
Базовая инфляция (ЦР)	4,8	4,7	4,7	4,8	4,7	4,9	5,3	5,9	6,5	7,0	7,3	7,5	7,8

Примечание. С.у. – сезонность устранена.
В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания.
Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 2.1. Динамика цен на продовольственные и непродовольственные товары (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), в %



Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Второй месяц действия российских продовольственных контрсанкций[2] ознаменовался продолжением разгона сезонно сглаженной продовольственной инфляции – до 1,6% против 0,9% в августе и 0,4% в июле (рис. 2.1). Неудивительно, что такое мощное ускорение было обеспечено именно товарами, на которые распространяются санкции. Так, сезонно сглаженный рост цен на плодоовощную

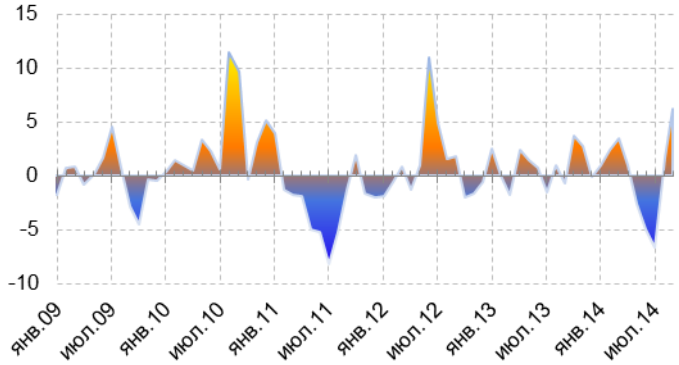
[2] Были введены 6 августа.

продукцию (рис. 2.2) в сентябре повысился до 6,2% (рост за один месяц!) с 1,7% в августе и -3…-7% в мае-июле (благодаря поступлению нового урожая летом произошла коррекция после сильного роста цен, наблюдавшегося с октября прошлого года). Рост цен на мясо и птицу ускорился до 2,3% в сентябре с 2,1% в августе и 1,5% в июле, на рыбу и морепродукты – до 1,8% в сентябре с 1,4% в августе и 1,0% в июле. Из числа молочных продуктов хорошо чувствовалось влияние санкций только на сыры (был запрещён импорт, обеспечивавший 30% потребления этого продукта), сезонно сглаженные цены на которые постепенно ускорили рост: 0,3, 0,8, 1,5% в июле-сентябре соответственно. При этом цены на жидкую молочную продукцию замедлили в августе-сентябре рост до 0,4% в месяц, а на сливочное масло вообще перестали расти. По-видимому, сказывается начавшееся весной ускоренное снижение цен на молоко на мировом продовольственном рынке.

Тем не менее сводный сезонно сглаженный индекс потребительских цен на подсанкционные продукты резко ускорил рост: с -0,8% в июле и 1,4% в августе до 2,6% в сентябре (рис. 2.3). Вклад этого роста в потребительскую инфляцию вырос с 0,2 п.п. в августе до 0,37 п.п. в сентябре. И это при том, что если бы не санкции (и ослабление рубля), то цены на эти продукты, вероятнее всего, снижались бы, внося, напротив, отрицательный вклад в инфляцию – ранее из-за сложной ситуации с молочной и плодоовощной продукцией наблюдался сильный рост цен на эти продукты, после чего в мае произошёл перелом тенденции и цены стали снижаться.

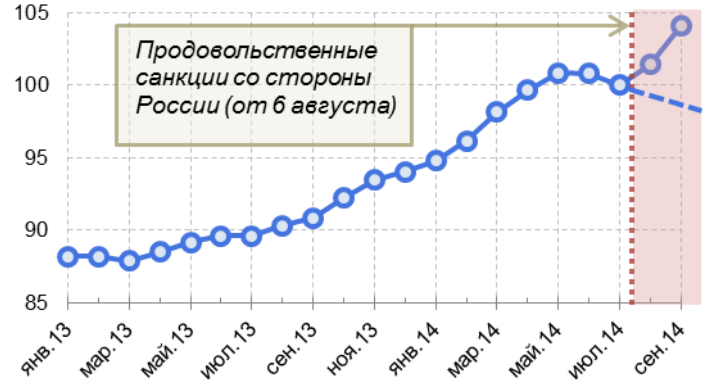
В непродовольственных товарах динамика сезонно сглаженных цен, напротив, стабилизировалась. После пиковых значений в марте-апреле (0,6%) на фоне первой волны девальвации этого года темпы роста опустились до 0,4% в августе-сентябре (рис. 2.1). По-видимому, стагнация розничного товарооборота в последние полгода (как в продовольственном, так и в непродовольственном сегменте) сильно ограничила возможность повышения цен, а возобновившаяся с середины июля девальвация рубля ещё не успела повысить ценники.

Рис. 2.2. Динамика цен на плодоовощную продукцию (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), в %



Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 2.3. Индекс цен на подсанкционные продукты (июль 2014 = 100, сезонность устранена), в %



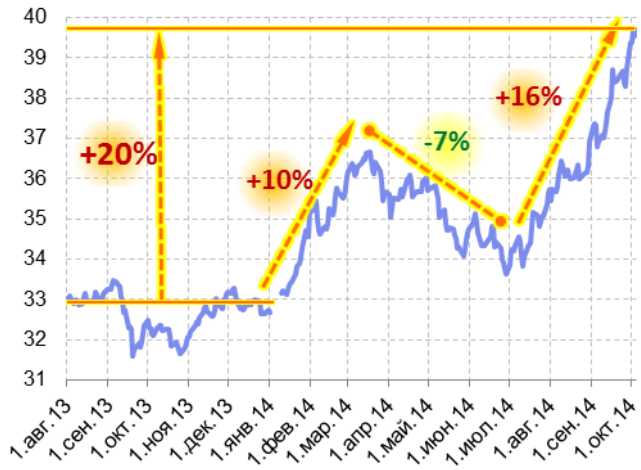
Примечание. Индекс рассчитывается по следующим продуктовым группам: мясо и птица, рыба и морепродукты, молоко и молочная продукция, сливочное масло, сыры, плодоовощная продукция. Взвешивание осуществляется при помощи весов, используемых Росстом для расчёта индекса потребительских цен.
Источник: CEIC Data, Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Гипотеза о сильном влиянии низкого спроса с ещё большей силой проявляется в другом сегменте потребительских расходов – услугах зарубежного туризма. Если во время первой волны девальвации цены на путёвки за рубеж практически в точности повторяли динамику курса, то примерно с мая цены практически не менялись. Но здесь спрос населения был ограничен гораздо сильнее, чем в случае с непродовольственными товарами – и не только из-за того, что цены в первом полугодии выросли сильнее (и не упали, несмотря на ревальвацию рубля), но и из-за массового банкротства туроператоров, что могло отпугнуть туристов.

В ближайшие месяцы инфляция продолжит оставаться повышенной. Во-первых, цены на подсанкционные товары продолжат расти повышенными темпами, хотя в части плодоовощной продукции мы допускаем возможность понижения текущих темпов роста к ноябрю-декабрю. Во-вторых, покорение долларом 40-рублёвой отметки (против 37-рублёвой в начале сентября) неизбежно перельётся в дополнительный инфляционный всплеск. По совокупности факторов по итогам года мы ожидаем разгона инфляции до 8,5%[3] с сохранением схожих годовых темпов в начале 2015 г. В то же время хорошей новостью является отказ от идеи введения с 2015 г. налога с продаж[4]. В результате, при отмене санкций и практически стабильном курсе рубля мы ожидаем инфляцию в 2015 г. на уровне 5,8%. В случае же сохранения действующих взаимных санкций и примерно 5%-ной девальвации[5] инфляция составит более 6,5%. А поскольку в 2015 г. вопрос о повышении налогового бремени неизбежно вернётся в повестку, то приблизиться к «мечте» Банка России в 4%, вероятно, мы не сможем ещё очень долго.

Николай Кондрашов

Рис. 2.4. Динамика курса доллара, руб.



Источник: Банк России.

[3] Наш прогноз был бы ещё выше, если бы не эффект высокой базы прошлого года – из-за дождливой осени и роста цен на мировом продовольственном рынке с октября 2013 г. в России наблюдалась повышенная инфляция.

[4] По нашим оценкам, введение налога с продаж прибавило бы к инфляции в 2015 г. от 0,5 до 1,2 п.п. – в зависимости от собираемости налога.

[5] Такая относительно небольшая девальвация будет возможна лишь при продолжении интервенций Банка России.

Мировые рынки

3. Все надежды на ОПЕК

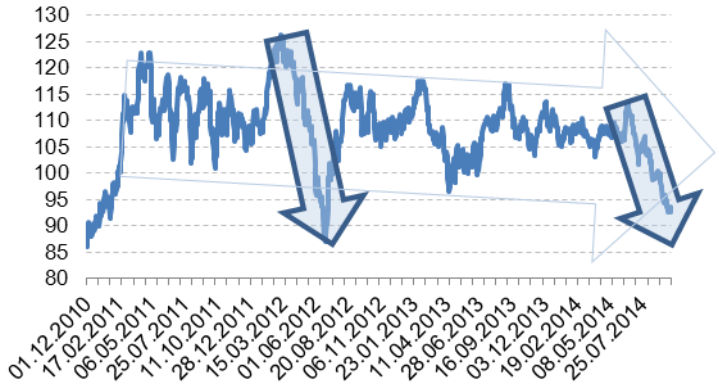
От ОПЕКа ждут снижения квот.

Тенденция снижения нефтяных цен в последние недели не изменилась. Стоимость одного барреля российской нефти опустилась ниже 93 долларов (рис. 3.1). С середины июня, когда началась новая тенденция, цены упали на 7%. Следует отметить, что тенденция достаточно устойчива и есть все шансы протестировать уровень 87 долл./барр., который не смогла преодолеть Urals в июне 2012 г. Если нынешний спад окажется кратковременным, как это было пару лет назад, долгосрочная тенденция остается понижательной – рост на 1–2 долл./барр. в год.

Если долгосрочная тенденция связана со слабеющим внешним спросом на сырую нефть со стороны стагнирующей Европы и замедляющегося Китая, то падение котировок в последние несколько месяцев обычно связывают с фактором предложения. Безусловно, наращивание добычи нефти в Ливии и Ираке играет важную роль в поддержании понижательной тенденции. Начавшееся снижение цен совпало с разрешением двум компаниям из США впервые за последние 40 лет отправлять на экспорт за пределы Северной Америки не только нефтепродукты, но и сырую нефть. Но еще одним немаловажным фактором является рост американской валюты на мировом валютном рынке, связанный с перетоком капитала в США, с дихотомией денежно-кредитной политики ФРС США и ЕЦБ, разнонаправленным движением процентных ставок.

Есть основания предполагать, что обвальное падение нефтяных цен близко к завершению. Во-первых, критический уровень нефтяных цен для бюджета ключевых мировых производителей нефти составляет примерно 70–90 долл./барр. Во-вторых, нельзя сбрасывать со счетов календарный фактор – наступление зимнего отопительного сезона. В третьих, геополитические конфликты, исламский экстремизм повышают риски перебоев в нефтедобыче в Персидском заливе.

Рис. 3.1. Динамика цен на российскую нефть, долл./барр.



Источник: Reuters.

Следует отметить, что только Саудовская Аравия в состоянии опустить цены ниже 70 долл./барр. и поддерживать их на протяжении длительного периода – резервный фонд королевства в июле оценивался в 742 млрд. долл., что в два раза больше, чем пять лет назад. К тому же за счет избыточных мощностей и роста объемов добычи можно в значительной степени компенсировать даже полуторакратное падение цен. Можно привести несколько оснований для такой политики – либо с целью вытеснения с рынка сланцевой нефти, добыча которой становится в этих условиях нерентабельной, либо во избежание потери доли рынка (Саудовская Аравия в августе сократила добычу нефти на 408 тыс. барр. в сутки, что является самым заметным снижением с 2012 г.) в условиях наращивания добычи независимыми производителями нефти. В конечном счете можно даже предположить маловероятное присоединение Саудовской Аравии к санкциям Запада против России.

Большинство гипотез может быть отсеяно уже на очередной ноябрьской конференции ОПЕК. Пока ожидается сокращение квот на 0,5 млн. барр. до 29,5 млн. барр. в сутки с 2015 г. Немного, но остановить падение нефтяных цен вполне возможно. Если дисциплина не подкачает…

Сергей Пухов

Платежный баланс

4. Если не замечаешь проблем, это не означает, что их нет

Выступая на форуме «Россия зовет», Президент России В. Путин упомянул о факторах стабильности экономики, среди которых оказался «крепкий платежный баланс». Так ли это?

Крепкий, прочный или, как мы называем, устойчивый платежный баланс базируется на трех китах:

– диверсификация экспорта;

– доверие инвесторов;

– достаточность резервов и/или плавающий валютный курс.

Отсутствие любого из трех китов повышает валютные риски и снижает устойчивость платежного баланса. По нашему мнению, события последних месяцев показали, что Россия растеряла практически все вышеперечисленные факторы устойчивости.

О диверсификации экспорта говорили давно, однако изменений к лучшему так и не произошло. Доля несырьевого экспорта (к которому можно отнести топливо, металлы, зерновые, древесину) с 2006 г. устойчиво держится на уровне 80% от всего экспорта (плюс-минус несколько процентных пунктов). В стоимостном выражении его объем в настоящее время составляет около 100 млрд. долл. Введение санкций против России, вялый рост европейской экономики и торможение роста в Китае может привести к снижению физических объемов несырьевого экспорта (равносильно потери части рынка), поскольку он крайне чувствителен к внешнему спросу – в отличие от экспорта сырьевых товаров, который малоэластичен по спросу и в большей степени определяется ценовой конъюнктурой.

Геополитический конфликт подорвал доверие к России, а западные санкции практически закрыли американский и европейский рынки капитала для российских компаний и банков. Прогноз суверенного кредитного рейтинга – негативный и не за горами его понижение до спекулятивного уровня. Чистый отток капитала растет и уже даже официальные оценки на текущий год оперируют трехзначными цифрами против 75 млрд. долл. в прошлом году.

Все надежды властей обращены к международным резервам. Действительно, в кубышке Банка России и правительства сейчас находится около 465 млрд. долл. Вроде бы не мало. Их объем полностью покрывает годовой объем импорта товаров и услуг. Но… До кризиса 2008 г. резервы достигали 600 млрд. долл. Еще пять лет назад обеспеченность резервами импорта товаров и услуг превышала 21 месяц. К тому же надо иметь в виду, что собственных средств Банка России в международных резервах сейчас не так уж много, чуть более 300 млрд. долл. (без СДР, резервной позиции в МВФ и золота – и того меньше – примерно 250 млрд. долл.)[6]. При таком подходе обеспеченность импорта собственными резервами Центробанка составляет около 8 месяцев. Для стран с развивающимися рынками это не так уж много. От дальнейшего сокращения резервов не спасет даже переход к плавающему курсу, который, как признал сам президент, не означает полного отказа от валютных интервенций.

Иными словами, запас прочности не так велик, как хотелось бы, а точнее близок к исчерпанию, и опасно этого не замечать.

Сергей Пухов

[6] Более подробно – смотри КГБ №75 за период 26 июля – 8 августа 2014 г.

Платежный баланс

5. Валютный курс: термометр для инвесторов и градусник для больного

Банк России более трех месяцев воздерживался от интервенций. За этот период бивалютная корзина выросла на 13,5% и вновь оказалась на верхней границе коридора. Пора подвести первые итоги свободного плавания.

В условиях устойчивого снижения цен стоимость российского экспорта товаров в методологии платежного баланса снизилась, по нашим оценкам, с 46 млрд. долл. в июле до 41 млрд. долл. в сентябре[7]. Одновременно наблюдалось резкое сокращение импорта. Стоимость ввозимых товаров в этот период упала с 29 до 24–25 млрд. долл. в последние два месяца. Динамика импорта после устранения фактора сезонности показывает, что в августе его стоимость снизилась почти на 6% на фоне падающего рубля и продуктового эмбарго. В целом торговый профицит в третьем квартале создавал иллюзию благополучия. Однако снижающийся импорт, как запаздывающий индикатор, свидетельствует о вероятном спаде деловой активности в стране, а дешевеющий рубль – это, своего рода, показатель температуры больного организма.

Неторговый дефицит, после июньского сезонного пика, в июле-августе не превышал, по нашим оценкам, 12–13 млрд. долл. в месяц. Относительно синхронная динамика в экспорте и импорте на фоне умеренного дефицита по остальным статьям платежного баланса способствовали стабильному притоку валюты в объеме 4–5 млрд. долл. в месяц по счету текущих операций.

[7] Стоит отметить завышенную стоимость экспорта в июле после резкого провала в предыдущий месяц. Это связано с оценками ФТС России волатильности физических объемов экспорта сырой нефти и нефтепродуктов в этот период. В то же время, согласно данным Минэнерго, таких скачков в экспорте сырой нефти не отмечено.

Поскольку Банк России в последние три месяца не проводил валютных интервенций, чистый отток капитала практически полностью соответствовал притоку валюты по текущему счету. В целом за третий квартал, по нашим расчетам, отток капитала не превысил 13 млрд. долл., что в два раза ниже по сравнению с предыдущим кварталом и почти в четыре раза меньше, чем в начале года. Столь небольшой по кризисным меркам чистый отток капитала может быть вызван, с одной стороны, сезонным снижением платежей по внешнему долгу, с другой стороны, частный сектор на растущем курсе доллара мог начать фиксировать прибыль от краткосрочных инвестиций в зарубежные активы. Иными словами, валютный курс в этом случае выступает в качестве термометра для инвесторов, показывая направления наиболее выгодного перемещения капитала.

Из всей этой мозаики нас больше всего интересует эластичность валютного курса по оттоку капитала. Фактически это первый достаточно продолжительный опыт свободного плавания при отсутствии валютных интервенций со стороны регулятора. Что-то похожее наблюдалось и ранее, в конце 2012 – начале 2013 гг., но тогда Центробанк все-таки присутствовал на рынке, хотя и небольшими объемами, не превышающими 1 млрд. долл. в месяц. В третьем квартале текущего года бивалютная корзина подорожала на 5,3 руб., то есть в расчете на каждые 2,5 млрд. долл. оттока БВК подешевела на один рубль.

Сергей Пухов

Банки

6. Госрегулирование ставок: издержки слишком велики

Всё слышнее раздаются голоса, требующие от Банка России активной политики по снижению процентных ставок по кредитам предприятиям. Но, игнорируя объективную экономическую реальность, можно добиться лишь разбалансировки экономики, что мы и наблюдаем в течение последнего года.

Вопрос об уровне процентных ставок и о возможности влияния на них со стороны Центрального банка является одним из самых комплексных в экономике. Этот уровень зависит как от внутригосударственных политико-экономических процессов, так и испытывает мощное влияние со стороны мировых рынков: товарного, валютного, а также рынка капитала. Попытки противостоять изменениям, происходящим на этих рынках, приводят к диспропорциям в экономике и дезорганизуют поведение экономических агентов.

В настоящее время отечественная экономика сталкивается с рядом серьёзнейших вызовов – как внешнего, так и внутреннего характера. Прежде всего, в сложившихся условиях локомотивом роста ставок в экономике выступают выросшие риски инвестирования. Кроме того, закрытие международных рынков капитала и снижение цен на продукцию российского экспорта приводит к объективному ослаблению курсу рубля, что провоцирует экономических агентов на осуществление сбережений в иностранной валюте. Это, в свою очередь, усиливает спрос на иностранную валюту и вызывает дальнейшее ослабление валюты национальной, приводящее к росту инфляции (то есть, запускается так называемая девальвационно-инфляционная спираль). Чтобы избежать вхождения экономику в подобное состояние, рубль должен оставаться привлекательной валютой для сбережений, чего можно добиться либо радикальным снижением рисков, либо существенным повышением всего ряда ставок по рублёвым активам. В ином случае финансовая система страны, а вслед за ней и реальный сектор оказываются разбалансированными и неспособными обеспечить устойчивый

экономический рост. Отметим, что аналогичная ситуация существовала в российской экономике в 90-е годы.

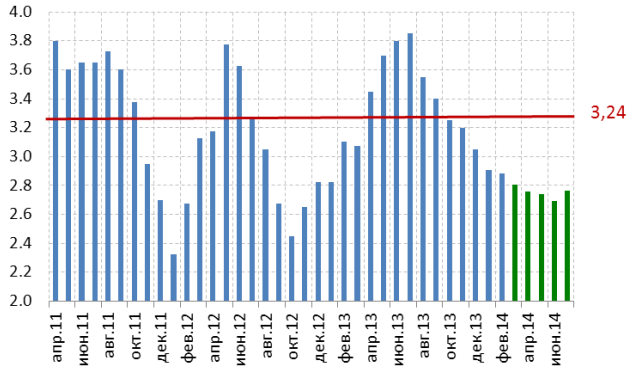
Что касается банковских ставок, то важным моментом является то, что в столь непростых условиях естественной реакцией на возросшие риски является рост рублёвых ставок по всем видам операций банков – не только по кредитным, но и по депозитным. Да, с одной стороны, в настоящее время заимствования обходятся предприятиям дороже, но с другой, они получают повышенный доход по средствам, размещённым в банках. В дальнейшем, в случае успеха государственной политики, направленной на снижение рисков, эти дополнительные средства могут быть использованы в качестве инвестиционного ресурса. При этом в условиях пониженного платежеспособного спроса на кредиты, банки вынуждены снижать свою процентную маржу. Этот процесс можно проиллюстрировать данными о динамике ставок по депозитам юрлиц на срок свыше года и по кредитам предприятиям реальному сектору на аналогичный срок (см. рис. 6.1).

Как видно из представленных данных, с момента начала процесса повышения Банком России ключевой ставки, маржа банков сокращалась, находясь на уровне существенно ниже среднего за предшествующий период (3,24 п.п.).

Также необходимо отметить, что опережающий рост ставок по привлечению депозитов юрлиц относительно кредитных, способствовал стабилизации ресурсной базы банковской системы: среднегодовые темпы роста депозитов предприятий не просто выросли относительно предыдущего периода, они также существенно опередили аналогичные темпы роста депозитов населения (см. рис. 6.2).

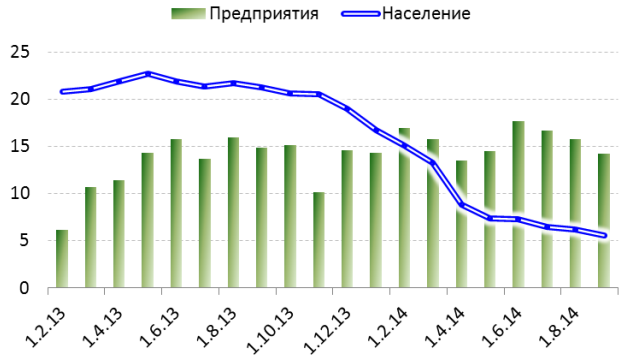
Основополагающей причиной столь разнонаправленной динамики являлось то, что банки не стали повышать процентные ставки по срочным вкладам населения адекватно росту рискованности этих операций. В результате домохозяйства, посчитав, что текущий уровень доходности депозитов не покрывает возросшие риски, просто отказались вкладывать средства в российскую банковскую систему.

Рис. 6.1. Разница между ставкой по кредитам и депозитам предприятий (в процентных пунктах), 4-месячная скользящая средняя



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

Рис. 6.2. Темпы прироста депозитов предприятий и населения с исключённой валютной переоценкой (год к году), в %



Источник: банковская отчетность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

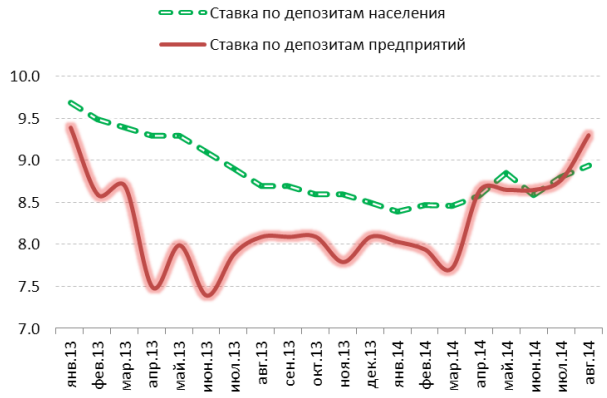
Ставки по депозитам предприятий в то же самое время росли существенно быстрее (см. рис. 6.3), что и привело к положительному результату.

Таким образом, статистические данные подтверждают ранее высказанный тезис о том, что в условиях выросших рисков размещения средств в рублёвые активы, все экономические агенты начинают требовать более высокой цены (ставок). При этом сдерживание роста ставок приводит к отказу экономических агентов (в нашем случае, домохозяйств) от осуществления вложений. Одновременно с этим возникают диспропорции в экономике. В приведённом примере неадекватный рискам уровень процентных ставок по депозитам физлиц вызвал ресурсный голод банковской системы, что особенно её ослабило на фоне закрытия международных рынков капитала. По нашей оценке, дополнительное своевременное поднятие ставок примерно на 3 п.п. могло бы привлечь в банковскую систему до 1,5 трлн. руб. депозитов домохозяйств, которые могли бы пойти на расширение кредитных операций российских банков. Для исправления данной диспропорции Банк Росси был вынужден наращивать рефинансирование банковской системы, увеличив с начала года валовый кредит на сумму порядка триллиона рублей.

Существенным выводом из представленных расчётов является то, что искусственное манипулирование ставками в сторону их занижения ведёт к снижению привлекательности рублёвых активов, а следовательно, оказывает дополнительное давление на курс рубля. Так, в первом полугодии 2014 года, по данным Банка России, населением было приобретено наличной валюты на сумму, эквивалентную 13,6 млрд. долл., а в целом вывоз капитала частным сектором составил 74,6 млрд. долл. Предоставление же экономике дополнительных средств со стороны Банка России по пониженным ставкам без существенного снижения уровня риска, который лежит вне области его компетенции, приведёт к интенсификации этого процесса, подрывая тем самым основы дальнейшего экономического роста в стране…..

Дмитрий Мирошниченко

Рис. 6.3. Динамика ставок по банковским депозитам населения и предприятий на срок свыше года (без учёта Сбербанка России), в % годовых

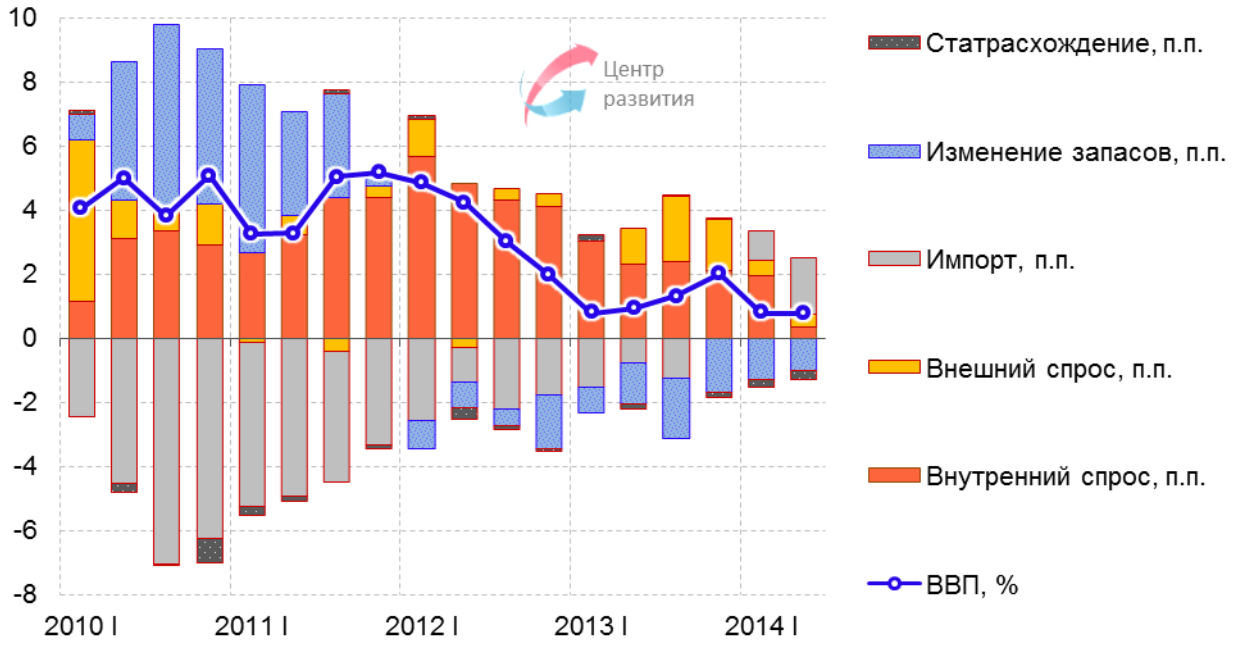


Источник: Банк России.

Экономика в «картинках»

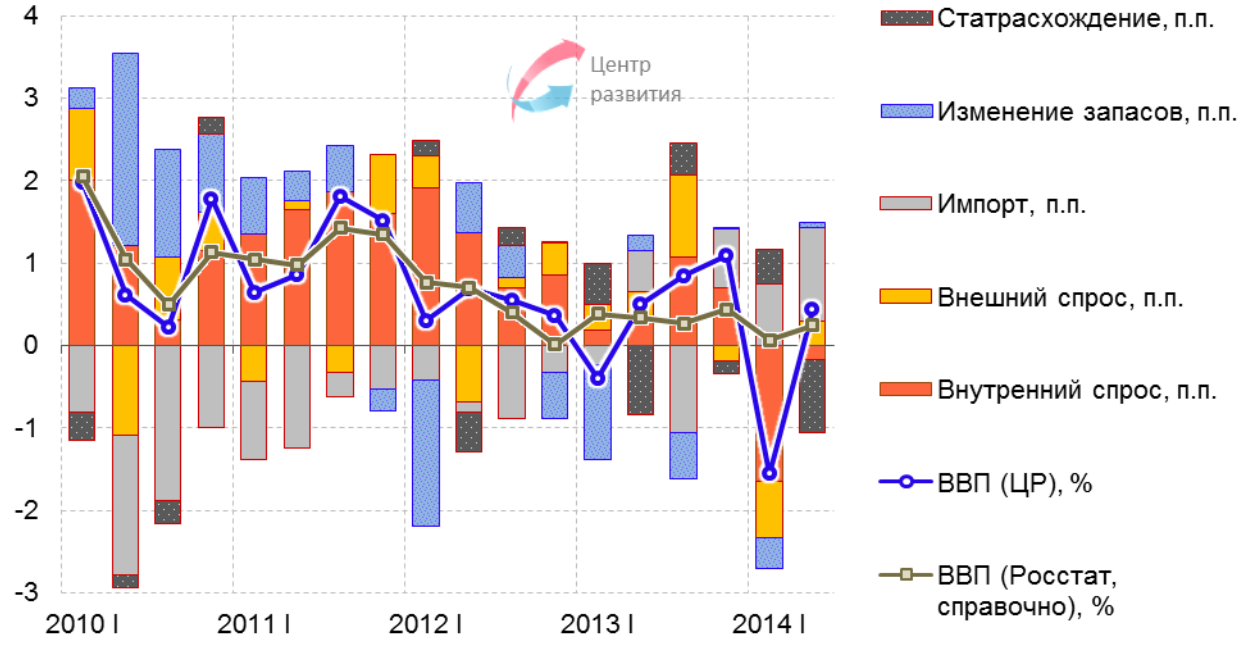
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)

NEW



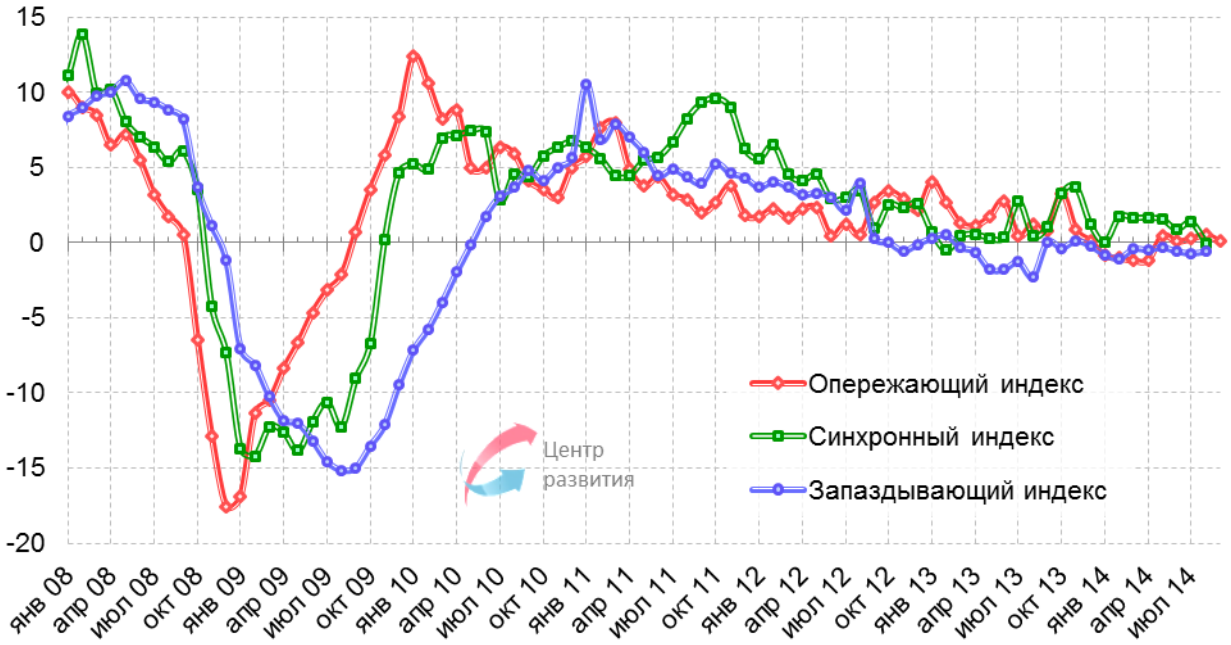
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)

NEW



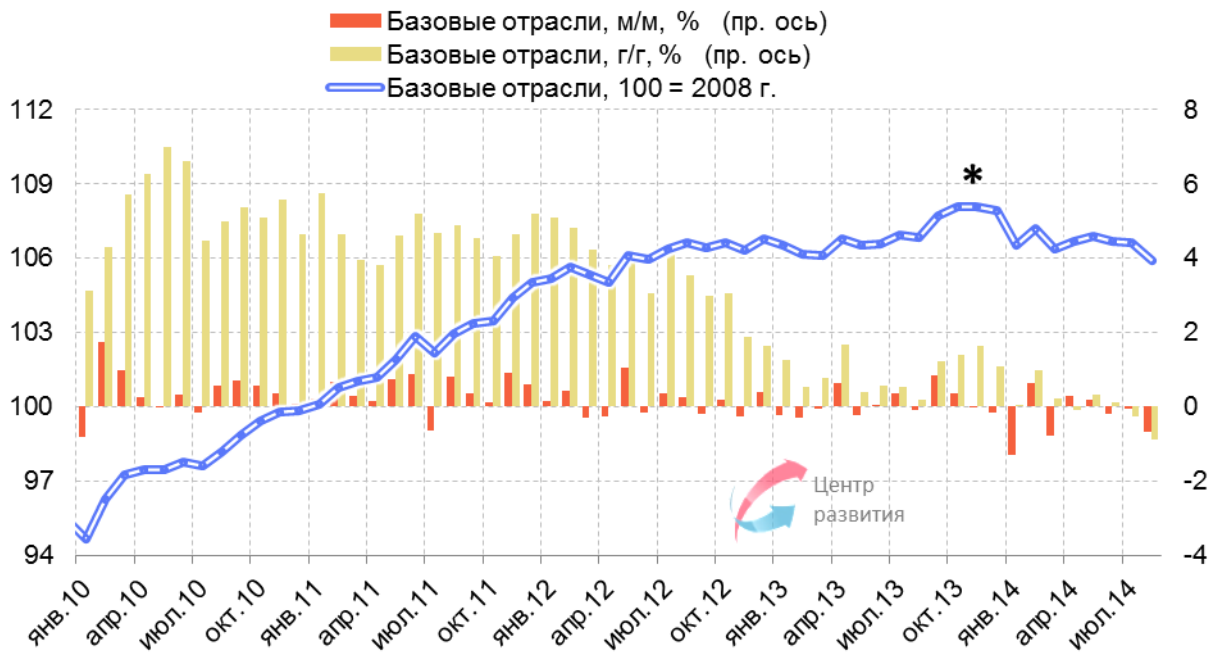
Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)

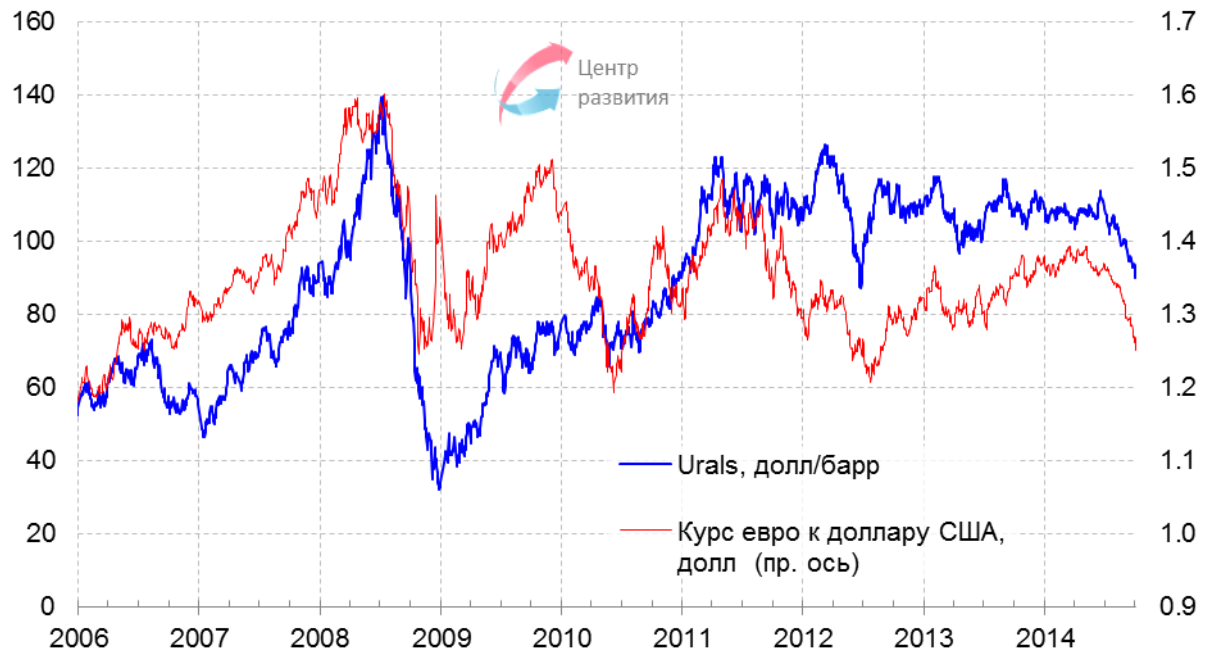
NEW



* *Резкий подъём в базовых отраслях во втором полугодии 2013 г., который появился на этом графике, стал результатом: 1) пересмотра в феврале 2014 г. данных по динамике промышленности, начиная с 2010 г., 2) роста грузооборота трубопроводного транспорта за счет роста экспорт газа, и 3) роста оптовой торговли после сильного провала летом того же года. Падение этого показателя в январе преимущественно вызвано крайне негативными данными о динамике оптовой торговли.*

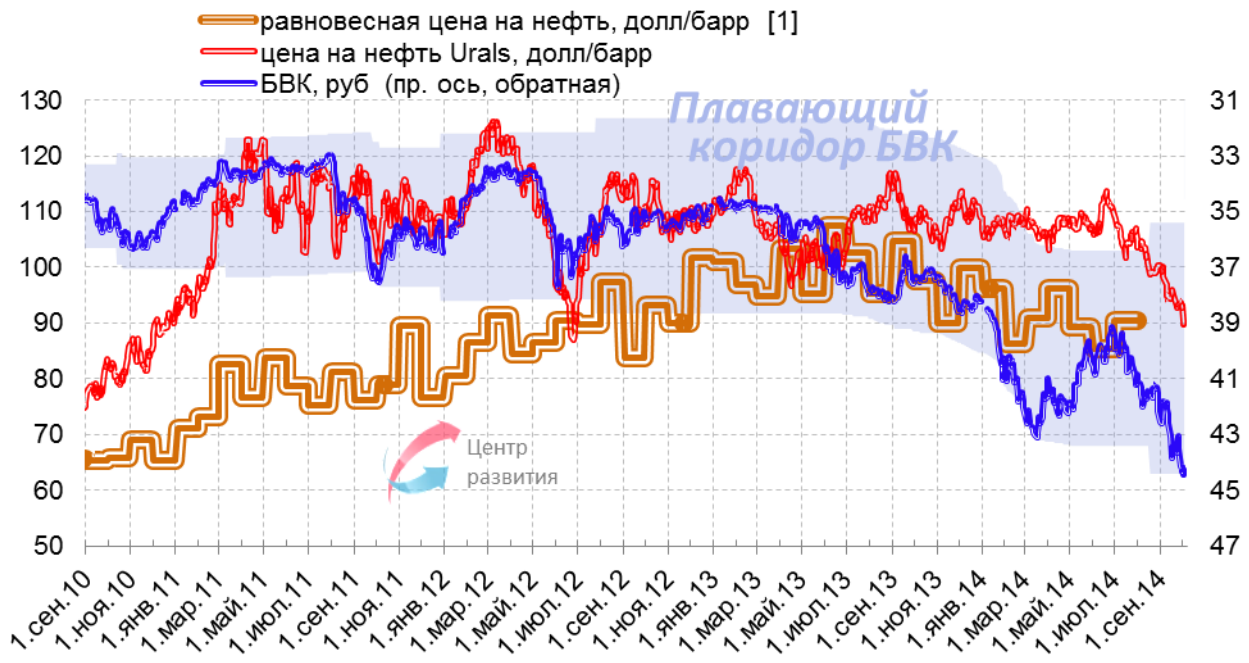
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW

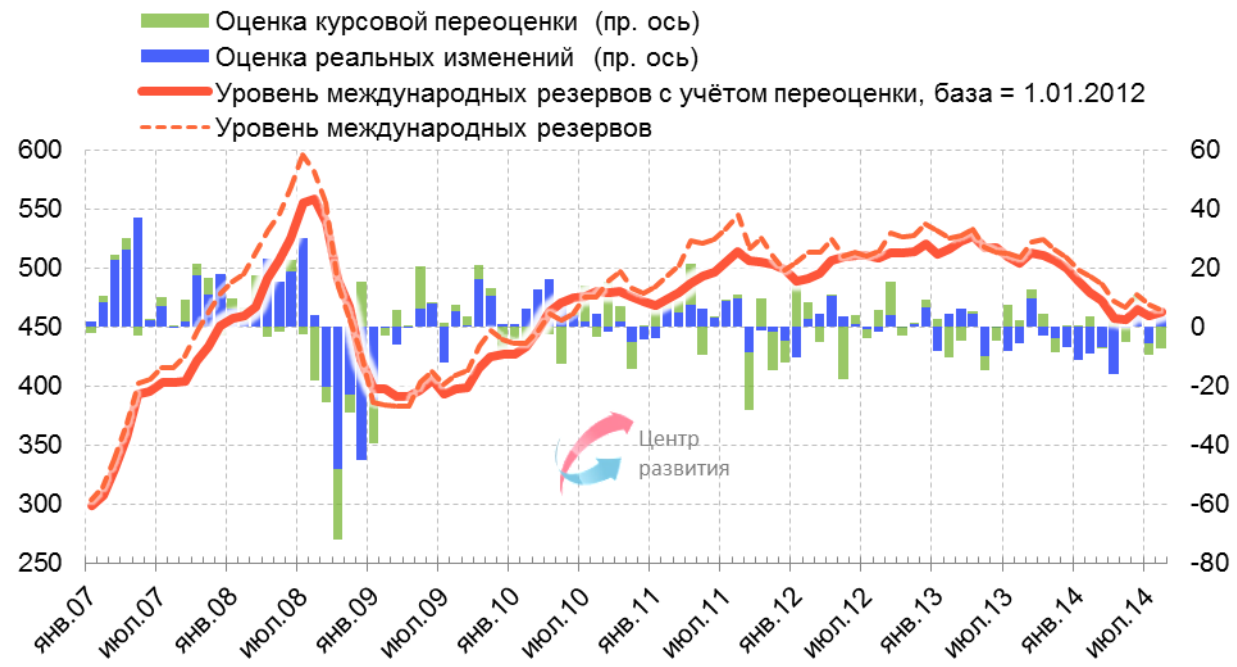


Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW

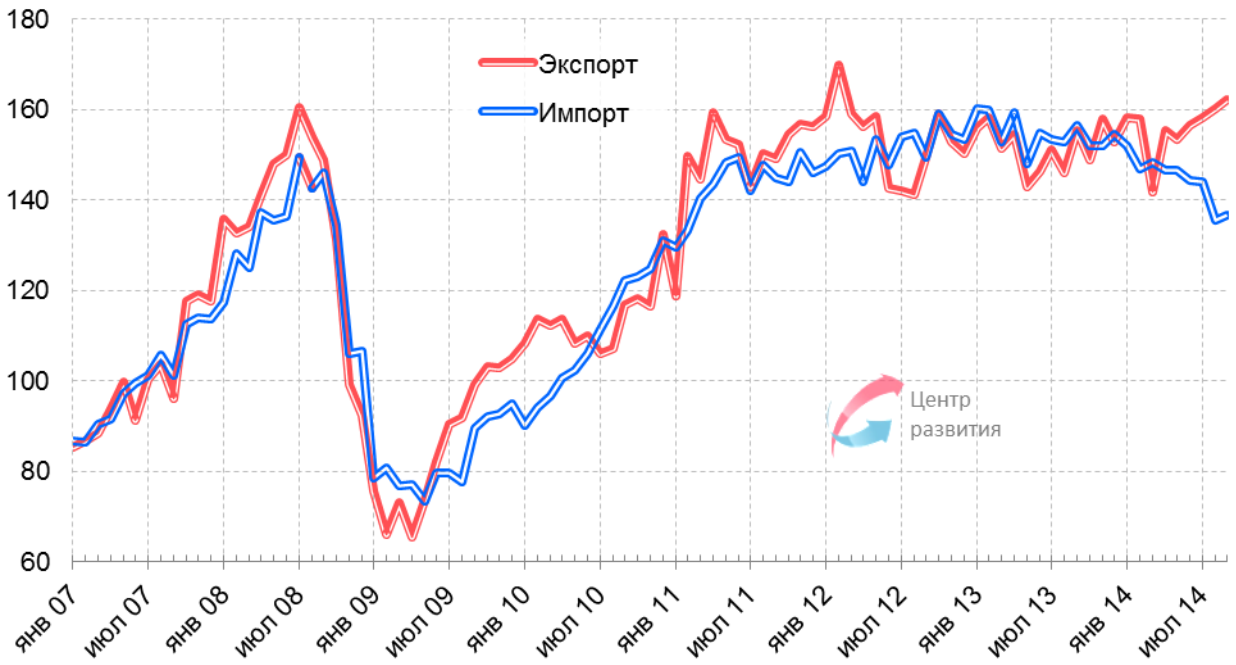


Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.



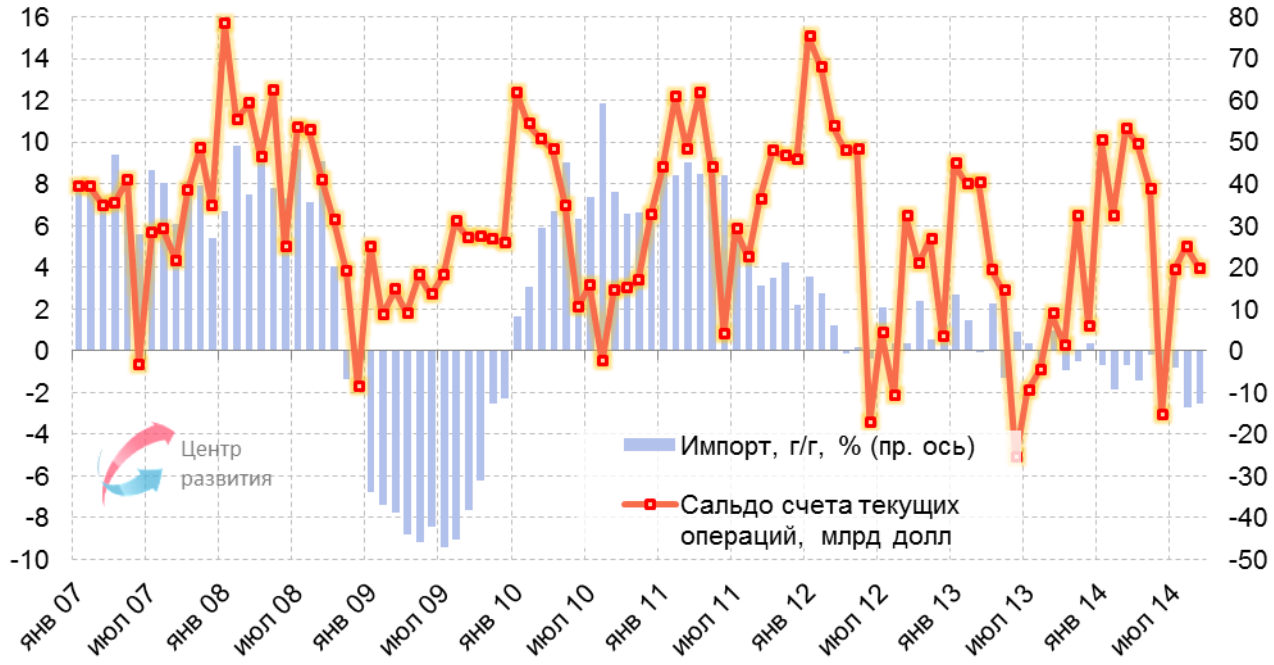
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=янв.2007), в % [2]

NEW



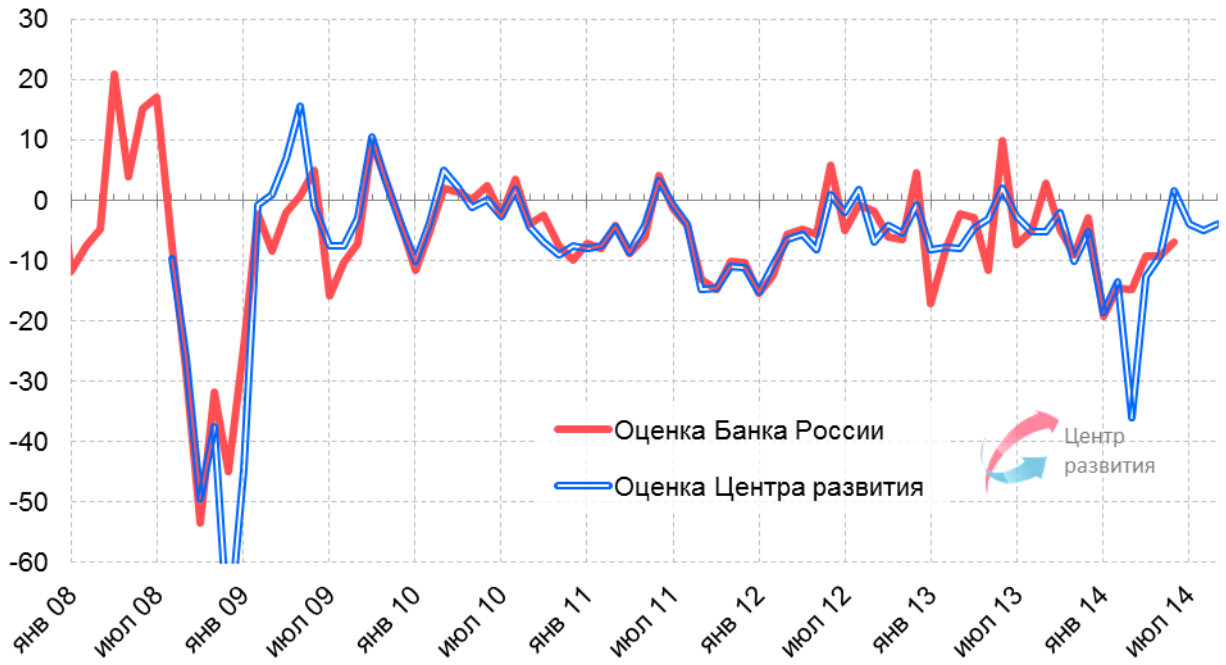
Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров[2]

NEW



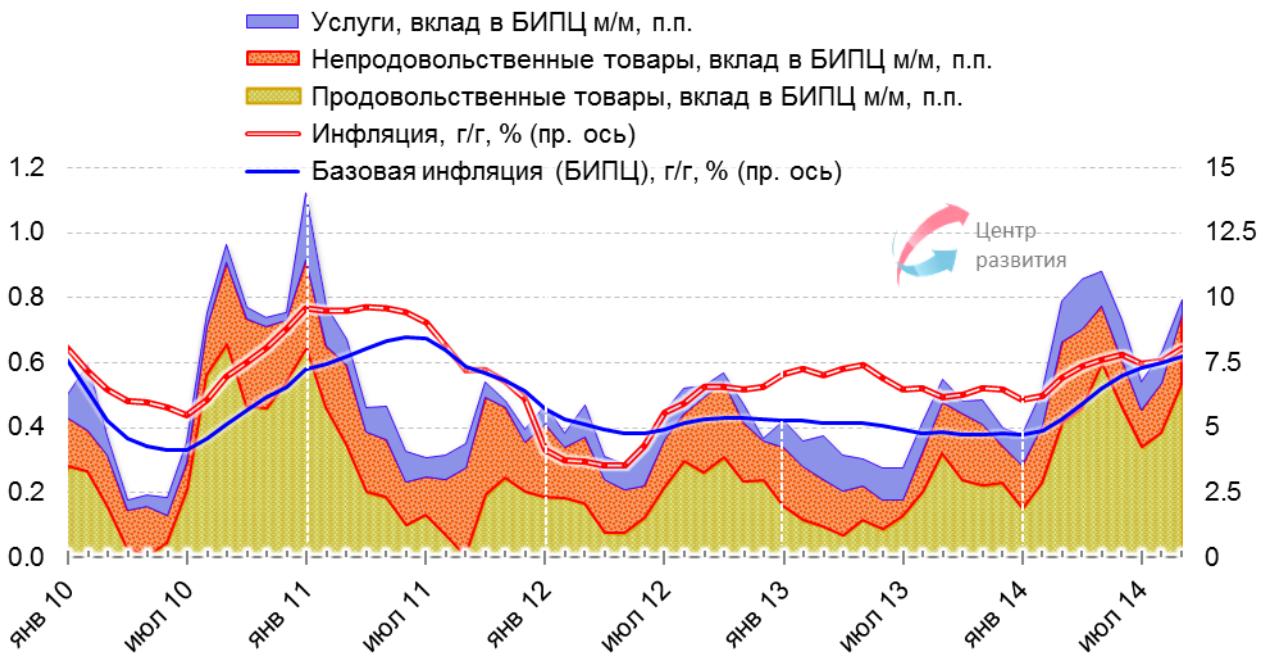
Чистый приток капитала, млрд. долл.

NEW



Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент[3]

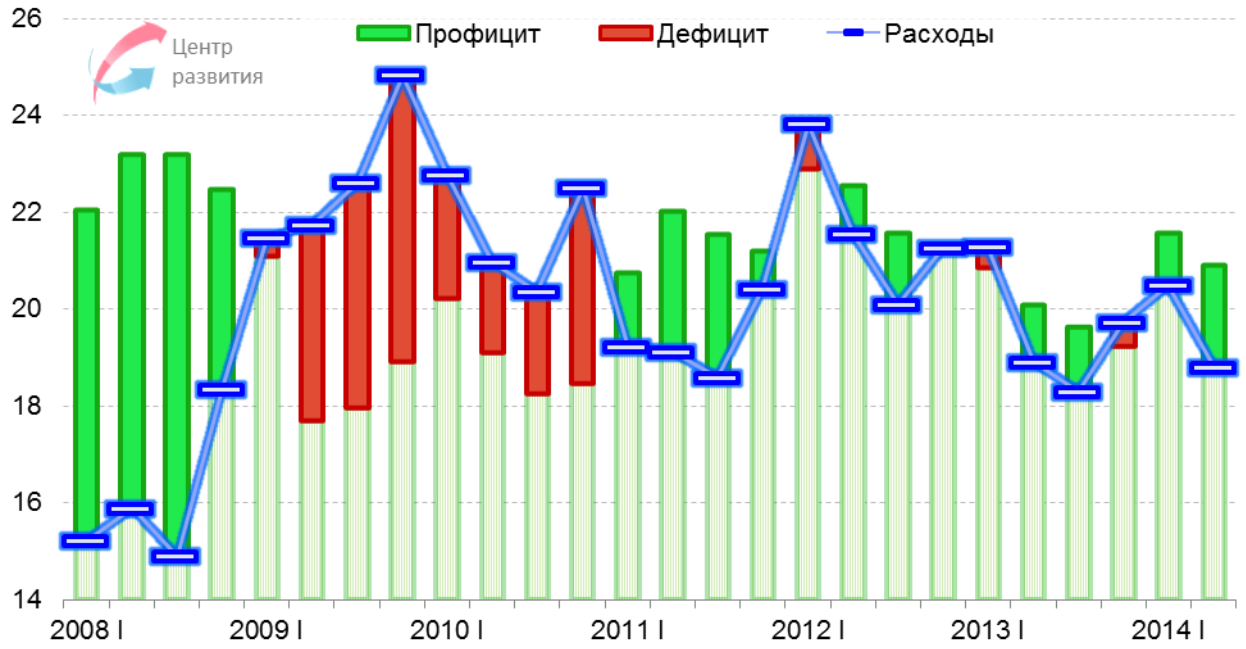
NEW



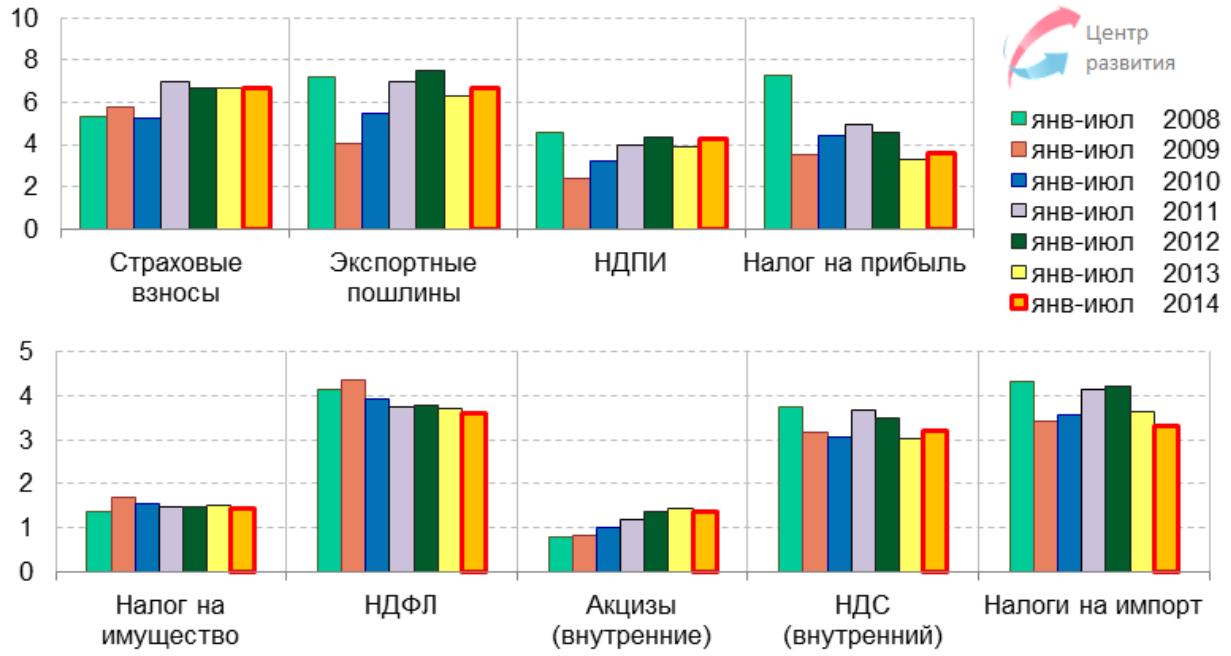
Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %

NEW

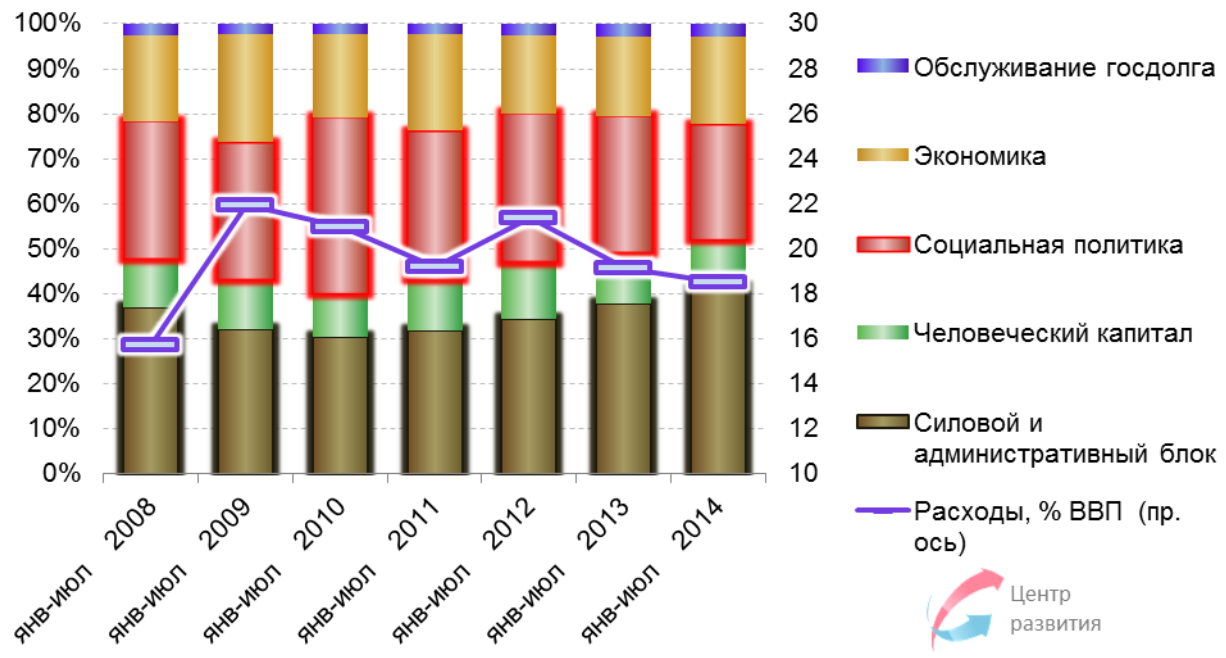
Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП



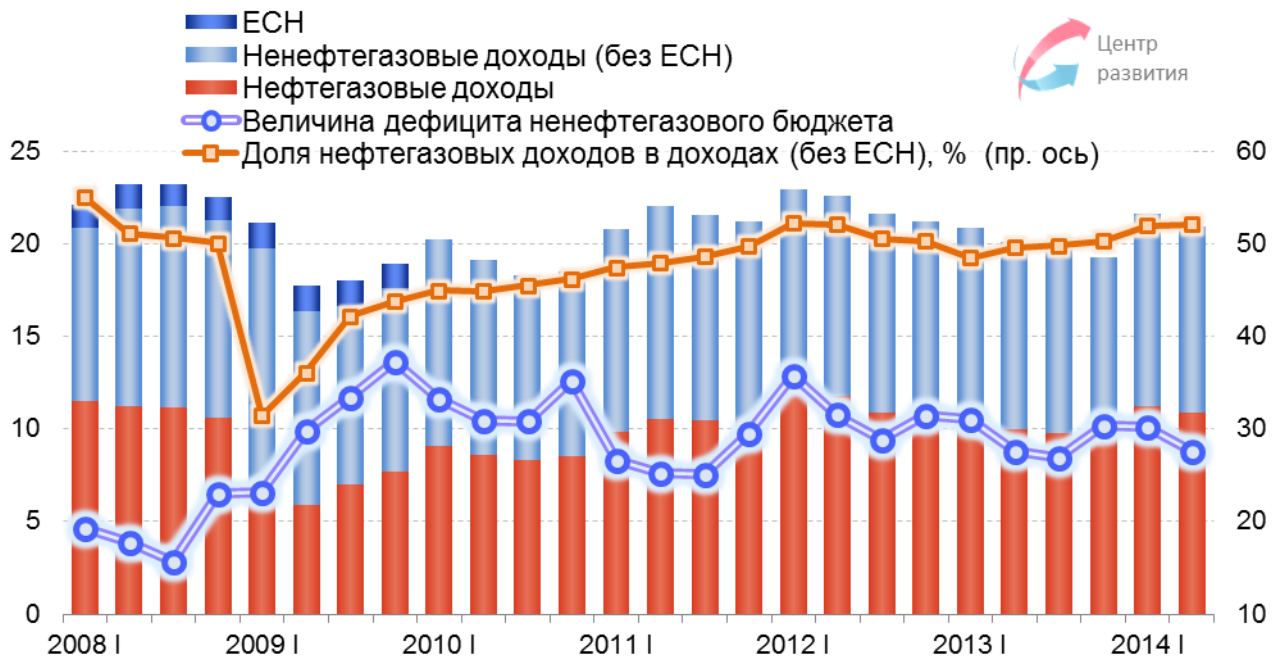
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП[4]



Структура расходов федерального бюджета, в %

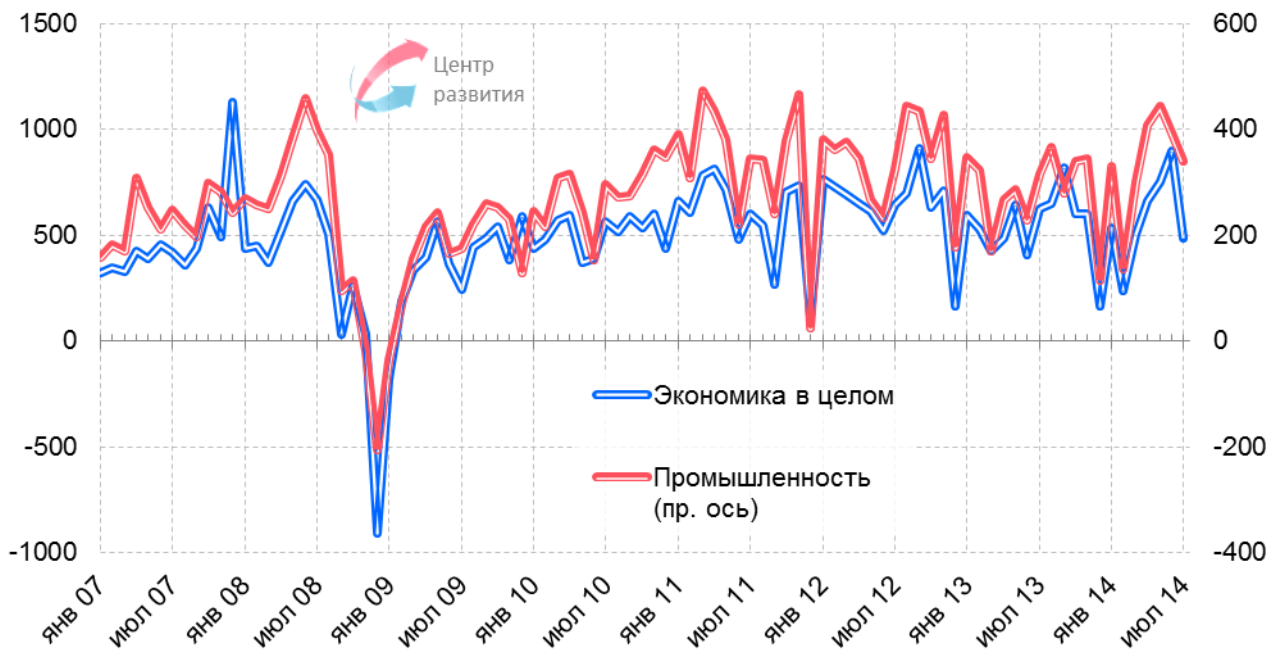


Доходы и ненефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП[5]



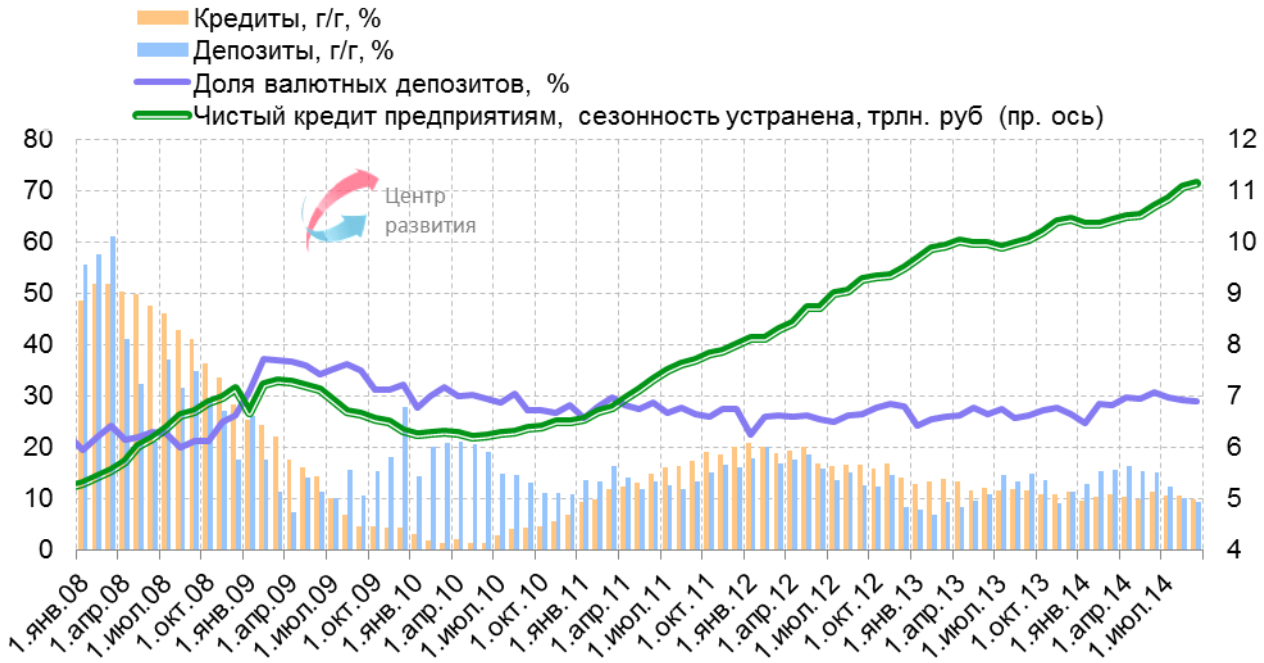
Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.

NEW



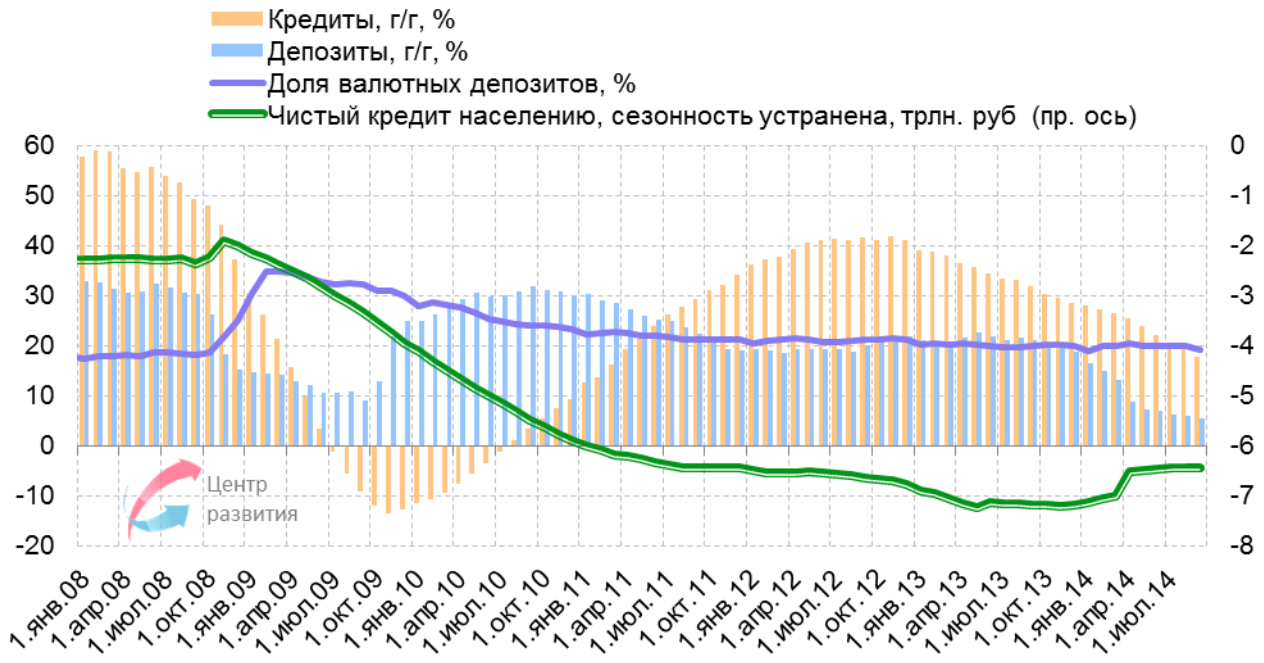
Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

NEW



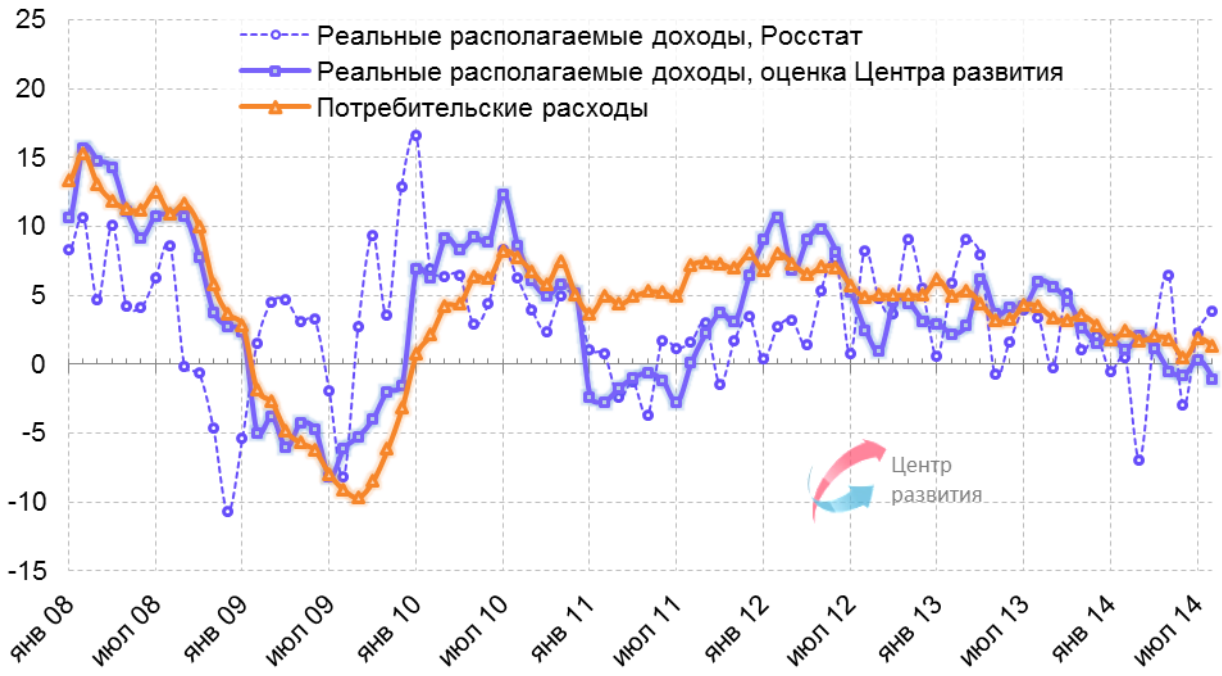
Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

NEW



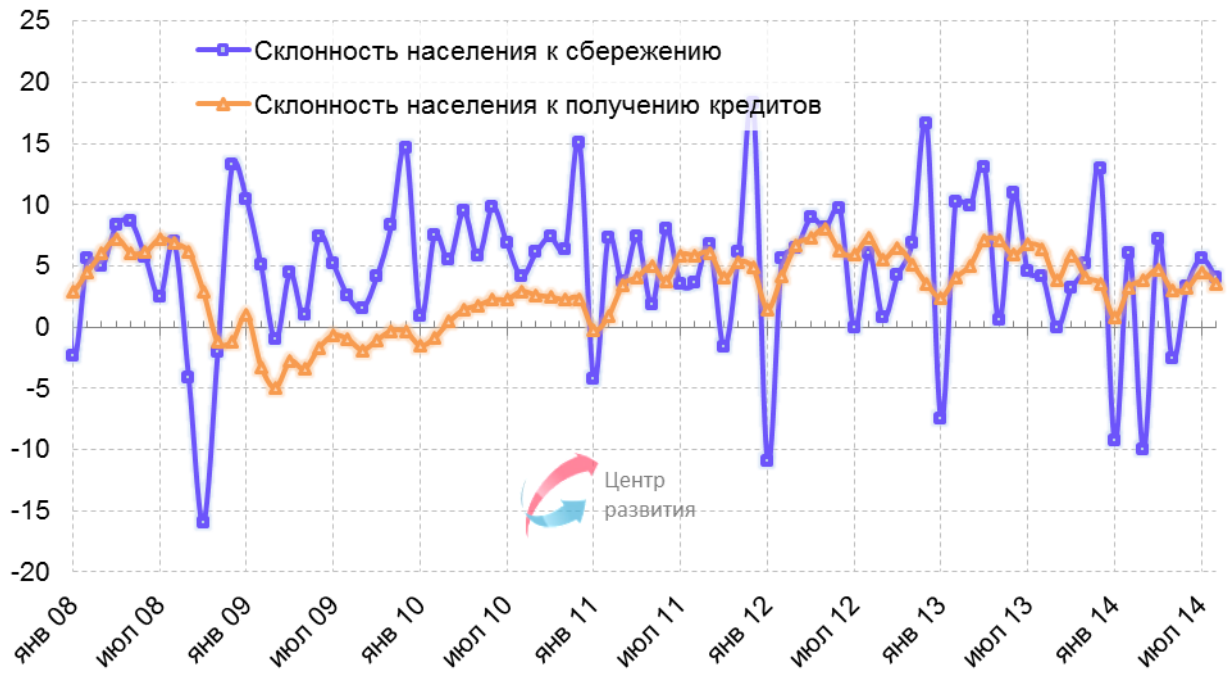
Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW

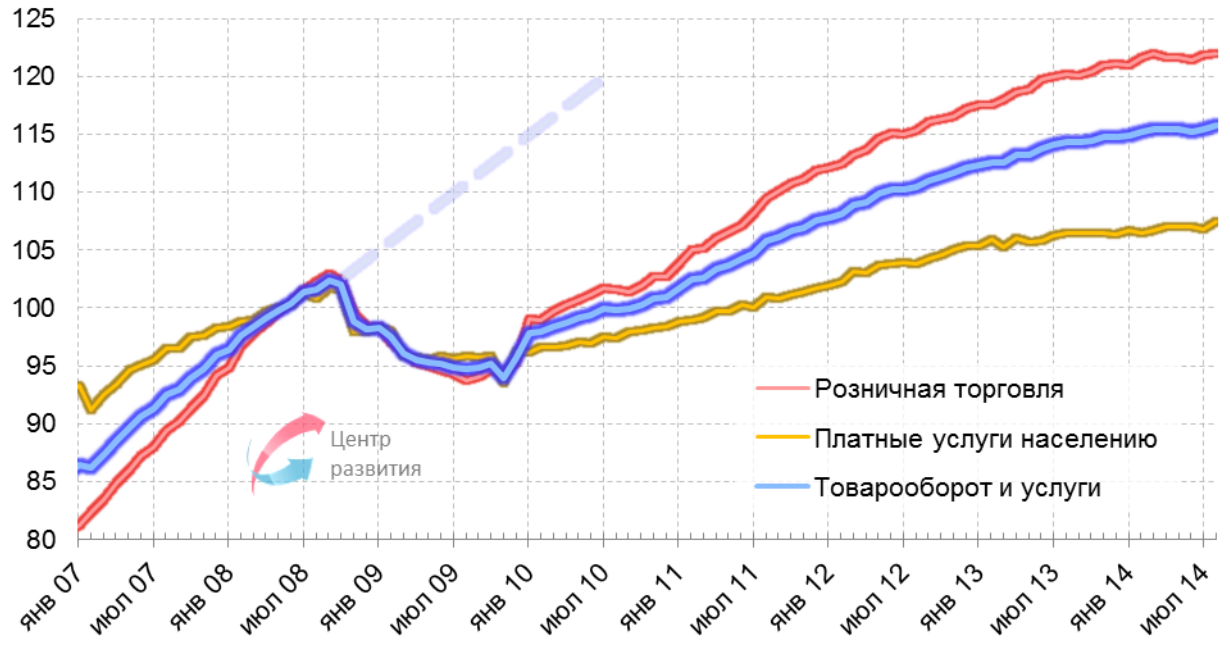


Склонность населения к сбережениям и к получению кредитов, в % дохода

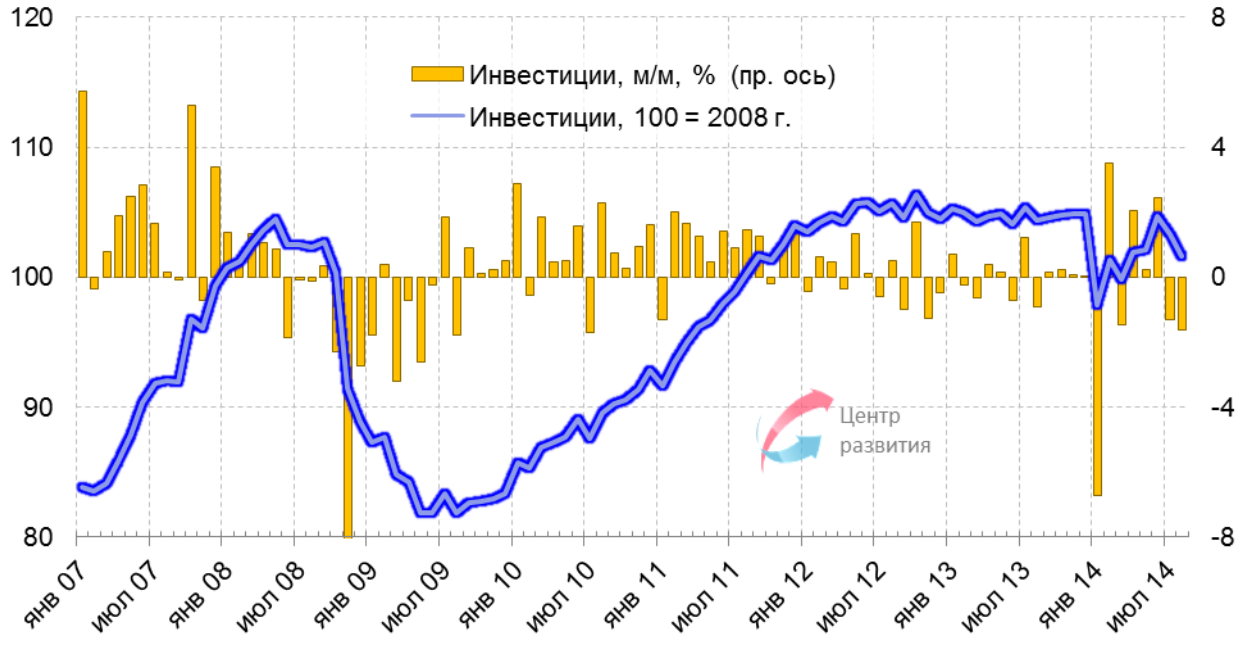
NEW



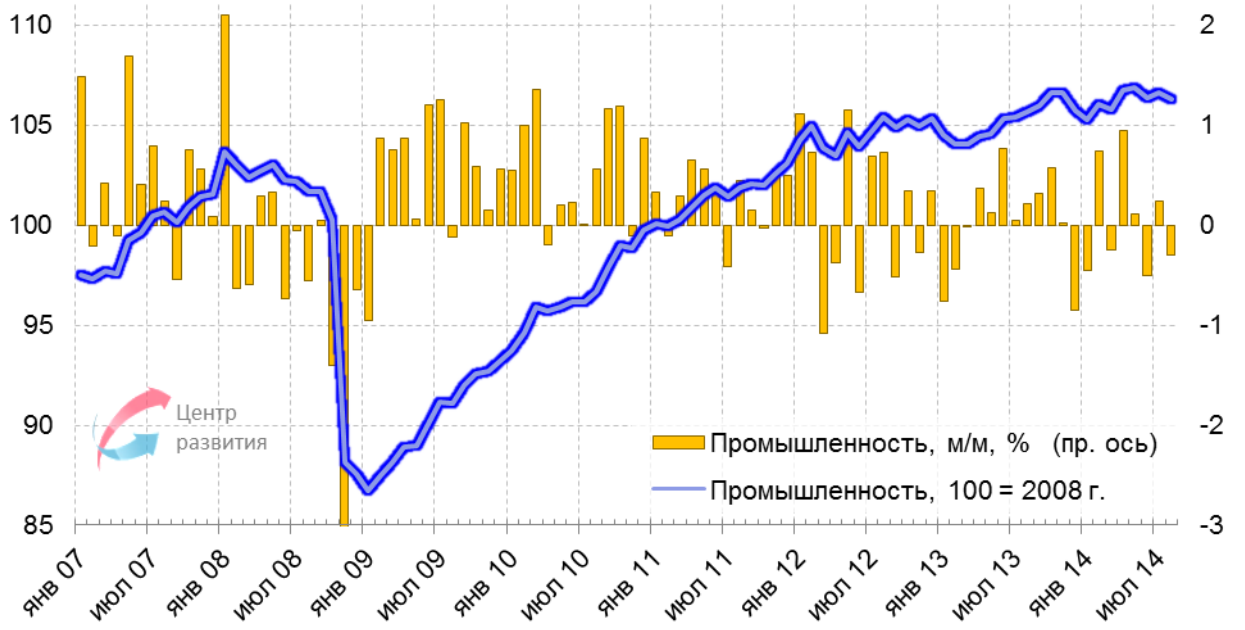
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)



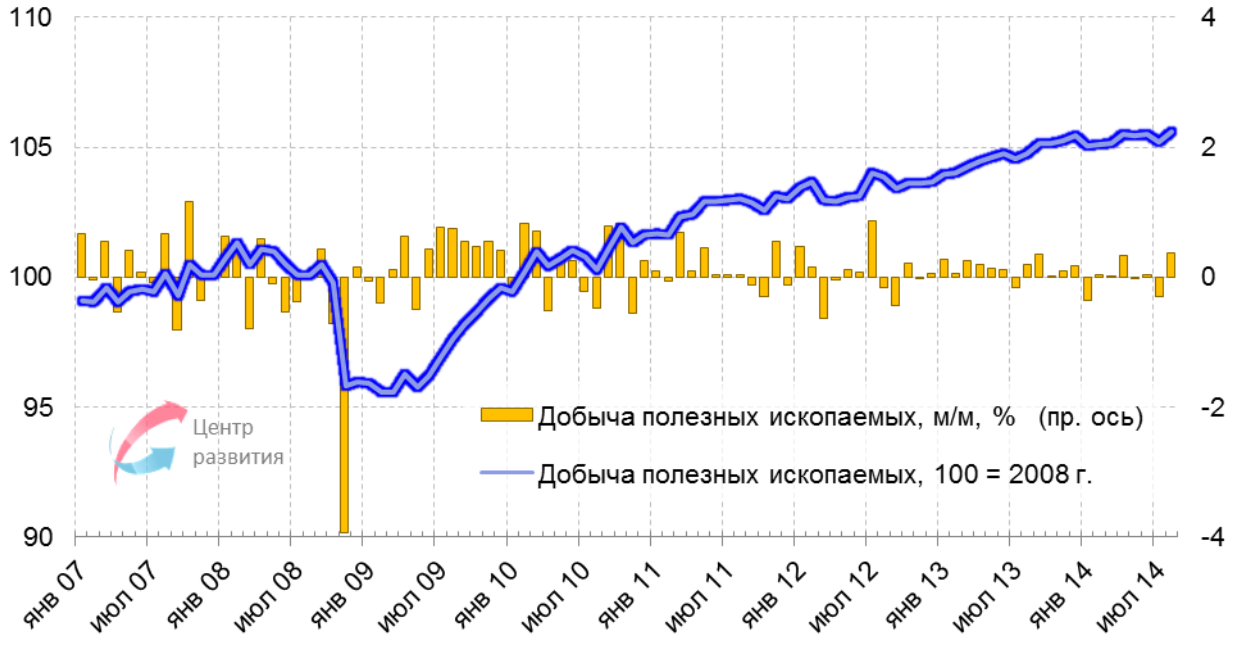
Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)



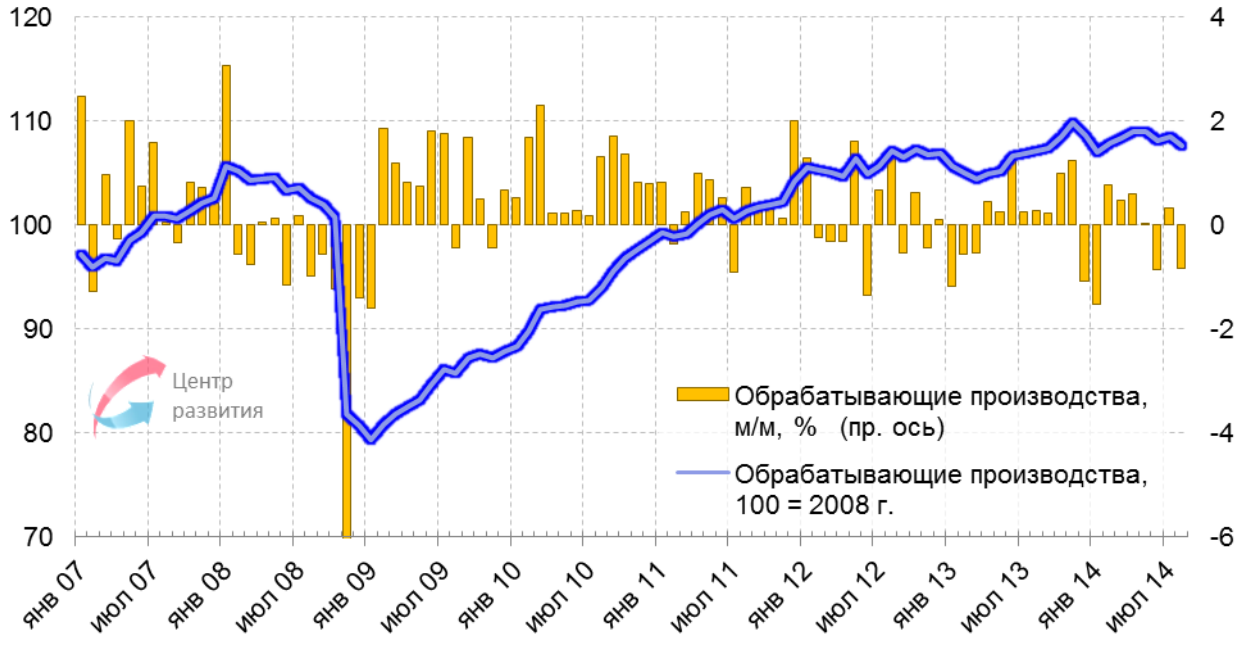
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



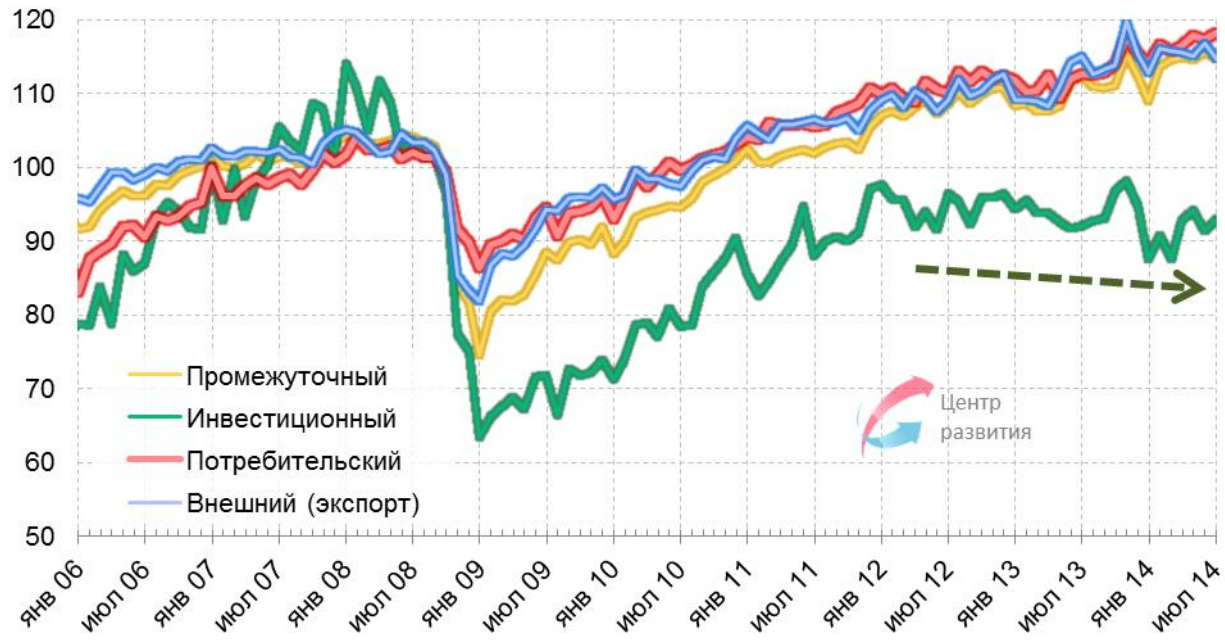
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)



Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)

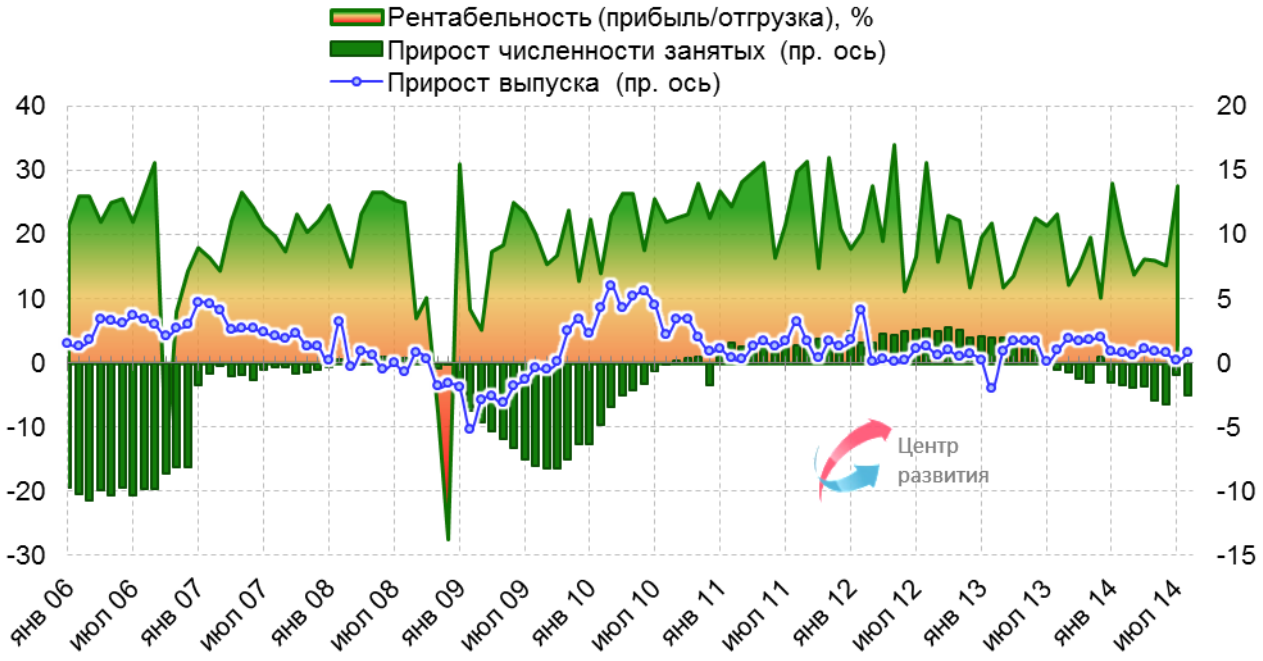


Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)



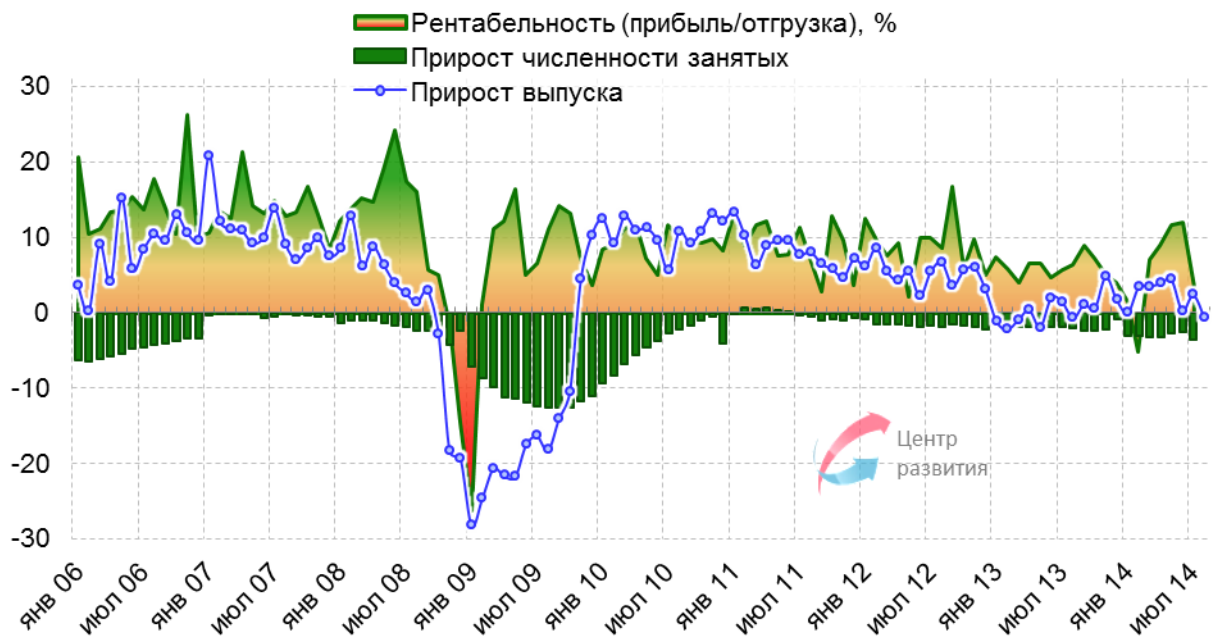
Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



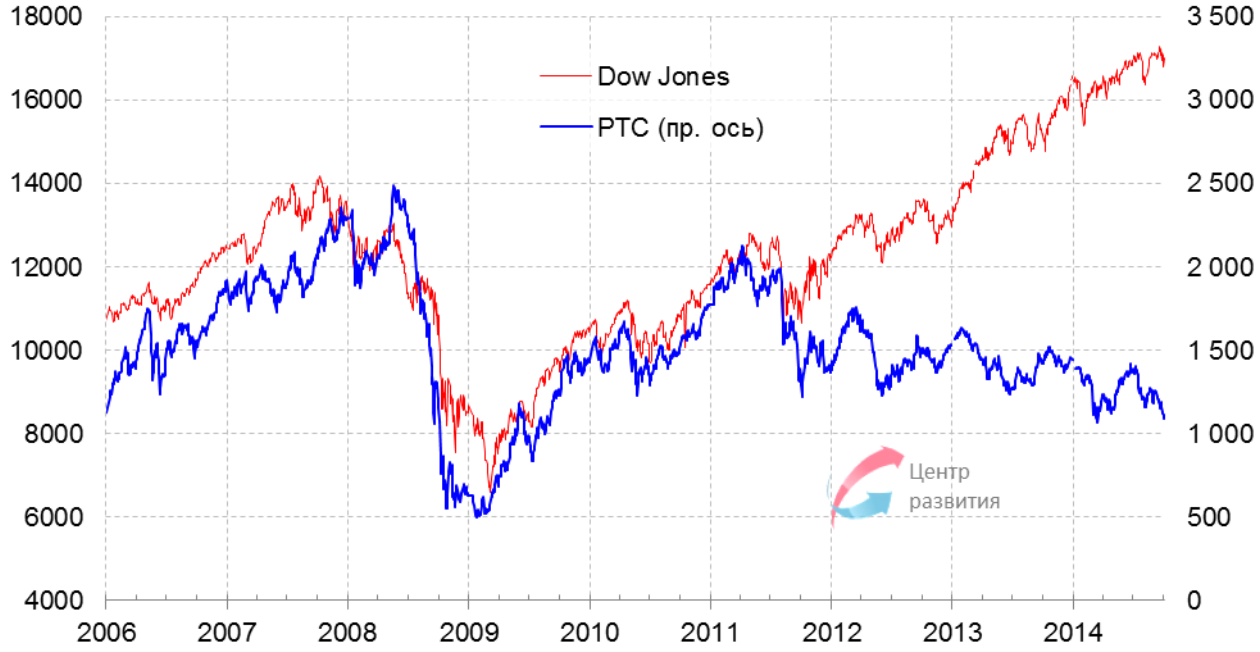
Показатели состояния обрабатывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



Динамика фондовых индексов

NEW



Комментарии к «картинкам»

[1] Равновесная цена на нефть – расчётная цена на нефть, при которой достигается нулевое значение сальдо счёта текущих операций (сезонно сглаженного).

[2] Данные по сальдо счёта текущих операций за период с апреля по сентябрь 2014 г. и данные по импорту и экспорту товаров за сентябрь 2014 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

[3] В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания; все значения по правой оси (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (месяц к месяцу), приведённым в годовое представление.

[4] НДС внутренний – НДС, уплаченный с товаров, реализованных внутри страны, за исключением вычетов с ввозимых товаров; акцизы внутренние – акцизы, уплаченные с товаров, произведённых на территории России; налог на импорт – сумма внешних акцизов, внешнего НДС и ввозных пошлин.

[5] Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

Источники: CEIC Data, Росстат, Банк России, Казначейство, Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ, Chicago Mercantile Exchange, Cbonds, банковская отчётность.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева
Наталья Акиндинова
Елена Балашова
Николай Кондрашов
Алексей Кузнецов
Валерий Миронов
Дмитрий Мирошниченко
Алексей Немчик
Сергей Пухов
Сергей Смирнов
Владимир Суменков
Алёна Чепель
Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

Центр развития: тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, http://www.dcenter.ru.
НИУ «Высшая школа экономики»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, http://www.hse.ru
Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 году