

Возникает вопрос: как подстроить текущую политику властей под изменяющуюся конъюнктуру? Очевидно, что политика должна быть понятной, открытой и адаптивной. Видно, что сейчас вроде бы нужно снизить ключевую ставку в унисон со снижением инфляции и поддержать отталкивание промышленности ото дна. Но как поведет себя инфляция и валютный рынок? Как цены на нефть будут реагировать на провал переговоров в Дохе? Можно ли вместо ставки для стабилизации валютного рынка использовать другие меры, например, изменить резервные требования или ввести ограничения по текущим и/или капитальным операциям? Как решать известную проблему временных лагов между принятием решений и их реальным воздействием на экономику? Ответа мы сейчас, чтобы не выглядеть верхоглядями и торопыгами, давать не будем. Но при этом внимательно посмотрим, что на очередном заседании 29 апреля скажет и решит Совет директоров Центрального Банка.

Валерий Миронов

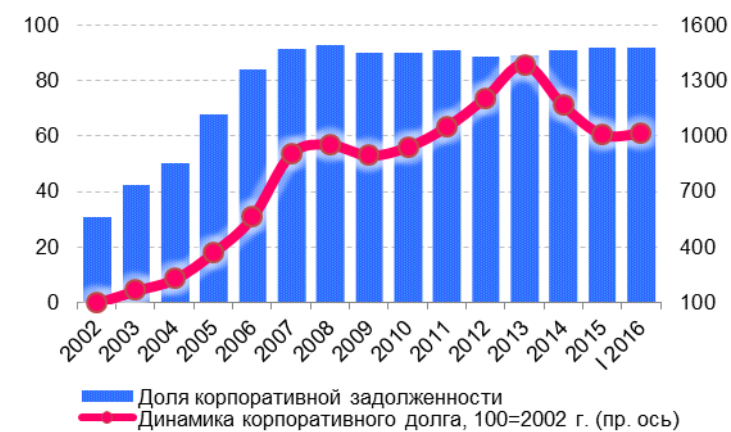
Внешний долг

4. Сети внешнего долга

Текущий кризис экономика страны встретила со значительными объемами корпоративного внешнего долга. В настоящий момент его рефинансирование для крупнейших финансовых и нефинансовых корпораций сопряжено со значительными сложностями, или вообще невозможно из-за секторальных санкций. В условиях экономического спада абсолютный размер долга снижается, но долговая нагрузка на экономику растет.

Первая половина 2000-х гг. характеризовалась активным ростом внешней корпоративной задолженности, к 2007 г. достигшей примерно 90% совокупного внешнего долга (рис 4.1). С конца 2002 г. по начало 2014 г. долг финансовых и нефинансовых компаний России вырос почти в 14 раз (!) – с 47,0 млрд долл. до

Рис. 4.1. Индекс роста и доля корпоративного внешнего долга в общем объеме долга, %



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

651,2 млрд долл. Наибольшего объема в 659,4 млрд долл. этот показатель достиг в середине 2014 г., когда были приняты секторальные санкции, ограничившие доступ крупнейших российских компаний на внешние финансовые рынки.

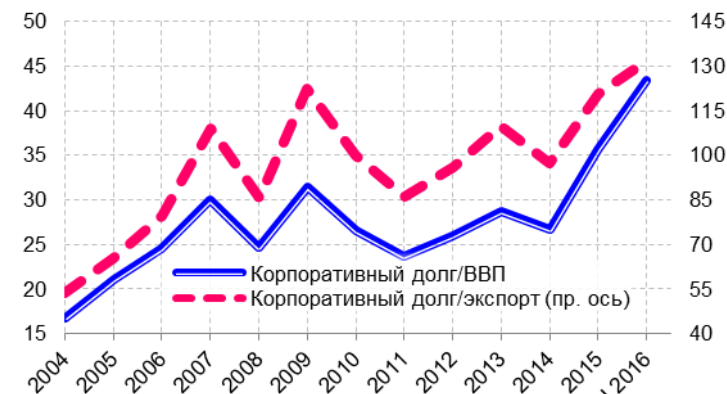
После принятия секторальных санкций абсолютная величина задолженности корпораций начала сокращаться. В соответствии с предварительными оценками ЦБ России, к концу I кв. 2016 г. долг корпораций составил 475,5 млрд долл., снизившись на 28% по сравнению с серединой 2014 г. При этом на долю банковского сектора в настоящее время приходится около 27% корпоративного внешнего долга, оставшуюся часть составляют долги нефинансовых организаций (рис. 4.3).

Однако в относительном выражении бремя долговой нагрузки на экономику возросло. Как видно из рис. 4.2, за период с начала кризиса объем задолженности по отношению как к ВВП, так и к экспорту значительно увеличился. Объясняется это сокращением ВВП, обесценением рубля и снижением экспорта вследствие падения мировых цен на энергоносители. В принципе, такое увеличение может стать самостоятельным фактором сокращения внутреннего российского потребления и накопления, поскольку относительно большие ресурсы придется направлять на погашение внешнего долга.

Международный опыт и российская практика свидетельствуют, что государство оказывается в той или иной степени вовлеченным в урегулирование внешней задолженности корпораций, в особенности корпораций, находящихся в государственной собственности. Наибольшие проблемы для экономики могут быть связаны с высокой внешней задолженностью банковского сектора. Под ее влиянием системообразующие банки могут потерять ликвидность и платежеспособность, что, в свою очередь, может привести к полномасштабному банковскому кризису, который придется преодолевать за счет государственных ресурсов.

На данный момент можно констатировать, что российские банки успешно решают проблему внешней задолженности. За период с начала 2014 г. по конец I кв. 2016

Рис. 4.2. Отношение корпоративного долга к ВВП и экспорту, %



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 4.3. Структура долга корпоративного сектора, млрд долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

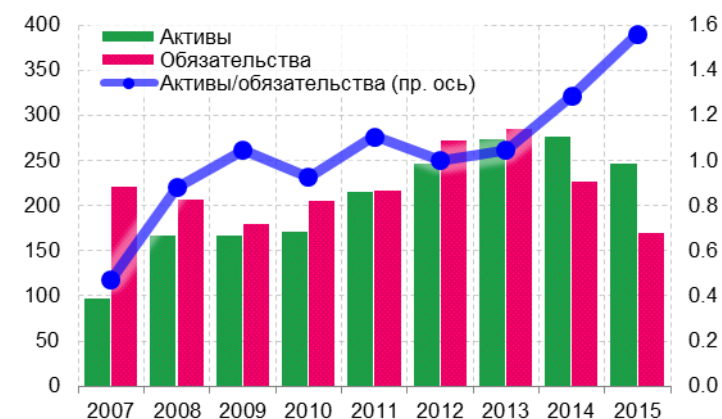
г. внешняя задолженность банковского сектора сократилась на 40% – с 214,4 до 129,4 млрд долл. Отметим, что в 2014 и 2015 гг. трем крупным российским банкам (ВТБ, Газпромбанку и Россельхозбанку) была оказана государственная поддержка из средств ФНБ; в 2015 г. коммерческие банки имели возможность повысить капитализацию за счет специального выпуска ОФЗ. В 2016 г. поддержка коммерческих банков не является частью антикризисного плана правительства; тем не менее, солидный трансферт из федерального бюджета, связанный, в том числе, и с необходимостью урегулирования внешней задолженности, должен получить Внешэкономбанк. Можно отметить, что в настоящее время зарубежные активы российских банков превышают их зарубежные обязательства (рис. 4.4), однако под вопросом остается способность конкретных банков эти обязательства своевременно погашать.

Посмотрим, как менялась в период кризиса валютная задолженность по еврооблигациям и синдицированным кредитам крупнейших российских подсанкционных корпораций с большой долей государственной собственности.

По России в целом долг по еврооблигациям и синдицированным кредитам в валюте сократился за период с начала 2014 г. на 20%, с 291,2 млрд долл. до 233,5 млрд долл. на конец I кв. 2016 г. (таб. 4.1). При этом доля задолженности крупных государственных корпораций в совокупном долге сократилась за тот же период с 53% до 41%, что указывает на ускоренное сокращение валютного долга подсанкционными компаниями.

Таким образом, на начало II кв. долг крупных государственных подсанкционных компаний по еврооблигациям и синдицированным кредитам составил 96,1 млрд долл., 42,4 млрд долл. из которых пришлись на финансовые корпорации, включая Внешэкономбанк. К «лидерам» по общему объему задолженности относятся Газпром (26,6 млрд долл.), Роснефть (17,8 млрд долл.), Сбербанк (12,7 млрд долл.) и Внешэкономбанк (11,4 млрд долл.). Отметим, что Газпром, находясь под санкциями США, не входит в санкционные европейские списки и имеет возможность перекредитовываться, поэтому объем его задолженности по

Рис. 4.4. Международная инвестиционная позиция банковского сектора, млрд долл.



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

еврооблигациям и синдицированным кредитам в валюте сокращается очень медленно. Около 8% общего объема задолженности по еврооблигациям и синдицированным кредитам в валюте крупнейшие государственные компании должны погасить до конца года; значительная их доля приходится на Газпром (3,2 млрд долл.) и Роснефть (3,0 млрд долл.).

Таблица 4.1. Динамика задолженности государственных компаний по еврооблигациям и синдицированным кредитам в валюте, млн долл. (в долларовом выражении на дату)

	2014	2015	2016	I 2016	в т.ч. краткоср.
Транснефть	2 350	1 050	1 050	1 050	0
Роснефть	43 094	30 238	17 766	17 802	3 000
ТНК-БП	2 175	675	0	0	0
Газпром	31 899	28 197	25 811	26 603	3 150
Газпром нефть	9 911	8 249	8 119	8 170	1 170
Газпромбанк	9 416	8 492	6 543	6 588	328
Внешэкономбанк	15 539	13 292	11 797	11 370	0
ВТБ	14 072	10 215	7 739	5 570	339
Банк Москвы	1 450	1 450	400	400	0
ВТБ24	275	0	0	0	0
СЗРЦ ВТБ	400	400	0	0	0
ВТБ Капитал	683	613	318	333	0
Россельхозбанк	6 406	6 080	5 618	5 464	0
Сбербанк	17 085	16 294	12 622	12 714	0
<i>Сумма</i>	<i>154 755</i>	<i>125 245</i>	<i>97 783</i>	<i>96 065</i>	<i>7 987</i>
Всего по России	291 151	260 189	233 297	233 544	26 281

Источник: Cbonds, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В заключение еще раз отметим, что российские корпорации в 2014 и 2015 гг. в условиях кризиса и санкций успешно справлялись с погашением внешнего долга, опираясь, в том числе, на государственную поддержку. Вместе с тем, в этот

период происходило сжатие российской экономики, что привело к росту долгового бремени с точки зрения стандартных индикаторов долговой устойчивости. Успешное решение долговых проблем российскими корпорациями зависит от динамики мировых цен на энергоносители, скорости преодоления российского кризиса, и, разумеется, от продления или непродления секторальных санкций.

Андрей Чернявский, Дарья Авдеева

Население

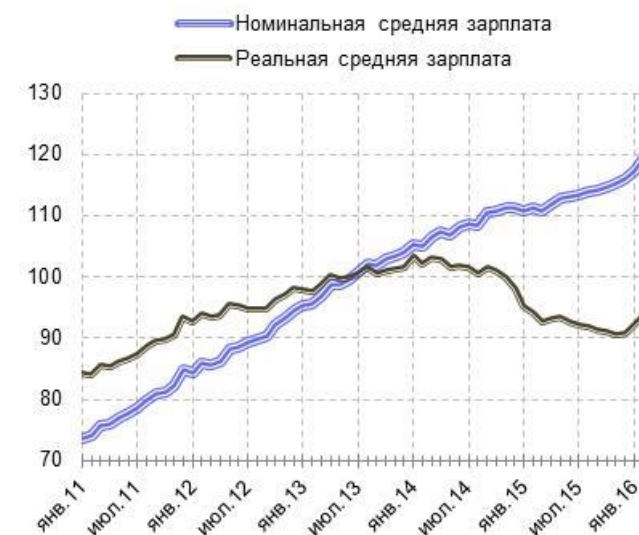
5. Зарботная плата в первом квартале: вопрос веры

Росстат опубликовал данные о доходах населения за первый квартал текущего года. В феврале и марте, согласно официальным оценкам, впервые за долгое время заработная плата показала заметный рост к соответствующим периодам прошлого года в реальном выражении. Можно ли говорить о переломе негативного тренда в динамике доходов населения?

В феврале и марте зарплата в реальном выражении оказалась выше уровней соответствующих периодов прошлого года на 0,6% и 1,6% соответственно. Эти цифры смотрятся довольно позитивно (в особенности на фоне того, что большинство экспертов прогнозируют падение реальных доходов населения в 2016 г.⁶), хотя высокая оценка марта г/г по сравнению с январем отчасти связана с более низкой базой. Сезонно сглаженные помесечные данные, в действительности, указывают на возможное восстановление роста зарплат, причем здесь основную роль сыграла именно динамика номинальной зарплат, что может характеризовать изменения в финансовом состоянии предприятий. Менее существенный вклад в динамику реальной зарплаты внесло замедление в

⁶ См. февральский Консенсус-прогноз Центра развития, проводимый среди независимых прогнозистов (консенсус – падение реальных располагаемых доходов на 2,9% в 2016 г.).

Рис. 5.1. Динамика номинальной и реальной средней заработной платы, сезонность устранена, 2013 = 100



Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.