



## **ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

Тел.: 8(499)129-17-22, факс: 8(499)129-09-22, e-mail: [mail@forecast.ru](mailto:mail@forecast.ru), <http://www.forecast.ru>

---

# **Оценка влияния курсовых рисков на устойчивость секторов российской экономики**

***Олег Солнцев***

Руководитель направления анализа денежно-кредитной политики и банковской системы ЦМАКП

***Дмитрий Галимов***

Ведущий эксперт ЦМАКП

***Наталья Дьячкова***

Стажер ЦМАКП

*Гайдаровский форум «Россия и мир: взгляд в будущее»*

*13.01.2016*

# 1. Подход к оценке

## **Методология оценки воздействия изменения обменного курса и доступа к кредиту на устойчивость секторов экономики**

- ✓ **На первом шаге** оценивается воздействие предполагаемого изменения обменного курса рубля на величину доходов и расходов, и как результат – сбережений анализируемых секторов.
- ✓ **На втором шаге** оценивается масштаб дефицита/избытка сбережений в рассматриваемых секторах исходя из сделанных предположений об изменении обменного курса и возможностей привлечения новых заимствований на внутренних и внешних рынках. Дефицит/избыток сбережений сектора = накопление основного капитала + погашение внешнего и внутреннего долга (по графику) – сбережения – привлечение средств на внутренних и внешних рынках.
- ✓ **На третьем шаге** - оценка непокрытого дефицита сбережений в масштабах отдельных секторов и всей экономики в целом. Величина дефицита сбережений соотносится с величиной краткосрочных иностранных и внутренних финансовых активов сектора. Превышение считается непокрытым дефицитом сбережений. Дается оценка возможностей компенсации непокрытого дефицита за счет привлечения средств от отраслей и секторов с профицитом сбережений. Оцениваются инфляционные последствия в случае монетизации (эмиссионного финансирования) непокрытого дефицита.

## Доля промежуточного импорта в материальных затратах, %

Код ОКВЭД	Агрегированные секторы экономики	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A	Сельское и лесное хозяйство	9.5	11.1	12.0	12.7	12.6	13.7	14.4	15.7	13.1	10.9
E	Энергетика	10.7	10.6	12.9	14.0	12.0	10.2	13.0	12.6	12.0	11.4
C	Добыча полезных ископаемых	6.8	7.1	8.4	10.3	8.6	8.7	10.0	12.0	10.6	9.4
DA	Производство продовольственных потребительских товаров	20.5	20.6	19.9	20.4	19.2	19.8	21.8	18.5	15.9	13.6
DB+DC+DN	Производство непродовольственных потребительских товаров	27.6	32.7	40.1	47.8	57.5	61.5	60.9	64.1	58.9	54.2
DK+DL+DM+DI	Производство инвестиционных товаров	11.6	12.4	13.1	15.8	16.7	19.9	21.1	23.6	21.3	19.3
DD+DF+DG+DH +DJ+DE	Прочие виды обрабатывающих производств	10.9	11.4	12.4	12.9	11.0	9.7	9.9	11.3	8.8	6.9
I	Транспорт и связь	15.7	14.4	16.1	16.4	13.5	17.0	19.5	19.1	17.6	16.1
G	Торговля (оптовая и розничная)	18.6	18.0	18.9	18.8	17.5	20.0	22.3	22.8	20.4	18.2
K, J	Прочие виды деятельности (кроме кредитных организаций)	12.4	12.7	13.4	13.7	12.2	13.7	15.4	16.3	15.6	14.9

Источник: Росстат, ФТС, расчеты ЦМАКП

## Доля импорта машин и оборудования в инвестициях в основной капитал, %

Код ОКВЭД	Агрегированные секторы экономики	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A	Сельское и лесное хозяйство	11.9	14.4	17.4	7.1	10.8	15.2	19.3	17.2	15.4
E	Энергетика	8.1	7.2	7.7	9.1	6.8	7.2	8.3	9.9	9.9
C	Добыча полезных ископаемых	3.1	3.9	4.5	2.7	2.8	3.5	4.8	4.0	3.3
DA	Производство продовольственных потребительских товаров	17.9	18.2	18.3	15.8	18.6	25.5	29.3	30.0	30.0
DB+DC+DN	Производство непродовольственных потребительских товаров	20.4	24.0	29.1	35.8	38.4	46.2	43.4	39.3	35.6
DK+DL+DM+DI	Производство инвестиционных товаров	30.4	29.6	31.4	32.1	28.3	37.3	38.8	36.5	34.3
DD+DF+DG+DH+DJ+DE	Прочие виды обрабатывающих производств	13.1	15.5	16.1	14.2	16.9	17.5	14.7	14.8	14.9
I	Транспорт и связь	10.0	10.7	10.9	5.3	6.2	8.4	9.9	11.6	11.6
G	Торговля (оптовая и розничная)	4.9	4.9	6.0	5.2	5.0	7.1	7.5	7.0	7.0
K, J	Прочие виды деятельности (кроме кредитных организаций)	4.5	4.7	5.2	4.9	5.0	6.2	8.4	7.8	7.2

Источник: Росстат, ФТС, расчеты ЦМАКП

## Доля экспорта в реализации продукции, %

		2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
Агрегированные отрасли/сектора экономики	код по ОКВЭД													
Сельское и лесное хозяйство	A	-	-	-	-	-	-	27,0	22,8	15,8	21,5	24,3	20,4	26,4
Энергетика	E	-	-	-	1,0	1,0	0,7	1,0	0,7	0,9	1,1	0,8	0,7	0,6
Добыча полезных ископаемых	C	83,1	83,9	82,7	78,7	77,8	78,2	78,2	78,3	77,9	77,1	74,3	73,9	72,5
Производство продовольственных потребительских товаров	DA	-	-	-	4,6	4,9	4,7	4,7	6,4	5,3	7,0	7,8	8,2	9,0
Производство непродовольственных потребительских товаров	DB	-	-	-	7,7	6,4	5,9	4,9	6,3	4,7	7,0	6,1	6,9	7,8
	DC													
	DN													
Производство инвестиционных товаров	DK	-	-	-	-	-	-	14,2	16,3	13,0	12,2	12,1	12,4	14,1
	DL													
	DM													
	DI													
Прочие виды обрабатывающих производств	DD	-	-	-	-	-	-	37,9	37,3	38,6	39,6	41,9	42,5	47,7
	DF													
	DG													
	DH													
	DJ													
DE														
Транспорт и связь	I	-	-	6,0	6,0	6,0	6,0	6,1	6,1	6,2	6,1	6,1	6,2	-
Торговля (оптовая и розничная)	G	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие виды деятельности (кроме кредитных организаций)	Q	-	-	-	-	-	-	17,5	8,3	7,0	6,3	2,4	2,3	1,5

Источник: Росстат, ФТС, расчеты ЦМАКП

## Сценарные условия для тестирования воздействия стресса

	2015 г.	2016 г.
Цены на нефть Urals (в среднем за год, долл. /барр.)	51	25
Темп прироста курса доллара к рублю (конец года к концу года, %)	30	20

## 2. Результаты оценки

# Дефицит/профицит сбережений секторов – 2015

2015 г.	Дефицит (-) / профицит (+) сбережений		Изменение дефицита/профицита ('-' - ухудшение, '+' - улучшение) сбережений (к предшествующему году)		Непокрытый дефицит (-) / профицит (+) сбережений	
Сектор/сфера экономической деятельности	в млрд. руб.	в % к валовому располагаемому у доходу	в млрд. руб.	в проц. п. к валовому располагаемому у доходу	в млрд. руб.	в % к валовому располагаемому у доходу
<i>Федеральный бюджет</i>	-1776	-22%	-1248	-17	0	0%
<i>Бюджеты субъектов Федерации, местных органов власти и внебюджетные фонды</i>	-1426	-8%	-906	-5	-477	-3%
<i>Кредитные организации (без Центрального банка)</i>	-3426	-220%	-2747	-184	0	0%
<i>Домашние хозяйства</i>	1957	4%	-3498	-8	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – сельское и лесное хозяйство</i>	1804	70%	378	1	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – добыча полезных ископаемых</i>	2006	32%	661	7	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство продовольственных потребительских товаров</i>	1242	291%	1248	292	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство непродовольственных потребительских товаров</i>	384	72%	72	-3	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство инвестиционных товаров</i>	-1305	-317%	-866	-210	-642	-156%
<i>Нефинансовые предприятия – прочие виды обрабатывающих производств</i>	-999	-53%	527	72	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – энергетика</i>	-562	-55%	-983	-98	-49	-5%
<i>Нефинансовые предприятия – транспорт и связь</i>	-2248	-124%	-1004	-67	-594	-33%
<i>Нефинансовые предприятия – торговля</i>	600	15%	-3745	-74	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – прочие виды деятельности и некредитные финансовые организации</i>	2372	27%	-1438	-23	0	0%
<b>ВСЕГО</b>	-1379		-13550		-1762	

# Дефицит/профицит сбережений секторов – 2016

2016 г.	Дефицит (-) / профицит (+) сбережений		Изменение дефицита/профицита ('-' - ухудшение, '+' - улучшение) сбережений (к предшествующему году)		Непокрытый дефицит (-) / профицит (+) сбережений	
	в % к валовому в млрд. руб. располагаемому доходу		в проц. п. к валовому в млрд. руб. располагаемому доходу		в % к валовому в млрд. руб. располагаемому доходу	
<b>Сектор/сфера экономической деятельности</b>						
<i>Федеральный бюджет</i>	-3115	-46%	-1339	-24	0	0%
<i>Бюджеты субъектов Федерации, местных органов власти и внебюджетные фонды</i>	-1264	-6%	163	1	0	0%
<i>Кредитные организации (без Центрального банка)</i>	-4379	-270%	-952	-50	0	0%
<i>Домашние хозяйства</i>	2330	5%	373	1	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – сельское и лесное хозяйство</i>	2118	74%	314	4	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – добыча полезных ископаемых</i>	-1894	-42%	-3900	-74	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство продовольственных потребительских товаров</i>	-113	-22%	-1354	-313	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство непродовольственных потребительских товаров</i>	250	43%	-134	-28	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство инвестиционных товаров</i>	-1401	-340%	-95	-23	-693	-168%
<i>Нефинансовые предприятия – прочие виды обрабатывающих производств</i>	-2049	-130%	-1050	-77	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – энергетика</i>	-826	-80%	-264	-25	-267	-26%
<i>Нефинансовые предприятия – транспорт и связь</i>	-2240	-91%	9	32	-327	-13%
<i>Нефинансовые предприятия – торговля</i>	-893	-19%	-1492	-34	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – прочие виды деятельности и некредитные финансовые организации</i>	2188	24%	-184	-2	0	0%
<b>ВСЕГО</b>	-11285		-9907		-1287	

# Дефицит/профицит сбережений секторов – 2015-2016

2015 - 2016 гг.	Дефицит (-) / профицит (+) сбережений		Изменение дефицита/профицита ('-' - ухудшение, '+' - улучшение) сбережений		Непокрытый дефицит (-) / профицит (+) сбережений	
	в % к валовому в млрд. руб. располагаемому доходу		в млрд. руб. в проц. п. к валовому располагаемому доходу		в % к валовому в млрд. руб. располагаемому доходу	
<b>Сектор/сфера экономической деятельности</b>						
<i>Федеральный бюджет</i>	-4892	-34%	-2587	-20	0	0%
<i>Бюджеты субъектов Федерации, местных органов власти и внебюджетные фонды</i>	-2690	-7%	-744	-2	-477	-1%
<i>Кредитные организации (без Центрального банка)</i>	-7805	-245%	-3699	-117	0	0%
<i>Домашние хозяйства</i>	4287	4%	-3125	-4	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – сельское и лесное хозяйство</i>	3922	72%	691	3	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – добыча полезных ископаемых</i>	112	-5%	-3238	-33	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство продовольственных потребительских товаров</i>	1129	134%	-107	-11	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство непродовольственных потребительских товаров</i>	635	58%	-63	-16	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – производство инвестиционных товаров</i>	-2706	-328%	-962	-117	-1335	-162%
<i>Нефинансовые предприятия – прочие виды обрабатывающих производств</i>	-3047	-92%	-522	-2	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – энергетика</i>	-1388	-68%	-1248	-62	-316	-15%
<i>Нефинансовые предприятия – транспорт и связь</i>	-4488	-108%	-995	-17	-921	-23%
<i>Нефинансовые предприятия – торговля</i>	-293	-2%	-5237	-54	0	0%
<i>Нефинансовые предприятия – прочие виды деятельности и некредитные финансовые организации</i>	4560	26%	-1622	-13	0	0%
<b>ВСЕГО</b>	-12664		-23456		-3049	

# Факторы изменения дефицита/профицита сбережений секторов

	изменение дефицита сбережений	в том числе вследствие:	переоценки чистых валютных активов	изменения первичных доходов	изменения текущих расходов	изменения величины налогов	изменения стоимости осуществленной капвложени й	изменения условий привлечения ссуд и займов
	млрд. руб.							
2015	сельское и лесное хозяйство	378	47	998	-442	-3	-7	-216
	добыча полезных ископаемых	661	598	733	898	-119	-269	-1179
	производство продовольственных потребительских товаров	1248	89	737	-687	-3	-38	1150
	производство непродовольственных потребительских товаров	72	9	238	-106	-5	-29	-35
	производство инвестиционных товаров	-866	165	171	-304	-7	-19	-872
	прочие виды обрабатывающих производств	527	556	1686	-452	-24	-71	-1167
	энергетика	-983	57	412	-305	0	-34	-1114
	транспорт и связь	-1004	125	470	-740	10	135	-1004
	торговля	-3745	561	658	-842	-69	-61	-3992
прочие виды деятельности и некредитные финансовые организации	-1438	334	2452	-866	-53	-1392	-1914	
	млрд. руб.							
2016	сельское и лесное хозяйство	314	0	357	-63	-3	-17	40
	добыча полезных ископаемых	-3900	100	-2202	-789	-154	-19	-837
	производство продовольственных потребительских товаров	-1354	9	125	-141	-3	-20	-1325
	производство непродовольственных потребительских товаров	-134	2	40	-161	-7	-8	0
	производство инвестиционных товаров	-95	11	240	-245	-9	-40	-53
	прочие виды обрабатывающих производств	-1050	96	-1192	-215	-38	-39	338
	энергетика	-264	10	9	-105	0	-28	-150
	транспорт и связь	9	82	159	-256	10	-80	93
	торговля	-1492	178	0	-366	-78	-10	-1216
прочие виды деятельности и некредитные финансовые организации	-184	73	64	-244	-58	-76	58	
	млрд. руб.							
2015 - 2016	сельское и лесное хозяйство	691	47	1355	-505	-6	-24	-176
	добыча полезных ископаемых	-3238	699	-1469	109	-273	-288	-2016
	производство продовольственных потребительских товаров	-107	99	861	-828	-6	-58	-175
	производство непродовольственных потребительских товаров	-63	11	278	-267	-12	-37	-35
	производство инвестиционных товаров	-962	176	411	-549	-16	-59	-925
	прочие виды обрабатывающих производств	-522	652	494	-667	-62	-110	-829
	энергетика	-1248	67	421	-410	1	-62	-1264
	транспорт и связь	-995	208	629	-996	20	55	-911
	торговля	-5237	739	658	-1207	-148	-71	-5208
прочие виды деятельности и некредитные финансовые организации	-1622	408	2516	-1111	-111	-1467	-1856	

# Потенциал изъятия депозитов для покрытия дефицитов

**Балансирующее изъятие депозитов из банковской системы,  
млрд. руб.**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
4 <i>Домашние хозяйства</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
5 <i>Нефинансовые предприятия – сельское и лесное хозяйство</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
6 <i>Нефинансовые предприятия – добыча полезных ископаемых</i>	0	0	0	0	0	0	0	1072
7 <i>Нефинансовые предприятия – производство продовольственных потребительских товаров</i>	0	0	0	0	0	5	0	76
8 <i>Нефинансовые предприятия – производство непродовольственных потребительских товаров</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
9 <i>Нефинансовые предприятия – производство инвестиционных товаров</i>	226	80	0	0	0	384	807	850
10 <i>Нефинансовые предприятия – прочие виды обрабатывающих производств</i>	0	0	0	0	0	749	438	859
11 <i>Нефинансовые предприятия – энергетика</i>	0	0	227	0	351	0	622	670
12 <i>Нефинансовые предприятия – транспорт и связь</i>	40	57	340	274	224	780	1517	1714
13 <i>Нефинансовые предприятия – торговля</i>	0	0	0	0	0	0	0	548
14 <i>Нефинансовые предприятия – прочие виды деятельности и некредитные финансовые организации</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Итого:</b>	<b>265</b>	<b>136</b>	<b>567</b>	<b>274</b>	<b>575</b>	<b>1919</b>	<b>3383</b>	<b>5789</b>

# Дефицит/профицит сбережений – 2009-2016

В % к располагаемому доходу

	факт						оценка	прогноз
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1 Федеральный бюджет	-69%	-49%	4%	-2%	-6%	-5%	-22%	-46%
2 Субъекты Фед и ВБФ	0%	2%	3%	2%	-3%	-3%	-8%	-6%
4 Домашние хозяйства	1%	10%	12%	12%	13%	12%	4%	5%
5 Сельское хозяйство	81%	82%	84%	80%	78%	68%	70%	74%
6 Добыча полезных ископаемых	56%	68%	66%	73%	62%	25%	32%	-42%
7 Производство потребительских продовольственных товаров	75%	76%	89%	74%	58%	-1%	291%	-22%
8 Производство отдельных видов потребительских непродовольственных товаров	69%	82%	88%	86%	85%	75%	72%	43%
9 Инвестиционные товары	-478%	-48%	53%	66%	43%	-107%	-317%	-340%
10 прочие виды обрабатывающих производств	68%	109%	79%	70%	76%	-125%	-53%	-130%
11 Энергетика	24%	13%	-33%	27%	-40%	43%	-55%	-80%
12 Транспорт и связь	-3%	-4%	-21%	-13%	-9%	-57%	-124%	-91%
13 Торговля	94%	92%	113%	118%	121%	89%	15%	-19%
14 Прочие виды деятельности (включая некредитные финансовые организации)	68%	58%	79%	77%	80%	50%	27%	24%

## Основные выводы

- Ослабление рубля, вызванное снижением экспортных цен, ведёт к сжатию величины сбережений и ослаблению финансовой устойчивости всех секторов и отраслей экономики.
- У большинства секторов и отраслей экономики валютные обязательства превышают валютные активы – в результате девальвация, как правило, ведёт к единовременным чистым потерям от курсовой переоценки финансовых активов и обязательств.
- Однако с точки зрения формирования дефицита сбережений значительно более сильное воздействие оказывает ухудшение доступа экономических агентов к новым заимствованиям. Последнее, в свою очередь, является следствием роста неопределённости и ухудшения качества обслуживания долга в случае масштабной девальвации.
- Наиболее чувствительный дефицит сбережений в условиях девальвации и вызванного ею ухудшения доступа к кредиту возникает в производстве инвестиционных товаров, нетопливных сырьевых отраслях, в электроэнергетике, на транспорте, у кредитных организаций.
- Наименее уязвимыми оказываются сельхозпроизводители, а также производители потребительских товаров.
- Несмотря на то, что дефицит сбережений в той или иной степени возникает у многих секторов и отраслей, большинство из них может покрыть его за счет сокращения ранее накопленных финансовых активов.
- Существенный непокрытый дефицит сбережений формируется только в отраслях инфраструктуры (транспорт, электроэнергетика) и в производстве инвестиционных товаров. К сожалению, затруднения в деятельности именно этих отраслей ведут к сильным отрицательным внешним эффектам с точки зрения экономического роста.
- **Эта проблема вряд ли может быть разрешена без поддержки государства.** Предоставление такой поддержки выглядит обоснованным, учитывая сильные мультипликативные эффекты от неё для других отраслей экономики. Непокрытый дефицит сбережений в отраслях инфраструктуры и производстве средств производства вполне может быть компенсирован за счёт привлечения избыточных сбережений от других секторов и отраслей (например, через выпуск инфраструктурных и проектных облигаций с государственной гарантией). Нет жесткой необходимости в монетизации этого дефицита.
- Монетизация (эмиссионное покрытие) непокрытого дефицита сбережений способно привести к ускорению инфляции примерно на 2.5 проц.п. за год.
- Потенциал сокращения депозитов предприятий для покрытия дефицита сбережений с течением времени растет, однако банковская система вполне способна справиться с таким возможным сокращением за счет имеющегося у неё запаса ликвидных активов.



## **ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

Тел.: 8(499)129-17-22, факс: 8(499)129-09-22, e-mail: [mail@forecast.ru](mailto:mail@forecast.ru), <http://www.forecast.ru>

---

# **Спасибо за внимание!**