



1 августа 2017 г.

Желание потреблять ставкой не удержать

**ЦБ обеспокоен
возможностью
сокращения депозитов
на фоне снижения
ключевой ставки**

Банк России неоднократно выражал обеспокоенность тем, что по мере снижения ключевой ставки население перестанет сберегать и либо увеличит потребление, либо начнет покупать валюту. В частности, опасения регулятора касались возможного сокращения депозитов населения по мере снижения ключевой ставки. Для того, чтобы понять, насколько оправданы эти опасения, на наш взгляд, важно ответить на два ключевых вопроса:

- 1) действительно ли население переходит от сберегательной к потребительской модели поведения?
- 2) какие факторы определяют динамику сбережений, и насколько важен для них уровень ставки, т.е. насколько на них может влиять политика ЦБ?

Для начала необходимо определиться, что же считать сбережениями. Согласно определению Росстата, это не только рублевые депозиты, но в целом все денежные средства, которые не идут на потребление (то есть сбережения = располагаемые доходы - потребление товаров и услуг). Сбережения растут постоянно: объем их прироста в реальном выражении (то есть рассчитанного в постоянных ценах), по данным Росстата, практически всегда положителен (см. график).

Сбережения растут постоянно



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

**Население сберегает
всегда, но по-разному**

Это неудивительно: в долгосрочном периоде реальные доходы населения (то есть доходы, рассчитанные в постоянных ценах) имеют тенденцию к увеличению (за исключением кризисных периодов), а т.к. в среднем около 30% доходов идет на сбережения, рост доходов обеспечивает наращивание сбережений. В свою очередь, в кризисные периоды для нашего населения действуют иные мотивы сберегать и сокращать потребление: 1) неопределенность относительно своих будущих доходов; 2) ослабление курса рубля, которое побуждает людей покупать инвестиционные товары или иностранную валюту с целью зафиксировать покупательную способность своих текущих доходов/сбережений; 3) высокая ставка по рублевым активам, которая делает депозиты более привлекательными. Таким образом, население сберегает всегда, вопрос лишь в уровне и скорости прироста сбережений.

Модель поведения населения определяется тем, насколько быстро растут сбережения

Сейчас их рост замедляется и отстает от темпов роста потребления...

Определить тип поведения населения (больше сберегать или больше потреблять) можно несколькими способами. Например, индикатором может послужить изменение прироста сбережений относительно доходов населения (средняя склонность к сбережениям): если она отклоняется от долгосрочного уровня вверх – значит, больше сберегается, чем тратится, и наоборот. Поскольку сложность такого подхода состоит в определении долгосрочного уровня средней склонности к сбережениям, мы решили использовать другой, более практичный способ. Он основан на сравнении скорости прироста сбережений с темпом прироста доходов: если сбережения растут быстрее доходов, значит, население следует сберегательной модели поведения и наоборот (см. график ниже).

Население постепенно отходит от сберегательной модели



* Реальные располагаемые доходы – номинальные доходы населения без учета обязательных платежей и расходов на питание, скорректированные на инфляцию

** на графике мы сравниваем рост доходов и скорость роста сбережений, т.к. сбережения являются показателем «запаса», а доход – показателем «потока». Таким образом, для того, чтобы показать совместную динамику этих двух показателей, нужно сравнивать доход не со всеми сбережениями, а с их приростом.

Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

На графике выше можно увидеть, что сейчас наблюдается, как минимум, два признака отхода населения от сберегательной модели поведения: во-первых, сбережения в реальном выражении начали снижаться, а во-вторых, их динамика оказывается слабее изменения реальных располагаемых доходов.

... что указывает на постепенный отказ населения от сберегательного поведения

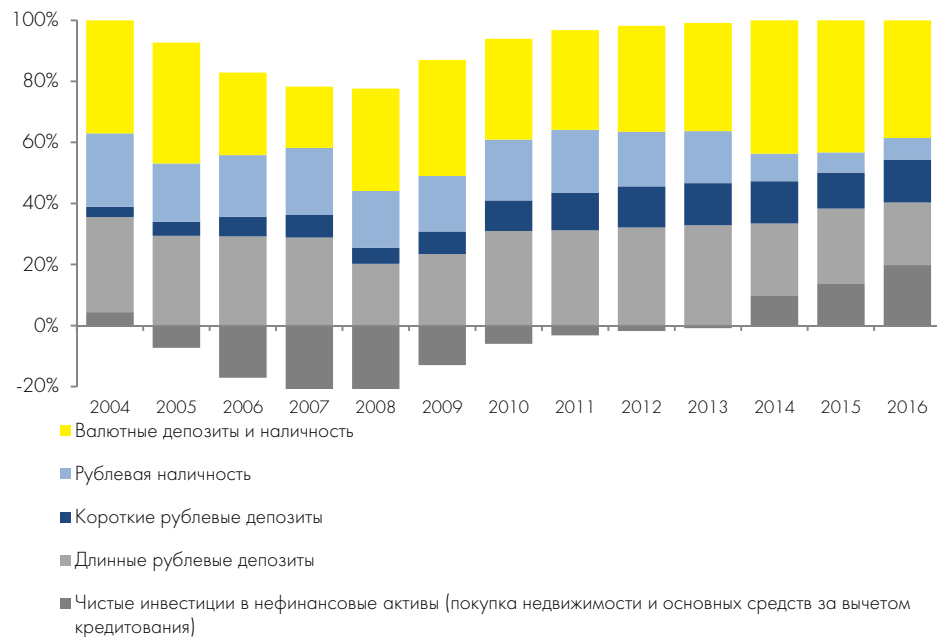
Таким образом, мы согласны с утверждением ЦБ о том, что сейчас население постепенно переходит от сберегательной к потребительской модели поведения. Однако в этом нет ничего удивительного: в нормальных экономических условиях в России население потребляет больше, чем сберегает, и только в кризисные периоды это меняется (вероятно, сейчас уверенность в том, что худшее позади, повышается, и люди начинают больше тратить). В этой связи обеспокоенность ЦБ, на наш взгляд, объясняется тем, что контролировать потребительское поведение в подобной модели с помощью ключевой ставки гораздо сложнее, чем когда население больше сберегает. А в условиях жесткой цели по инфляции снижение эффективности мер монетарной политики совсем нежелательно для регулятора (особенно учитывая и без того значительный вес немонетарных факторов в инфляции).

В этой связи закономерен второй, поставленный нами в самом начале, вопрос: что же влияет на выбор населения потреблять или сберегать, как он зависит, в частности, от ставок, курса рубля, динамики доходов и т.п.

Вопрос о том, сколько сберегать, зависит далеко не только от уровня ставки по рублевым депозитам

Казалось бы, ответ на вопрос достаточно очевиден: рублевые депозиты физлиц, которые, как многие полагают, являются основным средством сбережения, должны сокращаться по мере снижения ставки, и, соответственно, в этот момент население предпочитает больше потреблять. Однако, даже если это так (т.е. если ставка действительно влияет на прирост депозитов), по данным Росстата, депозиты занимают лишь ~35% в общем объеме сбережений населения. Соответственно, чтобы понять, что определяет динамику всех сбережений, важно рассмотреть все их основные компоненты по отдельности (об этом и пойдет речь ниже).

Депозиты - далеко не единственный способ сбережений



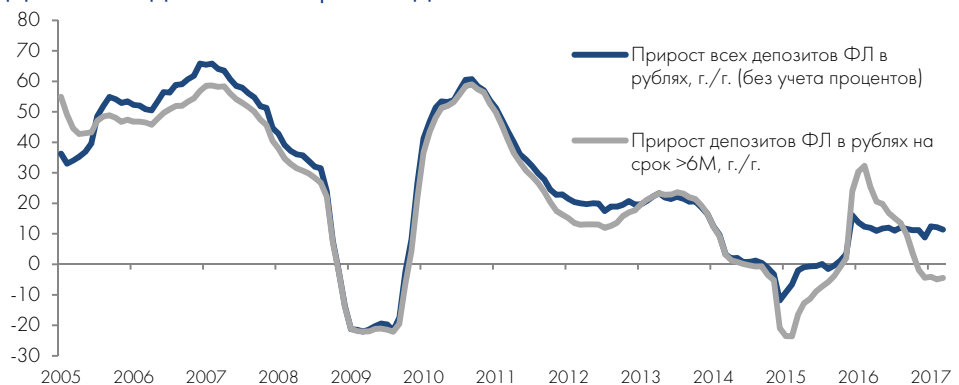
Источник: Росстат, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Рублевые депозиты

Внутри общего объема депозитов начался переток из длинных в короткие ...

Общий объем рублевых депозитов (без учета процентных доходов) растет с 2016 г., но пока темпы их роста находятся на исторически низких (для некризисного периода) уровнях. При этом динамика длинных (>6М) и коротких (<6М) вкладов, которая у этих двух групп почти совпадала, в 2015 г. начала отличаться. В частности, длинные депозиты населения (без учета процентных платежей) стали сокращаться с конца 2016 г., а короткие депозиты, напротив, - расти (см. график ниже). Как мы думаем, изменение структуры депозитов может в определенной степени объясняться увеличением доли безналичных платежей в расчетах и частичным отказом от использования наличных денег (в последние годы доля наличности в структуре сбережений снижается, по данным Росстата).

Динамика длинных и коротких депозитов начала отличаться



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

... с чем, как мы думаем, и связаны основные опасения ЦБ - ставка прямо влияет только на длинные депозиты

Исходя из наблюдающегося изменения структуры депозитов, мы полагаем, что основные опасения ЦБ с точки зрения эффективности монетарной политики связаны именно с ухудшением в сегменте длинных депозитов (как можно увидеть на графике ниже, их динамика достаточно уверенно реагирует на рост/снижение ставки), тогда как короткие вклады в основном сосредоточены в сегменте «до востребования» и, будучи по сути наличными деньгами, напрямую не зависят от динамики ставки (хотя косвенный эффект, о котором речь пойдет ниже, может оказаться достаточно существенным).

Длинные депозиты чувствительны к ставке ...**... чего нельзя сказать о коротких**

Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Рост объема коротких депозитов может быть сигналом скорых трат

Пока снижение ставки не так сильно влияет на общий уровень депозитов. Однако происходит изменение структуры депозитов (переток из длинных депозитов в короткие), что обусловлено не только увеличением безналичных расчетов, но и снижением уровня депозитных ставок (при наличии более выгодных альтернативных способов сбережений), а также желанием потребителей реализовать отложенный спрос. Потенциально короткие депозиты в некоторой степени являются «навесом» потребления, что также может интерпретироваться регулятором как инфляционный риск. Но средства с коротких депозитов, скорее всего, идут не на текущие расходы (продукты питания, ЖКХ и прочее), а используются для покупки непродовольственных товаров длительного пользования, что напрямую не должно оказать заметного влияния на инфляцию. При этом, с учетом того, что большая доля этих товаров полностью или частично закупается за рубежом, рост таких потребительских расходов может подстегнуть импорт, что, в свою очередь, будет способствовать ослаблению рубля (то есть возникает не прямой, а косвенный эффект на инфляцию), чего вряд ли хочет допустить ЦБ. Впрочем, рост потребительской уверенности подогревает желание тратить не только на потребительские товары, но и инвестировать в нефинансовые активы (например, покупать недвижимость, что, по определению Росстата, также является видом сбережения), что частично должно компенсировать инфляционный эффект от роста расходов населения.

Дополнительным фактором беспокойства ЦБ может быть его желание сохранить сбережения населения внутри банковской системы (чтобы они и не шли на покупку наличной валюты или финансирование импорта), поскольку их отток может сокращать эффективность монетарной политики (о том, что сбережения в других формах слабо или никак не зависят от ключевой ставки, подробно будет изложено ниже).

Сбережения в валюте

Валюта занимает более 40% сбережений населения

Сберегательная модель российских домохозяйств традиционно предполагает достаточно высокую долю (40%) сбережений в валюте (в наличном виде или в форме депозитов). С одной стороны, это связано с устойчивым недоверием к рублю как к валюте для сбережений (связано с ее довольно частыми девальвациями), постоянной потребностью в импорте товаров и услуг и т.п., из-за чего прирост валютных активов населения (в долларовом выражении), при прочих равных, всегда остается положительным. С другой стороны, даже при высоких рублевых ставках в период ослабления рубля российская валюта не приобретает популярность (конечно, длинные (>6М) рублевые депозиты пользуются спросом, но, как мы думаем, рост их объемов происходит не за счет снижения валютных активов, а за счет других источников, например, рублевой наличности или коротких депозитов).

Спрос на валюту растет при ослаблении рубля



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Драйвером спроса на валюту является ослабление курса рубля

Мы считаем, что основным драйвером валютной части сбережений населения является курс рубля, в то время как рублевая ставка играет роль «буфера», который в периоды ослабления рубля сдерживает рост валютных активов, но не предотвращает его, т.к. ее повышение происходит уже как реакция на увеличение спроса на валюту (долларизация депозитов, покупки валюты населением и т.п.).

Помимо депозитов и валюты население инвестирует в нефинансовые активы, но с привлечением кредитов

Прочие сбережения (кроме депозитов и наличной валюты)

Большая часть из остальных сбережений, согласно методологии Росстата, приходится в основном на две группы: 1) покупка недвижимости и основных средств (т.е. инвестиции в нефинансовые активы) и 2) погашение задолженности по кредитам. Можно заметить, что значительный объем инвестиций в нефинансовые активы финансируется за счет заемных средств: рост покупок нефинансовых активов сопровождается повышением задолженности по кредитам. При этом чистые инвестиции (т.е. покупка активов за вычетом задолженности по кредитам) являются положительной величиной. Это указывает на то, что оставшаяся часть инвестиций частично финансируется за счет либо уже рассмотренных нами видов сбережений (например, за счет депозитов или продажи валюты), либо доходов с этих сбережений (прибыль индивидуальных предпринимателей, доходы от депозитов или ренты). В целом это согласуется с обычной практикой: при покупке недвижимости в ипотеку обычно требуется первоначальный взнос, который покупатель платит, как правило, из своих сбережений.

Интересно отметить, что снижение ключевой ставки (в контексте ипотечного кредитования) может оказывать сдерживающий эффект на потребительские расходы. Так, при снижении ставки доступность ипотечных кредитов возрастает, что стимулирует покупки недвижимости в кредит. Это влечет за собой 1) изменение структуры сбережений (из депозитов в пользу низколиквидных нефинансовых активов), и, соответственно, снижает «навес» потребления; 2) увеличение доли обязательных платежей в структуре расходов домохозяйств. Таким образом, при прочих равных темпы роста реальных располагаемых доходов населения сокращаются, причем на достаточно длительный период. В итоге у населения остается меньше ресурсов для покупки потребительских товаров, которые входят в расчет инфляции, т.е. возникает дезинфляционный эффект.

Кредиты финансируют существенный объем нефинансовых инвестиций



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Впрочем, мотивы инвестиций имеют, скорее, долгосрочные цели и напрямую не определяются уровнем ставки или курса

Отметим, что эти инвестиции не могут напрямую сравниваться с депозитами или наличной валютой, т.к. обладают значительно меньшей ликвидностью. Их увеличение вряд ли может быть напрямую связано с текущими движениями ставки или курса рубля, т.к. предполагается, что владение этими активами будет длительным и, скорее, определяется долгосрочным видением экономической ситуации. В этой связи, логично, что для многих покупка недвижимости может являться неким способом «захеджировать» долгосрочную покупательную способность имеющихся сбережений и/или желанием получать с нее ренту, например, в ожидании возможных ухудшений в экономике. Отметим, что такое желание далеко не всегда рационально и экономически более выгодно, чем другие виды сбережений. Во многом, как мы думаем, это связано с невысокой финансовой грамотностью населения и негативным опытом прошлых лет (из-за чего, например, доля вложений в ценные бумаги в сбережениях составляет менее 5%).

Основные выводы

- 1) Население действительно постепенно отходит от сберегательной модели поведения и возвращается к своей нормальной потребительской модели.
- 2) Долгосрочные депозиты – это фактически единственное средство сбережений, на которое ЦБ может эффективно повлиять через процентную ставку. Другие виды сбережений больше зависят от динамики доходов и/или курса рубля.
- 3) С переходом к потребительской модели регулятору будет сложнее влиять на поведение населения с помощью ставки, т.е. эффективность монетарной политики будет уменьшаться.
- 4) Дополнительный негатив может создать рост потребительских расходов, который подстегнет импорт (учитывая значительную долю импортных товаров в потреблении). Это может оказать давление на курс рубля (и через эффект переноса – на инфляцию), что достаточно сложно предотвратить мерами процентной политики.
- 5) Снижение ставок в экономике может иметь и дезинфляционный эффект (который может частично компенсировать рост инфляции спроса) через ипотечное кредитование.

Станислав Мурашов
stanislav.murashov@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845



#RAIF: Macro Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.