Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
старший экономист, Sberbank CIB

Россия между Сциллой и Харибдой

Ухудшение внешних условий и нестабильность на внутреннем рынке

Главное достижение 2014 г. — экономический рост, несмотря на все перипетии. Рост был обусловлен процессами импортозамещения, которые стимулировали оживление в обрабатывающей отрасли. Ожидания на 2015 г. достаточно негативны. Тем не менее, чистый экспорт будет увеличиваться двузначными темпами. Это компенсирует (хотя бы отчасти) вероятное снижение внутреннего потребительского и инвестиционного спроса. Главная задача —предоставить финансовому сектору дешевую ликвидность, не жертвуя стабильностью обменного курса. При всей сложности это вполне реализуемый сценарий.

Прошлый год оказался весьма насыщенным событиями. Россия столкнулась с кризисом платежного баланса. На фоне возросших геополитических рисков начиная с весны 2014 г. рефинансирование внешнего долга стало проблематичным. В то же время, антироссийские санкции заставили отечественные компании и банки изменить политику заимствований и «подготовили» их к снижению нефтяных цен в конце года.

На фоне девальвации рубля и ответных российских импортных санкций резко снизился спрос на иностранную продукцию, что сопровождалось уменьшением импорта. В итоге в 2014 г. торговый баланс и счет текущих операций увеличились. В то же время, улучшение внешнего баланса по текущим операциям сопровождалось ростом оттока капитала, который в чистом виде достиг $150 млрд в прошлом году. Однако этот показатель включает в себя не только вывод активов из страны, но и погашение внешнего долга. Впрошлом году внешний долг снизился практически на те же $150 млрд. Нужно учитывать, что за счет переоценки части долга, номинированного в долларах и евро, снижение составило около $50 млрд. Следовательно, лишь $50 млрд следует ассоциировать с вложениями в иностранные активы (в 2013 г. эти вложения были значительно выше). Из них $34 млрд приходятся на покупку иностранной валюты. Физически эти деньги не покинули страну и могут быть конвертированы обратно в рубли при стабилизации валютного рынка.

Изменения в платежном балансе продемонстрировали гибкость экономики и

ее способность адаптироваться к новым, более жестким условиям. Менее гибкими оказались денежные власти. Попытки сделать девальвацию рубля «предсказуемой» при неограниченном предоставлении рублевой ликвидности (особенно под залог нерыночных активов) привели к формированию стратегий, направленных на игру против рубля. Из-за этого российский финансовый рынок стал уязвимым к внешним шокам. Впрочем, начиная с середины декабря политика Банка России стала более согласованной и взвешенной. Прекратился неограниченный рост рефинансирования, а в январе его объемы даже снизились. Результатом стала стабилизация на валютном рынке, хотя пока что достигнутое равновесие нельзя назвать устойчивым.

Главным достижением 2014 г. стало то, что, несмотря на все трудности, экономический рост продолжился. В прошлом году экономика выросла на 0,6%. Хотя инвестиции снизились на 2,5%, а темпы роста потребления замедлились до 1,9% (против 5% в 2013 г.), чистый экспорт вырос на 14,5%. Импортозамещение поддержало экономику. Конечно, сокращение импорта привело к ухудшению качества потребительской корзины. Тем не менее, сводным индексом, описывающим экономическую активность, является ВВП, который оперирует количественными, а не качественными показателями. Экономическая динамика (ВВП, промышленное производство) демонстрировала рост во втором полугодии 2014 г.

Сокращение внутреннего спроса и инвестиций в 2015 г. выглядит неизбежным. Инфляция в годовом выражении составила 15% в конце января. Это существенно опережает ожидаемый рост номинальных доходов населения. В реальном выражении доходы снизятся более чем на 5% в начале этого года, что приведет к уменьшению потребления, прежде всего в непищевом сегменте. Резкий рост процентных ставок сделал кредиты недоступными для заемщиков, и инвестиционный спад продолжится.

Как и в 2014 г., ожидается рост чистого экспорта. По-прежнему это будет связано со снижением импорта. По данным ФТС, импорт из стран дальнего зарубежья снизился в январе этого года почти на 40%. Если моделировать в 2015 г. снижение реального экспорта на 2%, а импорта на 20%, то чистый экспорт в реальном выражении вырастет чуть ли не на 50%. Это отчасти компенсирует снижение внутреннего спроса и инвестиций, и спад экономики не окажется столь же глубоким.

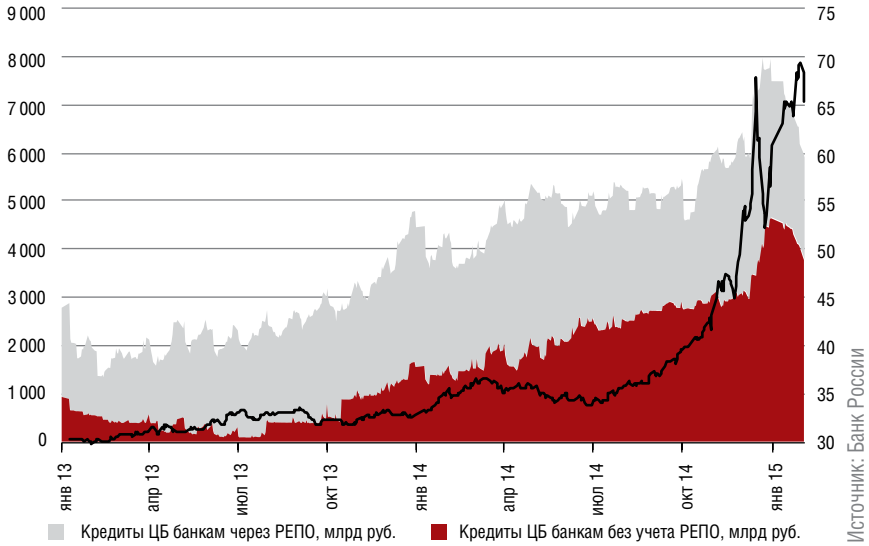


Рисунок 1
Рост рефинансирования сопровождался ослаблением рубля в 2014 г.

Неопределенной остается динамика запасов. Многочисленные арифметические упражнения показали, что при разумных допущениях (к которым относится предположение, что после масштабного снижения запасов в 2013–2014 гг. этот процесс в 2015 г. должен замедлиться) спад ВВП в текущем году не должен превысить 2%. В своем базовом сценарии мы ожидаем снижение на 1%.

Если динамика реального ВВП выглядит неоднозначно, то гораздо больше ясности с номинальным показателем. Эксперты, ожидающие больший спад, одновременно прогнозируют и высокую инфляцию, в то время как у «оптимистов» лучшая динамика ВВП и более низкая инфляция. Получается, что относительно динамики номинального ВВП существует консенсус: ожидается его рост в рублевом эквиваленте на 6–8%. В свою очередь, динамика номинального ВВП важна для оценки перспектив исполнения бюджета.

Фискальная позиция России выглядит достаточно устойчиво. Ослабление рубля позитивно сказывается на рублевых доходах бюджета и частично компенсирует снижение цен на нефть. Например, в 2014 г. при среднегодовой цене на нефть в $100 за баррель бюджет был сведен с профицитом в 0,9% ВВП (после вычета из расходной части бюджета 1 трлн руб., направленных в неденежной форме на докапитализацию банковской системы), в то время как в 2013 г. при более высокой цене на нефть (около $109 за баррель) наблюдался дефицит бюджета в 0,5% ВВП. При этом расходы бюджета выросли в

ГЛАВНЫМ ДОСТИЖЕНИЕМ 2014 Г. СТАЛО ТО, ЧТО, НЕСМОТРЯ НА ВСЕ ТРУДНОСТИ, ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ ПРОДОЛЖИЛСЯ

НЕ ВОСПРИМЕТ ЛИ ЭКОНОМИКА СМЯГЧЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ ПОЛИТИКИ КАК ПРИГЛАШЕНИЕ К ИГРЕ ПРОТИВ РУБЛЯ?

номинальном выражении в 2014 г. на 11%. Девальвация рубля в 2014 г. привела к тому, что цена нефти, при которой бюджет балансируется, снизилась до $93 за баррель против $115 за баррель годом ранее.

Расходы бюджета на 2015 г. изначально планировались на уровне около 15,5 трлн руб. В новых условиях правительство начало обсуждать так называемый «антикризисный план». Речь идет о дополнительных 1,3 трлн руб., направляемых на поддержку экономики. Однако из них только 552 млрд руб. финансируются в денежной форме. Прочие расходы представляют собой вложения из средств Фонда национального благосостояния (формально это не будет означать снижения ФНБ, поскольку речь пойдет о финансовых инвестициях) и гарантии. При этом правительство обсуждает возможность уменьшить изначально планируемые расходы бюджета на 10%, то есть на 1,5 трлн руб. Таким образом, финальные расходы правительства не должны превысить изначально планирующийся уровень в 15,5 трлн руб. В этом случае цена нефти, при которой бюджет балансируется, в 2015 г. должна составить около $80 за баррель. Расчеты показывают, что при среднегодовой цене нефти в $60 за баррель дефицит бюджета составит около 2% ВВП, а при $50 за баррель — ниже 3% ВВП. Для финансирования дефицита можно будет воспользоваться средствами Резервного фонда или увеличить внутренние заимствования.

Проблема обслуживания внешнего долга также вполне решаема. В 2015 г. предстоит выплатить $110,7 млрд, включая $36,1 млрд в первом квартале 2015 г. ($15,2 млрд в феврале и $16,5 млрд в марте). Счет текущих операций по-прежнему в положительной зоне. При среднегодовой цене нефти в $60 за баррель положительное сальдо составит около $25 млрд. Наконец, золотовалютные резервы полностью покрывают все потенциальные нужды российских заемщиков в иностранной валюте.

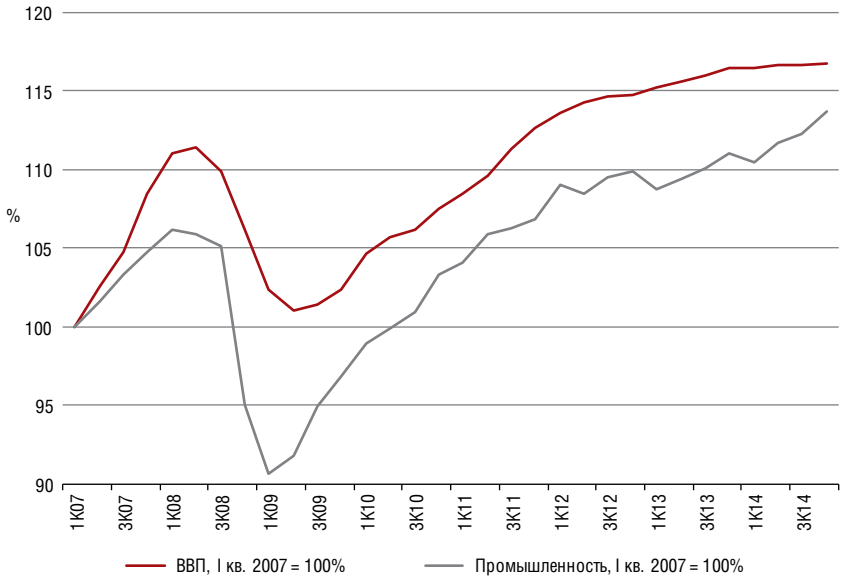
Что вызывает обеспокоенность, так это ситуация на денежном рынке и в финансовой системе в целом. В 2014 г. Банк России предоставил банковской системе кредитов рефинансирования на 3 трлн руб. Хотя в начале 2015 г. этот объем немного снизился, он остается на уровне чуть ниже 5,9 трлн руб. При этом стоимость этих кредитов даже после снижения ключевой процентной ставки остается весьма высокой. Простое обслуживание долга стоит сейчас банковской системе 90 млрд руб. в месяц.

Смягчение денежной политики становится актуальным. Но есть и другой аспект: не воспримет ли экономика смягчение денежной политики как приглашение к игре против рубля? Первый раз Банк России протестировал настроения рынка в конце января, снизив процентную ставку на 200 б.п. На наш взгляд, валютный рынок прореагировал на это достаточно сдержанно: хотя давление на рубль несколько возросло, эффект был краткосрочным и ограниченным.

Тем временем инфляция в январе составила 3,9%, а в годовом выражении ускорилась до 15%. Что можно ожидать от Банка России в этих условиях? Начнем с того, что он не должен ориентироваться на годовую инфляцию, поскольку она отражает прошлую, а не текущую ситуацию. В частности, в январе – начале февраля появились признаки замедления недельной инфляции в пищевом сегменте. Это очень обнадеживающий признак. Если эта тенденция закрепится в феврале-марте, можно будет предположить, что по итогам 2015 г. инфляция составит около 13%, хотя годовая цифра в марте вполне может приблизиться к «устрашающим» 18%. При таком сценарии Банк России вполне может пойти на снижение процентной ставки в марте.

Во-вторых, Банку России имеет смысл более диверсифицировано подходить к ставкам рефинансирования. Сейчас минимальная процентная ставка по аукционам РЕПО составляет 15%, а под залог нерыночных активов — 15,25%. «Не-

Рисунок 2
Экономический рост в 2014 г. продолжился

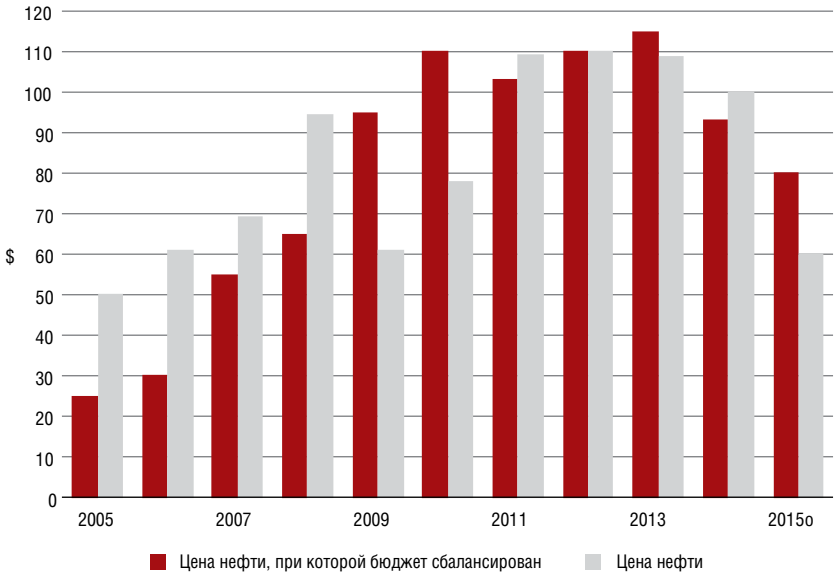


Источник: Росстат

рыночное» рефинансирование фактически не ограничено, и его рост приводил к росту девальвационных ожиданий в прошлом. Логичным было бы увеличить разрыв в процентных ставках между операциями РЕПО и кредитованием под нерыночные активы. Например, в марте можно было бы снизить ключевую ставку, оставив ставку по кредитованию под нерыночные активы неизменной. Это будет особенно актуально, если Минфин начнет размещать суверенные облигации для финансирования дефицита бюджета.

В-третьих, назрела необходимость возврата к практике накопления золотовалютных резервов. Время от времени у Банка России появляется возможность возобновить покупку валюты. При этом рубль должен остаться достаточно слабым. Тем не менее, это дает возможность предоставить финансовой системе рублевую ликвидность под нулевую процентную ставку.

Наконец, снижение золотовалютных резервов должно быть связано только с выплатами по внешнему долгу. Вкупе со взвешенной бюджетной политикой, направленной на достижение сбалансированного бюджета в среднесрочной перспективе, эти меры должны обеспечить макроэкономическую стабильность в условиях новой реальности.



Источники: Минфин, расчеты Sberbank CIB

Рисунок 3
Благодаря девальвации рубля снизилась цена на нефть, при которой балансируется бюджет

на правах рекламы

В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, а также другим развивающимся и развитым рынкам

Для оформления платного или пробного доступа к сервисам зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на Cbonds.info