Неожиданный шок или закономерность?

Максим ОРЕШКИН,
руководитель аналитического департамента
по России и СНГ, Credit Agricole CIB

Работает в Credit Agricole CIB с 2010 года. До этого на протяжении четырех лет являлся управляющим директором департамента инвестиционно-банковских услуг ОАО АКБ «РОСБАНК» (группа Societe Generale), где в сферу его обязанностей входил анализ макроэкономики, а также разработка стратегий на долговых и валютных рынках.

В 2002–2006 годах работал в Центральном банке Российской Федерации, где занимался составлением и анализом макростатистических документов в департаменте платежного баланса.

Окончил бакалавриат и магистратуру Государственного университета – Высшей школы экономики (ГУ-ВШЭ) по направлению «Экономика».

Последние два года российская экономика демонстрировала стабильное восстановление после кризиса 2008–2009 годов: стимулирующая монетарная политика и позитивные сигналы в мировой экономике позволили сократить безработицу до естественного уровня, рубль отыграл большую часть потерь, понесенных в 2008–2009 годах, процентные ставки опустились до минимальных исторических уровней. Многим начало казаться, что ситуация и дальше будет развиваться в том же ключе. Однако первая же волна нестабильности на мировых рынках и снижение стоимости нефти до отметки $100 за баррель продемонстрировали, насколько неустойчива ситуация на внутреннем финансовом рынке: стоимость бивалютной корзины взлетела до отметки 36 руб., а рублевые процентные ставки резко выросли по всей длине процентной кривой.

В ЧЕМ ПРОБЛЕМЫ ТЕКУЩЕЙ МОДЕЛИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА?

Попробуем внимательно посмотреть на модель экономического роста, которая сложилась в России в последние годы. Его основным источником являлось быстрое увеличение внутреннего спроса (как потребительского, так и инвестиционного), который стимулировался мягкой монетарной политикой Банка России. Рекордно низкие процентные ставки, с одной стороны, подстегивали банковское кредитование, с другой, способствовали быстрому снижению нормы сбережений домохозяйств. Банковская система, которая, казалось, еще недавно с трудом переваривала плохие долги, начала наращивать кредитный портфель темпами, близкими к 30% в годовом выражении.

Пока в российской экономике сохранялось большое количество образовавшихся во время кризиса свободных ресурсов (как производственных мощностей, так и трудовых), политика активного стимулирования конечного внутреннего спроса была более чем оправданна. Однако анализ показывает, что качество экономического роста в последние годы в целом оставляло желать лучшего: увеличение производительности труда было довольно низким, и даже невысокие темпы российской экономики (около 4% в год) приводили к быстрому росту занятости.

Здесь стоит отметить один очень важный момент: в условиях стагнирующей численности экономически активного населения в России основными источниками потенциального долгосрочного роста российской экономики являются увеличение объема используемого капитала и повышение производительности труда. В

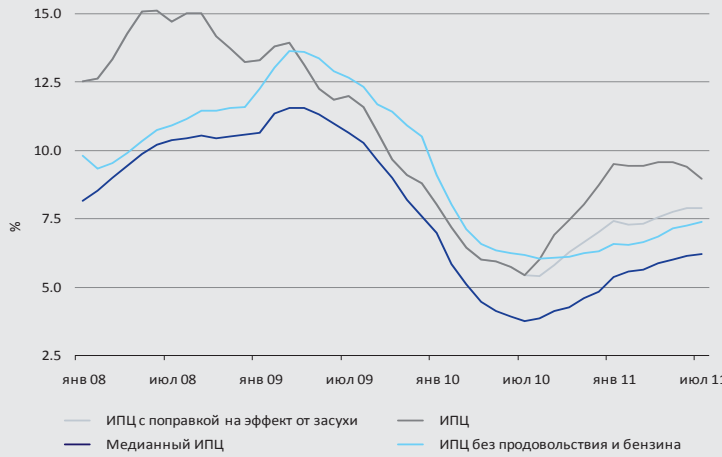


Рисунок 1

Общий ИПЦ и различные оценки базового ИПЦ

Источники: ФСГС РФ, Credit Agricole CIB

текущем состоянии рост российской экономики с потенциальным темпом означает сохранение уровня занятости и безработицы на стабильном уровне. Несложно сделать вывод, что в последние пару лет потенциальные темпы роста (ограниченные, в первую очередь, институциональными проблемами российской экономики) составляли всего лишь немногим более 2% в год.

В итоге, по мере того как свободные трудовые ресурсы постепенно подходили к концу (безработица достигла своего естественного уровня в первой половине 2011 года), а компании не спешили наращивать объемы инвестиций для расширения доступных производственных мощностей и повышения производительности труда, все большая и большая часть прироста внутреннего спроса направлялась в сторону импортных товаров и услуг. Объем импорта товаров в первой половине 2011 года рос с темпом 40% годовых. А рост российской экономики оказался сосредоточен, в первую очередь, в сегменте неторгуемых товаров и услуг.

Надо также понимать, что в средне- и долгосрочной перспективе российский экспорт не способен компенсировать постоянное быстрое увеличение импорта и обеспечить долгосрочную стабильность внешнеэкономических балансов. Стагнация объемы добычи нефти и газа не позволяют наращивать физические объемы их экспорта, поэтому единственным способом увеличить стоимостный объем экспорта является рост цен на нефть и газ.

Стабильность ситуации в последние кварталы во многом как раз и поддерживалась резко выросшими ценами на европейские марки нефти на фоне нестабильности в арабском мире. Нефть на уровне $120 за баррель обеспечила России очень сильный платежный баланс в первой половине 2011 года, крепкую валюту и низкую инфляцию. Однако стоимость нефти не может расти бесконечно — уже на этих уровнях спрос на сырье оказался под серьезным давлением, а темпы роста развитых экономик существенно замедлились.

В середине 2011 года стало очевидно, что текущая модель экономического роста является крайне неустойчивой. Увеличение внутреннего спроса продолжило набирать обороты, однако удовлетворить его внутренним производством мешала низкая безработица и отсутствие достаточных темпов роста производительности труда. Увеличение импорта, в свою очередь, ограничивалось стагнирующими объемами экспорта.

Достигнуть долгосрочной устойчивости экономического развития в России сейчас можно двумя путями. Первый — активизировать проведение институциональных реформ, направленных на повышение уровня конкуренции в экономике и стимулирование новых инвестиций и роста производительности труда. Все эти меры позволят добиться более высокого потенциального темпа роста ВВП (по моим оценкам вплоть до 5–6% годовых), однако очевидно, что достижение видимых результатов в данном направлении — это скорее вопрос нескольких лет, а никак не месяцев. Второй путь — ограничение внутреннего спроса до уровня, при котором будет наблюдаться относительная стабильность ситуации на рынке труда и низкие темпы увеличения импорта.

Это, в свою очередь, можно обеспечить двумя способами. Первый вариант — фактическое снижение госрасходов, что маловероятно в условиях большого объема социально значимых расходов и исторически процикличного характера фискальной политики в России. Второй вариант — нормализация уровня процентных ставок в экономике (то есть их значительное повышение), которая позволит существенно увеличить норму сбережений домохозяйств и ограничить темпы прироста банковского кредитования.

Если данные решения не будут приняты со стороны властей, то дальнейший быстрый рост спроса будет только больше дестабилизировать макроэкономическую ситуацию, ослабляя рубль и усиливая инфляционное давление. События августа во многом являются предупреждением — резкое падение нефтяных котировок привело к ослаблению рубля и росту процентных ставок.

СИТУАЦИЯ С ИНФЛЯЦИЕЙ: ТРУДНОСТЬ АНАЛИЗА ИСКАЖЕННЫХ ДАННЫХ

Анализ инфляционных тенденций в российской экономике в последний год представляет собой далеко не тривиальную задачу: засуха лета 2010 года очень сильно исказила статистику ИПЦ. Начиная с августа прошлого года и вплоть до сентября 2011 года, по моим оценкам, это влияние приводило к увеличению общего ИПЦ, а уже начиная с сентября 2011 года влияние на общий ИПЦ будет отрицательным.

Для определения реальной ситуации с инфляцией в российской экономике я пользуюсь тремя основными расчетами:

1) ИПЦ без учета продовольствия и бензина. Расчет базового инфляционного тренда через исключение этих волатильных компонент основан на предположении, что в долгосрочной перспективе индексы цен всех основных компонент движутся вокруг одного тренда, а проблемы, например с урожаем, приводят только к временному отклонению цен на продовольствие от долгосрочного тренда. Российская статистика последнего десятилетия подтверждает данное предположение.

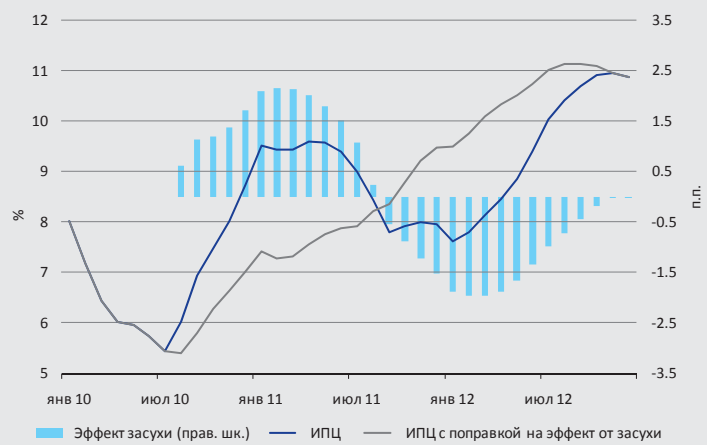
2) Медианный ИПЦ. Рассчитанный традиционным способом (мой расчет включает около 70 компонент ИПЦ), данный показатель позволяет отслеживать базовый тренд изменения цен в экономике даже без исключения таких компонент, как продовольствие.

3) ИПЦ с корректировкой на эффект засухи. Неурожай прошлого года привел к удорожанию ограниченного набора групп товаров (плодоовощной продукции, зерновых и т.д.). Расчет скорректированного ИПЦ производился исходя из предполо-

Рисунок 2

Общий ИПЦ и ИПЦ с поправкой на эффект засухи (с прогнозом на 2012 год)

Источники: ФСГС РФ, Credit AgricoleCIB



жения сохранения трендового роста цен на данные группы товаров.

Расчеты показали, что все три показателя демонстрируют одинаковую динамику: дно в третьем квартале 2010 года и безостановочный рост с тех пор. Характерно отличие динамики этих показателей от динамики общего ИПЦ, который в этом году сначала стабилизировался, а затем начал довольно быстрое снижение.

Третий вариант расчета позволил оценить эффект засухи: свой максимальный вклад она внесла в конце первого квартала, когда он составил 2.2 п.п., по итогам июля этот показатель находился на уровне 1.1 п.п., а в сентябре, по моим оценкам, должен опуститься в отрицательную область. Пиковое отрицательное значение на уровне около 2 п.п. будет достигнуто в первом квартале следующего года. С исключением эффекта засухи ИПЦ по итогам прошлого года достиг бы уровня в 7% годовых, а к концу первого полугодия 2011 года он бы находился на отметке в 7.9%.

Рост базовой инфляции в первом полугодии этого года был слабее ожидаемого, в первую очередь благодаря благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре. Высокие нефтяные котировки обеспечили России в начале 2011 года сильный платежный баланс, который способствовал номинальному укреплению рубля, что, в свою очередь, через эффект переноса (очень сильный в российской экономике) оказало сильное сдерживающее влияние на темпы роста базовой инфляции. Если взглянуть на изменение основных компонент ИПЦ, то можно увидеть, что именно медленный рост цен на непродовольственные товары выступал главным сдерживающим фактором для любого из показателей базовой инфляции. Внутри данной категории дешевеющая к уровню прошлого года электроника, а также показывающие невысокие темпы роста автомобили и медикаменты сыграли одну из ключевых ролей. Последние события на финансовых рынках свидетельствуют о том, что уже в ближайшие месяцы влияние валютного курса на динамику цен в экономике вновь станет позитивным, что будет способствовать ускорению темпов прироста базовой инфляции, особенно в четвертом квартале этого года. При этом до тех пор, пока сохраняются низкие процентные ставки и российскую экономику не поразила рецессия, быстрый рост внутреннего спроса будет оставаться основной причиной ускорения базовой инфляции.

Отрицательное влияние засухи на показатель общего ИПЦ, который сохранится до конца первого квартала следующего года, позволит сохранить иллюзии макроэкономической стабильности в российской экономике. Однако уже во втором квартале 2011 года нас ждет резкое ускорение и общего ИПЦ: к положительному тренду базовой инфляции добавится и ускорение темпов прироста продовольственных цен на фоне исчезновения эффекта базы.

ЧТО ОЖИДАТЬ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ В СЛЕДУЮЩЕМ ГОДУ?

С декабря прошлого года Банк России приступил к постепенному ужесточению монетарной политики: ставки денежного рынка выросли с уровня в 2.5% до отметки в 3.7%. Однако данное ужесточение оказало только косметическое воздействие как на рынки, так и на экономику в целом. Повышение краткосрочных ставок не привело к росту средне- и долгосрочных ставок: российские банки стали более агрессивны в своих действиях и продолжили активно наращивать длинные позиции в процентном риске, тем самым сдерживая рост остальных процентных ставок. Влияние на экономику в результате оказалось минимальным: стабильность номинальных ставок привела к их дальнейшему снижению в реальном выражении, что способствовало ускоренному снижению нормы сбережений и активизации кредитной активности российских банков.

Однако тот эффект, который произвело снижение нефтяных котировок до отметки $100 за баррель, явно продемонстрировал неустойчивость экономической динамики в России. Коррекция уровня процентных ставок в текущей ситуации видится неизбежной. Она может стать как следствием целенаправленной политики Банка России (более активного повышения депозитной ставки или управляемого перевода финансовой системы из ситуации избыточной ликвидности в ситуацию ее дефицита), так и воздействия рыночной стихии (атаки на российский рубль и сжатия внутренней ликвидности на фоне валютных интервенций Банка России). Если нефтяные котировки позволят ситуации развиваться по первому сценарию, то Банк России постарается отложить основную фазу роста процентных ставок на послевыборный период, который совпадет по времени с периодом возобновления быстрого роста общего ИПЦ. Если же нефтяные котировки останутся около отметки $100 за баррель или пойдут ниже, дефицит ликвидности и рост процентных ставок начнется уже осенью 2011 года.