



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ
ПЕРМЬ



Что год грядущий нам готовит: макроэкономический прогноз на 2016 год

НИУ ВШЭ-Пермь



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ
ПЕРМЬ



Не-кейнсианский бизнес-цикл России

Дмитрий Тимофеев, СИА,
преподаватель НИУ ВШЭ-Пермь,
Начальник аналитического отдела
УК «Парма-Менеджмент»,
главный аналитик ПФП-группы

Темы выступления

1. Механизм и причины спада:

- Кейнсианская теория (включая ISLM, AS/AD) не годится для цикла РФ. Причина – поведение россиян.
- Почему для РФ типичной является инфляционная рецессия, с высокими ставками.

2. Прогнозы:

- Инфляция в РФ продолжает падать, дает надежду на снижение ставок и восстановление роста.
- Российская экономика прошла «дно», в 2016 г. ожидается ВВП +1%...+2%.
- Рубль будет на 60+ руб./долл. в ближайшие месяцы и может достичь 50+ в 2017 г.

3. Рецепты советника президента С. Ю. Глазьева.*

- В связи с просьбой рассмотреть их, но это имеет прямое отношение к первой теме

Как происходит рецессия

Западные страны	Россия (и другие развивающиеся страны)
Дефляция	Инфляция
Центробанки снижают ставки	Центробанк ужесточает денежную политику
Валютные курсы изменяются непредсказуемо	Рубль предсказуемо падает

- Почему такая разница?
- Подходят ли западные экономические модели (например, ISLM) для России?

«Микро-основания»*

- Экономические агенты (ЭА) рациональны, делает сбережения для «сглаживания потребления»
- Когда возникает неуверенность в будущем, ЭА хотят иметь больше сбережений
 - Россияне, включая бизнес РФ, не верят рублю, поэтому пытаются поменять его на что-то лучше сохраняющее стоимость: евро/доллары, товары.
 - А ЭА развитых стран просто начинают копить национальную валюту («тезаврация»).

* Lucas R.E. Econometric policy evaluation: A critique // Carnegie-Rochester conference series on public policy. : Elsevier, 1976. pp. 19–46.

Парадокс бережливости» Кейнса

- Шок → больше желаемых сбережений и меньше расходов
 - Если финансовый рынок нормально работает (для этого нужна стабильность банков), ставка снижается. Тогда возросшие сбережения одних (финансовые профициты) захотят занять другие (запустив финансовые дефициты) и превратить отказ от потребления первых в собственные расходы (инвестиции, расходы в кредит). Они «поменяются потреблением» и рецессии не возникнет.
- При этом агрегатный спрос падает → создает негативные ожидания → заставляет еще больше сберегать. Цикл замкнулся.
- Но все вместе сберегать не могут. Нужны расточительные.
 - Правительство может стать расточительным агентом в экономике, занять избыточные ресурсы (фискальный канал). Также может снизить ставку, подтолкнув частный спрос на возросшие заимствования (монетарный канал). Или «напечатать» деньги, «разбросав их с вертолета», чтобы удовлетворить возросший спрос актив сбережения в виде наличных.

тезавратор Скрудж Макдак



- Кейнс назвал золото «варварским пережитком».

Негибкость денег мешает проведению стабилизационной политики

- Привязка (к золоту, другой валюте) требует повышения ставок во время шока, чтобы удержать курс. Но это обваливает экономику.

Процикличность такой политики несовместима с демократией

- Развитые страны мучительно переходили к плавающему курсу.
- Развивающиеся страны также непростой дорогой идут к отвязке курса

Что такое риск?

1. **Рискованный** актив теряет в стоимости в «плохие времена». Чем больше теряет, тем рискованней. *Это акции, и увы, рубль для россиян.*
 2. **Безрисковый** актив сохраняет стоимость. *Это наличный доллар и евро в соответствующих странах.*
 3. **Хеджирующий** актив растет в плохие времена. *Возможно, золото в США, если, вдруг, ФРС сойдет с ума. Доллар и евро для россиян.*
- Концепция разбирается в стохастических моделях микроэкономики (CCAPM/SDF, уравнение Эйлера)

к рублю и альтернативы

- ВСЕ спады экономики РФ сопровождались ростом инфляции.
 - 1991/92, 1998/99, 2008/09, 2014/15.



- Большинство не делает сбережений
- Основной мотив сбережений – на черный день.
- Получение процентного дохода – 2% ответов!

Причины инфляции

Теория*:

1. Инфляция спроса (например, потому что «напечатано» много денег)
 2. Шок предложения (удорожание нефти)
 3. Инфляция ожиданий (ожидания «монетарной ошибки» от властей)
- В РФ в 90-е инфляцию провоцировало эмиссионное финансирование бюджета;
 - В 2000-е - скупка валюты Центробанком.

История рецессии РФ 2014/2015

- Падение USDRUB 30->35,8 руб./долл. с фев. 2013 по фев. 2014. на глобальных факторах («taper tantrum»). Еще до Крыма!
- Осенью паника достигла апогея
 - #крымнаш, Донбасс, МН17, долговые санкции. Падение цены на нефть (100 долл./барр. пробиты в сент. 2014 г.)
- Ажиотажные покупки товаров, **пик бегства в доллары в декабре, прежде всего, бизнеса РФ.**
- ЦБ поднимает ставки, кредитование падает, инвестиции останавливаются.

Важная оговорка

- Конечно, есть другие факторы. Санкции, долги и sudden stop, непонимание россиян политики РФ, коррупция и институциональная слабость. И, конечно, падение цен на нефть с удорожанием импорта, «эффектом переноса».
- Однако, **каждый из этих факторов, при изолированном рассмотрении, не требует повышения ставки ЦБ РФ.** Скорее, наоборот, - снижения.
- Если бы не бегство россиян от рублей, то для ЦБ не было бы нужны дергать «монетарный стоп-кран»

Эквilibриум Нэша и не-кейнсианский цикл

	Остальные будут копить рубли	Остальные будут избавляться от рублей
Моя стратегия - копить рубли	Равновесная стратегия в развитых странах. Кейнсианский цикл	--
Моя стратегия - избавляться от рублей	--	Сложившееся в РФ равновесие. Не- кейнсианский цикл

Монетарный тормоз



Бегство от рубля подобно механизму пузыря. **Порочный цикл:** действия одних вызывают аналогичные действия других.

Как правительство может его прервать?

- **Увещевания** (с рублем все будет хорошо)? Пробовали.
- **Интервенции?** Резервы конечны, особенно, когда вся страна играет против рубля.
- **Запрет** доллара (или конвертации)? Маловероятно, но слухи были
- **Ставка процента — единственная возможность ЦБ.** Однако он влияет на все — вызывая спад экономики.

Иллюстрация бегства от рублей

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ
ПЕРМЬ



Долгосрочные предсказания

- РФ имеет атрибуты развитой экономики: таргетирование инфляции, плавающий рубль. По идее, в случае рецессии, следовало бы ожидать снижения ставок.
- Но «народ не тот». Травмы истории, замыкают в ином равновесии Нэша, чем развитые страны. В РФ еще долго не будут «копить номинальные активы».
- Следующий кризис должен быть отчасти похож на текущий. Шок - бегство от рубля – повышение ставок – инвестиционный спад.
- И так, до тех пор, пока россияне не забудут историю и не поверят в рубль. Для этого нужна беспроблемный промежуток времени. Или новые поколения людей.
- Возможно, нужно 10-20 лет. Польша сейчас имеет близкие к нулевым ставкам, борется с низкой инфляцией. Хотя была гиперинфляция в начале 90-х.

Caveat emptor

или аналитики (постоянно) ошибаются

- В 2012-2013 я ждал падения инфляции в РФ. И думал, что следующий спад будет дефляционным, а ставки будут снижать.
- Прогноз курса на 2014/2015 гг., данный мной в октябре 2014, был удачным по цифре. Но по сути сложились две ошибки: недооценка глубины падения нефти и переоценка величины «оттока»
- Я плохо понимал грядущий механизм рецессии 2014/2015, хоть и ждал кризиса с октября 2014. В большей мере связывал с внешним кредитом и «вытеснением»

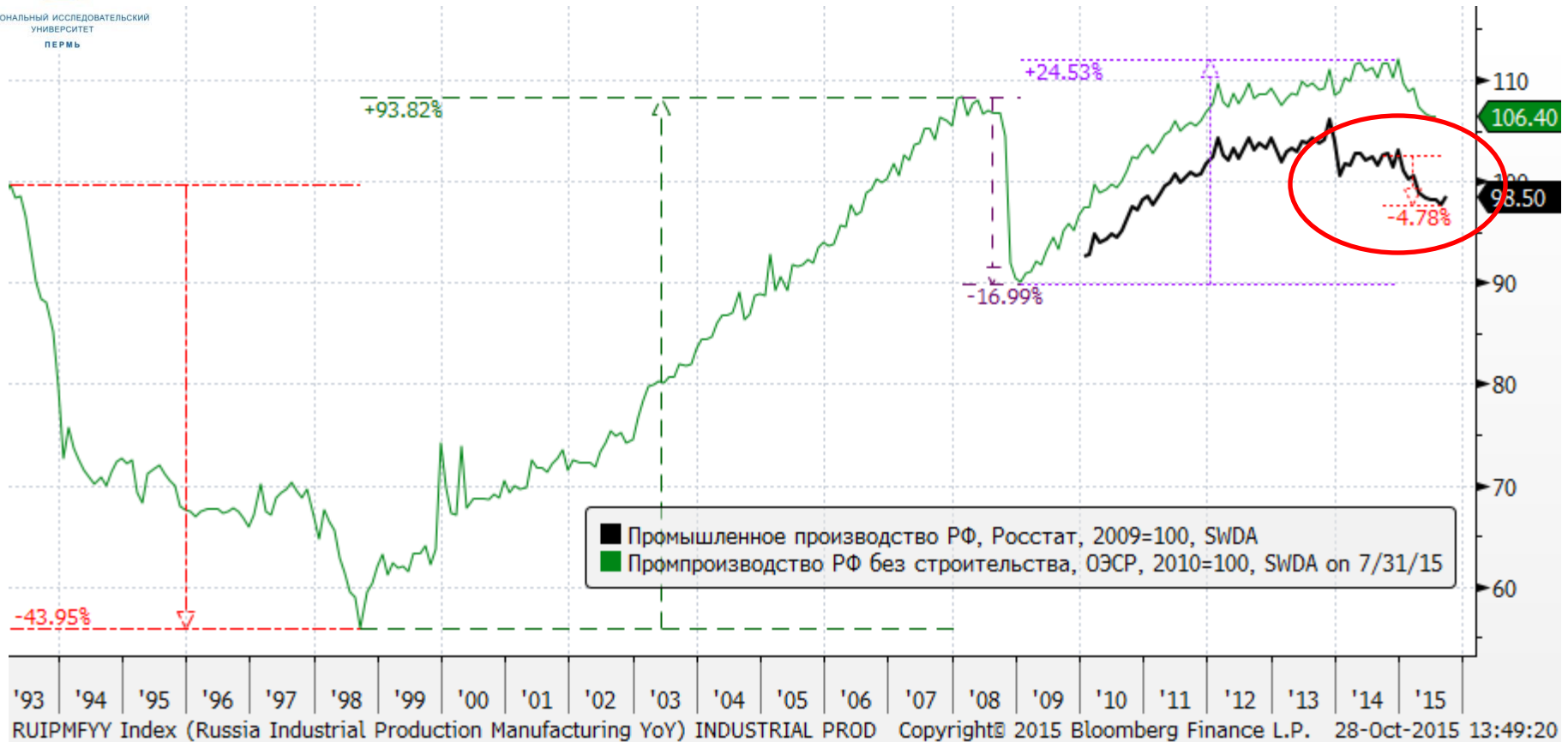
Текущий цикл спада

- Дешевая нефть сама по себе не означает, что мы в России должны меньше строить или меньше стричься.
- Меньше потреблять импорта – да. Но не останавливать заводы.
- **Спад экономики связан с высокими ставками.**
 - Сокращение кредита, инвестиций, покупок товаров длительного пользования, дисинвестиции (сокращение) оборотного капитала.
- Центробанк снижает ставки, следующий шаг, похоже, завтра (30 окт. 15).
- Ставка ниже 10% будет означать возвращение нормального кредитования и рост экономики.

В чем ЦБ РФ неправ

- Причина инфляции – это эффект переноса
 - Неверно, это поведение россиян, их отношение к рублю.
- Из-за снизившейся нефти «потенциальный выпуск» упал. Экономика не может восстановиться к уровню 2014 г. (это +4%)
 - ЦБ не называет казуального механизма
 - Что это? Меньше перевозок импортных товаров по стране? Или некие части инвестиций, которые не удастся заменить?
- ЦБ напрасно боится линчевателей курса (FX vigilantes) и потому не снижает ставки.
 - Риск нового бегства от рубля, действительно, есть. Но лучше поднять ставки снова, если потребуется.

Зеленый росток: промышленность

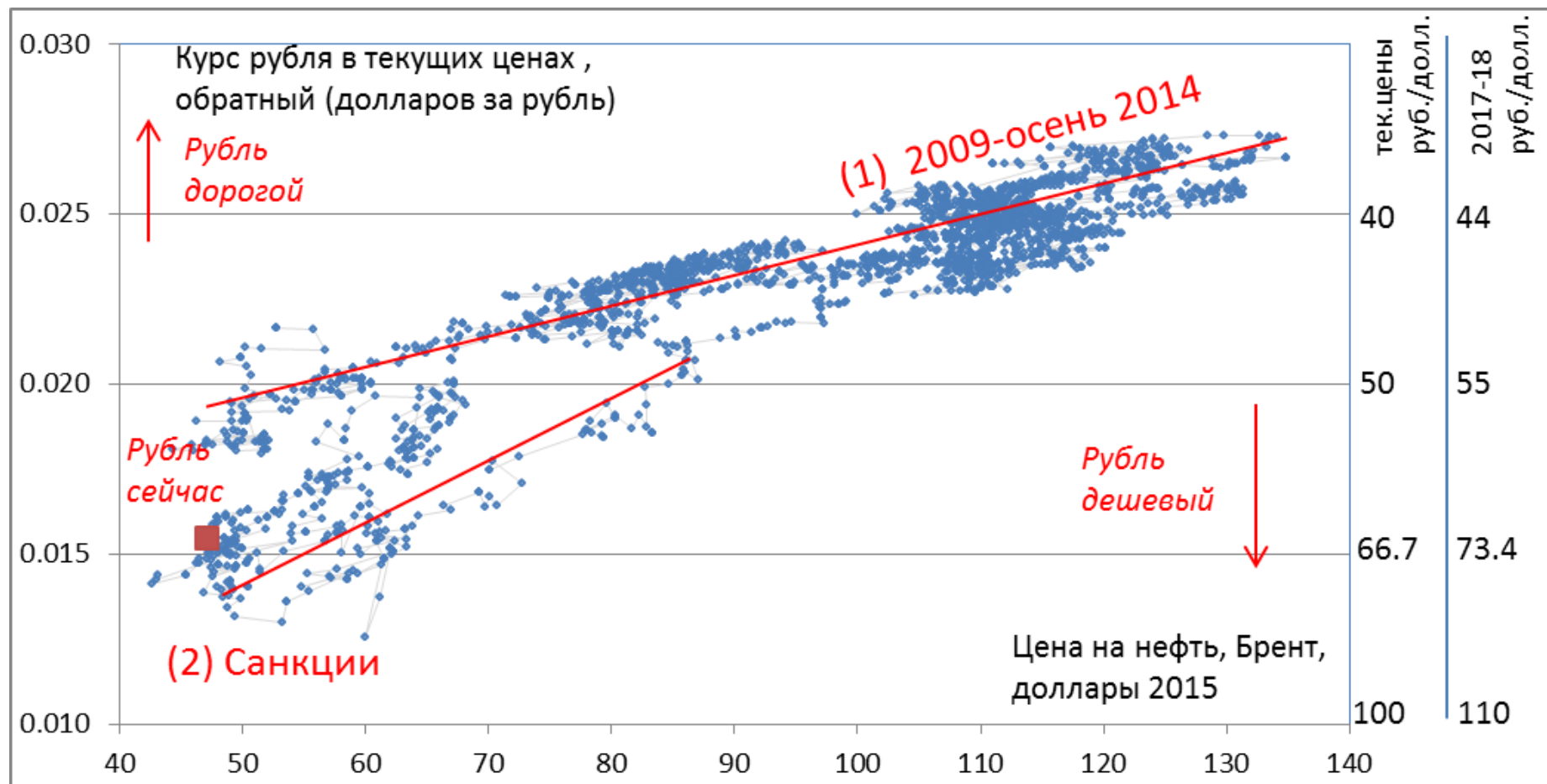


- Первый рост в сентябре!
- Возможность восстановления на +4... +5% очевидна визуально

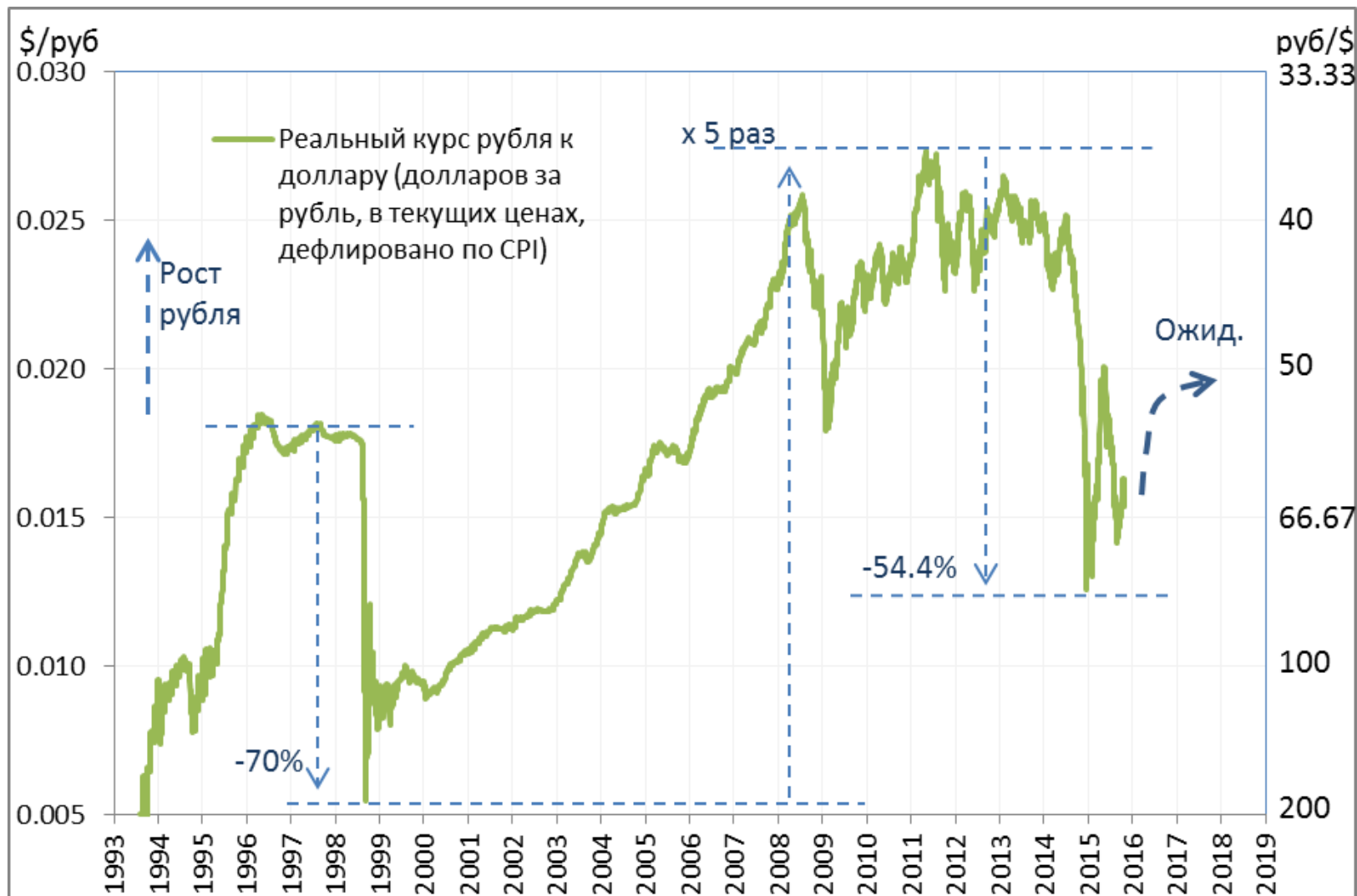
Прогноз курса рубля

- Ожидания тривиальны: 60-70 руб./долл. в ближайшие месяцы при Бренте чуть ниже 50 долл. за баррель.
- Опустится ниже 60 руб./долл. к концу 2016
 - По мере выплат внешних долгов. «Долговое окно» закрыто с марта 2014, а дюрация корпоративного долга порядка 3 лет.
 - Возможного восстановления нефти до 60 долл./бarr. Сокращение инвестиций делает свое дело, добыча постепенно снижается.

Рубль торгуется между «нормой» (1) и «режимом паника» (2)

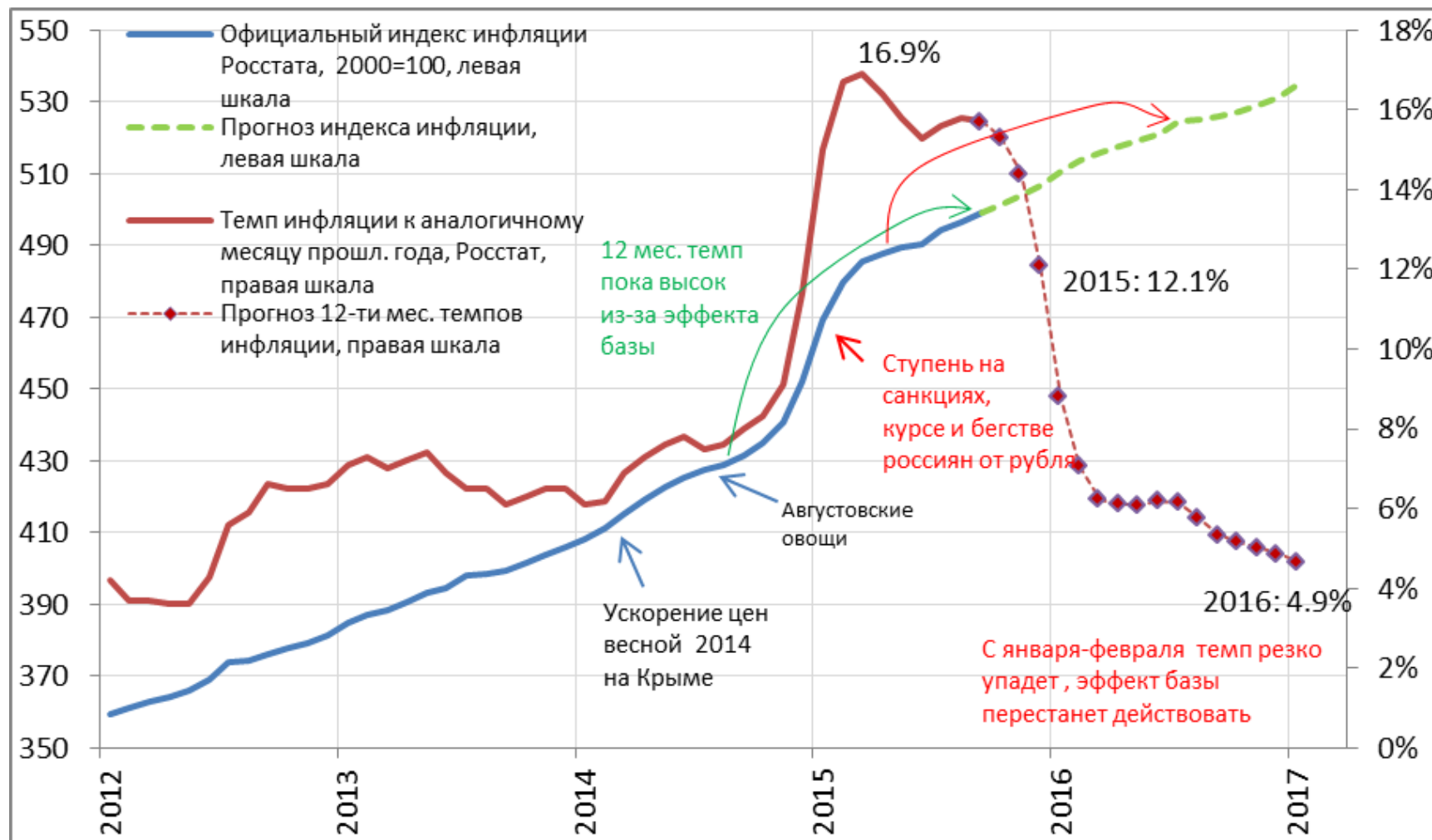


Реальный рубль



Инфляция: была, а не есть.

12.5-13% по итогам 2015

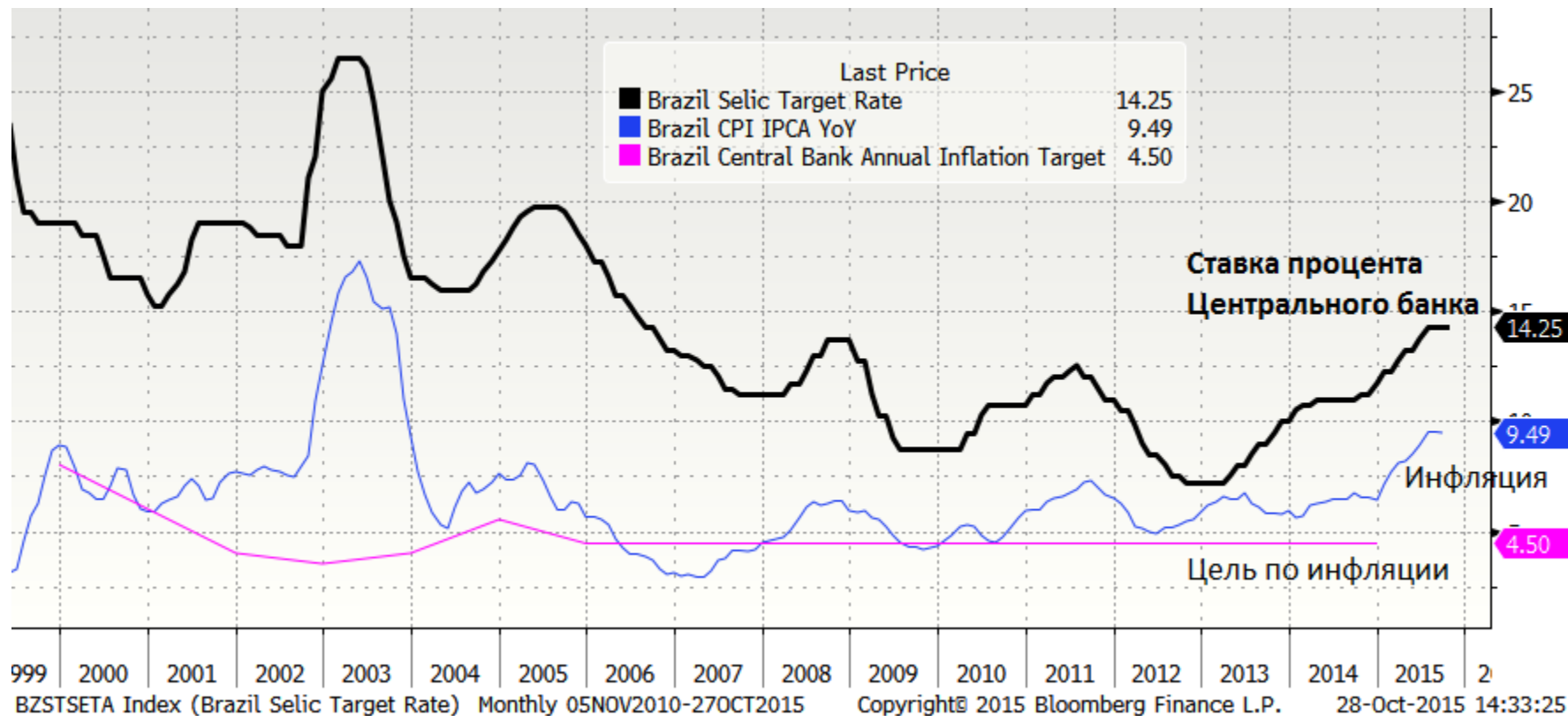


Рецепт академика РАН С.Глазьева*

- «Таргетирование» инфляции — это манипулирование ставкой. Привело к обвалу курса и утрате контроля над экономикой. Необходимость плавающего курса не доказана.
- «Квадрилемма»: «мегаспекулянты» обрушивают страны с не-резервной валютой — ФРС, ЕЦБ, центробанки Японии и Англии.
- Нужен фиксированный курс, контроль над движением капитала, административное регулирование ставок и потоков кредита (по сути, китайский режим)

*Глазьев С. О таргетировании инфляции // Вопросы экономики. 2015. № 9. С. 1–12.

15-летний опыт Бразилии таргетирования инфляции



- **Неудачный.** Цели недовыполняются. ВВП плохо растет. Валютный курс слишком волатилен. Ставки высокие. Бразилия вводила элементы контроля движения капитала

Мое мнение об идеях Глазьева

- Слабый научный аппарат, нет ни ссылок, ни связи с тем, что есть в литературе. Много неверных интерпретаций, фактических неточностей. Или перевирает, или недопонимает.
- Регулирование ставок и путей вложения кредита – под вариант командной экономики. Китай от него уходит.
- Идея фиксации курса и контроля капитала – путь в никуда*
- Тем не менее, спекулятивной трансграничной активности можно противостоять (налог Тобина, отмена налоговой льготы на валютные кредиты, другие экономические методы)

* Eichengreen B.J. Globalizing capital: a history of the international monetary system. Princeton: Princeton University Press, 2008.

Eichengreen B. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford; New York: Oxford University Press, 2012.

Импортозамещение

- Большой импорт у РФ был потому, что был большой экспорт. Иностранцам надо чем-то рассчитываться с нами.
- Импортозамещение происходит автоматически – нефть упала, меньше валюты за УВ, меньше импорта.
- J-curve. Требуется время, чтобы заработал экспорт, «приспособление капитальных факторов». Год-два.
- Слишком высокие ставки сдерживают инвестиции. Экономика оживет когда ключевая ставка будет ниже 10%.