

СТРАНА БОЛЬШОЙ БЕТЫ?

ВЛАДИМИР БРАГИН +7 495 786 23 46
 Vladimir.bragin@trust.ru

Российская экономика, как показал опыт последних нескольких лет, не является тихой гаванью, в которой можно укрыться иностранным инвесторам. Более того, амплитуда колебаний российских макропоказателей в период кризиса была значительно выше, чем у стран с аналогичным уровнем ВВП на душу населения. Причина этого – чересчур высокая зависимость российской экономики и финансовой сферы от цен на нефть. Хотя опыт, приобретенный в ходе нынешнего кризиса, а также накопленные золотовалютные резервы позволят относительно безболезненно справиться с краткосрочными негативными колебаниями внешней конъюнктуры, при сохранении нынешних приоритетов правительства эта способность будет со временем ослабевать.

- Цены на нефть сильнее всего влияют на состояние российской экономики через изменения чистого притока капитала, а также доходов бюджета. Показатели чистого экспорта и счета текущих операций из-за колебаний импорта гораздо менее восприимчивы к изменениям цен на нефть.
- Рубль, вероятней всего, продолжит укрепляться благодаря положительному чистому экспорту. Колебания потоков капитала вызовут лишь временные отклонения от тренда.
- Бюджет стал еще больше зависим от экспорта углеводородного сырья, а также металлов. Одно из проявлений этого – дефицит федерального бюджета при цене нефти выше USD60.0 за баррель.
- Высокие цены на нефть обеспечивают низкие ставки, что может способствовать ускоренному восстановлению экономики. В то же время низкие ставки увеличивают риск возникновения зависимости компаний от дешевых кредитов, а также грозят надуванием новых пузырей.
- Без решительных действий со стороны правительства чувствительность российской экономики к внешним шокам будет нарастать. Плохая новость в том, что из-за опасений потери поддержки населения правительство, скорее всего, не пойдет на решительные меры.
- Хотя перспективы для некоторых отраслей российской экономики на горизонте 5-7 лет выглядят благоприятными, риски, связанные с вероятностью развития нового экономического кризиса, очень высоки.

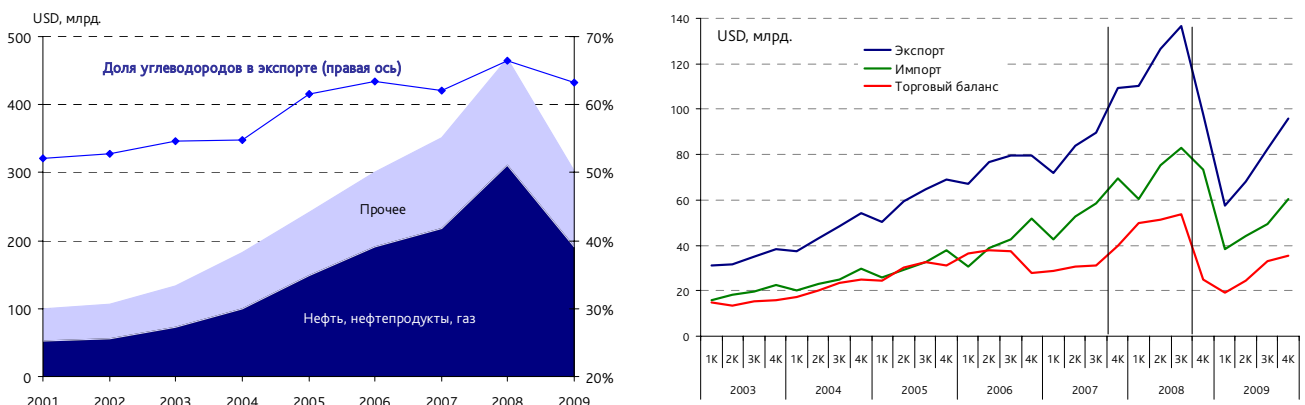
ПРЯМОЕ ВОЗДЕЙСТВИЕ ЦЕН НА НЕФТЬ СИЛЬНО, НО НЕКРИТИЧНО

Хотя не раз отмечалась высокая зависимость показателей экономики РФ от цен на нефть, зачастую подобные оценки несколько преувеличены. В реальности в российской экономике существуют механизмы, в том числе и появившиеся в последние годы, в существенной мере сглаживающие внешние шоки.

Торговый баланс РФ не так сильно зависит от нефти, как кажется

Несмотря на то, что нефть, нефтепродукты и газ формируют львиную долю экспорта, зависимость показателей чистого экспорта и, как следствие, сальдо счета текущих операций от цен на нефть не столь велико, как могло бы показаться на первый взгляд. Причина этого в импорте, который, будучи чувствительным к состоянию экономики, в значительной мере сглаживает колебания экспорта, вызванные ценами на нефть. Если не брать в расчет конец 2007 года и первые 3 квартала 2009 года, когда на рынке нефти начал быстро надуваться пузырь, вызвавший резкий рост экспортной выручки, чистый экспорт с 2004 года держался в пределах USD20.0-40.0 млрд., что гораздо меньше размаха колебаний экспорта.

ДИАГРАММА 1, 2. ЭКСПОРТ И ИМПОРТ РФ



Источник: ФТС, ФСГС, оценки НБ «ТРАСТ»



Вплоть до 2008 года мы наблюдали непрерывный рост импорта, связанный с увеличением потребительского и инвестиционного спроса, поддерживаемый также укреплением рубля. И признаться, мы не раз выражали озабоченность, что в перспективе импорт может превысить экспорт, уничтожив положительное сальдо по счету текущих операций. Но оказалось, что подобный сценарий очень маловероятен. Более реальным выглядит сценарий, при котором сокращение сальдо счета текущих операций вызовет ожидания ослабления рубля, те, в свою очередь, спровоцируют бегство капитала, который повлечет рост напряженности в банковской системе и спад экономической активности, за этим следует снижение уверенности потребителей и инвестиционного спроса. Все это в свою очередь вызовет сокращение импорта.

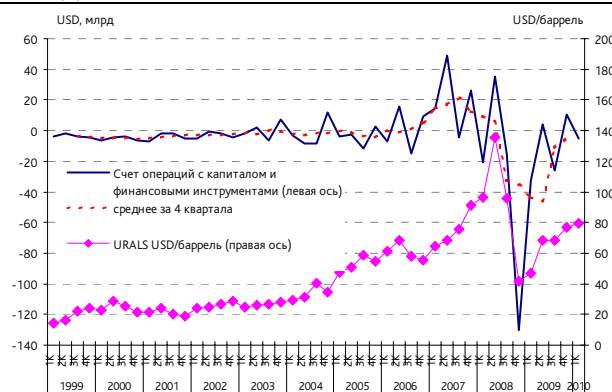
Кстати, события в 2008-2009 гг. развивались по схожему сценарию, напомним, что тогда первым шоком стало бегство капитала, за которым последовало падение цен на нефть.

Таким образом, влияние изменения цен на нефть на состояние российской экономики через изменение чистого экспорта и счета текущих операций на самом деле достаточно незначительно по сравнению с тем, какой эффект на макропоказатели может оказать движение капитала, а также дефицит бюджета.

Счет капитала и финансовых инструментов следует за нефтью

Связь между ценами на нефть и притоком/оттоком капитала гораздо сильнее, чем между ценами на нефть и чистым экспортом. Правда, проявляется она в периоды высокой волатильности цен на нефть (см. диаграмму 3), как, например, это было в 2007-2009 гг.

ДИАГРАММА 3. ЦЕНЫ НА НЕФТЬ И ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА



Источник: ФЦС, Bloomberg, оценки НБ «ТРАСТ»

Высокая амплитуда колебаний показателей движения капитала объясняется тем, что приток или отток часто развивается в виде самоподдерживающегося процесса. Например, снижение цен на нефть вызывает ухудшение ожиданий инвесторов относительно курса рубля, что приводит к тому, что они начинают в массовом порядке продавать рубли, вызывая еще большее ослабление национальной валюты. Отметим, что важную роль в этом процессе играют российские компании, банки, а также население, активно конвертирующее свои сбережения в иностранную валюту при первых опасениях девальвации, подобная операция также классифицируется как отток капитала.

Пожалуй, единственный источник стабилизации такого шока – это ЦБ с его валютными интервенциями. Причем, как показал опыт конца 2008 – начала 2009 гг., он отдает предпочтение плавной девальвации с большим расходом резервов, нежели резкому движению курса.

Валютные риски в обмен на риски ликвидности и процентные риски

Устойчиво положительное сальдо по счету текущих операций означает, что тренд на укрепление рубля в ближайший год, скорее всего, сохранится. При этом мы полагаем, что сохранение цен на нефть хотя бы на уровне выше USD65.0-70.0 за баррель позволит избежать серьезного оттока капитала, и, как следствие, спрос на иностранную валюту будет меньше предложения. Правда, если наши ожидания относительно цен на нефть не оправдаются, и цены на нефть упадут куда-нибудь в район USD50.0 за баррель, то динамика курса рубля будет обратной.

Валютные риски, тем не менее, мы расцениваем как не очень высокие благодаря действиям ЦБ по сглаживанию колебаний валютного курса. Платой за это является увеличение колебаний ставок денежного рынка, а также показателей банковской ликвидности.

Так, в случае укрепления рубля, покупки валюты ЦБ накачивают банковскую систему дешевой рублевой ликвидностью, в результате чего ставки денежного рынка падают до уровней депозитов ЦБ, именно это мы наблюдаем сейчас. Напротив, тренд на ослабление национальной валюты и продажа ЦБ валюты из резервов приводит к росту дефицита рублевой ликвидности и росту ставок. Правда, следует отметить, что доходность, например, рублевых облигаций первого эшелона, как правило, гораздо менее чувствительна к ситуации с

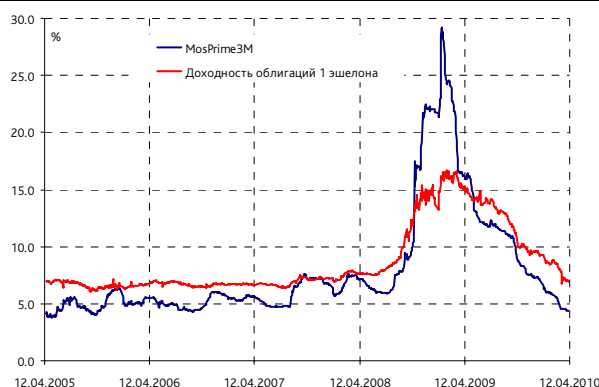


ликвидностью, чем стоимость фондирования. Например, до середины 2008 года волатильность индекса MosPrime была на порядок ниже колебаний доходности облигаций первого эшелона (см. диаграмму 4).

Вследствие этого кратковременный (до 3-4 месяцев) рост ставок денежного рынка, вызванный активностью ЦБ на валютном рынке, не представляет опасности для рублевых облигаций. Самое худшее, что происходит в такие периоды, – это потеря рынком ликвидности.

Опасность может представлять резкий отток капитала, особенно в условиях локального дефицита рублевой ликвидности. Именно такое сочетание привело в сентябре 2008 года к параличу денежного рынка и рынка РЕПО. Тогда дефицит ликвидности и отсутствие у ЦБ возможностей ее быстро восполнить привели де-факто к массовым дефолтам банков по обязательствам друг перед другом. Это в свою очередь повлекло за собой распродажу активов, закрытие долговых рынков и, как следствие, массовые дефолты компаний второго и третьего эшелонов, которые были чересчур сильно зависимы от возможности рефинансирования собственных долгов.

ДИАГРАММА 4. ИНДЕКС MOSPRIME ЗМ И ДОХОДНОСТЬ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА, РАССЧИТАННАЯ НА ОСНОВАНИИ ИНДЕКСА TRI



Источник: ЦБ, оценки НБ «ТРАСТ»

Но этот риск также можно считать не столь значительным. Дело в том, что ЦБ приобрел возможность практически неограниченной денежной эмиссии в виде беззалоговых кредитов, которыми, как показал опыт, можно заменить почти любую утечку ликвидности. Ясное дело, что ставки при этом оказываются гораздо выше обычного, но хотя бы это не вынуждает банки распродавать активы, обваливая рынок.

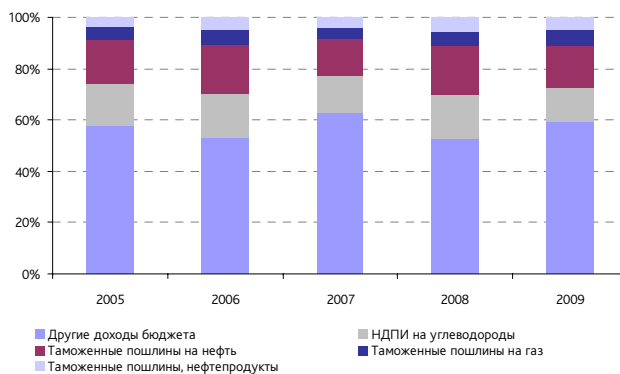
ПРОБЛЕМЫ ЗРЕЮТ ВНУТРИ

Слабым местом российской экономики сейчас является дефицит бюджета, который может стать хроническим, а также зависимость компаний от дешевых кредитов. Серьезной проблемой является также нежелание правительства принимать непопулярные решения, причем даже в случае острой необходимости.

Дефицит бюджета теперь при USD60.0 за баррель

Зависимость бюджета, курса рубля и показателей движения капитала гораздо существенней. Так, одни платежи по налогу на добычу полезных ископаемых в виде углеводородного сырья, а также экспортные пошлины на нефть, газ и нефтепродукты формируют более 40% доходов федерального бюджета. Причем в годы пика нефтяных цен этот показатель достигал 47%. Кроме того, на долю ресурсного сектора приходится также значительный объем отчислений по другим налогам, так что общая зависимость бюджета от цен на нефть на самом деле еще выше.

ДИАГРАММА 5. СТРУКТУРА ДОХОДОВ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА

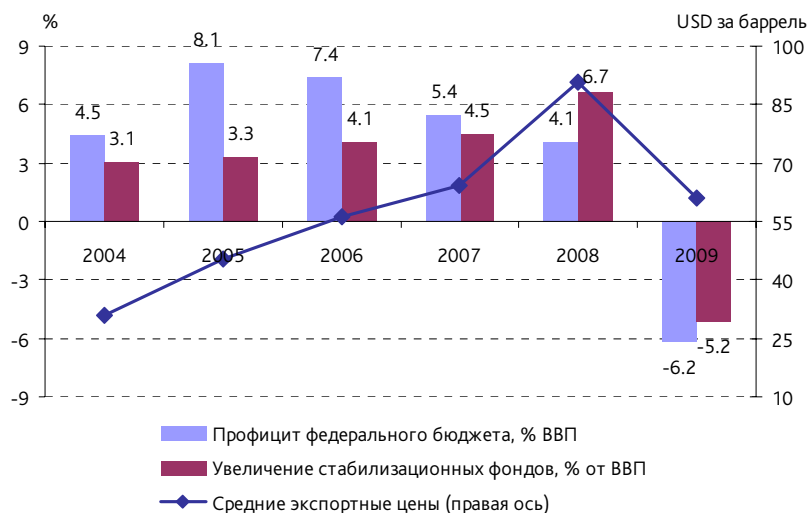


Источник: Минфин, оценки НБ «ТРАСТ»



Дополнительную нагрузку создают и возросшие во время кризиса расходы бюджета, в результате чего его дефицит достиг величины 6.2% ВВП (по итогам 2009 года). По сути это означает, что цена нефти, обеспечивающая сбалансированный федеральный бюджет, выросла еще больше, достигнув предположительно USD100.0-120.0 за баррель. Напомним, что, например, в 2004 году профицит федерального бюджета наблюдался при цене на нефть порядка USD30.0 за баррель.

ДИАГРАММА 6. ЦЕНЫ НА НЕФТЬ И БЮДЖЕТ

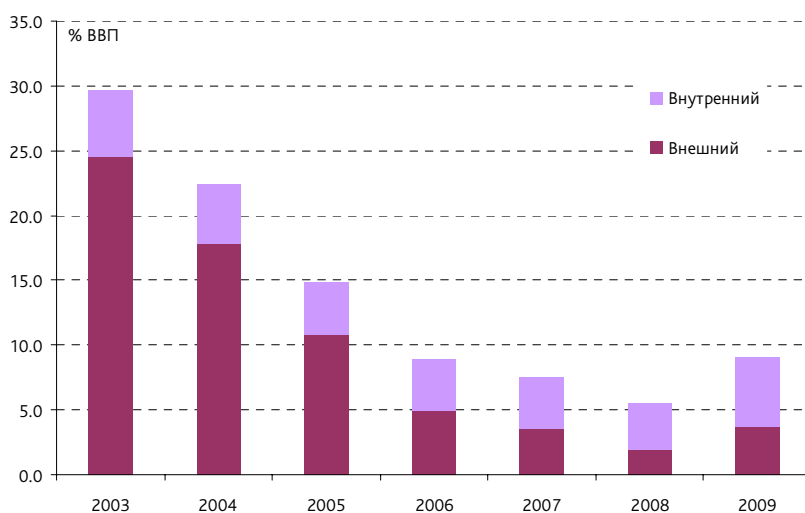


Источник: Минфин, ФСГС, оценки НБ «ТРАСТ»

С учетом того, что по историческим меркам нынешние цены на нефть достаточно высоки, потенциал их роста ограничен. Как следствие, российский бюджет может столкнуться с проблемой хронического дефицита, обусловленного быстрым ростом расходов на фоне ограниченных возможностей правительства наращивать доходы бюджета.

Впрочем, до тех пор, пока цены на нефть держатся на нынешних уровнях, правительство будет иметь возможность покрывать бюджетный дефицит за счет новых внешних и внутренних заимствований. При этом низкое как по историческим меркам, так и в сравнении с другими странами отношение государственного долга к ВВП оставляет правительству большой простор для наращивания долга.

ДИАГРАММА 7. ОБЪЕМЫ ВНЕШНЕГО И ВНУТРЕННЕГО ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА РФ В % ВВП

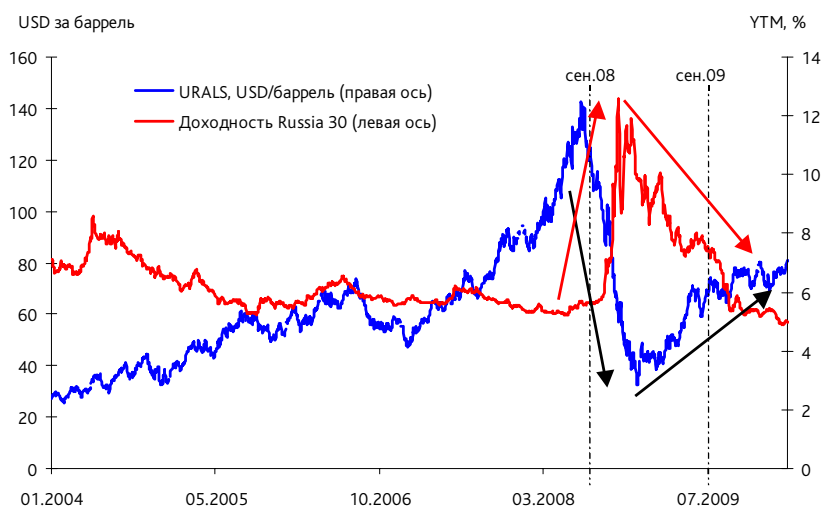


Источник: ЦБ, Минфин, оценки НБ «ТРАСТ»

Впрочем, здесь следует отметить, что хотя уровни внешнего и внутреннего государственного долга сейчас слишком малы, чтобы внушать какое-то беспокойство, важно другое – при снижении цен на нефть возможность правительства финансировать дефицит бюджета из этих источников может исчезнуть, так как стоимость заимствований станет уже совсем другой. Если сюда же добавить проблемы на денежном рынке, которые неизбежно возникнут при падении цен на нефть и бегстве капитала, то у правительства может не оказаться иных способов финансирования дефицита бюджета, кроме как его монетизации, следствием которой является ускорение инфляции.



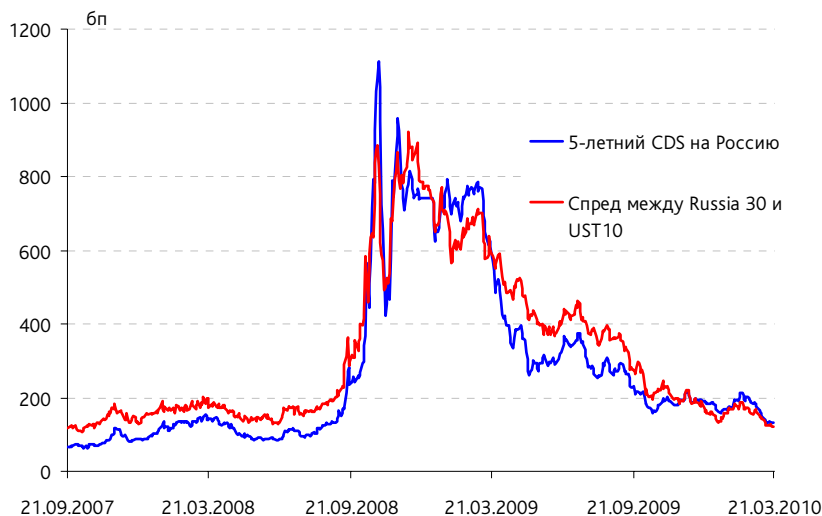
ДИАГРАММА 8. ЦЕНА НА НЕФТЬ И ДОХОДНОСТЬ RUSSIA 30



Источник: оценки НБ «ТРАСТ»

Впрочем, что касается существующих обязательств, то на фоне их незначительного объема по отношению к золотовалютным резервам проблем с их исполнением у российского правительства возникнуть не должно. Собственно низкие, по историческим меркам, показатели CDS на Россию, а также спреда **Russia 30** к **UST10** по большому счету можно назвать справедливыми. Снижение этих показателей сейчас происходит под действием общемировых тенденций сокращения кредитных спредов, влияния со стороны ситуации в российской экономике на эти показатели в настоящее время не прослеживается.

ДИАГРАММА 9. ОЦЕНКА СУВЕРЕННОГО РИСКА РФ



Источник: Bloomberg

Перезапуск на низких ставках

Зависимость ставок денежного рынка от цен на нефть непосредственно сейчас дает экономике шанс на быстрое восстановление. Это связано с тем, что высокие цены на нефть обеспечивают экономику дешевыми деньгами как через покупку валюты ЦБ, так и через улучшение условий заимствований на внешних рынках. Если низкие ставки запустят механизмы кредитования, они усилят оживление потребления и инвестиционной активности. При оптимистичных ожиданиях низкие ставки должны дать толчок развитию различных отраслей экономики и позволят добиться желаемого изменения структуры экономики в сторону преобладания обрабатывающих производств, импортозамещения и т.п.

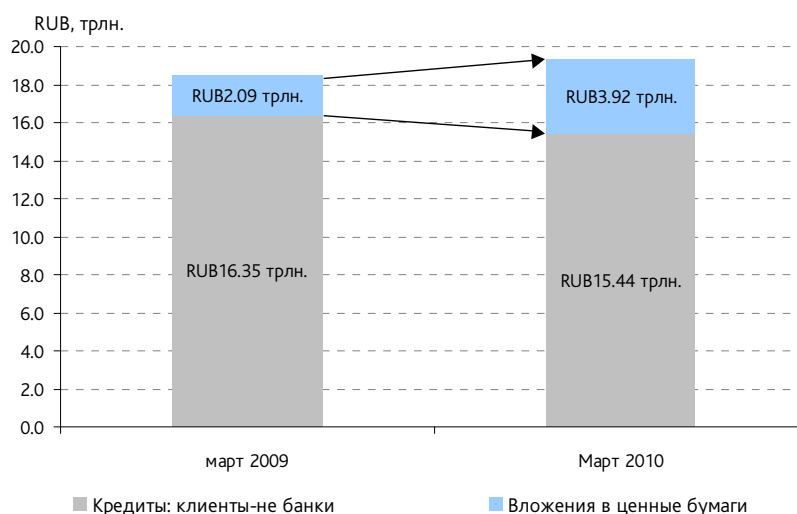
Впрочем, низкие ставки не являются достаточным условием для возобновления экономического роста. Взять хотя бы данные за февраль этого года, когда, несмотря на низкие ставки, экономическое восстановление по большому счету остановилось.

Тем не менее мы бы пока не стали списывать со счетов кредитование. Во-первых, до сегодняшнего дня у банков не было стимулов для наращивания кредитования, так как была возможность зарабатывать просто на переоценке



ценных бумаг. Всего за год при почти нулевом росте кредитных портфелей банков, портфели ценных бумаг, в частности долговых обязательств, выросли почти в два раза. Но вечно зарабатывать на переоценке обязательств невозможно, и рано или поздно придется искать другие источники доходов.

ДИАГРАММА 10. РАЗМЕРЫ КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ И ПОРТФЕЛЕЙ ЦЕННЫХ БУМАГ БАНКОВ



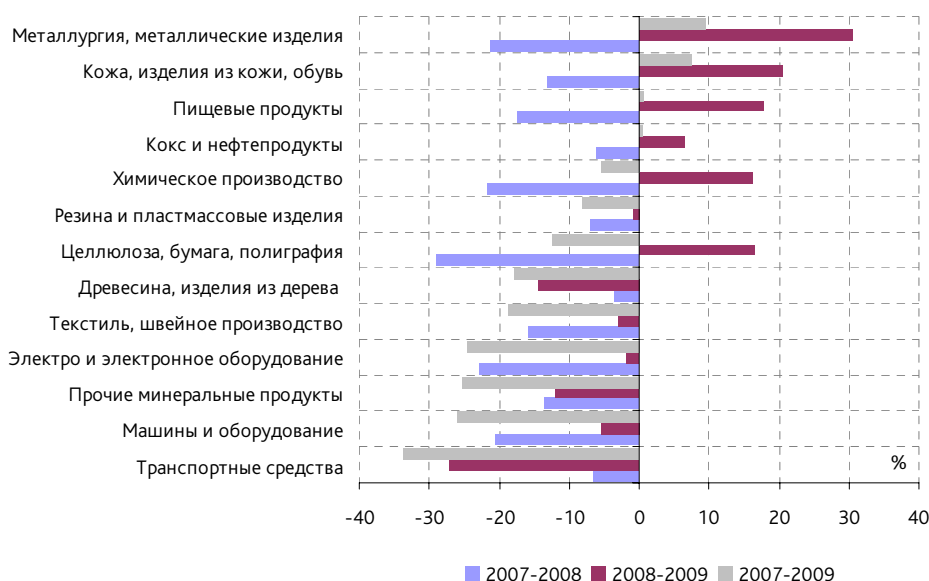
Источник: оценки НБ «ТРАСТ»

В настоящий момент потенциал переоценки полностью исчерпан, а банкам при этом необходимо отбивать стоимость достаточно дорогих пассивов. Единственный способ для них по-прежнему зарабатывать прибыль – это активно наращивать кредитование, причем как потребительское, так и корпоративное. Вследствие этого такая проблема, как недоступность кредитов, для компаний в скором времени перестанет существовать.

Тем не менее это не снимает таких проблем, как слабый внутренний спрос, а также рост конкуренции со стороны импорта, которые могут в значительной мере ограничить рост в отраслях, не связанных с добычей полезных ископаемых, металлами и производством некоторых видов химической промышленности. Кстати, эти отрасли либо почти не падали, как, например, производство кокса и нефтепродуктов, либо уже вернулись или почти вернулись к докризисным уровням (металлургия, производство химических продуктов).

Отрасли, больше ориентированные на внутренний спрос, такие как легкая промышленность, производство различных видов оборудования и транспортных средств, строительных материалов (минеральные продукты), пока восстанавливаться не торопятся (см. диаграмму 11). Более того, в худшем положении находятся те сектора, которые производят инвестиционные товары (оборудование), что говорит о том, что инвестиционный спрос пока также очень слаб.

ДИАГРАММА 11. РОСТ ПРОИЗВОДСТВА ПО ОТДЕЛЬНЫМ ВИДАМ ОБРАБАТЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ (ДЕКАБРЬ К ДЕКАБРЮ)



Источник: ФСГС



Конечно, продолжающийся спад в обрабатывающей промышленности можно интерпретировать и как наличие значительного потенциала для восстановительного роста, и мы думаем, что в этом году он еще сыграет свою роль. В то же время из-за слабых показателей инвестиций мы сомневаемся, что экономике удастся выйти на устойчиво высокие темпы роста в ближайшие месяцы.

Процикличность низких ставок

Казалось бы, дешевые кредиты должны положительно сказываться на инвестициях и, как следствие, темпах экономического роста. В краткосрочной перспективе это действительно так, и компании, имеющие потребность в заемных средствах, могут снова привлекать финансирование, например, на развитие производства, пополнение оборотного капитала и т.п.

Но следует помнить, что стоимость заемных средств играет также роль фильтра, отбраковывающего проекты с чересчур низкой отдачей. Особенно опасной является ситуация, когда процентные ставки оказываются ниже уровня инфляции. В этом случае реальная отдача от инвестиционного проекта может быть и вовсе отрицательной, но тем не менее будет покрывать процентные платежи по привлеченным под него кредитам.

Грубо говоря, компания может получить кредит в банке, на эти деньги купить мешок сахара, продержать его год на складе, после чего продать. Если рост цен на сахар соответствовал общему росту цен, то разницы в цене будет достаточно для покрытия процентных платежей. А если разница между инфляцией и стоимостью заимствований будет достаточно большой, то может хватить и на налоги, и на оплату стоимости хранения сахара на складе.

Если компания повторяет такую операцию из года в год, то не производя никакой добавленной стоимости ее руководство, работники, а также правительство (в виде собираемых налогов), тем не менее получают заработную плату, прибыль и налоги. То есть они создают спрос на другие товары и услуги, произведенные в экономике, не предлагая по факту ничего взамен.

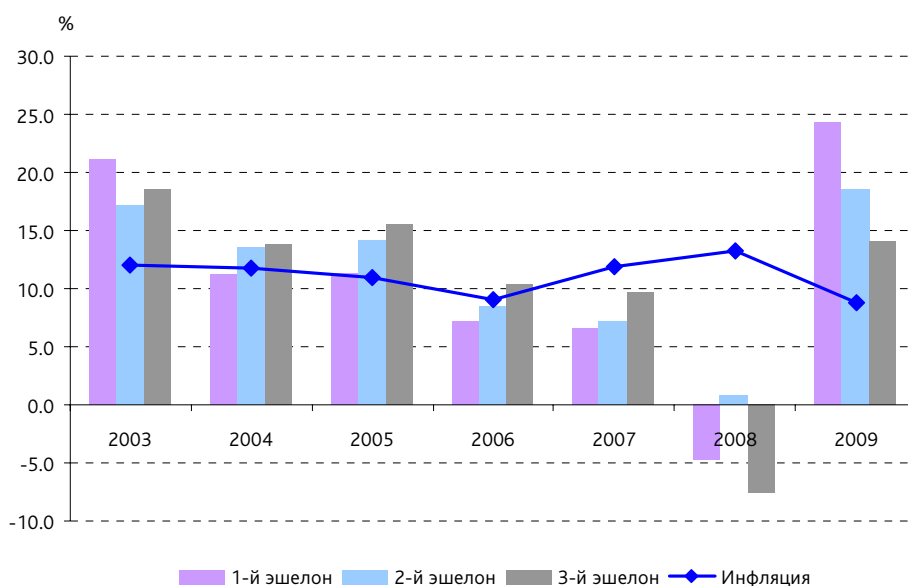
Результатами описанного выше являются:

1. Завышение оценок экономической активности;
2. Инфляция;
3. Болезненная реакция на циклические шоки.

Завышение показателей экономической активности происходит за счет того, например, что доходы, полученные от описанной выше деятельности, учитываются при оценке ВВП. Кроме того, это увеличивает инфляцию, так как экономические агенты, не создавая реального продукта, предъявляют спрос на товары и услуги. Соответственно, они создают избыточный спрос, разгоняющий рост цен. Наконец, чем выше размер фантомного продукта, тем болезненней реакция, например, на увеличение стоимости заимствований или сжатие кредитования. Дело в том, что дешевое и доступное финансирование является в данном случае ключевым, и при его отсутствии подобного рода деятельность резко теряет смысл. Следствием этого является падение совокупного спроса и рост безработицы.

Отметим, что компаниям не обязательно сознательно заниматься подобного рода деятельностью. Простое наличие готовой продукции или сырья на складе при отрицательных реальных ставках уже достаточно, чтобы компания, производя реальную добавленную стоимость, генерировала также и фантомный продукт.

ДИАГРАММА 12. СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ В РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИЙ И ИНФЛЯЦИЯ В РФ



Источник: оценки НБ «ТРАСТ»



Обратите внимание, что в течение практически всего периода до кризиса реальная доходность рублевых облигаций была отрицательной, причем даже у бумаг третьего эшелона. С учетом того, что ставки по кредитам кардинально не отличались от доходности на рынке облигаций, можно сказать, что значительное число российских компаний по факту занимали по отрицательной реальной ставке, а значит вносили свой вклад в производство «фантомного продукта».

Еще одним неприятным следствием чересчур низких ставок является то, что у компаний формируется зависимость от дешевых кредитов. Дело в том, что когда ставки остаются низкими достаточно длительное время, то в какой-то момент компании перестают учитывать риски, связанные с высокой долговой нагрузкой, всякий раз рассчитывая рефинансировать погашаемые кредиты новыми займами. Что происходит в том случае, когда источник дешевых средств оказывается перекрытым, хорошо иллюстрируют события конца 2008 – начала 2009 года, а именно, массовые дефолты компаний третьего эшелона.

ТА ЖЕ ЭКОНОМИКА, ТОЛЬКО С БЮДЖЕТНЫМ ДЕФИЦИТОМ

Суммируя все вышесказанное можно представить по какому примерно сценарию будет развиваться ситуация в российской экономике.

- Несмотря на сохранение сравнительно высоких цен на нефть (в районе USD75.0-80.0 за баррель), федеральный бюджет в этом году, и скорее всего в следующем, будет дефицитным. Хорошей новостью является то, что торговый баланс и счет текущих операций сохранят положительный знак, как и счет капитала и финансовых инструментов.
- Дефицит бюджета вместе с накоплением золотовалютных резервов (вследствие интервенций ЦБ на валютном рынке) в свою очередь обеспечивают избыток рублевой ликвидности и низкие ставки денежного рынка, что по идее должно стимулировать кредитование. Но с учетом того, что предложение кредитов в настоящее время сильно превосходит спрос, есть риск, что среднее качество заемщиков будет низким, и они достаточно быстро могут выработать зависимость от дешевого фондирования.
- Расширение кредитования будет сопровождать оживление реального сектора экономики, инвестиций и потребления. При этом увеличение внутреннего спроса вместе с увеличением денежного предложения (динамика которого, кстати, уже вышла на докризисный уровень) приведет к ускорению инфляции, которая пока находится на минимальных уровнях после кризиса 1998 года. По нашим прогнозам, в ближайшие годы она будет не ниже 7.0-9.0%.
- Сочетание относительно высокой инфляции и укрепления рубля, которое неизбежно при сохранении высоких цен на нефть, будет оказывать давление на обрабатывающий сектор. Это будет одним из ограничений темпов роста реального сектора экономики за пределами нефтегазового сектора. Но это не будет мешать росту сегмента услуг, а также недвижимости, где, кстати, возможно надувание нового пузыря. Кстати, роль дешевого ипотечного кредитования в данном случае окажется далеко не на последнем месте.
- Высокая инфляция также ограничит ЦБ в возможности снижения ставок, как следствие, паритет с внешними ставками окажется недостижим. Вместе с укреплением рубля это будет стимулировать приток спекулятивного капитала.
- В результате российская экономика может довольно быстро прийти в состояние, очень похожее на середину 2008 года. Высокие цены на нефть будут сопровождаться положительным сальдо по счету текущих операций, а также по счету капитала, быстрым накоплением золотовалютных резервов и укреплением рубля. При этом инфляция будет держаться на сравнительно высоком уровне, на рынке недвижимости в очередной раз начнет надуваться пузырь, а у многих компаний снова сформируется зависимость от дешевого фондирования. Главным отличием от 2008 года станет дефицит бюджета, а также истощение запасов в виде стабфондов. Отметим, что хотя расходование стабфондов принципиально не отличается от простого печатания денег, многими экономическими агентами оно не воспринимается как необеспеченная эмиссия и до какого-то момента не формирует инфляционных ожиданий.

Таким образом, принципиальной разницей формирующейся сейчас модели российской экономики от той, которая функционировала до кризиса, нет. Единственными отличиями являются дефицит бюджета и более низкие темпы роста обрабатывающей промышленности.

Первая реакция на нефтяной шок

Несложно представить, что произойдет при такой модели экономики, если цены на нефть по каким-то причинам резко упадут. Первое, с чем придется столкнуться, – это резкий отток капитала и, как следствие, давление на курс рубля. Это вынудит ЦБ продавать иностранную валюту, изымая с рынка избыточную ликвидность. В отличие от ситуации сентября 2008 года это не должно привести к кризису ликвидности, так как ЦБ, скорее всего, будет иметь возможность восполнить недостаток рублей беззалоговыми кредитами. Тем не менее рост ставок денежного рынка и ослабление рубля будут обеспечены.

Одним источником проблем на этот раз может стать бюджет, а точнее его дефицит. Его финансирование потребует увеличения заимствований, причем делать это придется на плохом рынке. При этом внутренний спрос на



государственные облигации будет слабым из-за высоких ставок, дефицита ликвидности и того факта, что многие участники рынка будут конвертировать рублевые активы в иностранную валюту, ожидая девальвации рубля. Внешний рынок, скорее всего, также будет закрыт, причем как по причине того, что инвесторы будут воспринимать долги РФ как рискованные, так и из-за того, что падение цен на нефть обычно сопровождается замедлением мировой экономики и снижением склонности инвесторов вкладывать средства в рискованные активы.

Второй проблемой, скорее всего, будут компании, которым в этот период потребуется рефинансирование долга. Закрытость долговых рынков для новых размещений будет означать, во-первых, потребность в государственной поддержке компаний, во-вторых, снижение налоговых поступлений, в том числе в связи с тем, что финансовые трудности компаний, скорее всего, окажут негативное влияние на их операционные показатели.

Единственная возможность финансировать дефицит бюджета в такой ситуации – это его монетизация в той или иной форме.

Политическая ловушка

Чтобы до конца понять, как могут развиваться события, необходимо также учесть то, как будет действовать правительство. Способ уменьшить риски, связанные с падением цен на нефть, – максимальная стерилизация притока иностранной валюты от продажи нефти, создав в экономике такие условия, как будто экспорта нефти нет. Но это означает, что правительству необходимо отказаться от значительной доли доходов бюджета, направив ее на пополнение стабилизационных фондов и сократить расходы, в том числе социальные.

Проблема в том, что чем выше цены на нефть, тем сложнее правительству, во-первых, самому избежать соблазна увеличивать бюджетные расходы, во-вторых, убеждать остальных, что не стоит пускать сверхдоходы от продажи ресурсов на решение текущих проблем и социальные расходы. Сложно представить, чтобы правительство в здравом уме давало оппозиции настолько удобный повод для критики. Особенно с учетом неизбежного роста общественного недовольства из-за непопулярных мер. Как следствие, мы ожидаем, что бюджет сохранит социальную направленность, и его расходы не будут жестко урезаться.

Одним из показателей, снижение которого болезненно воспринимается правительством, являются реальные доходы населения, особенно пенсии. И основным источником их роста являются бюджетные средства. Например, трансферт бюджету пенсионного фонда в 2011 и 2012 годах планируется в размере RUB2.15 трлн. и RUB2.36 трлн. соответственно, при планируемых доходах федерального бюджета RUB7.5 трлн. и RUB8.1 трлн. соответственно.

Кроме того, большой внешний долг российских компаний и банков ставит еще одно ограничение на действия правительства, а именно исключает возможность проводить резкую девальвацию рубля. По крайней мере до тех пор, пока есть золотовалютные резервы, правительство будет пытаться удерживать рубль от ослабления.

Развязка

Накопленные золотовалютные резервы позволяют России пережить острые фазы кризиса, длящиеся до нескольких месяцев, без девальвации рубля. Кроме того, инструменты ЦБ способны решить проблему недостатка ликвидности на рынке. Единственное, чего правительство, скорее всего, окажется сделать неспособно – это сократить дефицит бюджета.

Если кризис затянется, у правительства будет немного вариантов для действий. Причем все они не несут ничего хорошего инвесторам, в том числе держателям долга.

Вариант 1. Финансирование дефицита бюджета за счет внутренних заимствований, которые, исходя из рыночных условий, придется делать на короткий срок и под высокий процент. Достоинством этого является низкая инфляция, но одновременно – это прямая дорога к пирамиде ГКО и кризису, аналогичному дефолту 1998 года.

Вариант 2. Необеспеченная денежная эмиссия. Главным риском этого сценария является сложность удержания рубля от ослабления, а также рост инфляционных ожиданий, которые впоследствии будет очень сложно вернуть под контроль.

Вариант 3. Девальвация рубля при сохранении золотовалютных резервов. Это, пожалуй, наиболее приемлемый вариант. Инфляционные последствия такого решения будут достаточно серьезны из-за большого объема импортных товаров в потребительской корзине, но не столь болезненны, как, например, в случае необеспеченной эмиссии. Проблема дефицита бюджета в этом случае решается за счет роста номинальных нефтегазовых доходов бюджета.

А ПОКА НАСЛАЖДАЕМСЯ ЭКОНОМИЧЕСКИМ ЦИКЛОМ

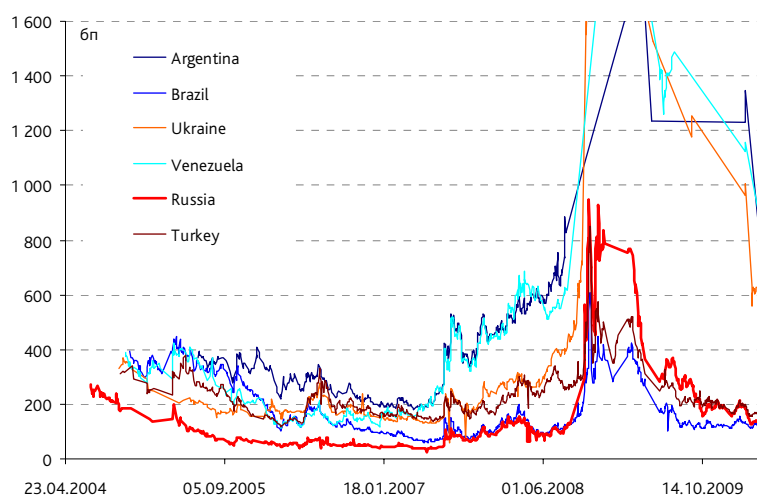
Впрочем, пока поводов для пессимизма не так много. Описанные выше риски проявятся тогда, когда мировая экономика снова подойдет к стадии рецессии, пройдя до этого стадии восстановления и роста. Так что у инвесторов будет порядка 5-7 лет прежде, чем им придется всерьез опасаться за инвестиции в российскую экономику.

Отметим, что это верно не только для России, но и для других развивающихся стран, облигации которых имеют значительный потенциал роста за счет снижения кредитных спредов. Этот процесс будет поддерживаться как ростом аппетита инвесторов к рискам, связанным с emerging markets, что уже проявляется в рекордном притоке средств в фонды, специализирующиеся на таких инвестициях, так и улучшением прогнозов по кредитным рейтингам, а затем и увеличением самих рейтингов.



Если судить по тому, где находились котировки CDS на долги развивающихся стран на пике предыдущего цикла, потенциал для сужения еще очень большой.

ДИАГРАММА 13. CDS НА ДОЛГИ НЕКОТОРЫХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН



Источник: Reuters

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94

Департамент макроэкономики и стратегии

Владимир Брагин +7 (495) 786-23-46
Мария Помельникова

Департамент кредитного анализа +7 (495) 789-36-09

Юрий Тулинов
Татьяна Днепровская
Сергей Гончаров

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов Ричард Холиоук
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Дмитрий Рябчук +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74
Олеся Курбатова +7 (495) 647-28-39
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 647-28-40
Вадим Закройщиков
Дмитрий Пущ

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимися частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.