ЭНЦИКЛОПЕДИЯ

# РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ 2020

## Тенденции рынка секьюритизации

**Дмитрий ДОЛГИН,**
главный экономист
по России и СНГ,
ING

# Россия 2020: внимание на бюджетную политику

**Прошлый год был успешным для российского финансового рынка, но разочаровал с точки зрения экономических трендов. В 2020 году ситуация может стать обратной, причем главной внутренней переменной становится бюджетная политика. Смена правительства означает рост расходов бюджета, что должно позитивно сказаться на секторах экономики, напрямую зависящих от государства. При этом воздействие на финансовые рынки неочевидно и во многом будет зависеть от настроений в частном секторе, а также от решения правительства относительно бюджетного правила.**

2019 год был крайне удачным для российского финансового рынка. Рубль укрепился на 12.5% к доллару США, став лидером роста среди аналогов. Это произошло на фоне притока иностранных инвестиций в госдолг России из-за роста спроса инвесторов на активы развивающихся рынков, а также благодаря действию локальных страновых факторов. По предварительным данным ЦБ РФ, приток иностранных инвестиций в госбумаги (ОФЗ) в прошлом году составил $16–17 млрд. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ выросла с 24.4% в начале года до 31–32% в декабре, что близко к историческому максимуму в 34.5%. Доходность 10-летних ОФЗ снизилась на 70–80 б.п. — до 6.4%.

Отчасти, этот рыночный позитив — заслуга внешнего фона. В прошлом году настроения на мировых финансовых рынках улучшились благодаря смягчению монетарной политики: на фоне опасений относительно глобальных торговых войн и сопутствующего замедления роста мирового ВВП ФРС снизила ставку три раза подряд с 2.25–2.50% до 1.50–1.75%. Кроме того, позитива мировым рынкам добавили и сообщения о готовности США и Китая подписать «Фазу-1» торговой сделки. Наконец, конъюнктура сырьевых рынков была благоприятной: цена Brent в течение года выросла с $50 до почти $70 за баррель, в том числе благодаря действиям стран ОПЕК+.

Внешняя политика тоже сыграла свою роль. Доклад Мюллера не подтвердил связи между РФ и Дональдом Трампом, чем снизил вероятность использования «российской повестки» в качестве аргумента для импичмента. Санкции по «делу Скрипаля» оказались мягкими и не затронули ОФЗ — ключевого для российского

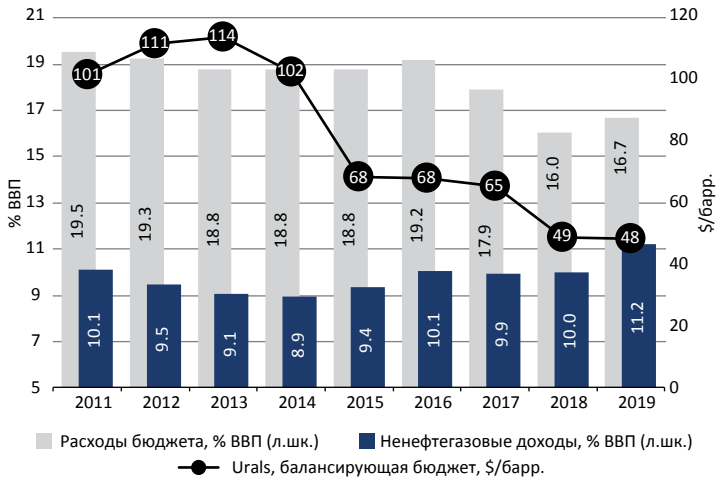


**Рисунок 1**

**Бюджетная политика в 2019 году ужесточилась за счет повышения НДС и сдержанного подхода к расходам**

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING

бюджета и иностранных инвесторов сегмента российского рынка. Наконец, после смены украинского лидера наметился курс на деэскалацию российско-украинских отношений. В итоге внешнеполитические опасения относительно российских активов снизились: за 2019 год санкционный дисконт пары «доллар — рубль» по отношению к валютным парам-аналогам сократился с 17% до 11%.

Внутренняя российская экономическая статистика оказывала поддержку. Интерес инвесторов, в первую очередь долговых, поддерживался продолжающимся улучшением ожиданий по инфляции в РФ, которая после всплеска до 5.3% г/г в марте, вызванного повышением НДС в начале года, замедлилась до 3.0% г/г к концу года. Отчасти это замедление поддерживалось укреплением рубля, наблюдавшимся с начала года, однако влияние на различные элементы потребительской корзины было неоднородным, что указывает на наличие и других факторов. В частности, продовольственный ИПЦ опустился с 5.9% г/г в марте до 2.6% г/г к концу года, в основном под воздействием эффекта высокой базы прошлого года и стабилизации глобальных цен на сельхозпродукцию после 40-процентного роста в 2018 году. При этом рост цен на непродовольственные товары замедлился не так значительно.

Позитивные сюрпризы по инфляции позволили Банку России активно снижать ставку: по итогам года она снизилась на 150 б.п. — с 7.75% до 6.25%, что также поддержало позитивные настроения на рынке. При этом ЦБ РФ сейчас ориентирует рынок на ограниченный потенциал снижения ключевой ставки с текущих уровней, указывая на вероятный возврат роста ИПЦ к 3.5–4.0% к концу 2020 года по мере исчерпания временных дезинфляционных факторов (в том числе эффекта высокой базы первого квартала 2019 года) и стабилизации мировых цен на продовольствие. Оценка нейтрального диапазона ставки в 6–7% остается без изменений, однако на рынке усиливается дискуссия о том, что ЦБ, возможно, следует пересмотреть этот диапазон, если инфляция откажется возвращаться к таргету 4%.

При этом одной из ключевых локальных переменных, повлиявших на динамику инфляции, а также и других экономических индикаторов стала бюджетная политика, особенно в части исполнения расходов. Несмотря на значительное ускорение роста расходов в ноябре — декабре, годовой план по расходам остался недовыполненным примерно на 350 млрд руб., а суммарное накопленное недоисполнение за четыре года достигло 1.1 трлн руб. (1% ВВП). В итоге расходы федерального бюджета составили 16.7% ВВП, что ниже 18–19%, наблюдавшихся в 2012–2017 годах, тогда как ненефтегазовые доходы выросли с 8–9% ВВП до 11.2% в 2019 году, в том числе за счет повышения ставки НДС, что отражает приоритет снижения макроэкономических рисков. Этот подход выражен в том числе и снижением цены на нефть, необходимой для сбалансированного бюджета, со $100–115 за баррель в 2009–2014 годах до примерно $50 за баррель в 2018–2019 годах.

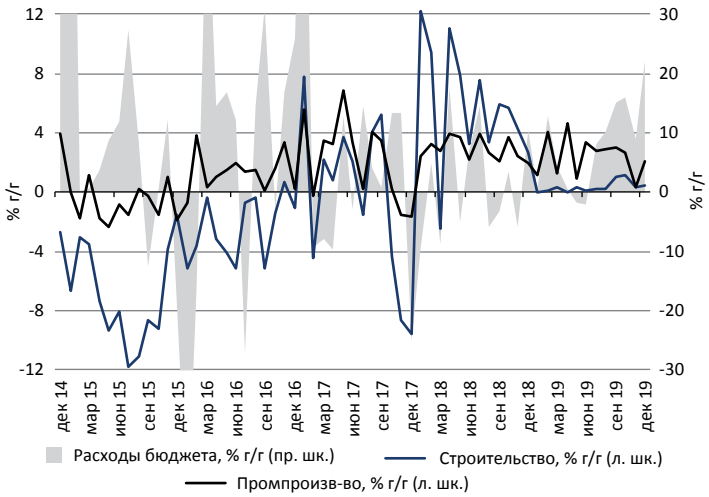


**Рисунок 2**

**Производственная активность зависит от бюджета, всплеск госрасходов в конце 2019-го создает позитивные ожидания на 2020 год**

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING

Учитывая сдерживающий характер бюджетной политики, неудивительно, что экономическая активность домохозяйств и компаний в 2019 году осталась сдержанной, хотя в 4-м квартале уже наметились признаки оживления. По предварительным данным Минэкономразвития, рост ВВП в 2019 году замедлился до 1.4% г/г с 2.3% г/г в 2018 году на фоне повышения НДС и сдержанного подхода к бюджетным расходам в январе — сентябре. При этом в 4-м квартале 2019 года экономический рост ускорился до 2.3% после 1.7% г/г в 3-м квартале.

Потребительская активность остается сдержанной. Несмотря на некоторое оживление в 4-м квартале на фоне повышения зарплат в бюджетном секторе, за весь 2019 год рост розничной торговли замедлился до 1.6% г/г с 2.8% г/г в 2018 году, что связано с повышением ставки НДС и давлением процентных платежей по кредитам домохозяйств. По предварительным оценкам, положительный вклад прироста розничного кредитного портфеля в 2019 году (2.8 трлн рублей) мог быть почти полностью нивелирован растущим объемом процентных платежей. При этом высокодоходные домохозяйства (по данным ЦБ РФ, примерно треть россиян имеют сбережения) продолжают наращивать накопления: рост розничных депозитов в декабре ускорился до 9.9% г/г (максимальное значение за последние 30 месяцев с учетом эффекта валютной переоценки), несмотря на снижение ставок. Объем розничных вкладов в 2019 году составил 28% ВВП, что соответствует исторически максимальным уровням 2015–2017 годов и отражает высокую норму сбережений высокодоходных слоев населения.

Активность в производственном секторе несколько выше, чем в потребительском. В 2019 году рост промпроизводства замедлился до 2.4% после 2.9% в 2018 году, однако 80% этого замедления пришлось на добывающую промышленность (3.1% в 2019 году после 4.1% годом ранее) и сектор распределения электроэнергии, газа и воды (0.4% в 2019 году после 1.6% в 2018 году). Это произошло главным образом за счет обязательств России по ОПЕК+ и более теплых погодных условий, которые снизили спрос на электроэнергию (и, следовательно, на добычу газа). Обрабатывающие производства в целом остаются в хорошем состоянии (2.3% в 2019 году после 2.6% в 2018 году), даже несмотря на слабый потребительский спрос и фактическое отсутствие поддержки со стороны бюджета в первой половине года. Позитивную динамику производства демонстрируют сектора, ориентированные на сельское хозяйство, нефтепереработку, химическую промышленность, строительство и транспорт, тогда как сектора, ориентированные на конечное потребление, отстают.

При этом инвестиционная активность компаний на протяжении года оставалась низкой, о чем свидетельствует рост инвестиций в основной капитал всего на 0.7% г/г за январь — сентябрь и слабая динамика корпоративного кредитования на уровне 4–6% г/г

(с очисткой от эффекта валютной переоценки) на протяжении 2019 года. Вместе с тем в 4-м квартале 2019 года наблюдалось заметное сокращение валютных счетов и депозитов компаний в российских банках (на $8 млрд по итогам 2019 года), что привело к значительному снижению темпов роста корпоративного фондирования. Корпоративные счета и депозиты в российской банковской системе снизились на 2 п.п. — до 26% ВВП — после трех лет стабильности. Это может указывать на конвертацию части накопленной прибыли (рост которой, по данным Росстата, составлял 47% в 2018 году и продолжился на уровне 9% в январе — октябре 2019 года) в капиталовложения в 4-м квартале 2019 года без привлечения заемных средств.

Негативным побочным эффектом оживления экономической активности в 4-м квартале 2019 года является ускорение роста импорта, которое сокращает профицит текущего счета РФ, потенциально увеличивая риски для валютного рынка. Так, резкий рост импорта на 9% г/г в 4-м квартале 2019 года после 0.8% за 9 месяцев, который был вызван вероятным ускорением инвестиционной активности, объясняет почти половину сжатия текущего счета со $114 млрд в 2018 году до $71 млрд (вторую половину объясняет снижение среднегодовой цены на нефть). В дополнение к сжатию профицита торгового баланса на текущий счет оказал давление и рост дивидендных выплат в пользу акционеров-нерезидентов на фоне рекордной прибыли в корпоративном секторе.

Вместе с тем текущий счет все в большей степени стерилизуется покупками валюты, проводимыми в рамках бюджетного правила (и, по сути, зависящими только от цен на нефть). В 4-м квартале 2019 года таким образом было стерилизовано 79% профицита, а по итогам 2019 года — 72%, тогда как в 2018 году этот показатель составлял всего 31%. Давление на платежный баланс оказывает также чистый отток частного капитала, который, несмотря на завершение периода активного погашения внешнего долга, составил $27 млрд за весь год. Ключевым драйвером оттока являются прямые иностранные инвестиции компаний за рубеж и покупка валюты домохозяйствами. При этом отток капитала является структурным, то есть не зависящим от сырьевой и внешнеполитической конъюнктуры. В итоге единственным компонентом платежного баланса, поддерживающим курс рубля, является приток портфельных инвестиций в госдолг. Чтобы избежать ослабления в 2020 году при сохранении неизменных цен на нефть, рублю необходимо увеличение притока иностранного капитала в ОФЗ до $25 млрд, что представляется амбициозной задачей.

Учитывая значимость бюджетной политики для экономической активности и финансового сектора, перестановки в правительстве РФ, происшедшие в январе 2020 года, являются важным фактором ожиданий на среднесрочную перспективу. Если приоритетом бюджета 2014–2019 годов было снижение макроэкономических рисков, в текущем 2020 году и в 2021–2024 годах акцент может сместиться

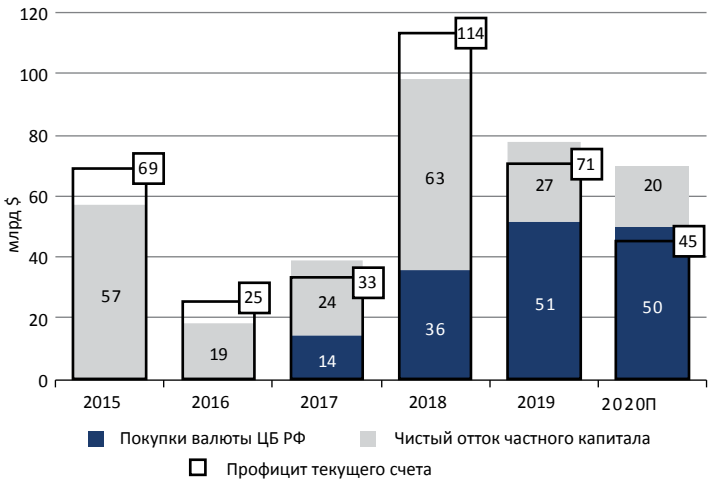


**Рисунок 3**

**Текущий счет в 2020 году будет под давлением импорта и может быть полностью стерилизован покупками валюты по бюджетному правилу**

Источники: Банк России, ING

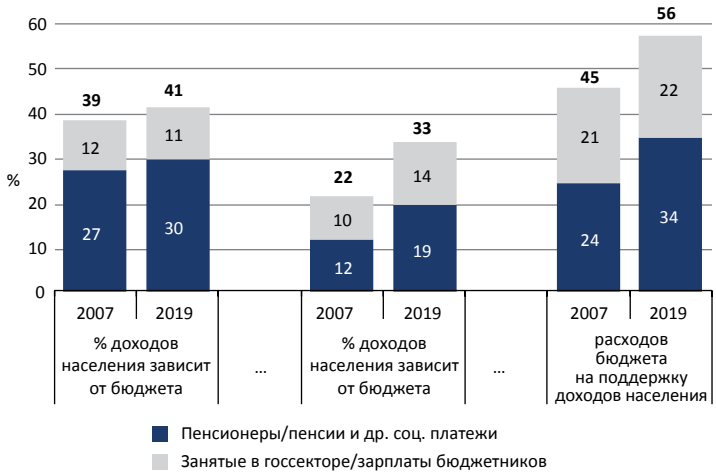


**Рисунок 4**

**На поддержку доходов 40% населения государство уже направляет 55–60% расходов консолидированного бюджета**

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING

в сторону более активного стимулирования экономики. 15 января 2020 года Владимир Путин объявил об организации дополнительных мер социальной поддержки населения (введение пособий для малообеспеченных семей с детьми 3–7 лет и расширение программы материнского капитала). Последующая отставка правительства и назначение новым премьер-министром Михаила Мишустина, который на своем прежнем посту главы ФНС смог улучшить бюджетное администрирование, говорит о вероятном повышении интенсивности госрасходов в среднесрочной перспективе. Куратором финансово-экономического блока стал Андрей Белоусов, один из авторов программы национальных проектов, нацеленных на стимулирование экономического роста за счет государственных инвестиций в инфраструктуру и человеческий капитал в размере 3–4% ВВП в год.

Наиболее вероятным прямым следствием этих изменений может стать рост интенсивности бюджетных расходов уже начиная с 2020 года. Одним из способов реализации данного подхода может стать исполнение «навеса» неисполненных расходов вплоть до 1% ВВП в дополнение к уже имеющемуся бюджетному плану на 2020 год, который и до перестановок в правительстве предполагал увеличение расходов бюджета в 2020 году по сравнению с 2019-м на 0.4–0.6 п.п. ВВП. Расходные обязательства в рамках этого навеса в 1% ВВП могут быть перераспределены в пользу новых мер социальной поддержки, которые требуют финансирования в размере 0.3–0.5% ВВП в год, тогда как оставшаяся часть может быть направлена на другие приоритетные направления бюджетной политики, включая госинвестиции в инфраструктуру и человеческий капитал. Кроме того, растет вероятность, что правительство сможет выполнить обещание произвести инвестиции из ФНБ на сумму до 0.3% ВВП в год начиная с 2020 года.

Рост бюджетного стимулирования может стать фактором улучшения ожиданий части домохозяйств и компаний, что будет способствовать ускорению темпов экономического роста в среднесрочной перспективе. Для населения будут важны дополнительные меры социальной поддержки на 400–600 млрд руб. в год, а учитывая, что часть из этих средств пойдет на материнский капитал, который можно использовать для погашения жилищных кредитов, то и ипотечный рынок может получить поддержку. Для компаний будет важна большая уверенность в потребительском спросе, а также в реализации инфраструктурных инвестиций в рамках национальных проектов.

При этом неопределенность относительно настроений в частном секторе сохраняется. Важно помнить, что напрямую от государства (через занятость в госсекторе, пенсии и другие социальные выплаты) зависит примерно 40% населения, что ограничивает общий эффект мер поддержки на суммарный рост потребления. По сути, дополнительная бюджетная поддержка представляет собой компенсацию за снижение возможности

привлекать потребительские кредиты, рост которых в 2020 году продолжит замедляться. Значимый рост потребления возможен только в случае роста уверенности высокодоходной части населения, которая сейчас находится на низком уровне и выражена продолжающимся ростом депозитов в российских и зарубежных банках. Уверенность в частном корпоративном секторе, судя по отсутствию роста спроса на кредит, также невысока. Улучшение настроений в частном секторе пока не является базовым сценарием и будет зависеть от способности правительства расширить свой инструментарий и выйти за пределы стандартных мер бюджетного стимулирования.

Для долгового и валютного рынка неопределенность возрастает. Во-первых, потенциальное ускорение темпов экономического роста в отсутствие структурной трансформации может нести в себе инфляционные риски, что ограничит потенциал дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. Во-вторых, смягчение бюджетной политики может повысить риски снижения уровня макроэкономической стабильности в глазах некоторых инвесторов и потребовать повышения необходимого объема привлечения нового госдолга, который и до перестановок в правительстве предполагался в 2020–2022 годах на высоком уровне — 1.5–1.8 трлн рублей. В-третьих, увеличение импорта, которое необходимо для ускорения внутреннего потребления и инвестиций, будет и дальше сокращать профицит текущего счета, повышая уязвимость валютного рынка к внешним конъюнктурным колебаниям.

При этом главным источником неопределенности для рынков является вопрос, потребуется ли для реализации приоритетов экономполитики смягчение бюджетного правила, а именно повышение базовой цены на нефть, которая разграничивает объем нефтегазовых доходов на те, которые можно направлять на финансирование текущих расходов, и те, которые необходимо сберегать в Фонде национального благосостояния. Изначально в бюджет 2020 года заложена базовая цена на нефть Urals $42.4 за баррель, и ее сохранение на неизменном уровне в случае увеличения плана по расходам будет означать необходимость увеличения плана по заимствованиям на соответствующую сумму. Повышение планки базовой цены на нефть (смягчение бюджетного правила) на каждый $1 за баррель снижает объем необходимых годовых госзаимствований на 80–120 млрд рублей и сокращает объем накопления ФНБ (и, соответственно, покупок валюты на рынке) примерно на $2 млрд. Таким образом, смягчение бюджетного правила на $5–10 за баррель может улучшить настроения на долговом и валютном рынках. Однако в случае более радикального смягчения могут появиться опасения относительно бюджетной стабильности, что может негативно сказаться на относительной привлекательности российских активов для иностранных инвесторов.

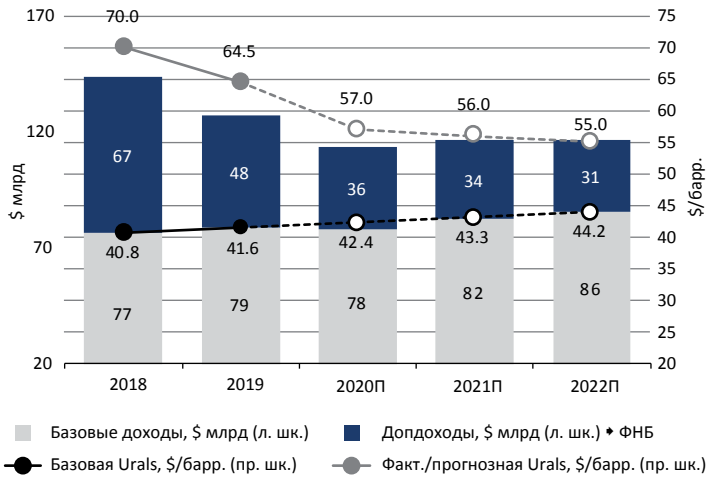


**Рисунок 5**

**Смягчение бюджетного правила (повышение базовой цены на нефть) при прочих равных ведет к снижению заимствований и меньшему накоплению валюты в ФНБ**

Источники: Министерство финансов РФ, Reuters, ING