**Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,**
старший экономист,
Sberbank CIB

# В тени «черного лебедя»

Россия столкнулась с некоторым подобием кризиса платежного баланса, спровоцированного геополитическими рисками. Чистый отток капитала, хотя и вырос в первом квартале 2014 года, уже начал снижаться. Возможности для внешних заимствований ухудшились, но не исчезли полностью, о чем свидетельствует рост внешнего долга во втором квартале. Ситуация на валютном рынке быстро стабилизировалась, и рубль находится в свободном плавании. Устойчивость бюджета не пострадала. В экономике наблюдаются признаки импортозамещения.

Наибольшую угрозу в долгосрочной перспективе представляют санкции Запада, касающиеся импорта Россией высоких технологий. Тем временем усилия правительства должны быть направлены на создание комфортных условий для внутренних инвесторов. В первую очередь это касается макроэкономической стабильности, включая снижение инфляции и, как следствие, процентных ставок. Роль денежной политики Банка России чрезвычайно возросла. Центробанку предстоит осуществить переход от жесткой денежной политики, необходимой на кризисном этапе, к стимулирующей политике, не вызвав при этом разгона инфляции и очередного ослабления рубля.

Вряд ли кто из аналитиков, строивших прогнозы на текущий год в конце прошлого, мог предвидеть, каким образом будут разворачиваться события и как геополитика может повлиять на экономику. Реальность оказалась совершенно неожиданной. Резкое охлаждение отношений между Россией и Западом заставило многих вспомнить о годах «холодной войны». По сути, это оказался классический «черный лебедь» в определении Нассима Талеба. В тени «черного лебедя» Россия живет с марта нынешнего года. За это время накопилась статистика, позволяющая сделать предварительные выводы относительно экономических перспектив страны.

В первом квартале года внешний долг страны уменьшился на $13 млрд, до $715.8 млрд по состоянию на 1 апреля. Хотя это в основном было связано с погашением суверенного долга объемом $8.7 млрд, следует отметить и уменьшение корпоративного долга на $4.3 млрд. В структуре российского внешнего долга высока доля краткосрочных обязательств, срок погашения которых составляет менее года. В предыдущие годы российские компании были способны даже наращивать свой долг. Судя по всему, в первом квартале возникли проблемы с рефинансированием.

Впрочем, во втором квартале ситуация изменилась в лучшую сторону. По графику платежей российская сторона должна была

погасить $43.9 млрд (без учета долга до востребования). Несмотря на это, к 1 июля внешний долг вырос на $5.1 млрд (в основном за счет чистых заимствований корпоративного сектора) и достиг $720.9 млрд. Это все-таки меньше, чем $728.9 млрд по состоянию на 1 января. Однако показатели второго квартала указываю на то, что даже в сложившейся ситуации рынки внешних заимствований не закрылись для российских компаний. Вполне реальным выглядит рефинансирование внешнего долга и даже возможен его умеренный рост.

Рост геополитических рисков привел к увеличению спреда между доходностями российских и американских облигаций. Если в начале года спред для суверенных бумаг составлял около 180 б. п., то в моменты обострения конфликта в Украине он приближался к 300 б. п. и даже превышал этот уровень. Новый «нормальный» уровень спреда составляет 260–280 б.п. Следовательно, дополнительную премию за геополитический риск, которую требуют иностранные инвесторы, можно оценить в 80–100 б.п. Причем всегда есть риск того, что при очередном обострении спреды подрастут. Это делает внешние заимствования для России более дорогими по сравнению с началом года и способствует замедлению темпов роста долга.

Первая реакция самих россиян на кризис была достаточно нервной, и отток капитала из страны увеличился. Так, в первом квартале чистый отток капитала составил рекордные $48.8 млрд (более высокий показатель — $132.3 млрд — зафиксирован только в четвертом квартале 2008 года). Впрочем, перед началом кризисных явлений экономика не была перегрета и потенциал для ослабления рубля был не слишком велик. Отток капитала из страны начал снижаться после пикового значения первого квартала. Позже он составил $25.8 млрд. Создается впечатление, что санкции против ряда российских резидентов несколько притупили желание размещать сбережения в иностранных активах.

Российский платежный баланс в очередной раз продемонстрировал свою гибкость. Рост оттока капитала в первом полугодии этого года до $74.6 млрд против $33.7 млрд годом ранее сопровождался увеличением положительного сальдо счета текущих операций до $44.2 млрд по сравнению с $26.8 млрд годом ранее. На фоне девальвации рубля и роста процентных ставок импорт сократился, что привело к улучшению торгового баланса и счета текущих операций.

Возросшие геополитические риски и отток капитала привели к ослаблению рубля. Тем не менее, благодаря оперативным действиям

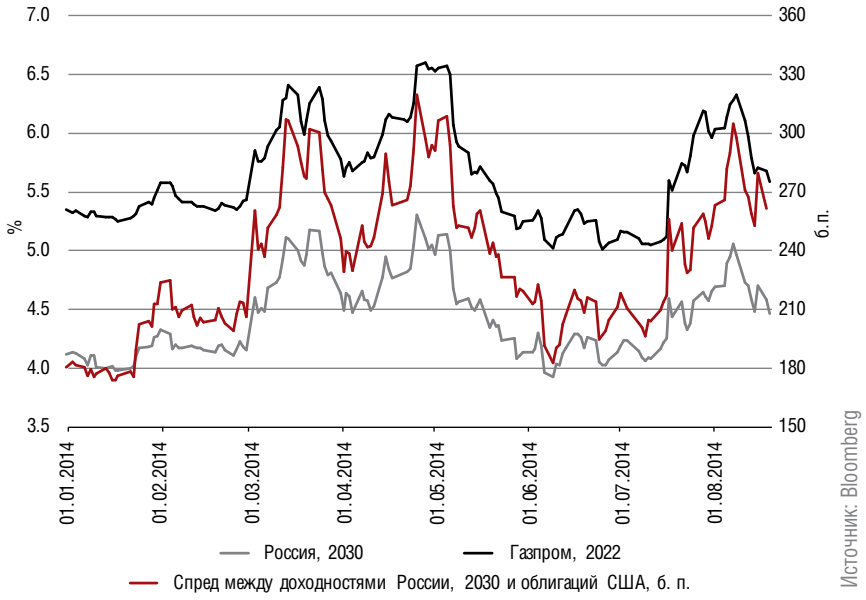



**Рисунок 1**
**Доходности российских облигаций и спред между суверенными облигациями России и США**

Банка России, ситуацию удалось достаточно быстро стабилизировать, и с середины мая рубль де-факто находится в режиме свободного плавания. Одними из важнейших условий стабилизации обменного курса стали повышение процентных ставок на денежном рынке и отказ от интервенций на валютном рынке. Это сразу же сделало игру против рубля слишком непредсказуемой и рискованной для спекулянтов. Центробанк продемонстрировал, что в силах регулировать валютный рынок через процентные ставки на денежном рынке. В дальнейшем ЦБ планирует отказаться от валютных интервенций де-юре и в этих целях расширяет валютный коридор. Политика свободного плавания национальной валюты помогает экономике быстро адаптироваться к внешним шокам.

Неприятный переходный период, связанный с изменениями в платежном балансе и ослаблением национальной валюты, во многом уже позади. Наблюдаются отдельные рецидивы (как во второй половине июля — начале августа), обусловленные очередным охлаждением отношений между Россией и Западом, но они уже не выглядят столь шокирующими, как, скажем, в марте этого года.

Что же происходит во внутренней экономике? Начнем с бюджета. Результаты января–июля весьма оптимистичны. Несмотря на рост расходов в номинальном выражении на 6.7% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, бюджет был сведен с профицитом в 675.5 млрд руб., в то время как за тот же период прошлого года профицит составил лишь 226 млрд руб. Баланс бюджета улучшился за счет роста доходов на 12.6%. Основную поддержку бюджету оказало ослабление рубля. Почти

ПРЕМИЮ ЗА ГЕОПОЛИТИЧЕСКИЙ РИСК МОЖНО ОЦЕНИТЬ В 80–100 Б.П.

половина доходов бюджета складывается за счет налога на добычу полезных ископаемых и экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Они привязаны к мировой цене на нефть (которая исчисляется в долларах), но собираются в рублях. Таким образом, ослабление рубля приводит к росту рублевых доходов бюджета. Именно благодаря девальвации рубля цена нефти, при которой бюджет балансируется в 2014 году, находится в диапазоне $100–110/барр., в то время как в прошлом году она превышала $110/барр.

«Балансирующая» цена нефти зависит и от уровня расходов бюджета. В 2014 году расходы бюджета вырастут лишь на 4.3% в номинальном выражении год к году. Это меньше ожидаемого роста номинального ВВП, и доля расходов федерального бюджета в ВВП снизится по сравнению с 2013 годом. Если средняя цена на нефть станет выше $105/барр., то бюджет будет сведен с профицитом против дефицита в 0.5% ВВП в 2013 году при средней цене на нефть $108.8/барр. Brent.

Сбалансированность бюджета — очень важный фактор общей макроэкономической стабильности, открывающий возможности для снижения инфляции, уменьшения процентных ставок, роста кредитования экономики и возобновления экономического роста. Поэтому ключевым требованием к бюджетной политике остается контроль над ростом расходов бюджета. По крайней мере, расходы бюджета не должны увеличиваться быстрее номинального ВВП.

ВВП в первом полугодии вырос лишь на 0.8%. При этом формально темпы роста потребления населения замедлились, а инвестиции снизились. Тем не менее более детальный анализ показывает, что результаты не так уж плохи. К позитивным трендам стоит отнести явное улучшение в динамике инвестиций. Например, снижение инвестиций в годовом выражении за пять месяцев 2014 года составило 3.8%, а по итогам семи месяцев — уже 2.6%. Судя по складывающимся трендам, осенью–зимой можно ожидать положительных значений в динамике инвестиций.

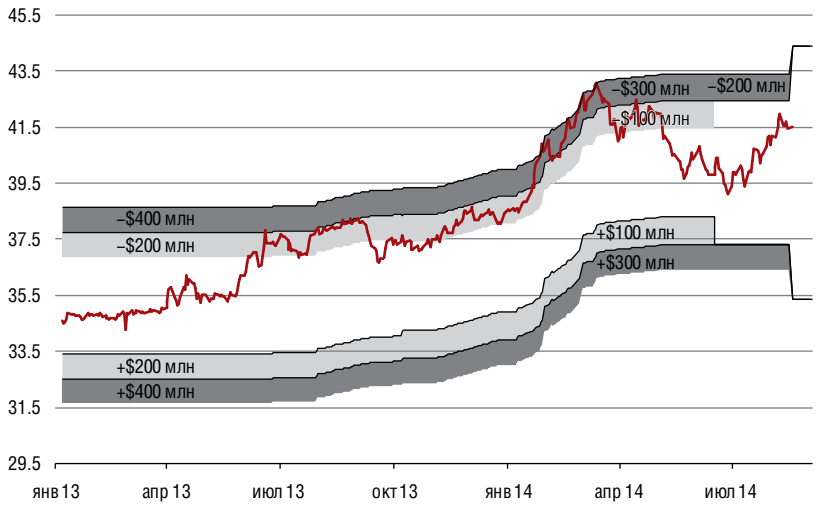
Весьма неплохие результаты демонстрирует обрабатывающая промышленность. В некоторых сегментах пищевой промышленности, а также в производстве товаров длительного пользования (например, мебели) наметились явные признаки импортозамещения.

Российская экономика достаточно успешно справилась с внешним шоком. Однако экономический рост в этом году ожидается близким к нулю. Естественно, возникает вопрос относительно среднесрочной перспективы. Российский экономический рост был построен на модели импортозамещения, о чем свидетельствует снижение в общем импорте доли конечных товаров и рост доли сырья и инвестиционного оборудования. Но для этого было необходимо импортировать иностранные технологии. После введения антироссийских санкций импорт технологий из США, ЕС и Японии ограничен. Китай вряд ли сможет в полной мере заместить импорт из этих стран, поскольку сам заимствует технологии. Скорее всего, это заставит российское правительство всерьез подойти к инвестированию в фундаментальные исследования, но отдачу можно ожидать лишь в долгосрочной перспективе.

Для стимулирования экономического роста в ближайшей перспективе правительству стоило бы сконцентрироваться на создании комфортных условий для внутренних инвесторов. В первую очередь это касается макроэкономической стабильности, включая снижение инфляции и, как следствие, процентных ставок. В этой связи можно приветствовать переход к более гибкой политике обменного курса и сбалансированную бюджетную политику. Не исключено, что в ближайшем будущем возникнет соблазн повысить государственные расходы в целях «разогрева» экономики, однако этого следует избегать. Любые дополнительные расходы правительства повлекут за собой растущие номинальные доходы населения, не подкрепленные адекватным увеличением производительности труда. Следствием этого неизбежно будет повышение инфляции, девальвация, рост процентных ставок, снижение частных инвестиций и замедление экономического роста.

ПРАВИТЕЛЬСТВУ СТОИТ СКОНЦЕНТРИРОВАТЬСЯ НА СОЗДАНИИ КОМФОРТНЫХ УСЛОВИЙ ДЛЯ ВНУТРЕННИХ ИНВЕСТОРОВ

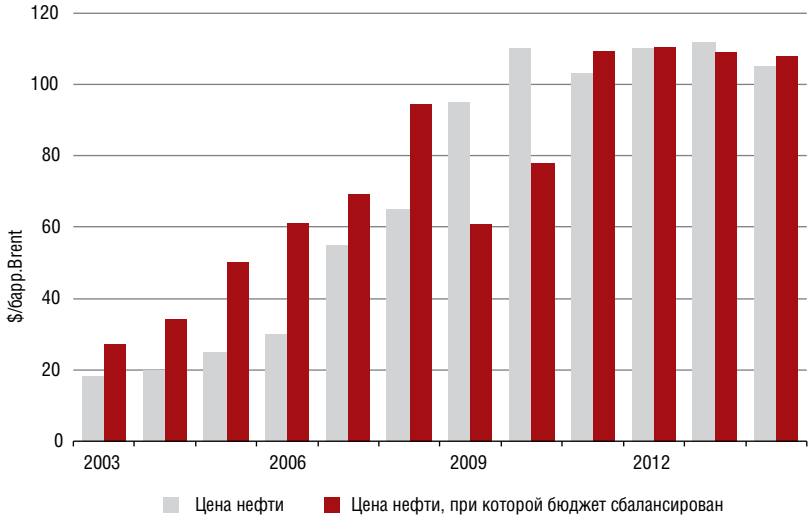
**Рисунок 2**
**Плавающий операционный валютный коридор Банка России и рубль против бивалютной корзины**




Источник: Банк России

Инфляция становится очень важным экономическим индикатором, характеризующим сбалансированность (а значит, устойчивость) развития экономики. В текущем году инфляция подросла, и годовой результат, по оценкам, превысит 7%. Произошло это главным образом на фоне девальвации рубля. Ответные санкции, запрещающие импорт ряда продовольственных товаров из Европы, США и Японии, добавили краткосрочной турбулентности, но вряд ли приведут к значительному росту цен. Инфляционную динамику ограничивает значительное снижение темпов роста денежной массы (уже ниже 10% год к году), а также вялая динамика доходов населения.

Значение политики Банка России существенно возрастет. При отказе от интервенций на валютном рынке операции рефинансирования становятся единственным источником денежного предложения. В настоящее время Центробанк проводит достаточно жесткую денежную политику, что было необходимо на этапе кризиса. Но без снижения процентных ставок возобновление экономического роста выглядит проблематичным. Регулятору еще предстоит осторожными шагами найти тот уровень процентных ставок и те объемы рефинансирования, которые будут способствовать улучшению экономической динамики и вместе с тем не повысят инфляционные и девальвационные риски.




Источники: Министерство финансов РФ, оценка Sberbank CIB

**Рисунок 3**
«Бездефицитная» цена нефти снизилась в 2014 г.


5-я Международная конференция

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ
LOANS 2014

**25 сентября 2014**
**Москва, «Кортъярд Марриотт Москва Центр»**

Присоединяйтесь к крупнейшему профессиональному мероприятию, посвященному рынку синдицированного кредитования в России! Не пропустите важнейший профессиональный форум, на котором обсуждаются последние тенденции и перспективы рынка!

**Организатор:** Cbonds congress

**Генеральный спонсор:** ЮниКредит Банк

**Официальный партнер:** Alfa-Bank

**Спонсоры:** Связь Банк, ГАЗПРОМБАНК, ALLEN & OVERY

Основные темы:
• тенденции ценообразования в условиях новых геополитических реалий,
• последствия изменения Гражданского кодекса,
• перспективы развития рублевого сегмента синдицированного кредитования,
• стандартизированный договор синдицированного кредита: готовность к запуску,
• ожидания от нового закона о синдицированном кредите.

**Программа, спонсорство:** Сабир Рзаев
rzaev@cbonds.info, +7 (812) 336-97-21 *121

**Регистрация:** Елена Мокрицкая
elena@cbonds.info, +7 (812) 336-97-21 *104

www.cbonds-congress.com

Реклама