Что мир грядущий нам готовит?

Дмитрий ПОЛЕВОЙ,
директор по инвестициям,
«Локо-Инвест»

Санкции Запада против РФ все еще уступают иранским, а российское сырье на внешних рынках быстро не заместить. Это дает возможность экономике перестроиться, но ущерба от санкций в виде двузначного спада ВВП в 2022 году, полагаем, не избежать. Наличие ресурсов у бюджета делает его ключевым элементом антикризисной политики, а позитивные прогнозы по платежному балансу дают надежду на стабильность рубля. Это поможет сбить инфляционный шок, позволив ЦБ снижать ставку. Для бондов такой сценарий вполне неплох.

Иранский опыт показывает, что уничтожить экономику даже жесткими санкциями Запад не сможет

САНКЦИОННАЯ РЕАЛЬНОСТЬ: ЕЩЕ НЕ ИРАН

Санкционный ответ Запада на действия РФ беспрецедентен по числу введенных ограничений и охвату. Многие вспомнили про Иран, но до самого жесткого уровня (нефтяное эмбарго, существенные ограничения в финансах и других секторах с 2012/2018 годов) Запад пока не дошел.

Итогом 40 лет жизни Ирана под санкциями стало резкое падение уровня жизни и очень долгое восстановление. Стабильно высокая инфляция в 20–25%, а в последние годы и 30–40% при ставках около 20% лишь усугубляли ситуацию. Причины — дефицит импорта, монополизм локальных производителей, работа «печатного» станка для покрытия дефицита бюджета и девальвация нацвалюты с множественными курсами. Не хватало оборудования и технологий. Надежды на Китай и Россию воплотились лишь частично, полностью перенаправить нефть в Китай не удалось. Многие активы ушли под контроль «силовиков», росла коррупция, а с ней и недовольство людей.

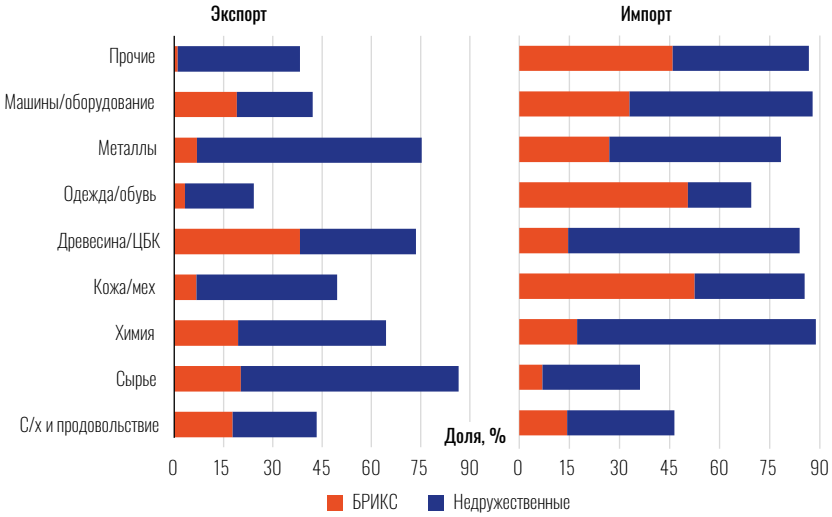
Были и определенные «успехи». Курс на импортозамещение и соседей на Востоке / Китай мобилизовал инвестиции внутри страны с долей в ВВП 35–45% с 2000 года. Создавались новые производства, например нефтехимия, идущая на экспорт при запрете нефти. Мобилизация капитала при высокой инфляции обеспечила развитие фондового рынка, защищая от инфляции. Благосклонны власти и к криптоиндустрии для обхода санкций и притока долларов.

ЭКОНОМИКА ВЫСТОИТ, НО УДАР ПОЧУВСТВУЮТ МНОГИЕ

Иранский опыт показывает, что уничтожить экономику даже жесткими санкциями Запад не сможет. Да и сами они (пока?) не такие жесткие, полное сырьевое эмбарго маловероятно. Хотя последние комментарии со стороны ЕС все более воинственны.

Рисунок 1
Товарная структура экспорта и импорта (% доля)

Источники: Росстат, ФТС



Пока же экономика готовится к структурной трансформации — ЦБ обещает ее начало во II–III кварталах. Из уже ощутимых потерь — санкции против банков и проблемы с платежами. Другой угол атаки — импорт и работающие в РФ иностранные компании: кто-то приостановил деятельность, кто-то уходит или готовится это сделать. Последние ограничения на транспорт из РФ не добавляют позитива.

Насколько мы взаимозависимы с «недружественными» странами? Более половины (56%/54%) экспорта/импорта товаров и услуг vs 16%/23% для БРИКС и 13%/10% для СНГ. По структуре торговли, как видно из Рисунка 1, около 2/3 экспорта энергоносителей и металлов, 1/3 продукции химии, деревообработки и прочих отраслей. От 50% до 70% импорта продукции машиностроения, металлов, деревообработки и химии, 30%+ по остальным крупным группам, за исключением одежды/обуви и базовых потребтоваров. Страны Б(Р)ИКС по крупным статьям экспорта (продукты, сельское хозяйство, сырье и металлы) и импорта (продукты, сельское хозяйство, химия и машины/оборудование) обеспечивали около 20%. На «недружественные» страны приходится 75% всех прямых инвестиций (FDI) в РФ. Наиболее значимое их участие в добыче и обработке, торговле, финансах/страховании и профессиональной, научной и технической деятельности — секторы, обеспечивающие до 50% ВВП или 40% занятости.

Зависимость «недружественных» стран от энергоносителей и сырья из РФ высока, что снижает риски полного и быстрого эмбарго, хотя это важный рынок сбыта, и планы снижения зависимости от РФ будут иметь средне/долгосрочные последствия. Понадобится географическая переориентация торговли, что потребует дополнительных финансовых затрат, времени и новых возможностей транспортной инфраструктуры. Но это одновременно открывает перспективы для бизнеса и в производственных областях, и в профессиональных услугах, где традиционно доминировали иностранцы. На первые роли могут выдвинуться компании из стран Б(Р)ИКС, если смогут позволить себе не обращать внимание на угрозу вторичных санкций со стороны Запада.

КАКИМ МОЖЕТ БЫТЬ СПАД ЭКОНОМИКИ В 2022 ГОДУ?

Количественные прогнозы сейчас — дело неблагодарное. Но по осторожным оценкам сокращение ВВП в 2022 году на 10–13% г/г сменится динамикой, близкой к стагнации, в 2023-м. На Рисунке 2 представлен вклад основных компонентов ВВП.

Нефтегазовый экспорт в не самом плохом сценарии может потерять 15–25%, последние цифры по поставкам нефти/газа в страны дальнего зарубежья это допускают. С остальным экспортом сложнее. Поставкам продукции сельского хозяйства, цветных металлов, удобрений мало что угрожает. Риски для черной металлургии, машиностроения и транспорта выше, это же касается и услуг. Поэтому экспорт (в постоянных ценах) вполне может потерять около 20%, хотя из-за растущих цен выручка/прибыль экспортеров может упасть меньше или где-то даже вырасти. Понижение прогнозов МВФ по мировому ВВП (с 4.4% до 3.6%) лишь подсвечивает риски: замедление роста в мире будет ухудшать перспективы экспорта. Но его негативный вклад

Стабильный или чуть более крепкий рубль поможет удешевить импорт и, наконец, победить инфляцию, позволив ЦБ быстрее/сильнее снижать ставку

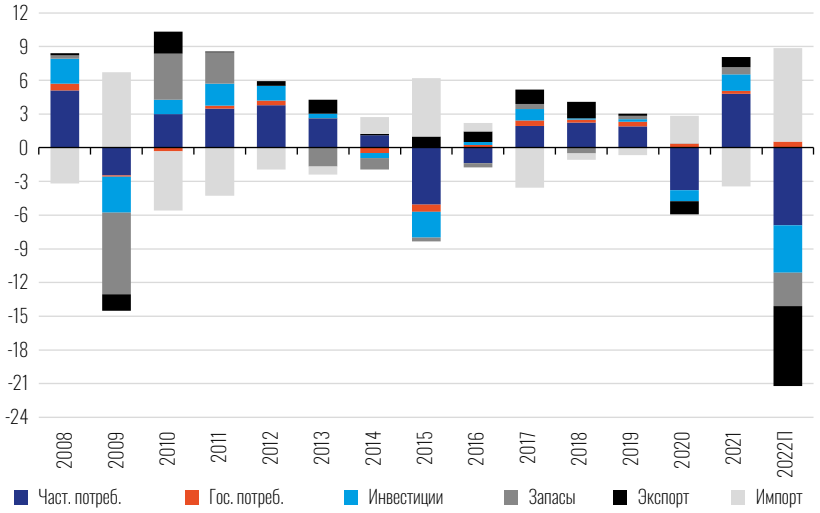


Рисунок 2
Вклад основных компонентов в динамику ВВП

Источники: Росстат, оценки «Локо-Инвест»

в ВВП будет компенсирован спадом импорта (на 30–40%), который является функцией санкций (введенных и добровольных) и внутреннего спроса.

Здесь фокус на частном потреблении (50% ВВП), госпотреблении (18% ВВП) и инвестициях (20% ВВП). Частное потребление даже с учетом роста в 1К22 может потерять 12–15% г/г из-за падения реальных доходов (-11–13%), роста сбережений и негативного «кредитного» импульса, несмотря на стимулирование ипотеки. Частный сектор будет оптимизировать расходы на труд через занятость и зарплаты/премии. Индексация соцвыплат за счет бюджета лишь сократит их реальный спад. Прочие доходы при рецессии будут падать, учитывая, что в 2014–2021 годах они делали это пять лет из восьми даже при растущем ВВП. На 15–20% могут сократиться инвестиции из-за высокой неопределенности, ухода иностранного бизнеса, проблем с финансированием и импортным оборудованием и удорожания/ухудшения доступности кредита даже при запущенных госпрограммах. Госпотребление должно показать рост из-за увеличения госрасходов, ресурсы для этого будут. Негативным может быть вклад со стороны запасов (-2–3 п. п.), ведь из-за нарушений в импортных поставках бизнес вынужден проедать запасы, а перестройка логистики займет время.

Устойчивый профицит текущего счета означает приток валюты, и эти деньги пойдут в суверенные и корпоративные бонды

А КАК ЖЕ ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС И РУБЛЬ?

Рубль с 24 февраля обвалился, но введенные ЦБ меры по контролю за движением капитала и требование по продаже 80% экспортной выручки быстро вернули курс к 75–80 руб/USD. Дальнейшие перспективы зависят от состояния платежного баланса и действий ЦБ.

Первые оценки платежного баланса за 1К22 показали рекордный профицит текущего счета в $58.2 млрд. Физические объемы экспорта сильно упасть не успели, а цены выросли, плюс начал тормозить импорт. Вряд ли кто-то сейчас может предсказать динамику объемов. Но тот же иранский опыт (выбытие с мирового рынка нефти на 2 млн барр./сутки и устойчивые цены в $100–120/барр.) говорит о том, что ограничения на поставки чреваты ростом цен, что даже с учетом возможных «санкционных» дисконтов поддержит экспортную выручку. Поэтому экспорт в 2022 году оценивается нами в $520–530 млрд ($550 млрд в 2021-м), а профицит текущего счета — в $190–245 млрд. В 2023 году даже при частичном снижении импорта энергоносителей из РФ в «недружественные» страны цифры снижаются до $470–500 млрд и $135–170 млрд, что все равно много.

При почти полном запрете на «отток капитала» это означало бы резкий рост рубля вплоть до 45–55 руб/USD. Но источником спроса на валюту будут оставаться население и бизнес для погашения внешних долгов (если большая часть компаний будет и далее выплачивать их в валюте), а также реаллокации в «дружественные» страны. Вместе с уже озвученными инициативами по смягчению требований к экспортерам часть из ожидаемого профицита текущего счета будет «нейтрализована», хотя этого все равно будет недостаточно для серьезного ослабления рубля.

Вряд ли кто-то сейчас заинтересован в чрезмерно слабом рубле, скажем, сверх 80–85 руб/USD. Из-за санкций его стимулирующее влияние на несырьевой экспорт может быть ограничено. Напротив, стабильный или чуть более крепкий рубль поможет удешевить импорт и, наконец,

победить инфляцию, позволив ЦБ быстрее/сильнее снижать ставку. Чрезмерное же укрепление рубля ЦБ всегда сможет сдержать смягчением ограничительных мер.

ПОСТОЙТЕ, НО КАК ЖЕ БЮДЖЕТ?

Именно такой вопрос должен задать пытливый читатель после тезиса о возможном укреплении рубля. Давайте разбираться.

Федеральный бюджет в 1К22 получил неплохой профицит в 1.5 трлн рублей. Дальнейшие доходы будут зависеть от объемов добычи/экспорта нефти, нефтепродуктов и газа, экспортных цен в долларах с учетом «санкционных» дисконтов и курса рубля.

Базово (как и выше) мы закладываем снижение добычи (-7–8%) нефти/газа из-за сокращения их экспорта (-15–25%). При текущей цене на нефть $100–120/барр. и дисконте 25–30% она на 5–10% выше заложенных в бюджете $62.2/барр. Цены будут выше, если поставки упадут на 25%+. По газу цена может превысить бюджетный план более чем в 3 раза (не менее $650–700/тыс. м^3 vs $208/тыс. м^3). Наконец, в бюджет заложен средний курс 72.1 руб/USD. Но в 1К22 курс был уже 90.7 руб/USD (+26%), при курсе 75–80 руб/USD до конца года получим 80–84/USD (+11–17%).

То есть в рублях цены на нефть/нефтепродукты могут быть как минимум не ниже уровней 2021 года, а по газу — будут в 3+ раза выше. Нефтегазовые доходы федерального бюджета могут составить 11.4–14.6 трлн рублей vs 9.5 трлн рублей в плане на 2022-й. Несмотря на рецессию, высокая инфляция увеличит или как минимум сохранит номинальные макропоказатели (прибыль, доходы, добавочная стоимость и т. д.). Поэтому вполне реальны оценки ненефтегазовых доходов в размере около 14.2–15.3 трлн рублей (при плане в 15.5 трлн рублей) по федеральному бюджету. Итого — доходы 25.6–30 трлн рублей vs плановых 25.0 трлн рублей. Бюджетное правило «на паузе», то есть в ФНБ ничего не идет и все можно потратить.

Расходы федерального бюджета в 2022 году должны были составить 23.7 трлн рублей, но с учетом уже озвученных антикризисных мер они приближаются к 25 трлн рублей. Да, помощь может потребоваться регионам и внебюджетным фондам для компенсации потерянных доходов. Но даже с учетом этого высоки шансы на то, что у бюджета будут допдоходы на траты. Также доступен и ФНБ. Да, доллар по 70 рублей потребует понижения этих оценок, но аргументов для серьезного ослабления до 90+ руб/USD только для наполнения бюджета, полагаем, недостаточно.

А ЧТО ПО ИНФЛЯЦИИ И СТАВКЕ ЦБ?

Глобально цены на все продолжают расти, в том числе на сырьевые товары. По прогнозам Bloomberg (на конец марта) в 2022 году они могут быть выше на 10–60% уровней 2021 года, в том числе в среднем на 30–35% по продовольствию. Несмотря на наличие демпферов (нефтепродукты, зерновые) и ограничений на экспорт, цены в сельском хозяйстве и обработке к концу года могут быть на 25–30% выше после их роста на 15–25% в 2021-м, задавая инфляцию «товаров». Но в условиях рецессии бизнесу придется абсорбировать этот рост издержек во многом через снижение прибыльности (в отличие от 2П20–2021), а сокращение населением спроса на услуги ограничит их итоговый вклад в общую инфляцию.

Поэтому в 2022 году мы ждем инфляцию 21–23% г/г с последующим замедлением до 8–9% в 2023-м и 4–6% в 2024-м. Ожидаемая динамика основных компонент показана на Рисунке 3. При такой динамике ставка ЦБ может снизиться до 11–12% в 2022 году и 7–9% в 2023-м.

ЧТО ВСЕ ЭТО ЗНАЧИТ ДЛЯ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ?

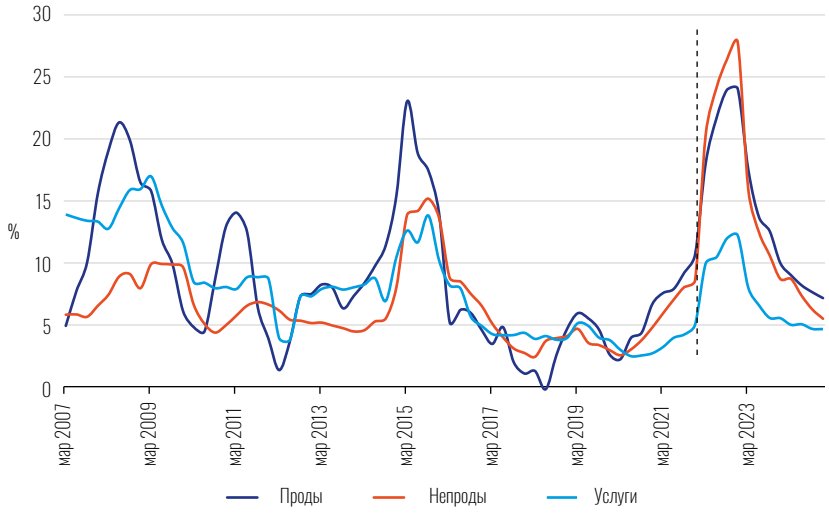
Во-первых, средние/длинные «классические» ОФЗ остаются привлекательными для инвесторов с горизонтом от 2 лет. Простая формула «4% инфляция + нейтральная ставка 2–3% + временная/рисковая премия в 100–200 б. п.» дает ориентир в 8–9% при текущих 10%+. А Минфину, полагаем, еще долго можно не занимать.

Во-вторых, флоутеры должны оставаться в портфелях как «страховка» от неблагоприятного сценария более высокой инфляции и ставки ЦБ.

В-третьих, инфляционные ОФЗ уже довольно дороги, подходят лишь инвесторам с ожиданиями устойчивой инфляции более 7% на длительный срок. Это возможно, но не является нашим базовым сценарием.

В-четвертых, для чуть более «жадных» инвесторов подойдут качественные бонды крупнейших компаний, желательно экспортеров.

Наконец, устойчивый профицит текущего счета означает приток валюты, и эти деньги пойдут в суверенные и корпоративные бонды. А повышение комиссий НРД по остаткам в валюте — лишь дополнительный фактор спроса, особенно на короткие валютные инструменты.

Рисунок 3
Прогноз инфляции по компонентам (% г/г)

Источники: Росстат, оценки «Локо-Инвест»