



ОБ УСТОЙЧИВОСТИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ К ВНЕШНИМ ШОКАМ

Устойчивость нефтяных цен

На мировом рынке нефти наблюдается незначительный дефицит. Низкий потенциал по наращиванию мощностей нефтедобычи и переработки нефти, особенно в условиях политической нестабильности во многих регионах мира, в совокупности с ее возросшей себестоимостью поднимает ценовую планку. Дополнительно к этому поддержание высокого уровня цен на нефть вызвано инвестициями различных фондов, не имеющих никакого отношения к реальным поставкам нефти. В начале ноября прошлого года совокупный товарный объем нефтяных фьючерсов, скупленных американскими хеджевыми фондами, составил 86 млн. барр. и впервые превысил совокупный дневной спрос на нефть в мире (84 млн. барр.). Для того чтобы хеджевые фонды поменяли нефтяные фьючерсы на какие-либо другие бумаги, необходимо появление других растущих активов помимо нефти и золота. Поэтому ожидать скорого снижения финансовой составляющей в цене на нефть не приходится.

Дальнейшее обострение конфликта в зоне Персидского залива, безусловно, может привести к сокращению поставок нефти из этого региона и усугублению дефицита топлива на мировом рынке, поскольку основные резервы по наращиванию нефтедобычи сосредоточены как раз в зоне возможного конфликта. В этом случае рост цен становится бесконтрольным, особенно в случае затяжного (как минимум на несколько месяцев) конфликта.

Снижению цен может способствовать лишь сокращение темпов роста или даже падение реального спроса на нефть, вызванное очередным циклическим кризисом в мировой экономике. В принципе состояние экономической конъюнктуры в США дает основания предполагать, что события будут разворачиваться по этому сценарию.

Устойчивость торгового баланса

Ключевой предпосылкой для сокращения профицита торгового баланса служит устойчивый прирост импорта на уровне 25-37% в год уже на протяжении последних пяти лет. Основными причинами такой динамики стали рост доходов населения (в течение последних пяти лет доходы населения в долларовом выражении ежегодно увеличивались на 27-33% в год) и прибыли предприятий (в долларовом выражении она росла на 36-50% в год), а также кредитный бум (кредиты реальному сектору и населению в этот период росли на 40-50% в год).

В условиях низкой конкурентной способности российских компаний и потребности в обновлении основных средств производства, повышения благосостояния населения и растущего спроса на качественную импортную продукцию и современные технологии потенциальный спрос на импорт обречен на рост. При этом его реальная траектория будет зависеть от фактических доходов частного сектора и денежной ликвидности, не в последнюю очередь связанных с экспортом.



На фоне устойчивой тенденции к росту импорта переход к дефициту платежного баланса определяется динамикой стоимостных объемов экспорта, волатильность которого в последнее время резко возросла из-за повышения цен на сырьевые товары российского экспорта. В случае изменения конъюнктуры на мировых товарных рынках «сдувание» торгового дефицита может произойти в пределах одного-двух лет. Так, например, при темпах роста импорта на достаточно «скромные» 30% в год (37% в 2007 г.) и снижении цен на нефть в течение 2008 г. с 90 до 50 долл./барр. с последующей стабилизацией на этом уровне дефицит торгового баланса возникнет уже в 2009 г. (даже при 10%-ном росте экспорта, за исключением топлива). При стабилизации нефтяных цен в диапазоне 70-90 долл./барр. дефицит ожидается в 2010 г. Отсрочка формирования дефицита торгового баланса возможна лишь в случае повышения среднегодовых цен на нефть Urals до 100 долл./барр. или торможения темпов роста импорта в результате сокращения доходов частного сектора.

Устойчивость притока иностранного капитала

Инвестиционный бум в 2007 г. привел к полуторакратному росту прямых иностранных инвестиций в Россию и более чем четырехкратному росту иностранных ссуд и займов. В немалой степени этому способствовали интерес к покупке активов «ЮКОСа» и проведение IPO/SPO на сумму 32 млрд. долл. российским частным сектором. Однако около 80% объема публичных размещений пришлось на январь-июль, т.е. на период до обострения кризиса ликвидности на мировых финансовых рынках. Снижение эмиссионной активности во втором полугодии 2007 г. было вызвано переносом сроков размещения – многие компании снижению цены размещения предпочли отсрочивание допэмиссии на более поздний период в надежде на улучшение конъюнктуры рынка и формирование положительной «истории роста».

В 2008 г. ожидаемый нами объем IPO/SPO в России достигнет 30-40 млрд. долл., верхняя планка данного показателя будет определяться состоянием мировой и российской экономики. Рост ссуд и займов в 2008 г. до объемов предыдущего года (75 млрд. долл.) невозможен без очередного «лакомого кусочка» в виде продажи нефтегазовых и металлургических компаний. Увеличение займов в прежних масштабах означает выход на предельную долговую нагрузку, что, на фоне ухудшения конъюнктуры на мировых рынках, означает неминуемый дефолт ряда компаний. Возросший внешний долг предприятий требует как минимум его рефинансирования, что, в условиях глобального дефицита ликвидности, уже само по себе затруднительно.

Устойчивость корпораций реального сектора

Внешняя задолженность реального сектора российской экономики на 1 октября 2007 г. составляла более 205 млрд. долл., т.е. почти половину всей внешней задолженности национальной экономики. При этом в целом она повышается пропорционально росту прибыли экономики, находясь, на первый взгляд, на безопасном уровне. Соотношение внешней задолженности и годовой прибыли всей экономики в период с января 2006 г. по октябрь 2007 г. сохранялось на уровне 80%, а



внешней задолженности и годовой прибыли промышленности - выросло незначительно: со 130 до 140%. В то же время другие индикаторы более тревожны. Так, соотношение внешнего долга реального сектора плюс задолженность банкам и годовой прибыли экономики выросло за полтора года со 190 до 200-250%, а соотношение внешнего долга частного сектора в целом (с учетом банков), который на середину года составлял около 315 млрд. долл., и годового экспорта - с 60 до 80%.

Негативно характеризует ситуацию и высокая концентрация внешней задолженности. Судя по всему, из суммарной внешней задолженности частного сектора, около 50-55% приходится примерно на 28-30 крупнейших корпораций, при этом на «Газпром», «Роснефть» и ВТБ в середине 2007 г. приходилось около 25% данного показателя. Если брать только реальный сектор, то на 14 крупнейших заемщиков в середине года приходилось около 55% всей внешней задолженности нефинансовых предприятий.

Таким образом, хотя чистая внешняя задолженность реального сектора, т.е. за вычетом внешних активов реального сектора, примерно на треть меньше валовой задолженности (составляя в середине года около 123-135 млрд. долл.)⁶, прочие факторы определяют относительно высокую вероятность точечных дефолтов в корпоративном секторе российской экономики в среднесрочной перспективе, особенно если реализуются негативные сценарии по снижению доходов от экспорта.

Устойчивость банковского сектора

По нашим оценкам, в 2008 г. доля средств нерезидентов в пассивах банковской системы может сократиться на 2-2,5 п.п. и в среднем не превысит 16-16,5%. Ужесточение условий кредитования на международном рынке вынудит российские банки осторожнее осуществлять иностранные заимствования и искать альтернативные источники фондирования внутри страны. Относительно доступными средства нерезидентов будут лишь для крупнейших банков (об этом, например, свидетельствуют планы Сбербанка привлечь в текущем году иностранных займов на 4 млрд. долл., что эквивалентно совокупным заимствованиям банка за 2006-2007 гг.).

В отличие от 2007 г. в 2008 г. вряд ли придется ожидать существенного вклада в формирование ресурсной базы со стороны капитала (хотя это было бы весьма желательным с учетом того, что уровень достаточности капитала, несмотря на эмиссии ВТБ и Сбербанка, вырос менее чем на 1 п.п. – с 14,9 до 15,7%). Давно анонсированные планы по IPO «Газпромбанка» так и не обрели конкретных очертаний, а более осязаемые планы «Промсвязьбанка» тем не менее не выходят за пределы 1 млрд. долл. (для сравнения: ВТБ и Сбербанк на двоих «подняли» 17 млрд. долл.). Ограничителем возможного роста капиталов банков за счет эмиссионного дохода, безусловно, будет являться и напряженность на мировых фондовых площадках. Доля капитала в структуре пассивов по итогам года сократится и составит 15-15,5%.

⁶ Оценка при условии сохранения пропорций между «гросс»-задолженностью и чистой задолженностью начала 2007 года, по которым есть данные ЦБР.



Наиболее значимого эффекта для пополнения ресурсной базы банков можно ожидать от привлечения средств предприятий и физических лиц – рост депозитных процентных ставок обозначился еще в последнем квартале 2007 г. и данная тенденция, вероятно, сохранится и в течение нынешнего года. Учитывая умеренный прогноз роста российского фондового рынка на 2008 г., институты коллективных инвестиций (ПИФы) вряд ли способны создать конкуренцию банкам в привлечении средств населения. Доля средств населения и предприятий в пассивах банковской системы в результате увеличится на 1-1,5 п.п. – до 60-61%. Возможным фактором «недобора» депозитной базы может стать инфляция: если ее темпы будут составлять 15-17% в годовом исчислении, приток средств населения и предприятий в банковскую систему будет незначительным, так как стимулы к потреблению в таких условиях выше, чем к сбережению.

Также в 2008 г. в структуре пассивов банковской системы после довольно длительного перерыва можно ожидать возобновления роста доли долговых обязательств, ориентированных на внутренний рынок. Речь идет не только об облигациях и векселях, но и о таких инструментах, как депозитные и сберегательные сертификаты, которые могут являться как средством сбережения, так и долговой ценной бумагой и которые пока не получили в России широкого распространения. По нашим оценкам, удельный вес долговых обязательств в структуре пассивов вырастет в текущем году с 5,5 до 7-7,5%.

Таким образом, внешние источники фондирования для российских банков в 2008 г. станут существенно менее доступными; нет уверенности, что при возникновении внутренних макроэкономических шоков (ускоряющейся инфляции, замедлении роста номинальных доходов населения) внутренние статьи пассивов смогут полностью заместить нехватку привлеченных из-за границы ресурсов. В этих условиях, по нашим оценкам, темп прироста активов российской банковской системы замедлится и составит около 25-30%. Замедление динамики этого показателя в основном будет обусловлено снижением динамики кредитования (при этом темп прироста кредитов предприятиям сократится в меньшей степени, чем кредитов населению).

Вместе с тем отрицательное воздействие мирового финансового кризиса на российский банковский сектор вряд ли способно полностью свести на нет положительные тенденции в нем, наблюдавшиеся в последние годы. Будут медленнее расти активы, усилится концентрация (прежде всего за счет увеличения рыночных долей госбанков), уменьшится совокупная балансовая прибыль банков, возрастет число убыточных кредитных организаций, но системного банковского кризиса в 2008 г., скорее всего, не случится.

Устойчивость фондового рынка

По итогам 2007 г. российские акции продемонстрировали минимальные за последние три года темпы роста - 19% против 71 и 83% в предыдущие два года соответственно. Вероятное замедление американской, а вместе с ней и мировой экономики, проблемы с ликвидностью на



мировых финансовых рынках, а также связанное с этими факторами ухудшение конъюнктуры на сырьевых рынках вряд ли позволят в текущем году российским акциям существенно увеличить темпы роста.

Темпы роста российского фондового рынка в 2008 г. мы оцениваем на уровне 20-40%, т.е. все-таки выше уровня 2007 г. Рост будет обусловлен увеличением капитализации крупнейших госкомпаний («Газпрома», «Роснефти», «Газпромнефти»): их фундаментальный мультипликатор P/E находится на уровне или ниже среднестранового. До середины года может увеличиваться капитализация РАО «ЕЭС России» – в надежде на получение контроля или мажоритарной доли над выделяемыми из нее активами, в том числе за счет вложений нерезидентов – европейских энергетических компаний (E.ON, Enel и т. п.). В целом рост фондового рынка может носить не сбалансированный по году характер (львиная доля роста придется на январь-март, до президентских выборов, после – «проседание» и возвращение к концу года к уровню, достигнутому весной).

Политические риски внутри страны снижаются, но риски кризиса мировой экономики - растут. Это может как ограничить приток капитала на внутренний рынок, так и сделать Россию «тихой гаванью» в океане мировой экономики. По данным Bloomberg, средний коэффициент P/E ratio на российском рынке в настоящее время составляет 12,5, тогда как в Индии и Бразилии — 24 и 16 соответственно, а в Китае вообще — 54. Так что потенциал у российских акций еще есть.

Устойчивость валютного рынка

На данный момент отношение валютного курса к ППС снизилось, по нашей оценке, до 1,46 раза - это самое низкое значение за всю постсоветскую эпоху. Средние цены на отдельные потребительские товары (одежду и обувь), а также услуги (образования и культуры, транспорта и коммуникации) и инвестиционные товары (машины и оборудование) оказались выше сложившегося среднего уровня в США. По многим остальным важным позициям потребления (продукты, напитки и табак, оборудование) «ценовой запас» намного ниже, чем это было накануне августовского кризиса 1998 года. Сокращается и число «ниш», где еще сохраняется ценовая разница. «Ценовая эффективность» остается лишь в секторе потребительских нерыночных услуг (аренда, ЖКХ; медицинские услуги). В результате внутренний рынок России становится более привлекательным для импорта, чем для инвестиций, что может в среднесрочной перспективе сказаться на стабильности валютного рынка. В этих условиях (когда «защищать» за счет валютной политики практически нечего) наиболее разумной политикой для Банка России в 2008 г. было бы повышение гибкости валютного курса, что, разумеется, связано с ростом волатильности валютного рынка.

Устойчивость потребительского сектора

В силу долгосрочного характера негативных демографических процессов в 2008 г. будет по-прежнему наблюдаться недостаток предложения рабочей силы, который даже при сохранении



благоприятной экономической конъюнктуры будет продолжать «давить» на зарплаты. Однако опережающий рост оплаты труда по сравнению с производительностью труда бесконечно продолжаться не может. На макроуровне доля оплаты труда в структуре ВВП изменяется в достаточно узких пределах, поддерживая примерно постоянное соотношение с объемом прибыли в экономике. Длительный период опережающего роста реальной зарплаты по сравнению с производительностью в последние годы объяснялся сначала восстановительным ростом после падения зарплат в реальном выражении, связанного с кризисом 1998 года, позже - снижением номинальной и эффективной ставки ЕСН и социальных отчислений, быстрым ростом экономики, поступлением в экономику сверхдоходов от экспорта нефти.

Еще одним ресурсом для опережающего увеличения показателя официальной зарплаты по сравнению с производительностью труда могло бы стать сокращение скрытой зарплаты, которая, так же как и официальная, отражает издержки работодателя на использование рабочей силы. Однако согласно последним данным доля скрытой оплаты труда в ВВП за 2000-2006 гг. не только не сократилась, но даже увеличилась (с 11,1 до 11,9% ВВП), т.е. ее вывода «из тени» практически не происходило. Конечно, сближение темпов роста зарплаты с темпами роста производительности труда может происходить и другим путем - через повышение темпов роста производительности труда, однако, на наш взгляд, радикальный прорыв в этом направлении – дело будущего.

Кризисные явления на мировых финансовых рынках, при прочих равных, могут ускорить «охлаждение» российского рынка труда:

- через снижение спроса или падение цен на российскую продукцию, результатами которых будут замедление темпов роста производства и, соответственно, снижение спроса на труд; тогда речь будет идти о торможении роста зарплат в металлургии, химии, машиностроении. В нефтегазовой сфере ухудшение конъюнктуры в меньшей степени отразится на динамике зарплат, поскольку конъюнктурная рента и без того изымается в бюджет;
- через ухудшение финансового состояния банков корпораций, зависящих от внешних заимствований; в этом случае рост зарплат замедлится в первую очередь в финансовом секторе и в компаниях типа «Газпрома»;
- к факторам, которые будут способствовать снижению темпов роста зарплат, следует добавить предусмотренное правительственным пакетом антиинфляционных мер замедление темпов роста розничных цен на товары; оно приведет к усилению бюджетных ограничений и, соответственно, к снижению темпов роста зарплат прежде всего для предприятий торговли.

В случае сокращения темпов роста зарплат в негосударственном секторе экономики предусмотренные уточненным трехлетним бюджетом социальные обязательства позволят обеспечить прирост доходов бюджетников в номинальном среднегодовом выражении на 23,6% в 2008 г., на 11,4% в 2009 г. и на 5,7% в 2010 г. Это (за исключением 2008 г.) достаточно умеренные темпы индексации, однако благодаря им в случае существенного замедления динамики зарплат занятые в бюджетной сфере окажутся на два-три года защищенными от падения уровня жизни.



Вызовом 2008 года, связанным как с усилением инфляционного фона, так и с дестабилизацией финансовых рынков, станет снижение сберегательной активности населения. Объем накопленных сбережений населения в финансовых активах по состоянию на конец 2007 г. составлял около 8 трлн. руб., из которых 64% были размещены в банковских депозитах. Нестабильность финансового сектора будет способствовать перетоку сбережений в более надежные формы активов – выводу их из акций и паевых инвестиционных фондов и переводу в депозиты.

Вместе с тем объем инвестиций населения пока слишком мал, чтобы серьезно поддержать банки в случае рецидива весной 2008 г. кризиса ликвидности. При этом уровень доверия к банковской системе у российского населения пока недостаточен, и, на наш взгляд, в течение 2008 г. вероятным является временный откат к валютизации сбережений, прежде всего к их переводу в евро (заметные признаки этого появились в конце прошлого года). В этих условиях, подогретые как реальными, так и мнимыми опасениями, ожидаемыми становятся новый виток потребительского бума, в первую очередь на рынке товаров длительного пользования, а также рост спроса на недвижимость. Впрочем, рекордные темпы роста оборота непродовольственных товаров, зафиксированные в конце прошлого года (20,1% - декабрь к декабрю), в текущем году вряд ли повторятся. Даже при сохранении в этих условиях стабильно высоких темпов роста доходов населения (что само по себе маловероятно) ожидаемое повышение ставок по кредитам банков станет тем фактором, который охладит потребительский бум и автоматически повысит уровень нетто-склонности к сбережению.

Устойчивость государственного бюджета

Конструкция «нефтегазового» бюджета, которая используется при планировании и исполнении федерального бюджета, начиная с 2008 г. предусматривает достаточно жесткие процедуры формирования и использования нефтегазовых и ненефтегазовых доходов. При формальном подходе накопленный по состоянию на начало 2008 г. объем Стабфонда составил 9,9% прогнозного ВВП за 2008 г. при нормативной величине нефтегазового трансферта в 5,5% ВВП в 2008-2009 гг. и его снижении до 4,5% ВВП в 2010 г.. Таким образом, даже в гипотетическом случае потери всех нефтегазовых доходов накопленного запаса хватит на два года исполнения всех действующих обязательств. При этом существенная часть расходов, запланированных на 2009-2010 гг. (2,3 и 2,7% ВВП соответственно), является условно утвержденной, т.е. нераспределенной, и не будет финансироваться в случае недостатка ресурсов.

Однако, как нам представляется, такой поверхностный взгляд на устойчивость бюджета не дает адекватного представления о рисках бюджетной политики, которые могут возникнуть в условиях турбулентности на мировых финансовых рынках. Так, по нашему мнению, нельзя пока говорить о стабилизации объема неналоговых поступлений, на которые может рассчитывать бюджет, и о стабильности проводимой налоговой политики, на которую может рассчитывать бизнес. В нынешних, пока еще весьма благоприятных, условиях одновременно рассматриваются варианты



радикального снижения НДС и столь же резкого повышения порога применения максимальной ставки ЕСН, при том что адресатами этих противоположных по эффекту мер фактически являются предприятия одних и тех же отраслей с высоким уровнем добавленной стоимости.

Определенные риски содержатся и в противоречии между жесткостью концепции нефтегазового бюджета, ограничивающей операции с бюджетными средствами простыми правилами и хорошо защищающей бюджет от волатильности мировых цен, и гибкостью, требуемой от бюджетной политики в условиях, когда потоки капитала и проблемы недостатка ликвидности стали не менее опасны для финансовой стабильности страны, чем колебания мировых цен на нефть. И наконец - в противоречии между необходимостью сдерживания инфляции и выделения средств на осуществление проектов, направленных на развитие инфраструктуры, образования и здравоохранения.

*Наталья Акиндинова,
Валерий Миронов,
Оксана Осипова,
Сергей Пухов,
Михаил Столбов*