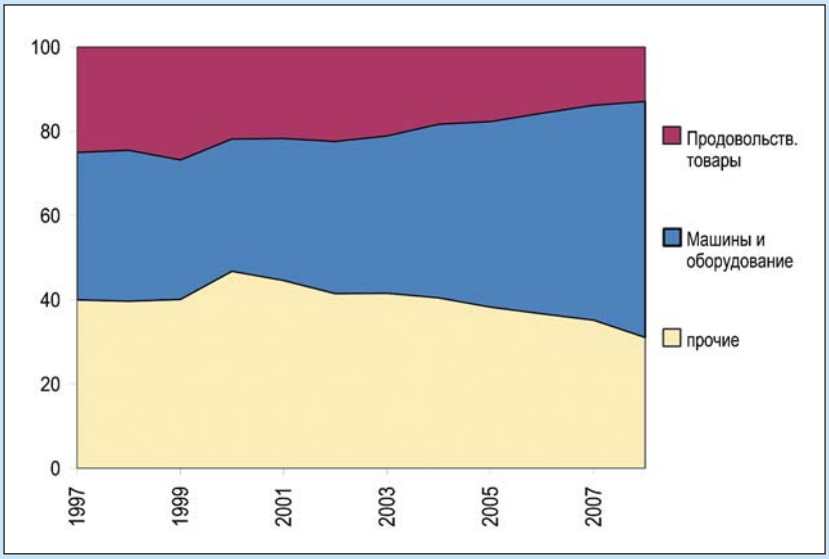
Антон Плетенев,
аналитик,
Райффайзенбанк

Эффект ДЕВАЛЬВАЦИИ

ПОСЛЕ ПРОШЕДШЕЙ В НОЯБРЕ 2008 — ЯНВАРЕ 2009 ГГ. ПЛАВНОЙ ДЕВАЛЬВАЦИИ РУБЛЯ НА 25% ВОЗНИКАЕТ ЗАКОНОМЕРНЫЙ ВОПРОС: НАСКОЛЬКО ПОЗИТИВНЫМ БУДЕТ ЕЕ ВОЗДЕЙСТВИЕ НА РОССИЙСКУЮ ЭКОНОМИКУ. ПО НАШЕМУ МНЕНИЮ, ЕДИНСТВЕННЫМ ОПЫТОМ, НА КОТОРЫЙ ЗДЕСЬ МОЖНО ОПИРАТЬСЯ, ЯВЛЯЮТСЯ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЕВАЛЬВАЦИИ 1998 ГОДА, КОГДА КУРС РУБЛЯ УПАЛ НА 70%. МЫ ПОПЫТАЛИСЬ ОЦЕНИТЬ ЭФФЕКТЫ ОТ ДЕВАЛЬВАЦИИ ДЕСЯТИЛЕТНЕЙ ДАВНОСТИ И ПО ВОЗМОЖНОСТИ СДЕЛАТЬ ВЫВОДЫ ОТНОСИТЕЛЬНО ПЕРСПЕКТИВ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ СЕГОДНЯ.

Когда говорят о позитивных последствиях девальвации для экономики, обычно упоминают три из них: снижение импорта, рост экспорта и импортозамещение. Первые два эффекта улучшают торговый баланс страны, второй и третий способствуют росту экономики.

Товарная структура импорта в 1997–2008 гг. /Источник: ФТС/



СНИЖЕНИЕ ИМПОРТА

Бесспорным фактом является то, что после девальвации 1998 года произошло резкое снижение импорта — в долларовом стоимостном выражении он упал примерно на 50%. Наиболее сильно сократился импорт таких категорий товаров,

как машины и оборудование, а также изделия из древесины. В то же время, снижение импорта продовольственных товаров, текстильных изделий, продукции химической отрасли было менее значительным. По сравнению с 1998 годом, в настоящее время доля товаров первой группы в импорте значительно выше: 58.4% против 39.7%.

Кроме того, есть все основания полагать, что снизить потребление товаров категории «машины и оборудование» (куда входят потребительская бытовая и электротехника, автомобили, оборудование для заводов) сейчас значительно легче, чем в 1998 году, так как за последние десять лет этот рынок стал значительно более насыщен. Население сейчас не заменяет ламповые советские телевизоры на импортные и «Жигули» на подержанные BMW, а обновляет уже имеющиеся импортные аналоги. Поэтому мы полагаем, что эффект от девальвации, связанный со снижением импорта, сейчас является более сильным, чем десять лет назад.

Январские данные по импорту из стран дальнего зарубежья, казалось бы, подтверждают данный тезис. Объемы импорта в прошлом месяце неожиданно сильно упали: на 35.6% по сравнению с январем 2008 года. Значительное падение показали все категории импорта, кроме текстильных изделий, но наиболее сильно сократился импорт товаров в категории «машины и оборудование» (-47%), в том числе транспортных средств — на 61%. Однако мы считаем преждевременным вывод о том, что в 2009 году объемы импорта снизятся на 35% — такое сильное падение импорта фактически соответствует реакции на девальвацию 1998 года.

По нашему мнению, январское падение импорта в большой степени характеризует реакцию импортеров, а не потребителей. Столкнувшись с серьезной курсовой неопределенностью и ограниченным доступом к кредитованию, они решили сократить свои товарные запасы. Потребители же еще не могли отреагировать на снижение курса рубля — хотя бы потому, что резкого повышения цен на импортные товары в январе в большинстве случаев еще не наблюдалось. Мы считаем, что в ближайшие месяцы произойдет частичное восстановление объемов импорта, и темпы падения год к году составят не 35%, а 15–25%, что в то же время соответствует значительно большей эластичности спроса на импорт, чем в 1998 году.

РОСТ ЭКСПОРТА

Влияние девальвации 1998 года на экспорт выделить значительно сложнее. Существенное повышение экспорта произошло только в конце 1999 года и только за счет энергоносителей, на которые начали расти мировые цены. Рост экспорта по всем отраслям начался в 2000 году: например, экспорт продовольственных товаров вырос за этот год на 60%. Но здесь можно говорить об очень краткосрочном периоде роста. Экспорт всех категорий товаров, за исключением ТЭК, в 2000 году повысился на 20%, в 2001 — упал на 5%, а в 2002 — вырос на 5%. Таким образом, если и можно говорить о положительном влиянии девальвации-1998 на экспорт, то только об умеренном и достаточно краткосрочном.

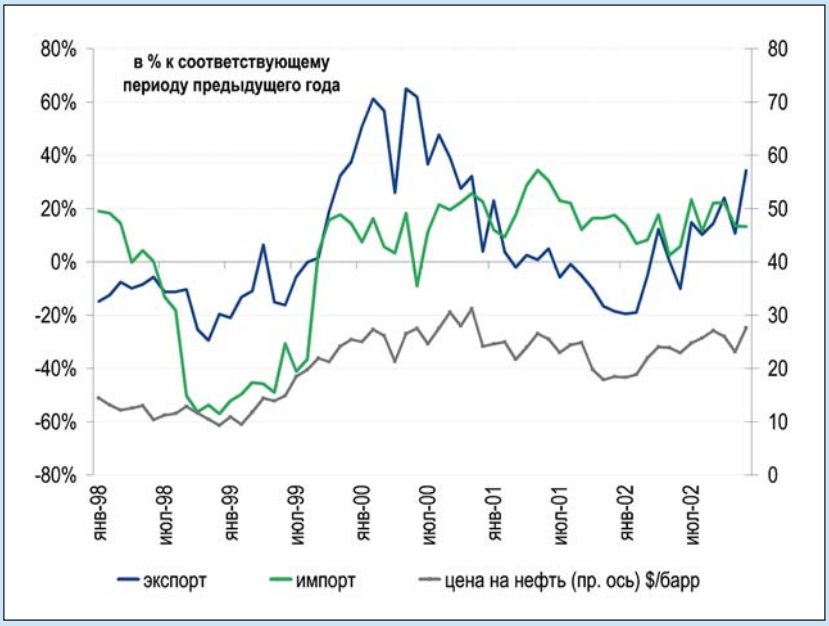
По сравнению с 1998 годом доля ТЭК и металлов в экспорте выросла с 64% до 79% (2007 год), в первую очередь за счет повышения мировых цен. Сейчас цены на нефть и металлы упали, и, скорее всего, в 2009 году в структуре экспорта эти товары будут составлять около 50%. Поэтому даже если мировые цены на нефть останутся на нынешнем уровне, можно ожидать, что за счет недавней девальвации в 2010 — начале 2011 гг. произойдет незначительный рост экспорта в диапазоне 5–10%. Кроме того, в 2009 году возможно частичное восстановление физических объемов экспорта в ряде отраслей (металлургии, химической отрасли), в которых недавно произошел резкий спад — экспорт их продукции после девальвации вновь становится рентабельным.

Однако наши предположения относительно экспорта и импорта делаются из предпосылки достаточно статичных внешних условий. При прочих равных повышение рублевых цен на импортные товары приводит к снижению их потребления, а падение себестоимости (в пересчете на доллары) экспортных товаров позволяет отечественным производителям увеличить долю рынка за рубежом. Но производители импортных товаров, столкнувшись повсеместно со снижением спроса, могут снизить цены, либо может произойти ослабление их валют. То же самое можно сказать о наших конкурентах на экспортных рынках.

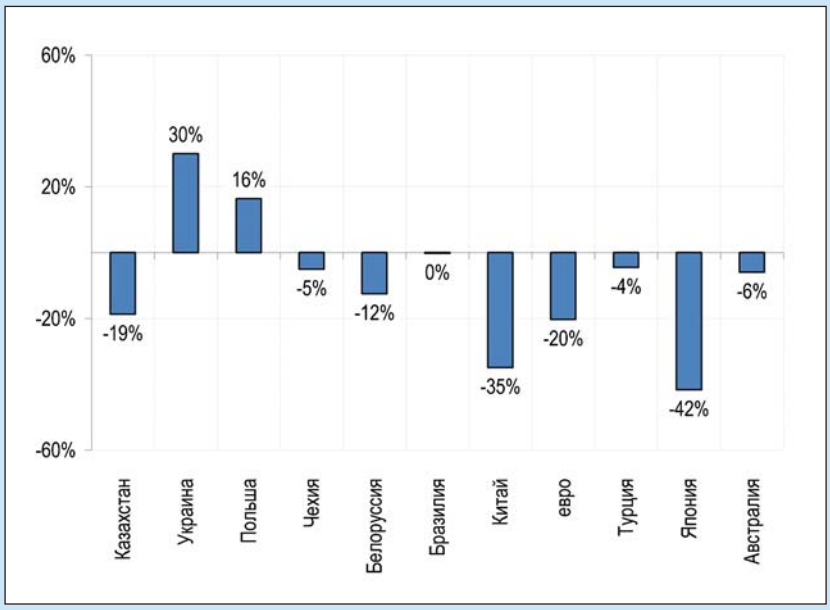
Ситуация 1999–2000 гг. отличается от сегодняшней тем, что тогда не было мировой рецессии: у России была возможность наращивать экспорт, а у производителей импортных (для России) товаров не было причин снижать цены. Если начнется война девальваций, все прогнозы относительно потенциального воздействия нынешнего ослабления рубля на торговый баланс окажутся бесполезными.

Динамика экспорта и импорта в 1998–2007 гг.

/Источник: Банк России, Reuters/

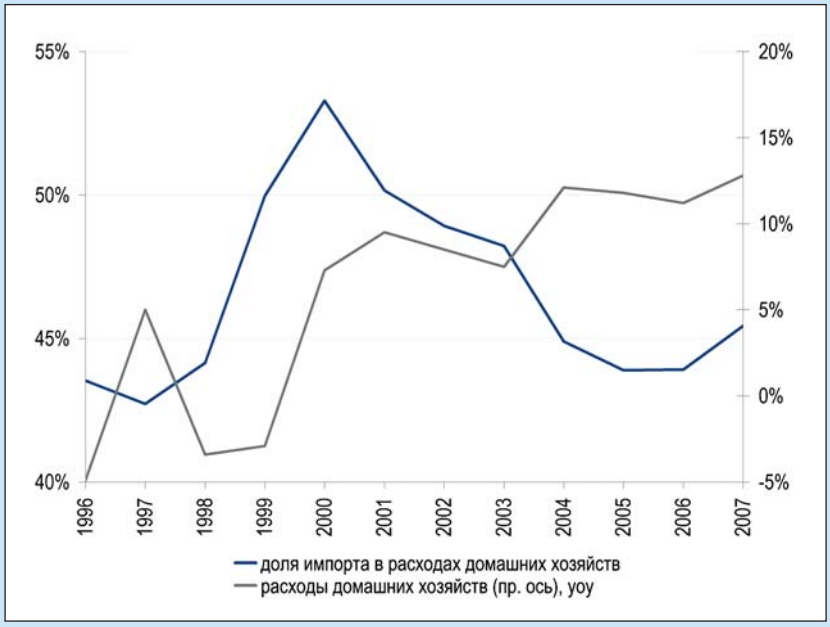


Изменение курса рубля относительно курсов стран – торговых партнеров за период 01.08.2008–24.02.2009
/Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка/



За последние несколько месяцев валюты целого ряда развивающихся стран значительно ослабли. Среди этих стран — многие важные торговые партнеры России: Украина, Белоруссия, Польша, Турция, а также наши конкуренты на сырьевых рынках: Казахстан, Бразилия и Австралия. Поэтому девальвация рубля на 25% к бивалютной корзине относительно валют ряда стран не дала заметного конкурентного преимущества России. В то же время относительно крупнейших торговых партнеров — Китая и стран зоны евро — ослабление рубля было очень существенным. За счет этого конкурентоспособность России все же стала выше по сравнению с августом. Однако ослабление валют развивающихся стран может продолжиться, также нельзя исключить падение курса евро или юаня. Поэтому вполне может оказаться, что проведенная властями девальвация рубля окажется бегом на месте, а уже через несколько месяцев рублевые цены импортных товаров в среднем будут на том же уровне, что и в августе.

Эффект девальвации 1998 года на потребление
/Источник: Росстат/



ИМПОРТОЗАМЕЩЕНИЕ

Оценка девальвационного эффекта импортозамещения является наиболее трудной задачей. В 1999 году существенного оживления промышленности не происходило, скорее можно говорить о восстановлении производства после кризиса, когда его объемы упали сразу на 10%. В то же время, если сравнивать 1999 год с 1997 годом, то можно с уверенностью говорить о росте в цветной и черной металлургии. Также выросли производство деревянных изделий и машиностроение, но эти отрасли серьезно пострадали ранее (за 1996 год объемы их производства снизились на 30% и 15% соответственно), и у них были значительные свободные мощности, чего сейчас нет. Легкая и пищевая промышленность начали расти только в 2000 году, большинство отраслей показали уверенный рост также только через год после кризиса.

Как уже было сказано, в конце 1999 — 2000 гг. произошел серьезный рост цен на нефть, и в российскую экономику потекли нефтедоллары. Поэтому в чистом виде выделить эффект девальвации в структуре экономического роста практически невозможно. Безусловно, девальвация являлась предпосылкой для бурного роста экономики: если бы ее не было, то полученные нефтяные сверхдоходы не остались бы в экономике, а были бы израсходованы на импорт. Однако у нас есть сомнения, что девальвационный эффект сам по себе смог бы привести к оживлению экономической активности.

С 1998 по 2000 год включительно доля импорта в потреблении домашних хозяйств не снижалась, а росла. Действовало два разнонаправленных эффекта: эффект замены импортных товаров на отечественные и эффект дохода, выражающийся в том, что потребление отечественных товаров сокращалось, чтобы продолжать покупать подорожавшие импортные товары. Эффект дохода оказался сильнее эффекта замены: физические объемы потребления импортных товаров, конечно, сократились, но их доля в бюджетах домохозяйств выросла — а значит, физические объемы потребления отечественных товаров также серьезно упали. Примечательно, что в 2000 году, когда промышленность и потребление начали восстанавливаться, объемы импорта увеличились в реальном

выражении на 32% и фактически достигли докризисного уровня. Подобная динамика импорта была бы маловероятной в случае серьезного эффекта импортозамещения от прошедшей девальвации.

В результате девальвации 1998 года население серьезно обеднело: с одной стороны, это привело к снижению себестоимости производства, с другой — к падению внутреннего спроса. В такой ситуации наиболее выгодным оказывается производство, ориентированное на экспорт, но, как мы показали выше, позитивное влияние девальвации на экспорт быстро исчезает. Этому в частности способствуют инфляция и укрепление реального курса, которое постепенно снижает девальвационный эффект. В такой ситуации необходим дополнительный драйвер роста — в 2000 году им стала нефтяная отрасль. По нашему мнению, без роста нефтяных цен в тот период были серьезные риски стагнации экономики.

Сегодняшняя ситуация в некоторых аспектах отличается от 1998 года. Прежде всего, как было показано выше, российским потребителям сейчас значительно легче отказаться от потребления импортных товаров. Кроме того, такие отрасли, как пищевая промышленность, стали более конкурентоспособными и могут хотя бы частично заменить импортные товары. Однако это не означает, что эффект замены на этот раз будет сильнее эффекта дохода.

Во-первых, нельзя утверждать, что большую часть импорта сейчас составляют предметы роскоши и потребители сократят их потребление безо всякого урона для отечественной продукции. Дело в том, что существует значительная часть российской экономики, производящая продукты категории luxury, — это прежде всего сектор услуг и жилищное строительство. По нашему мнению, для этих секторов девальвация, скорее всего, будет иметь негативный эффект.

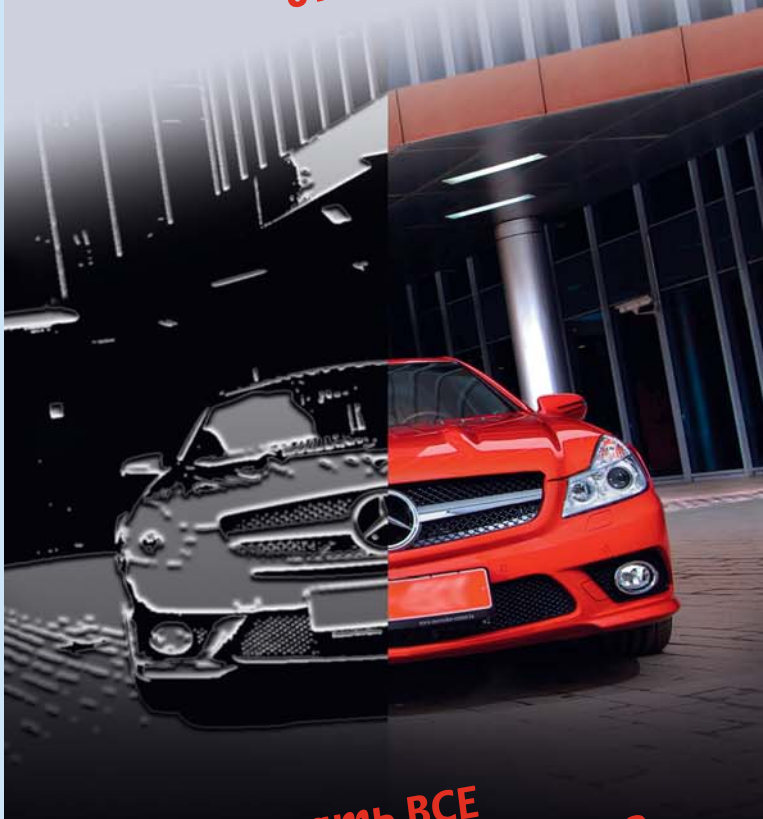
Во-вторых, мы сомневаемся, что российские производители смогут эффективно заменить импортные товары. Как мы уже упоминали, сейчас основная часть импорта — это высокотехнологичные товары, с которыми, как и в 1998 году, отечественные производители в большинстве случаев конкурировать не могут. Поэтому, столкнувшись с повышением цен на холодильник или мобильный телефон, потребитель, скорее всего, выберет более дешевый импортный аналог или подождет и накопит средства на желанную покупку, чем потратит эти средства на отечественные товары.

Таким образом, основываясь на анализе результатов девальвации 1998 года, можно сделать вывод, что недавнее ослабление рубля, безусловно, окажет позитивное воздействие на торговый баланс, прежде всего за счет падения импорта (по нашим оценкам, на 15–20%). В то же время, мы сомневаемся в серьезном позитивном эффекте для всей экономики: наоборот, ослабление рубля может привести к снижению потребления, хотя и в меньшей степени, чем в 1998 году. Провести девальвацию было необходимо, иначе те дисбалансы, которые возникли после падения цен на нефть, могли привести к значительно более серьезным последствиям. Но в российской экономике девальвация создает лишь условия для роста, ей необходим дополнительный толчок, сходный по силе с эффектом от подорожания нефти в 1999–2000 гг. ©

CBONDS-PRO

Информационная услуга Cbonds по рынку облигаций

КАЧЕСТВО стало платным!



Хочешь знать ВСЕ в деталях?

Подпишись на Cbonds-PRO!

Платный сервис Cbonds-PRO включает:

- Расширенный поиск по базе эмиссий;
- Возможность просмотра документов по еврооблигациям;
- Доступ к архиву индексов и индикаторов долгового рынка;
- Полный доступ к истории кредитных рейтингов;
- Сохранение в XLS результатов поисков.

Услуга предоставляется неограниченному количеству сотрудников подписавшейся организации.

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info.