

## Макроэкономика

29 января 2009 г.

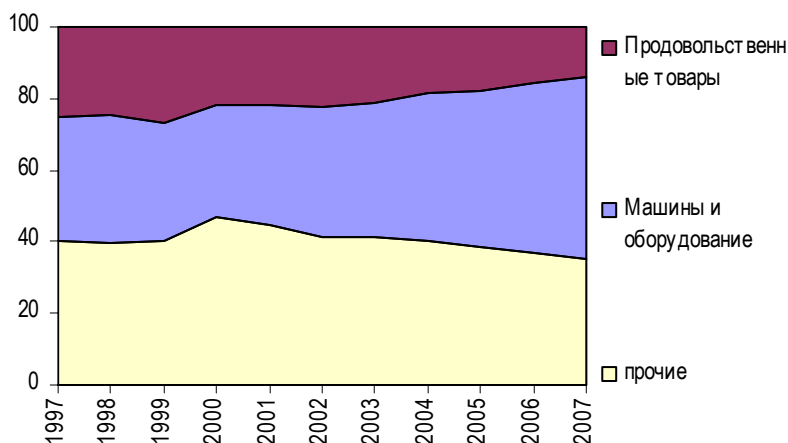
### Эффект девальвации

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.

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, продукция химической отрасли было менее значительным. По сравнению с 1998 годом, в настоящее время доля товаров первой группы в импорте значительно выше: 53.5% против 39.7%.

Товарная структура импорта в 1997-2007 гг.

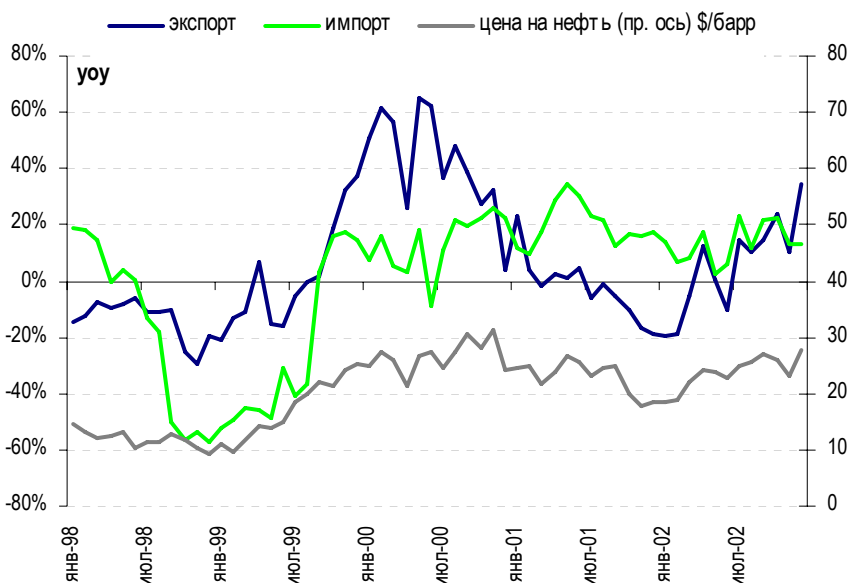


Источник: ФТС

Кроме того, есть 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 десять лет этот рынок стал более насыщен. Население сейчас не заменяет ламповые советские телевизоры на импортные и «жигули» на подержанные БМВ, 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. Можно ожидать, что нынешнее ослабление рубля приведет к сокращению импорта на 15-20%.

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 и 2002 гг. – упал на 5% и 2.5% соответственно. Таким образом, если и можно говорить о положительном влиянии девальвации-1998 на экспорт, то только об умеренном и достаточно краткосрочном.

### Динамика экспорта и импорта в 1998-2007 гг.



Источник: Банк России, Reuters.

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-м - начале 2011-го года 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 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 произойдет ослабление их валют. То же самое можно сказать о наших конкурентах на экспортных рынках.

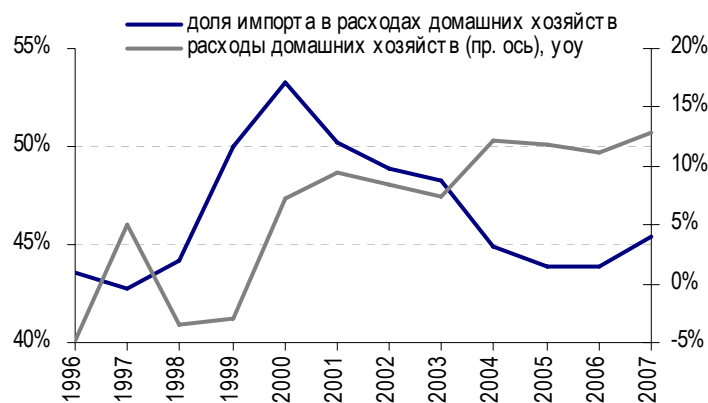
Ситуация 1999-2000 годов отличается от сегодняшней тем, что тогда не было мировой рецессии: у России была возможность наращивать экспорт, а у производителей импортных (для России) товаров не было причин снижать цены. Если начнется война девальваций, все прогнозы относительно потенциального воздействия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

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-й год с 1997-м, 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 столь бурного роста экономики: если бы ее не было, то полученные нефтяные сверхдоходы не остались бы в экономике, а были бы израсходованы на импорт. Но 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 из-за того, что население продолжало 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.

### Эффект девальвации 1998 года на потребление



Источник: Росстат

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.

---

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. 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. Таким драйвером, как и в 2000 году, может стать восстановление мировых сырьевых рынков, либо стимулирующая политика государства.

В 1998 году у государства не было ресурсов для стимулирования экономики, сейчас есть - это вселяет определенный оптимизм. Однако у российского правительства пока нет удачного опыта осуществления массовых инфраструктурных проектов, которые помогли бы восстановить спрос в экономике. Мы считаем, что более быстрый и эффективный способ – это серьезные налоговые стимулы. В условиях значительного снижения курса рубля, они могли бы повысить спрос на отечественные товары и дать мощный толчок реальному сектору.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

## Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

### **Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.