

СТРАТЕГИЯ

Перед лицом новой волны кризиса



Оценка готовности России к возможным глобальным потрясениям

Анализ долговых инструментов

Август 2012

Стратегия

ПЕРЕД ЛИЦОМ НОВОЙ ВОЛНЫ КРИЗИСА

Оценка готовности России к возможным глобальным потрясениям

В памяти свеж предыдущий кризис	4
Госфинансы	6
Региональные бюджеты	14
Российский рубль	16
Внешний и внутренний долг	21
Банковская система	24
Корпоративный сектор	30
Заключение	33

ПЕРЕД ЛИЦОМ НОВОЙ ВОЛНЫ КРИЗИСА

Оценка готовности России к возможным глобальным потрясениям

Глобальные риски возросли. Европейская экономика находится на пороге новой рецессии. Риск коллапса, подобного случившемуся в 2008 г., заставляет задуматься о том, что будет с Россией в этом случае. Мы рассматриваем сценарий, согласно которому цена на нефть падает до 60 долл./барр. и остается в среднем на таком уровне до конца 2013 г.

Резервы правительства сократились. Половина доходов бюджета РФ – нефтегазовые, в бюджет-2012 заложена цена на нефть 115 долл/барр. Объем средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния составляет 8,5% ВВП, что вдвое ниже, чем четыре года назад, однако в абсолютном выражении резервы превышают сумму в 4,3 трлн руб., потраченную на борьбу с кризисом в 2008–2009 гг.

Падение ВВП будет менее глубоким, чем четыре года назад. Согласно нашему кризисному сценарию, ВВП сократится на 2,7% в следующем году, тогда как в 2009 г. его падение составило 7,8%. Дефицит федерального бюджета вырастет до 3,9% ВВП в 2013 г., а по итогам текущего года будет равняться 2,4% ВВП.

Главным антикризисным инструментом станет рубль. В рамках нашего кризисного сценария рубль падает ниже 40 руб./долл. Резервов у Минфина не много, и валютный курс должен стать основным средством спасения экономики. Дешевый рубль стимулирует реальный сектор, поддерживает доходы бюджета и при этом в меньшей степени, чем раньше, отражается на инфляции.

Регионам потребуется помощь центра. Хотя с 2008 г. объем регионального долга вырос, его структура стала более комфортной – на долговом рынке отсутствуют эмитенты с явными проблемами. Тем не менее, бюджеты большинства регионов отличаются высокой чувствительностью к смене экономических циклов, поэтому в случае ухудшения экономического положения потребуются существенные ассигнования из федерального бюджета.

Финансовый сектор выдержит еще один удар. Российские банки испытывают недостаток капитала и ликвидности, однако обладают большим запасом сравнительно ликвидных ценных бумаг. Кроме того, их кредитные портфели протестированы в прошлый кризис, и по ним созданы неплохие резервы. Зависимость банков от оптового фондирования невелика.

Корпоративный сектор несет некоторые риски. На этот раз правительство имеет меньше ресурсов для поддержки реального сектора, долговая нагрузка которого не снизилась с уровня 2008 г. С другой стороны, компаниям удалось сократить долю короткого долга, долга в иностранной валюте и укрепить свои ликвидные позиции. К тому же падение ВВП, согласно нашим оценкам, будет менее глубоким, а курс рубля скорректируется вниз гораздо быстрее, чем в 2009 г.

Если цены на нефть вновь опустятся до 60 долл./барр., тогда...

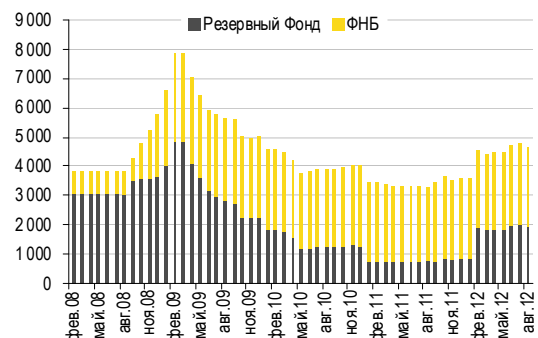
Основные параметры кризисного сценария

	УРАЛСИБ		МЭР	
	2012	2013	2012	2013
Реальный ВВП, изм. за год в %	0,9	(2,7)	3,2	(2,7)
Средний курс рубл./долл.	33,3	40,0	32,1	45,9
Профицит фед. бюджета, % ВВП	(2,4)	(3,9)	-	-
Инфляция, год к году в %	7,4	9,3	5,1	11,9
Средняя цена Urals, долл./барр.	91	60	102	60

Источники: МЭР, оценка УРАЛСИБа

За четыре года резервы сократились на треть

Резервный фонд и Фонд национального благосостояния, млрд руб.



Источники: Минфин

Валютный курс станет главным антикризисным инструментом

Прогноз динамики курса рубля в зависимости от движения нефтяных цен

	Фактические данные		Базовый сценарий		Стрессовый сценарий	
	2011	1 п/г 2012	2012	2013	2012	2013
Средняя цена Urals, долл./барр.	109,6	110,0	108,0	108,3	90,9	60,0
Средний курс рубл./долл.	29,4	30,3	30,4	30,4	33,3	40,0
Торговый баланс, млрд долл.	198	110	196	199	183	121
Счет текущих операций, млрд долл.	99	58	120	99	88	22
Профицит бюджета, % ВВП	0,8	0,9	(0,4)	(1,1)	(2,4)	(3,9)

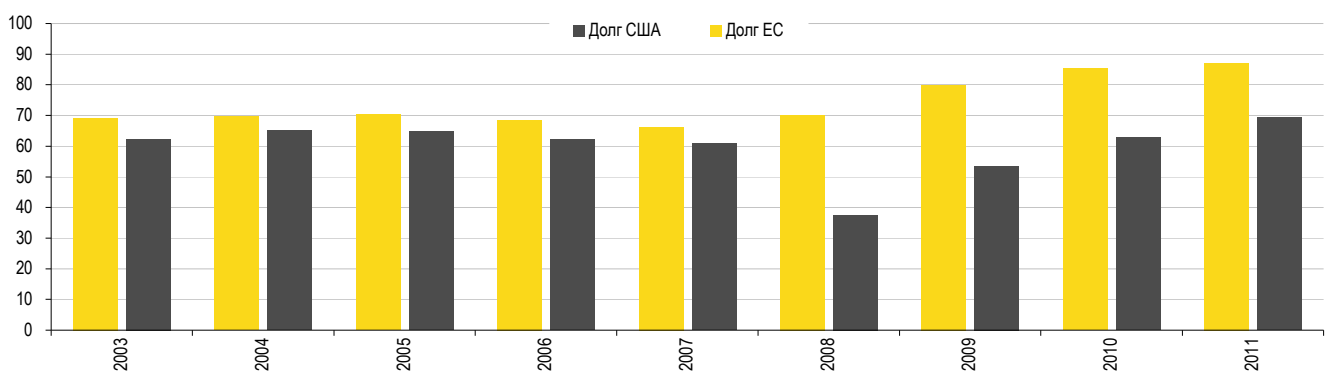
Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат, ЦБ

В ПАМЯТИ СВЕЖ ПРЕЫДУЩИЙ КРИЗИС

Если завтра начнется экономический спад... Риски замедления мировой экономики существенно возросли, над ведущими экономическими державами нависла угроза рецессии, что заставляет нас задуматься о последствиях возможного нового кризиса для России. Мы решили обратиться к событиям не так давно минувших дней и проанализировать, какие качественные изменения произошли с тех пор и насколько Россия готова к глобальному спаду наподобие того, что испытала мировая экономика в конце 2008 и на протяжении большей части 2009 г. Для выхода из кризиса, разразившегося четыре года назад, крупнейшие экономики были вынуждены наращивать долги, чтобы профинансировать стимулирование экономического роста. Именно огромный европейский долг является в настоящее время основным фактором риска. Европейская экономика стоит на пороге рецессии: согласно консенсус-прогнозу агентства Bloomberg, уже во втором квартале она сократится на 0,5%, а в третьем квартале текущего года снижение углубится до 0,75%.

Объем долга вырос по всему миру, что стало источником новых проблем

Долг в % от ВВП



Источники: Bloomberg

...подобный тому, что случился четыре года назад. Кризис, начавшийся в середине 2008 г., привел сначала к обвалу, а затем – полному параличу финансовых рынков. Последствия не заставили себя долго ждать: по итогам 2008 г. темпы роста мирового ВВП замедлились до 1,5% с 3,9% годом ранее, а в 2009 г. мировая экономика упала на 2,4%. США и еврозона оказались в рецессии, и западные правительства были вынуждены в срочном порядке принимать антикризисные меры.

Картина мирового экономического кризиса 2008–2009 гг.

Глобальные макроэкономические показатели, %	3 кв. 08	4 кв. 08	1 кв. 09	2 кв. 09	3 кв. 09	4 кв. 09
Мировой ВВП, изм. за год в %	0,2	(3,4)	(5,2)	(1,9)	(0,8)	2,1
ВВП США, изм. за год в %	1,9	(1,2)	(2,7)	(3,9)	(3,3)	0,0
ВВП ЕС, изм. за год в %	0	(2,2)	(5,4)	(5,3)	(4,4)	(2,3)
Дефицит бюджета США в % от ВВП	(3,2)	(4,8)	(6,6)	(9,1)	(10,2)	(10,4)
Дефицит бюджета ЕС в % от ВВП	(2,4)	(2,5)	(7,0)	(5,4)	(7,3)	(5,9)

Источники: Bloomberg

Экономика России серьезно пострадала в 2009 г. ... Россия является неотъемлемой частью глобальной экономики, и кризис стал очередным тому подтверждением. Сырьевые активы, как и финансовые, не избежали отрицательной переоценки, и это в сочетании с фундаментальным сокращением спроса на энергоресурсы привело к тому, что баррель нефти Urals в декабре 2008 г. стоил 32,5 долл. Доступ к рефинансированию на внешних рынках для российских компаний тоже быстро закрылся – это стало следующим по силе ударом для российской экономики. В 4 кв. 2008 г. ВВП России сократился на 1,3% год к году, а по итогам 2009 г. падение ВВП составило 7,8%, оказавшись одним из самых глубоких, если говорить о крупнейших экономиках мира.

...дефицит бюджета составил 5,9% ВВП. К началу кризиса в середине 2008 г. Россия подошла достаточно подготовленной. Речь в первую очередь идет о накопленных страной резервах. Реагируя на драматическое изменение внешних условий, российское правительство, как и правительства других стран, было вынуждено принимать экстренные антикризисные меры. Начиная с 2000 г. страна жила в условиях бездефицитного бюджета, средний профицит за период составил почти 4% ВВП. В 2009 г., на который пришлось основные антикризисные расходы, бюджет был сведен с дефицитом в размере почти 2,3 трлн руб., что эквивалентно 5,9% ВВП. К тому же средняя цена Urals упала до 62 долл./барр. с 95 долл./барр в 2008 г.

В 2009 г. Россия сильно пострадала

Основные экономические индикаторы

	2006	2007	2008	2009
Реальный ВВП, изм. за год в %	7,7	8,1	5,6	(7,8)
Промпроизводство, изм. за год в %	6,3	6,3	0,6	(9,3)
Капитальные инвестиции, изм. за год в %	13,5	21,1	9,1	(17,0)
Средний курс руб./долл.	27,2	25,6	24,9	31,7
Инфляция за год в %	9,0	11,9	13,3	8,8
Профицит федерального бюджета, % от ВВП	7,4	5,4	3,7	(5,9)
Средняя цена Urals, долл./барр.	61,6	69,7	94,7	61,3

Источники: ЦБ РФ, Минфин, Росстат

ГОСФИНАНСЫ

Что будет, если нефть подешевеет до 60 долл./барр. Смоделировав ситуацию кризиса, мы попробовали ответить на вопрос, что будет с российской экономикой в случае очередного глубокого падения цен на нефть на фоне рецессии в крупнейших экономиках мира. Полученные результаты следующие. Если в ближайшее время нефтяные цены опустятся до 60 долл./барр., то по итогам текущего года темпы экономического роста в России составят лишь 0,9%, а дефицит федерального бюджета вырастет до 2,4% ВВП. Средний обменный курс рубля за 2012 г. в рассматриваемом случае будет равен 33,3 руб./долл. Посмотрим теперь на перспективы более важного следующего года, предположив, что события будут развиваться, как в 2009 г. При средней цене Urals в 2013 г. на уровне 60 долл./барр. российская экономика сократится на 2,7%, а рубль упадет до 40 руб./долл. Дефицит федерального бюджета составит 2,3 трлн руб., или 3,9% ВВП. Основная причина, почему падение российской экономики будет не столь глубоким, как в 2009 г., кроется в том, что в данный момент экономика не перегрета: до 2008 г. среднегодовые темпы роста ВВП составляли 6–7%, тогда как в последние годы они колеблются в пределах 4%.

Что будет, если цена на нефть вновь опустится до 60 долл./барр.

Основные параметры кризисного сценария УРАЛСИБа

	3 кв. 12П	4 кв. 12П	2012П	1 кв. 13П	2 кв. 13П	3 кв. 13П	4 кв. 13П	2013П
Реальный ВВП, изм. за год в %	(0,7)	(4,0)	0,9	(4,8)	(3,7)	(2,1)	(0,3)	(2,7)
Средний курс руб./долл.	34,1	37,7	33,3	41,1	41,8	39,6	37,3	40,0
Инфляция за год в %			7,4					9,3
Профицит федерального бюджета, % от ВВП			(2,4)					(3,9)
Средняя цена Urals, долл./барр.	80	60	91	50	60	60	70	60

Источники: оценка УРАЛСИБа

Правительство готовится к кризису... В настоящий момент российское правительство рассматривает антикризисные меры, которые будут отражены в бюджете на 2012–2013 гг. Также Минфин планирует разработать кризисную версию бюджета – с учетом падения цены на нефть до 60 долл./барр. в ближайшее время. На днях в прессу просочились первые расчеты Минэкономразвития, связанные с кризисным сценарием. На основании данных МЭР Министерство финансов к концу месяца предложит проект кризисного бюджета. Пока неизвестно, как Минфин поступит с бюджетными расходами, но что касается доходов, то согласно расчетам Минэкономразвития падение цен на нефть до 60 долл./барр. приведет к снижению доходов на 1,1–1,2 трлн руб., или 1,8% ВВП. Если предположить, что объем запланированных на 2013 г. расходов не изменится, то дефицит федерального бюджета составит порядка 2,2 трлн руб. – это близко к показателям нашей модели. МЭР, как и мы, в рамках негативного сценария ожидает падения российской экономики в следующем году на 2,7%, однако на рубль смотрит более скептически. Так, мы прогнозируем средний курс на уровне 40 руб./долл., прогноз министерства – 45,9 руб./долл. Мы еще вернемся к обсуждению перспектив российской валюты, однако уже с первого взгляда видно, что оценка Минэкономразвития слишком пессимистична: в предыдущий кризис рубль подешевел на 57%, сейчас же министерство прогнозирует 43-процентную девальвацию при более мягкой просадке цен на нефть (в 2008–2009 гг. Urals подешевела со 140 до 33 долл./барр.). К тому же надо помнить, что российская валюта уже потеряла почти 8% относительно апрельских значений. (по нашим расчетам, при снижении цены на нефть на 10 долл. курс меняется на 1–1,2 руб.). Зато окончание нынешнего года МЭР видит в более радужном свете, чем мы. Это связано в первую очередь с тем, что среднегодовая цена на нефть марки Urals в рамках кризисного сценария министерства составляет 102 долл./барр., тогда как мы предусматриваем снижение показателя до 91 долл./барр.

Правительство также готовится к сценарию "нефть на уровне 60 долл./барр."

Основные параметры кризисного сценария Минэкономразвития

	2012П	2013
Реальный ВВП, изм. за год в %	3,2	(2,7)
Средний курс руб./долл.	32,1	45,9
Инфляция за год в %	5,1	11,9
Реальные распол. доходы, изм. за год в %	3,8	(3,7)
Капитальные инвестиции, изм. за год в %	4,7	(9,1)
Отток капитала, млрд долл.	(130,0)	(80,0)
Средняя цена Urals, долл./барр.	102	60

Источники: МЭР

...и может вернуться к предыдущему прогнозу бюджета на 2012 г. Недавно Госдума приняла в первом чтении поправки в бюджет, согласно которым правительство имеет право в текущем году направить средства Резервного фонда в размере 200 млрд руб. на поддержку российской экономики, финансового рынка и рынка труда. Кроме того, в целях повышения капитализации банков могут быть выпущены ОФЗ объемом до 150 млрд руб. со сроком погашения не позднее 31 декабря 2022 г. Недавно министр финансов Антон Силуанов в интервью Financial Times сказал, что совокупный объем антикризисных мер на ближайшие два года может составить 40 млрд долл., из которых 25 млрд долл. могут быть использованы для покрытия бюджетного дефицита в текущем году, а оставшиеся 15 млрд долл. – в следующем. Сумма в 25 млрд долл. соответствует приблизительно 800 млрд руб., или 1,4% ВВП. Это означает, что Минфин не исключает возможности возвращения к первоначальному варианту бюджета на 2012 г., а именно к среднегодовой цене на нефть 100 долл./барр. и бюджетному дефициту 1,6% ВВП (новый прогноз, сделанный в апреле, основан на среднегодовой цене Urals 115 долл./барр. и, как следствие, предусматривает дефицит объемом всего 0,1% ВВП). В пользу данного сценария говорит и тот факт, что с начала года средняя цена на нефть составила 110 долл./барр. Для того чтобы в среднем по году цена Urals равнялась 115 долл./барр., в оставшиеся пять месяцев она должна держаться в районе 122 долл./барр., что с учетом ожидающейся рецессии в Европе кажется нам нереалистичным.

Минфин может вернуться к предыдущему прогнозу на 2012 г.

Параметры бюджета-2012: нынешний и предыдущий прогнозы

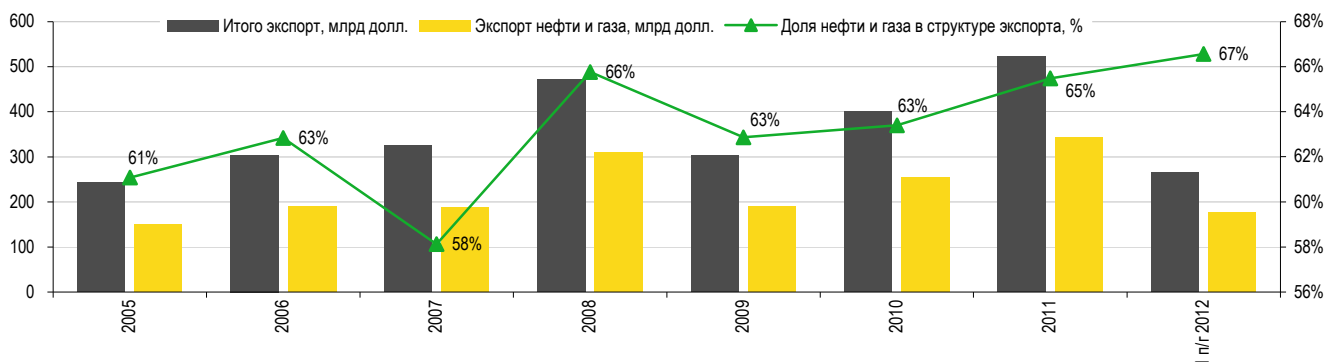
	Прежний прогноз на 2012 г.	Нынешний прогноз на 2012 г.
Доходы, млрд руб.	11 780	12 678
Доходы в % от ВВП	20,1	20,9
Расходы, млрд руб.	12 656	12 745
Расходы в % от ВВП	21,6	21,0
Профицит/дефицит, млрд руб.	877	68
Средняя цена Urals, долл./барр.	100	115
ВВП, млрд руб.	58 683	60 590
Дефицит в % от ВВП	(1,5)	(0,1)

Источники: Минфин

Зависимость от нефти выросла. Стоит признать, что зависимость российской экономики и федерального бюджета от цены на нефть выросла за последние годы. Пока правительству никак не удастся решить проблему и модернизировать экономику, осуществив необходимые структурные преобразования (причины неуспеха – вне темы данного обзора). Сейчас на сырую нефть, нефтепродукты и природный газ приходится львиная доля российского экспорта. Как видно из графика ниже, по итогам первого полугодия 2012 г. эта доля достигла исторического максимума – 67%. Еще в 2007 г. продукция нефтегазового сектора составляла 58% от совокупного экспорта, а уже на следующий год показатель вырос до 66%. Такая динамика была связана не только с ростом цен на сырьевые товары, но и с некоторым увеличением физических объемов экспорта углеводородов.

Доля нефти и газа в структуре экспорта достигла рекордно высокого уровня

Суммарный экспорт (в млрд долл.) и экспорт нефти и газа (в млрд долл. и в % от суммарного экспорта)

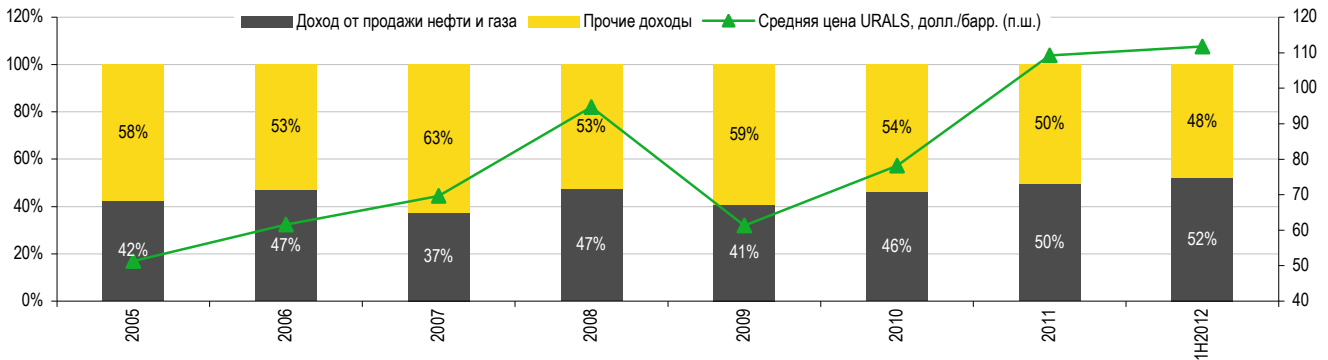


Источники: ЦБ РФ

Нефть и газ обеспечивают более половины доходов бюджета. Рост выручки от экспорта нефти и газа вполне закономерно привел к опережающему росту нефтегазовых доходов бюджета. До кризиса доля таких доходов не превышала 47% от общего уровня, в 2009 г. она снизилась до 41%, однако затем уверенно увеличивалась на фоне роста нефтяных цен. По итогам первого полугодия 2012 г. нефтегазовые доходы составляют рекордные 52% от общего размера доходов федерального бюджета.

Доходы от экспорта нефти и газа растут с 2009 г.

Доля нефтяных и нефтегазовых доходов в бюджете, %

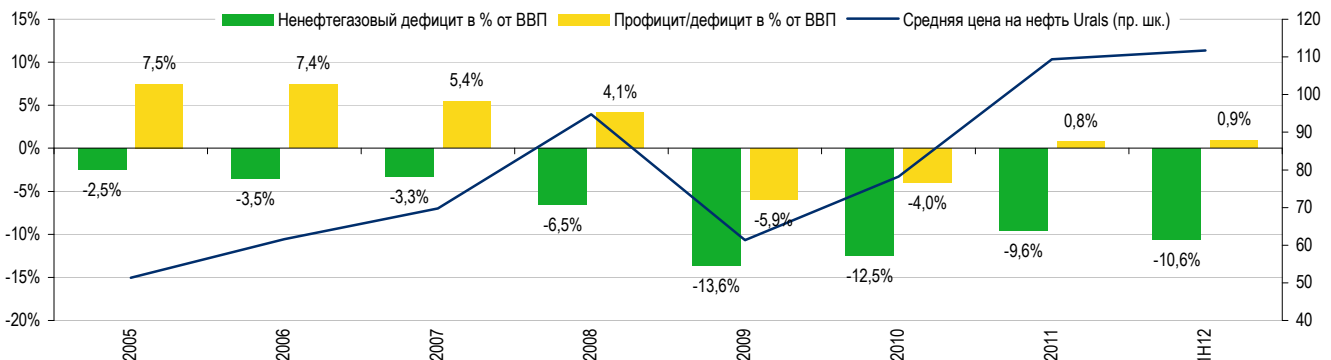


Источники: Минфин

Нефтегазовый дефицит вызывает серьезное беспокойство. Как уже было отмечено выше, до кризиса Россия имела бездефицитный бюджет, а нефтегазовый дефицит страны в течение нескольких предкризисных лет колебался в пределах 3%. В 2008 г. нефтегазовый дефицит вырос до 6,5% от ВВП, а в 2009 г. достиг максимума – 13,5% от ВВП. Постепенно показатель удалось сократить до 9,6% от ВВП в 2011 г., профицит бюджета в тот же период составил 0,8% ВВП. По итогам 1 п/г 2012 г. профицит федерального бюджета равнялся 0,9% ВВП, однако дефицит бюджета без нефтегазовых доходов вырос на 1 п.п. до 10,6% ВВП. Рост нефтегазового дефицита указывает на увеличившиеся фискальные риски в случае резкого падения цен на нефть. Сейчас перед правительством стоит задача в ближайшее время сократить нефтегазовый бюджетный дефицит до 7%. Однако в случае резкого падения цен на нефть эта задача представляется нам невыполнимой: при неблагоприятном развитии событий показатель нефтегазового дефицита может превысить кризисные 12–13% ВВП.

Нефтегазовый дефицит продолжает расти, несмотря на увеличение бюджетного профицита

Нефтегазовый дефицит и бюджетный профицит/дефицит в % от ВВП, а также средняя цена на нефть Urals



Источники: Минфин

На 2013 г. запланирован возврат к бюджетному правилу... Стоит отдельно сказать несколько слов о планируемом федеральном бюджете на 2013 г. Недавно Минфин опубликовал основные направления бюджетной политики на 2013–2015 г.г., этот документ является основой федерального закона о бюджете. Со следующего года вновь водится бюджетное правило (было отменено в 2008 г.), суть которого заключается в том, чтобы прогнозировать уровень расходов исходя из средней цены на нефть за определенный период (базовая цена), а не из текущей конъюнктуры сырьевых рынков. Базовая цена на нефть на 2013 г. – это средняя цена за 2007–2011 гг. Для каждого последующего финансового года расчетный период будет увеличиваться на год, до достижения десяти лет. Общий объем расходов не может превышать объема доходов при базовой цене на нефть более чем на 1% ВВП. Таким образом, согласно документу в бюджет-2013 будет заложена средняя цена Urals на уровне 97 долл./барр. (101 долл./барр. – в 2014 г., 104 долл./барр. – в 2015 г.). Исходя из этого расходы бюджета на 2013 г. должны составить 13,4 трлн руб. (20,3% ВВП), а доходы – 12,4 трлн руб. (18,8% ВВП), что означает запланированный бюджетный дефицит в размере 992 млрд руб., или 1,5% от ВВП. Нефтегазовый дефицит должен составить 6,6 трлн руб., или 10,1% от ВВП.

В ближайшие три года бюджет будет дефицитным

Основные параметры бюджета на 2013-2015 гг.

	2013	2014	2015
Доходы, млрд руб.	12 395	13 642	15 224
Доходы в % от ВВП	19	19	19
Расходы, млрд руб.	13 387	14 102	15 316
Расходы в % от ВВП	20	19	19
Дефицит, млрд руб.	992	460	92
Дефицит в % от ВВП	1,5	0,6	0,1
Средняя цена Urals, долл./барр.	97	101	104

Источники: Минфин

...однако расходы пока не урезаны. Анонсированное ранее правительством на 2013–2014 гг. сокращение расходов пока коснулось лишь условно утвержденных: расходы в размере 343,3 млрд руб., изначально планировавшиеся на 2013 г., будут снижены до нуля, а условно утвержденные расходы на 2014 г. составят 389 млрд руб. вместо ранее запланированных 833,6 млрд руб. В настоящее время обсуждается сокращение расходов на оборонный комплекс, которое в 2013 г. может составить 200 млрд руб., а в 2014 г. – 253 млрд руб. Правительству придется урезать некоторые статьи расходов в случае наступления новой волны кризиса, поскольку потребуются резко наращивать антикризисные траты. Отметим, что, на наш взгляд, новая волна кризиса сделает практически невозможным исполнение предвыборных обещаний президента, на которое, по оценке правительства, понадобится почти 1 трлн руб.

В 2013 г. расходы будут сокращены на 344 млрд руб.

Проект бюджета с учетом бюджетного правила и текущий проект на 2013-2014 гг.

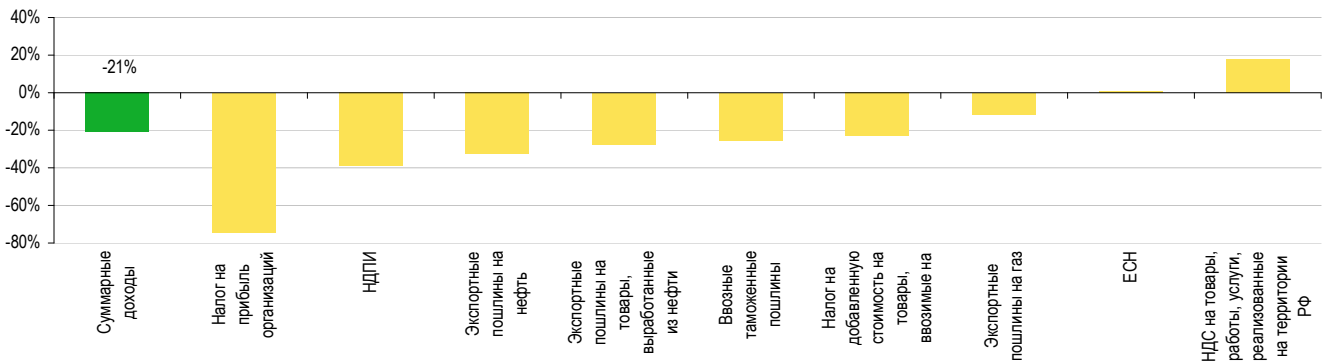
	2013		2014	
	Текущий проект	С учетом бюджетного правила	Текущий проект	С учетом бюджетного правила
Доходы, млрд руб.	12 706	12 395	14 092	13 642
Доходы в % от ВВП	20	19	19	19
Расходы, млрд руб.	13 731	13 387	14 583	14 102
Расходы в % от ВВП	21	20	20	19
Дефицит, млрд руб.	1 025	992	491	460
Дефицит в % от ВВП	1,6	1,5	0,7	0,6

Источники: Минфин

В кризисный 2009 г. расходы выросли на 27% на фоне падения доходов. В кризисный 2009 г. доходы бюджета сократились на 21% по сравнению с 2008 г. и составили 7,4 трлн руб. При этом России, как и многим другим крупным странам, для поддержания экономики пришлось наращивать расходы – они были увеличены на 27% до 9,7 трлн руб. Особенно сильно выросла статья «Национальная экономика» (61% по отношению к 2008 г.), куда были заложены основные антикризисные траты. Заметно (на 34%) увеличились также расходы по статье «Межбюджетные трансферты», эти средства направлялись на поддержку региональных бюджетов, о чем мы еще скажем отдельно. Отметим, что другие виды расходов в 2009 г. тоже выросли, однако темпы роста были намного ниже, чем в предкризисные годы: правительству пришлось сокращать одни расходы и увеличивать другие.

В 2009 г. доходы сократились на 21% год к году...

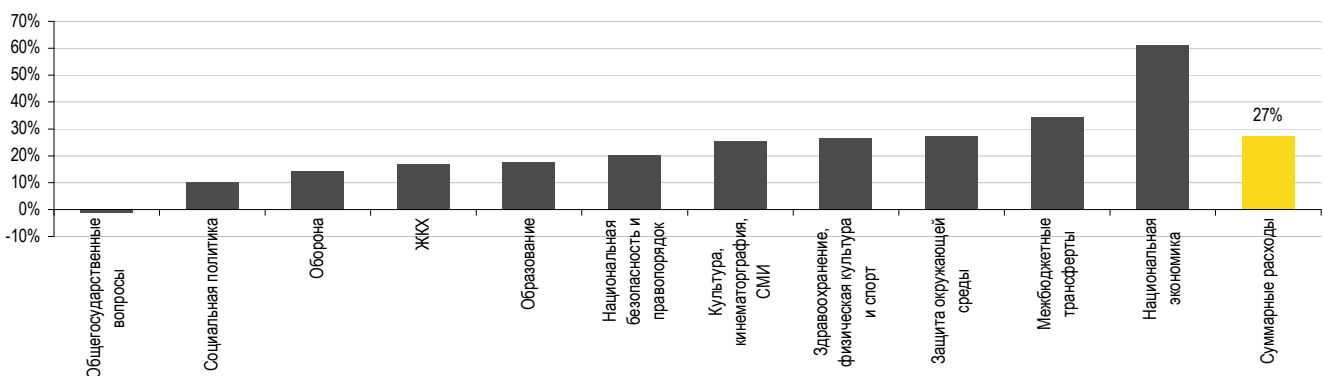
Изменения в структуре доходов бюджета в 2009-2008 гг.



Источники: Минфин

... а расходы выросли на 27%

Изменения в структуре расходов бюджета в 2009-2008 гг.



Источники: Минфин

В прошлый кризис поддержка экономики обошлась более чем в 4 трлн руб. ... Поддержка экономики в 2008–2009 гг. стоила государству почти 4,4 трлн руб. Только в бюджет-2009 были заложены антикризисные меры в объеме более 2,6 трлн руб. В трех таблицах ниже мы приводим детальный перечень предпринятых тогда действий, которые велись по следующим основным направлениям:

- налоговое стимулирование, которое привело к недополучению бюджетом в 2008–2009 гг. почти 930 млрд руб. доходов;
- поддержка занятости;
- поддержка реального сектора экономики (субсидии по кредитным ставкам, допэмиссия, госгарантии);
- поддержка финансовой системы (субординированные кредиты, выкуп проблемных банков, меры по экстренному предоставлению ликвидности, поддержка фондового рынка, снижение резервных требований ЦБ).

Основные меры правительства, направленные на поддержку российской экономики в 2008 г.

Список антикризисных мер, принятых в 2008 г.

Мера	Объем доп. финансирования, млрд руб
Налоговые меры	
Снижение ставки налога на прибыль с 24% до 20%	400 млрд руб. выпадающих доходов
Введение амортизационной премии в размере 30%	150 млрд руб. выпадающих доходов
Оптимизация срока уплаты НДС	
Упрощение получения госгарантий	
Финансовые меры	
Возмещение по вкладам физлиц увеличено с 400 тыс. руб. до 700 тыс. руб.	
Размещение в ВЭБе средств ФНБ	450
Отмена дисконтов по операциям РЕПО с ОФЗ	10 млрд руб. новой ликвидности
Выделение субординированных кредитов госбанкам	950
Расширение ломбардного списка (27 новых выпусков)	
Увеличение уставного капитала АИЖК	60
Увеличение уставного капитала ВЭБа	75
Санация банков	215
Итого	1 750

Источники: правительство РФ, Минфин

Основные меры правительства, направленные на поддержку российской экономики в 2009 г.

Антикризисные меры, задействованные в 2009 г., и выделенные на них средства, млрд руб.

Мера	Объем доп. финансирования, млрд руб
Социальная защита	
Региональные программы, направленные на снижение напряженности на рынке труда	44
Увеличение пособий по безработице	34
Увеличение перечислений в пенсионный фонд, в т.ч. на повышение пенсий	340
Индексация пособий и соцвыплат	13
Поддержка занятости населения	34
Сельское хозяйство	
Субсидирование процентных ставок	18
Автомобилестроение	
Субсидирование процентных ставок	7
Реализация проектов по лизингу	70
Закупка автомобильной техники	33
ОПК	
Субсидии	30
Допэмиссия акций стратегических предприятий	50
Транспортный комплекс	
Взнос в Ростехнологии	2
Предоставление субсидий	10
Компенсация РЖД	58
Жилстроительство и ЖКХ	
Обеспечением жильем	35
Использование материнского капитала на улучшение жилищных условий	26
Поддержка малого и среднего предпринимательства	36
Санация банков	
Поддержка финансовой системы	
1 355	
Субординированные кредиты госбанкам	555
Предоставление кредитов банкам за счет средств ЦБ	500
Предоставление дополнительных госгарантий	300
Поддержка фондового рынка	
Снижение нормативов обязательных резервов	
Поддержка бюджетов субъектов РФ	
300	
Всего	
2 627	
Меры налогового стимулирования	
Изменение сроков амортизации ряда основных средств	34 млрд руб. выпадающих доходов
Снижение ставки налога на прибыль с 24% до 20%	294 млрд руб. выпадающих доходов
Введение 30% амортизационной премии	50,4 млрд руб. выпадающих доходов
Оптимизация срока уплаты НДС	

Источники: правительство РФ, Минфин

В 2008–2009 гг. были приняты дополнительные меры по поддержке финансовой системы

Меры по поддержке финансовой системы в 2008–2009 гг.

	Заявлено, млрд руб.	Выделено, млрд руб.
Беззалоговые кредиты ЦБ	3 500	2 057
Снижение резервных требований ЦБ до 0,5%	380	380
Поддержка рынка акций	175	90
Депозитные аукционы Фонда содействия реформированию ЖКХ	240	202
Размещение средств Фонда нанотехнологий	130	130
Итого	4 425	2 859

Источники: ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

Как мы упоминали выше, в общей сложности антикризисные меры стоили почти 4,4 трлн руб., из которых:

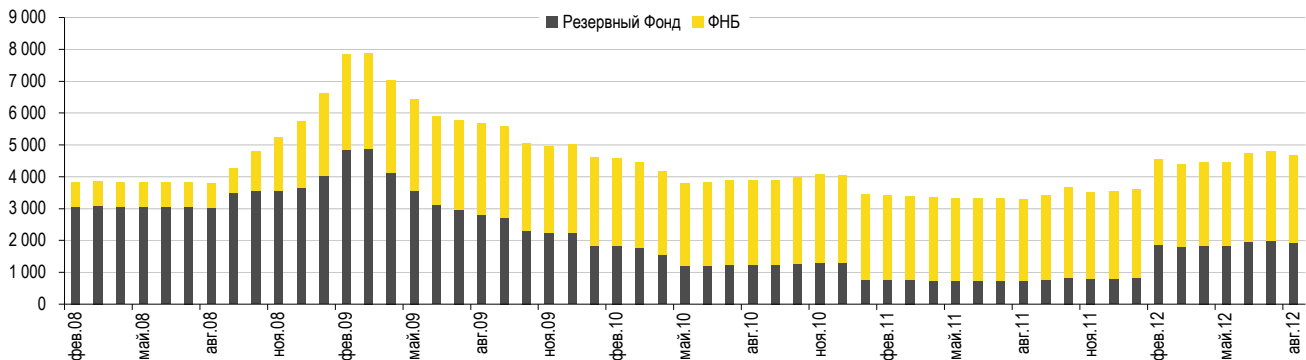
- значительная часть средств (70%), а именно 3 трлн руб., пошла на поддержку банковского сектора. Таким образом, готовность финансовой системы к новой волне глобального кризиса имеет решающее значение. Несколько позже мы подробно осветим тему, связанную с нынешним состоянием банковского сектора, и попробуем оценить, лучше или хуже банки готовы к кризису на этот раз.
- на социальную защиту граждан было израсходовано почти 465 млрд руб. Сейчас правительство может позволить себе потратить на социальную сферу меньше, чем полтриллиона рублей. Например, можно обойтись без индексации пособий по безработице.
- 340 млрд руб. было направлено в Пенсионный фонд России – в настоящее время выделить такую сумму невозможно. Дефицит пенсионного фонда растет катастрофически быстро: с 0,4% ВВП по итогам 2008 г. он увеличился до 1,7% ВВП по итогам 2011 г. Нарастивание пенсий во время кризиса опережающими темпами сейчас рассматривается как ошибка.
- на прямую поддержку реального сектора (помимо налогового стимулирования) правительство израсходовало 200 млрд руб. Сейчас многие отрасли экономики лучше готовы к кризису, чем тогда, – это мы также обсудим более подробно в специальном разделе.

...однако сейчас может потребоваться существенно меньше. Более 4 трлн руб., направленных на поддержку экономики в предыдущий раз, – сумма, в разы превышающая антикризисный пакет в 350 млрд руб., одобренный на текущий момент. Стоит, однако, отметить, что в случае очередной волны кризиса правительству понадобится гораздо меньше, чем 4 трлн руб. Во-первых, как мы уже говорили, сейчас нет возможности проиндексировать пенсии, учитывая огромный дефицит Пенсионного фонда. Во-вторых, можно не прибегать к повышению пособий по безработице, как четыре года назад. В-третьих, имеет смысл сразу отказаться от некоторых мер, задействованных в 2009 г. Например, не направлять госсредства на выкуп и поддержку проблемных активов, находящихся в частных руках. Не поддерживать фондовый рынок (недавно представители Минфина признали, что в 2008–2009 гг., возможно, не стоило покупать акции на средства ФНБ). Наконец, накопленный опыт позволит правительству действовать более эффективно и своевременно и уже за счет одного этого сэкономить немало средств.

Фонды заметно истощились, но их объем превышает предыдущие антикризисные траты. Четыре года назад источников средств для поддержки экономики было несколько: федеральный бюджет, куда деньги поступали из Резервного фонда, золотовалютные резервы и Фонд национального благосостояния. Основным донором стал Резервный фонд. На 1 января 2009 г. совокупный объем средств, находящихся в нем и ФНБ, составил 6,6 трлн руб., из которых на Резервный фонд приходилось 4 трлн руб. Максимальный объем средств в фондах достигал почти 7,9 трлн руб. – это было весной 2009 г. На 1 января 2010 г. суммарный объем средств в фондах составлял уже 4,6 трлн руб. В 2009 г. было израсходовано 2,2 трлн руб. из Резервного фонда, тогда как ФНБ за тот же период пополнился примерно на 200 млрд руб. После кризиса Россия пыталась восстановить свои запасы: за прошлый год в Резервный фонд поступил почти 1 трлн руб., однако предкризисный уровень достигнут не был. На 1 августа нынешнего года в Резервном фонде аккумулировано 1,93 трлн руб., в ФНБ – 2,7 трлн руб., что в совокупности почти на 29% меньше, чем было на начало 2009 г. в обоих фондах. Как видно из графиков, соотношение средств в фондах к ВВП сейчас ниже, чем было до кризиса. Однако суммарный объем средств равен 4,7 трлн руб., а это превышает антикризисные расходы, понесенные в 2008–2009 г.г.

В фондах сейчас на 3,2 трлн руб. меньше, чем в начале 2009 г.

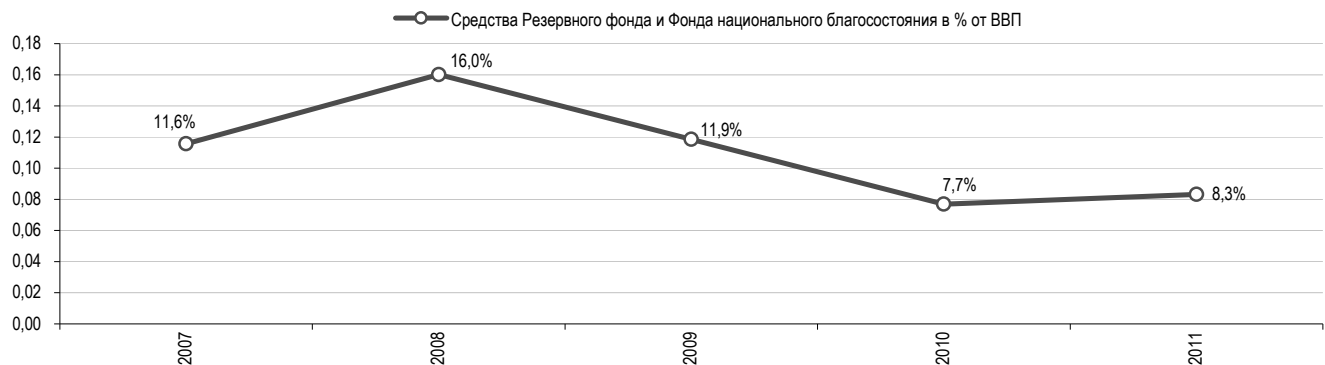
Совокупный объем средств Резервного фонда и ФНБ, млрд руб.



Источники: Минфин

За время кризиса денежные резервы страны заметно истощились

Средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния в % от ВВП



Источники: Минфин

На госгарантии уже заложено почти полтриллиона рублей. Мы уже говорили о том, что одной из приоритетных задач в кризисный период была помощь в рефинансировании задолженности частного сектора. С этой целью был создан список стратегических предприятий, активно действовал механизм госгарантий, субсидировались процентные ставки по кредитам. В 2009 г. в рамках антикризисных мер объем предоставляемых госгарантий был увеличен на 300 млрд руб., а в совокупности на программу было выделено около 636 млрд руб. Инструмент оказался весьма эффективным и востребован до сих пор. Объем госгарантий, предусмотренный бюджетом на 2013 г., составляет почти 480 млрд руб., что ниже общего показателя за 2009 г., однако, если не учитывать 300 млрд руб., предоставленные тогда в экстренном порядке, то цифра 2013 г. выше.

Резюме. Подведем промежуточные итоги и отметим основные сильные и слабые стороны нынешнего федерального бюджета.

- В случае падения цен на нефть до 60 долл./барр. спад российской экономики, по нашим оценкам, не будет таким сильным, как в прошлый раз. Снижение ВВП составит 2,7% в 2013 г. против 7,8% в 2009 г. При этом дефицит бюджета вырастет до 3,9% ВВП, а не до 5,9% ВВП, как в 2009 г.
- Зависимость от цен на нефть за последние четыре года усилилась. По итогам 1 п/г 2012 г. отмечается рост нефтегазового дефицита по сравнению с 2011 г., несмотря на увеличение профицита федерального бюджета, что значительно снижает фискальную устойчивость в случае резкого падения цен на нефть. При повторении сценария 2008–2009 г.г. нефтегазовый дефицит, по нашим оценкам, превысит пиковый уровень кризисного 2009 г.
- Пока правительство всерьез не сократило госрасходы на 2013 г., однако будет вынуждено это сделать в случае начала кризиса.
- Совокупный объем средств, аккумулированных в Резервном фонде и ФНБ, сейчас на 27% ниже, чем в январе 2009 г., однако превышает 4 трлн руб., которые были потрачены на поддержку экономики в прошлый раз. К тому же теперь потребуется, скорее всего, не так много средств, как тогда.
- Уже сейчас в бюджете на 2013 г. заложено 480 млрд руб. на предоставление госгарантий – механизм, который уже доказал свою эффективность.

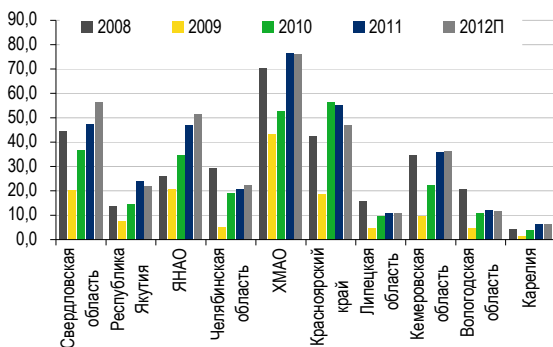
РЕГИОНАЛЬНЫЕ БЮДЖЕТЫ

Региональные бюджеты несут существенные риски. В рамках налоговой системы России региональные бюджеты финансируются преимущественно из налога на прибыль, на вмененный доход, налога на доходы физлиц, а также за счет трансфертов из федерального бюджета. Указанные налоги крайне чувствительны к экономической активности в регионе, а также к расходам на социальные нужды и заработную плату работников бюджетной сфере. В 2008–2009 гг. перекосы в структуре региональных бюджетов проявились весьма ярко. В качестве антикризисной меры были снижены максимальные ставки налога на прибыль (с 24 до 20%), что сократило доходы регионов, при этом директивным порядком были повышены выплаты на зарплату бюджетникам, составляющие существенную долю расходной части. В результате потребовались меры по поддержке региональных бюджетов в виде увеличения целевых и нецелевых трансфертов, а также льготных бюджетных кредитов с погашением в 2010–2011 гг., впоследствии продленных до 2013 г. Совокупный объем дополнительных кредитов составил около 250 млрд руб., трансфертов – 300 млрд руб. В 2008–2010 гг. резко увеличилось число дефицитных регионов, а объемы долга выросли с 456 млрд руб. до 600 млрд руб. на 1 января 2009 г. и до 889 млрд руб. на 1 января 2010 г. – в основном за счет бюджетных кредитов и краткосрочных банковских займов.

В 2012 г. федеральные трансферты выросли, налоговые сборы увеличиваются медленно. В 2010–2011 гг. налоговая нагрузка стала расти не так быстро, а финансовое положение регионов улучшалось, хотя и весьма неравномерно. Некоторые регионы, существенно зависящие от металлургии, до сих пор не восстановили сборы по налогу на прибыль до предкризисных уровней (Вологодская область потеряла 51% доходов, Липецкая – 29%). В случае резкого снижения цены на нефть возможны трудности у нефтедобывающих субъектов федерации. Более того, некоторые крупнейшие регионы (в частности, Москва и Нижегородская область) пострадали в результате нового порядка отчисления налога на прибыль интегрированными финансово-промышленными группами.

Поступления от НП в сырьевых регионах

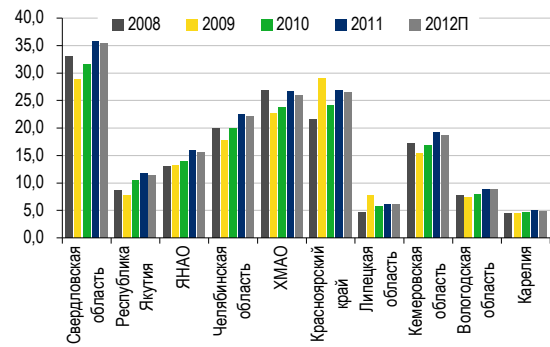
млрд руб., 2008-2012П



Источники: Федеральное казначейство, бюджеты регионов

Поступления от НДФЛ в сырьевых регионах

млрд руб., 2008-2012П



Источники: Федеральное казначейство, бюджеты регионов

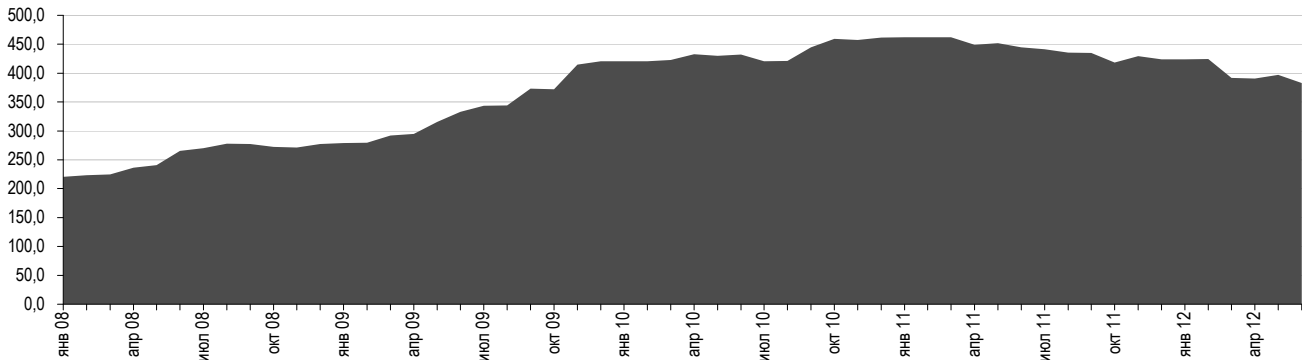
В случае негативного развития событий потребуются активное вмешательство федеральных властей. Замедление экономического роста и роста доходов населения ударит по бюджетам регионов сильнее, чем по менее циклическим поступлениям в федеральный бюджет. Так, мы можем ожидать стагнации доходов от НДФЛ и резкого снижения налога на прибыль в крупнейших регионах. По нашим оценкам, при реализации негативного экономического сценария на поддержку регионов в 2013 г. потребуются дополнительные ассигнования и предоставление/продлонгация федеральных бюджетных кредитов (для замещения выпадающих доходов) на общую сумму порядка 600 млрд руб. Обсуждавшиеся в последние месяцы меры по укреплению налоговой базы регионов (повышение налогов на недвижимость, возможное введение налогов с продаж) требуют длительного внедрения, непопулярны и не будут способствовать восстановлению роста. Поэтому следует ожидать использования средств федерального бюджета в качестве основного антикризисного инструмента.

Качество региональных заемщиков существенно улучшилось по сравнению с 2008–2009 гг. ... Ситуация в 2008–2009 гг. существенно отличалась от того, что было в 1998–1999 гг. – критический уровень долга был достигнут только Московской областью, дефолтов по прямому долгу регионов удалось избежать. В силу короткой дюрации большинства выпусков (кроме бумаг Москвы и Московской области), ограниченного доступа на рынок облигаций в 2009–2010 гг. и – одновременно – доступности льготных бюджетных кредитов (со ставкой от 1/4 до 1/2 ставки рефинансирования ЦБ

РФ) объемы рынка облигаций росли медленнее, чем потребности регионов. В 2009 г. рынок вырос с 277 до 420 млрд руб., в 2010 г. темпы роста снизились. В начале 2011 г. был достигнут максимум в 462 млрд руб., и с тех пор объемы облигаций в обращении снижаются. Рост долга происходил за счет качественных эмитентов, а большинство потенциально проблемных эмитентов либо покинуло рынок, либо сократило рыночную задолженность. Ключевым требованием инвесторов к новым выпускам стало соответствие критериям ломбардного списка ЦБ РФ, что отсекало часть эмитентов от рынка. В 2011 г., вследствие резкого роста налогов и консервативной долговой политики, крупнейшие заемщики до 2009 г. Московская область и Москва отказались от новых размещений, а старые выпуски погашались за счет текущих доходов бюджета.

Объем рынка субфедеральных облигаций

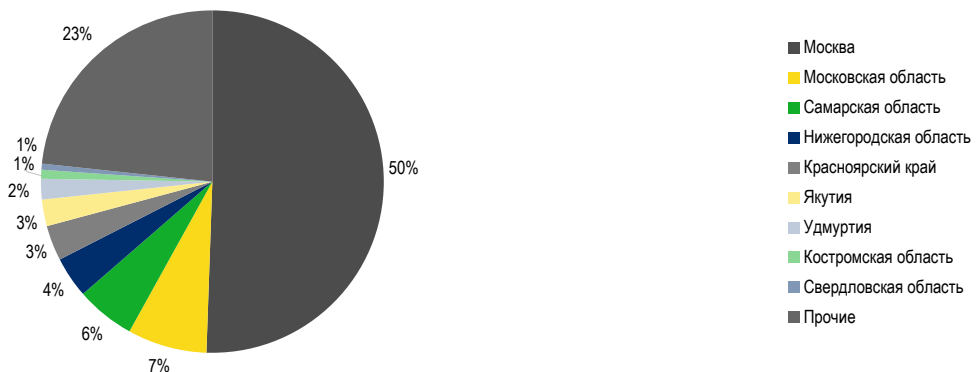
2008-2012, млрд руб.



Источники: Cbonds.ru

Структура рынка субфедеральных облигаций

01.06.2012 г.



Источники: Cbonds.ru

Резюме

- Региональный долг вырос, объем рыночного долга снизился. К 1 июня 2012 г. совокупный долг регионов достиг 1148 млрд руб., однако рост происходил крайне неравномерно, в основном за счет нерыночных заимствований. Объем рынка субфедеральных облигаций сократился с максимума в 462 млрд руб., достигнутого в январе 2011 г., до 384 млрд руб. на 31 июля 2012 г.
- Бюджеты большинства регионов отличаются высокой чувствительностью к экономическому циклу. Доходы региональных бюджетов финансируются преимущественно за счет налогов на прибыль и доходы физических лиц. Ответственность региональных властей за большую часть социальных расходов ведет к росту дефицита бюджетов при замедлении экономики.
- В случае ухудшения экономической ситуации регионам потребуется существенная помощь из федерального бюджета. Учитывая ограниченные возможности государства по сокращению социальных расходов, в 2013 г. на поддержку регионов потребуются дополнительные ассигнования и предоставление либо пролонгация федеральных бюджетных кредитов общим объемом 600 млрд руб.

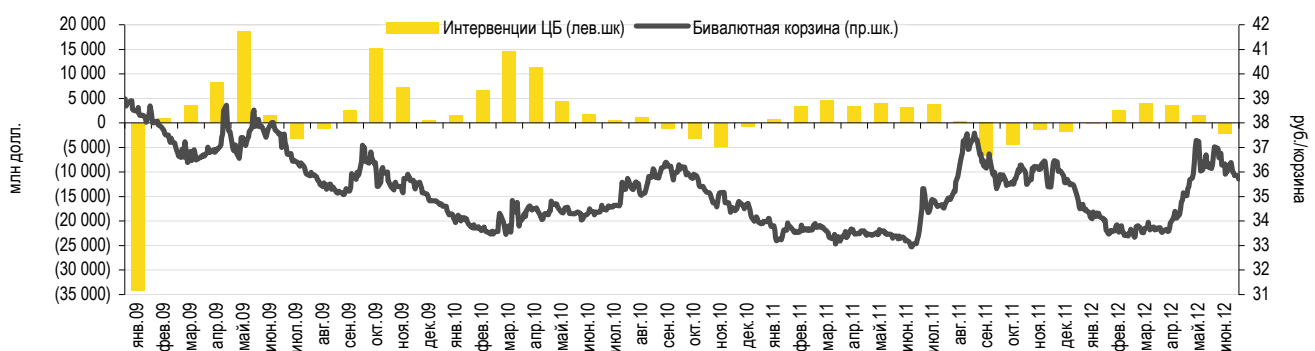
РОССИЙСКИЙ РУБЛЬ

На пути к свободному курсу? Как известно, Банк России управляет курсом рубля относительно бивалютной корзины (55 американских и 45 евроцентов с февраля 2007 г.) посредством ежедневных интервенций на валютном рынке. Цель ЦБ – постепенный переход к свободно плавающему рублю и инфляционному таргетированию. Достигнуть ее между тем непросто, поскольку российская экономика и, особенно, федеральный бюджет сильно зависят от одного единственного, весьма изменчивого фактора, который практически неподконтролен российским властям, – от цены на нефть.

Объем интервенций в 2012 г. на уровне прошлого года. Как следует из графика, представленного ниже, во 2 п/г 2010 – 2011 г. ЦБ сократил объем своих валютнообменных операций в сравнении с 2009 – 1 п/г 2010 г., но в 2012 г. их интенсивность пока остается на уровне 2011 г.

Диапазон допустимых колебаний бивалютной корзины теперь составляет 31,65–38,65 руб.

Валютные интервенции ЦБ, динамика бивалютной корзины

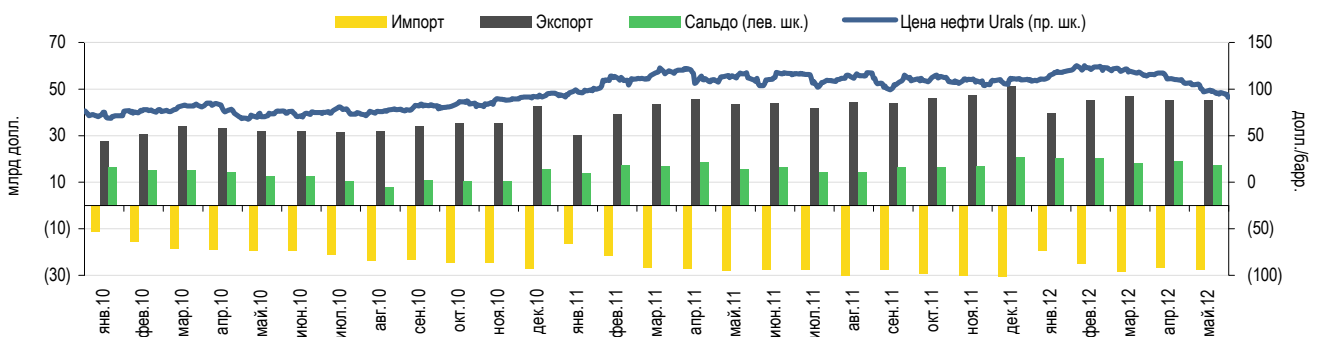


Источники: ЦБ, Bloomberg

Основной вопрос в связи с этим следующий: продолжится ли сокращение присутствия регулятора на рынке в условиях резкого падения или роста цен на нефть? В равной степени интересно, что будет, если фиксируемый в последнее время отток капитала из России сменится его притоком. Как показывает график, несмотря на недавнее снижение, цена Urals с начала 2011 г. остается стабильно высокой, что на фоне притока средств от внешней торговли, компенсирующих потери в результате бегства капитала, лишает ЦБ необходимости аккумулировать или тратить существенные суммы из финансовых резервов.

То, что Россия получает от внешней торговли, она теряет через капитальный счет

Торговый баланс РФ и цена нефти Urals



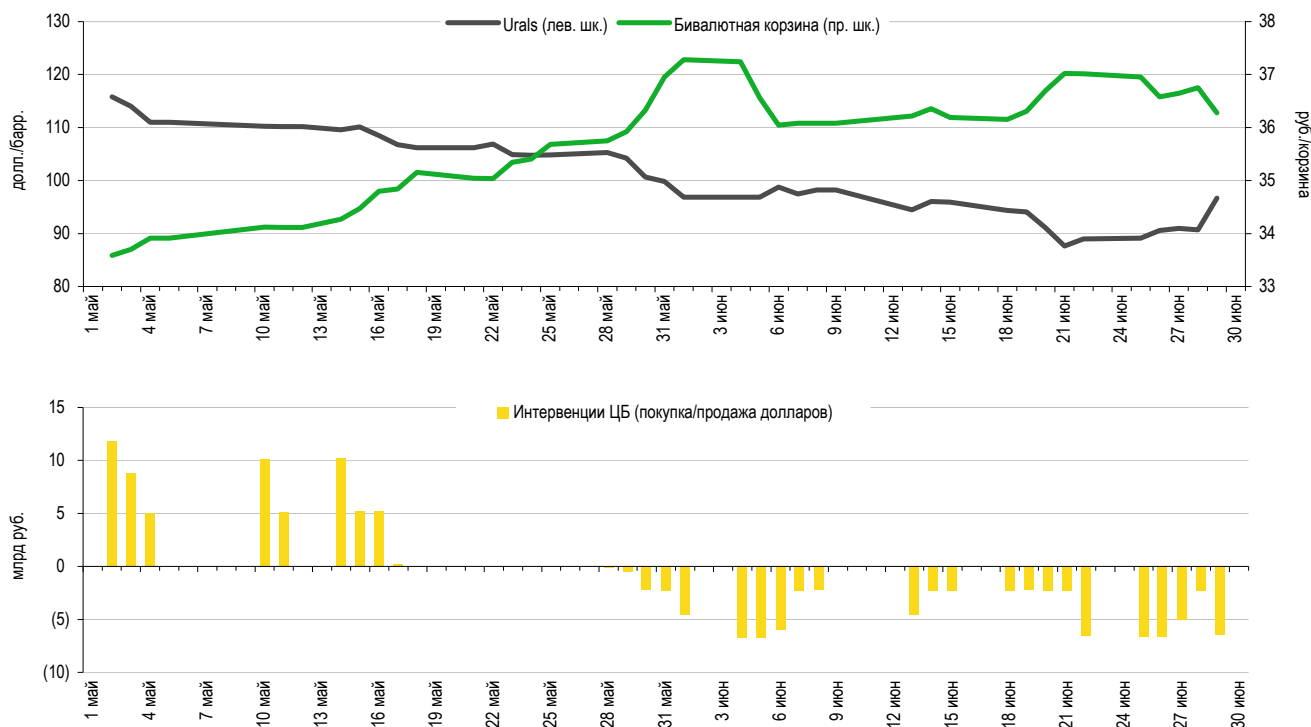
Источники: ЦБ РФ

В мае ЦБ сыграл против рубля. В мае нынешнего года мы, по существу, впервые за последние пару лет могли наблюдать реакцию Банка России на ситуацию резкого снижения цены на нефть. Учитывая это, имеет смысл внимательно разобраться с тем, что происходило в тот месяц. На графике ниже показана динамика ежедневных валютных интервенций ЦБ, изменение курса рубля к бивалютной корзине и колебания цены на нефть. Как можно видеть, в первую неделю мая, когда нисходящий тренд в нефтяных ценах уже был очевиден, а рубль оставался стабильным вблизи нижней границы коридора (32,15), Банк России покупал доллары на валютном рынке. Покупки продолжались даже с 14 по 16 мая, когда российская валюта начала быстро дешеветь. Затем, в период с 17 по 22 мая, ЦБ не предпринимал никаких действий,

безучастно наблюдая за ослаблением рубля, и начал продавать доллары только с 28 мая, когда ситуация уже была близкой к коллапсу: покупателей рубля на валютном рынке не было. В начале июня рубль практически уперся в верхнюю границу бивалютной корзины (38,15), и затем в течение месяца при поддержке Центробанка стоимость корзины колебалась в диапазоне 36–37 руб.

В мае – июне диапазон допустимых колебаний бивалютной корзины составлял 32,15–38,15 руб.

Стоимость бивалютной корзины, цена нефти Urals и ежедневные валютные интервенции ЦБ



Источники: ЦБ, Bloomberg

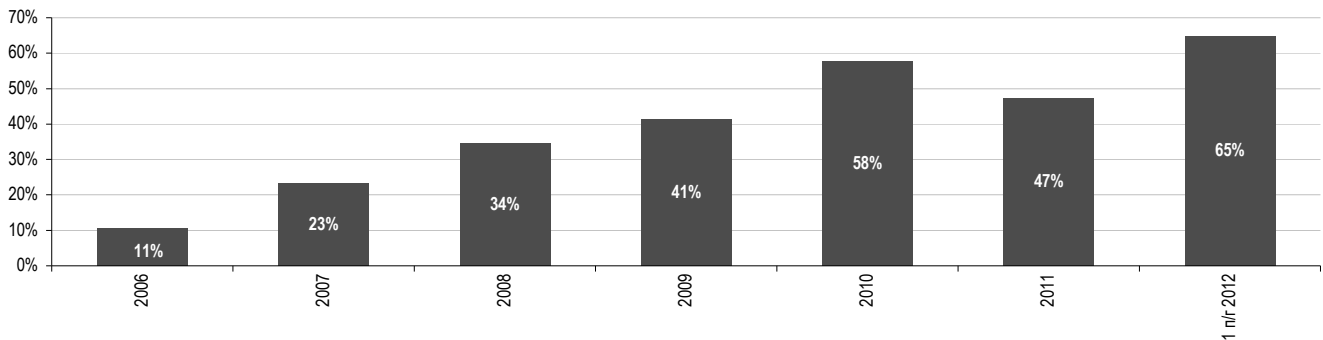
Рубль остается инструментом экономической политики. Примечательно, что в мае 2012 г., когда снижение рубля относительно корзины было максимальным с июня 2009 г., Банк России продал 56,5 млрд руб. (нетто), аккумулировав около 1,7 млрд долл. валютных резервов, чем, конечно, усилил падение валютного курса. Последующая стабилизация курса в июне – также заслуга ЦБ, но все это вместе говорит о том, что поддержка рубля в трудные времена не является целью регулятора. Скорее Центробанк ориентирован на то, чтобы обеспечивать оптимальный валютный курс при текущей цене на нефть. Это, в свою очередь, означает, что, несмотря на значительное расширение валютного коридора, рубль по-прежнему далек от состояния свободного плавания и остается инструментом экономической политики, который российское правительство использует для защиты доходов бюджета и счета текущих операций. Последнее не обязательно плохо, поскольку это делает отечественную экономику менее уязвимой перед резкими изменениями цены на нефть. Однако положительный эффект в данном случае достигается ценой ослабления позиций рубля как резервной валюты.

В чем польза слабого рубля для бюджета? В 2011 г. нефть и газ обеспечили половину доходов федерального бюджета. Несмотря на то что доля этих поступлений в настоящее время сокращается, снижение происходит очень постепенно. Бюджет 2012 г. сверстан на основе среднегодовой цены нефти Urals 115 долл./барр. и среднего обменного курса 29,2 руб./долл. В 1 п/г 2012 г. фактический обменный курс был равен 30,3 руб./долл., а сейчас доллар котируется по 32,5 руб. Если представить, что до конца года обменный курс меняться не будет, среднегодовой показатель за весь 2012 г. составит 31,4 руб./долл., что предполагает ослабление рубля на 7,5% с уровней, заложенных в бюджет 2012 г. Эта относительная слабость рубля позволит дополнительно увеличить доходы бюджета на 3,75%, или на 500 млрд руб. в абсолютном выражении (0,85% ВВП). Таким образом, если высокая цена на нефть, предусмотренная бюджетом текущего года, дает повод для опасений, то при формировании прогноза обменного курса, власти, очевидно, стремились надежно подстраховаться. Это предположение подтверждается и заданным ЦБ диапазоном колебаний бивалютной корзины. Так, в 1 п/г 2012 г. он составлял 32,15–38,15 руб., что при курсе 1,22 долл./евро соответствует обменному курсу 29,25–34,71 руб./долл. Таким образом, установленный ЦБ коридор для бивалютной корзины даже не включал в себя официальный прогноз валютного курса на 2012 г. (29,2 руб./долл.). В этой связи уместно отметить, что официальный прогноз среднегодового обменного курса на 2013 г., равный 29,7 руб./долл., также выглядит консервативным.

Резервов намного больше, чем нужно. Сейчас международные резервы Центрального банка составляют более 500 млрд долл. Это означает, что вся рублевая масса (агрегат М2) может быть обменена на доллары из российских резервов по курсу 47 руб./долл. В мире есть очень немного стран, настолько хорошо обеспеченных зарубежными активами, и мы в очередной раз подчеркиваем, что обменный курс рубля находится полностью под контролем ЦБ, переиграть которого на рынке не способен никто. Впрочем, события, описанные выше, говорят о том, что Банк России едва ли начнет расходовать резервы в случае драматического падения цены на нефть, причем чем более глубоким будет падение, тем меньше ЦБ будет настроен на удерживание курса рубля. Это в сочетании с расширением валютного коридора приводит нас к выводу, что зависимость обменного курса рубля от цены на нефть будет увеличиваться. Интересно, что этот вывод уже подтверждается практикой.

Налицо тенденция к росту зависимости от цены на нефть

Корреляция между дневными колебаниями курса рубля к доллару и котировок фьючерсов на WTI



Источники: оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

Функция цены на нефть. График выше отражает рассчитанную на ежедневной основе корреляцию обменного курса рубль/доллар с ценой на нефть WTI в период после полной отмены в России ограничений на движение капитала. На наш взгляд, тенденция налицо: в 1 п/г 2012 г. корреляция достигла исторического максимума на уровне 65%, и эта оценка статистически значима, поскольку количество наблюдений в каждый период равно числу торговых дней. Таким образом, рубль в настоящее время является функцией цены на нефть в большей степени, чем когда-либо ранее.

Коридор расширяется – значит ли это что-нибудь? 24 июля Банк России объявил об очередном расширении коридора бивалютной корзины – с шести до семи рублей. Новый коридор ограничен пределами 31,65–38,65 руб. против прежних 32,15–38,15 руб. В свете всего вышесказанного мы не считаем это решение очень важным. Валютные интервенции ЦБ осуществляются ежедневно практически независимо от того, где находится корзина – в середине коридора или ближе к его границам. При таком подходе валютный коридор представляет собой лишь диапазон, в котором ЦБ желает видеть рубль при текущих внешних условиях, то есть при текущей цене на нефть. Если цена на нефть существенно изменится, Центробанк просто сдвинет коридор и курс рубля в более соответствующую новой ситуации зону при одном важном нюансе: ЦБ гораздо больше готов к тому, чтобы ограничивать рубль сверху, чем снизу. Последнее вытекает из ряда наблюдений. Во-первых, российский бюджет в настоящее время сверстан на базе рекордно высокого прогноза цен на нефть (см. соответствующий раздел настоящего отчета). Во-вторых, вступление России в ВТО ведет к усилению конкуренции, с которой сталкиваются отечественные производители. В-третьих, зависимость потребительской инфляции от обменного курса рубля недавно существенно упала. Таким образом, рубль – это один из самых мощных антикризисных инструментов в распоряжении ЦБ, и регулятор будет пользоваться им без колебаний.

Нефть на уровне 60 долл./барр. означает курс 40 руб./долл. Исходя из ряда предположений по цене на нефть, мы попробовали спрогнозировать курс рубля в 2012–2013 гг. В таблицу, представленную ниже, сведены результаты, полученные на основе нашей макроэкономической модели. Как и раньше, наш стрессовый сценарий предусматривает падение цены Urals до 60 долл. и сохранение ее на этом уровне до конца 2013 г. Такое развитие событий, естественно, вызовет значительное обесценение рубля – до 39,4 руб./долл. к концу 2012 г. Ближе к концу 2013 г. рубль несколько восстановится, однако его средний курс в 2013 г., составляющий 40 руб./долл., означает, что в 1 п/г 2013 г. рубль будет дешевле этой психологической отметки. Этому сценарию соответствует потребительская инфляция на уровне 9,3% в 2013 г., что выше, чем 6,9% по базовому сценарию, основанному на цене нефти в 2013 г., равной 108,3 долл./барр. Необходимо отметить, что официальный «стрессовый» сценарий («сценарий А2» в недавно опубликованном аналитическом докладе Минэкономразвития) также предполагает нефть Urals на уровне 60 долл./барр. в 2013 г., однако при среднегодовом обменном курсе 45,9 руб./долл. – то есть рубль видится министерству **дешевле** нашей оценки, что всего лишь подтверждает мнение о том, что правительство не планирует защищать рубль от падения в случае значительного снижения нефтяных цен.

Снижение цен на нефть не означает неизбежной катастрофы для экономики России

Прогноз динамики курса российской валюты в зависимости от движения нефтяных цен

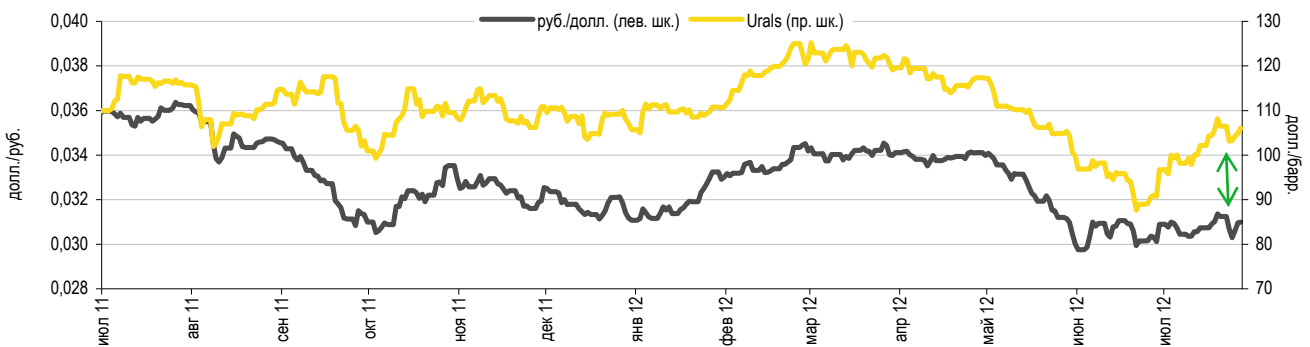
	Период	Средняя цена Urals, долл./барр.	Инфляция, % год к году	Торговый баланс, млрд долл.	Счет тек. опер., млрд долл.	Средний курс руб./долл.	Курс руб./долл. на конец периода
Фактические данные	2011	109,6	6,1	198	99	29,4	32,2
	1 п/г 2012	110	4,3			30,3	30,5
Базовый сценарий	2012	108	6,7	196	120	30,4	29,9
	2013	108,3	6,9	199	99	30,4	30,5
Стрессовый сценарий	2012	90,9	7,4	183	88	33,3	39,4
	2013	60	9,3	121	22	40,0	36,1

Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат, ЦБ

Сейчас рубль котируется ниже своей справедливой стоимости. В рамках нашего базового сценария (средняя цена нефти Urals в 2012 г. на уровне 108 долл./барр.) рубль в настоящий момент выглядит умеренно недооцененным по отношению к своей справедливой стоимости. На графике ниже видно, что с июля 2011 г., знаменовавшего обострение европейского долгового кризиса, рубль отставал от цены на нефть. Этот отрыв был почти ликвидирован в мае 2012 г., когда нефтяные котировки резко упали, однако затем сырьевые рынки стали восстанавливаться, и вновь быстрее рубля. Таблица выше показывает, что в случае снижения премии за российский риск к концу года (наш базовый сценарий) рубль укрепится до 29,9 руб./долл., а средний обменный курс по итогам года составит 30,4 руб./долл., тогда как сейчас среднегодовое значение равно 30,85 руб./долл.

Рубль недооценен со 2 п/г 2011 г.

Курс российской валюты и цена Urals



Источники: Bloomberg

Резюме. С нашей точки зрения, перспективы рубля следующие.

- В случае, если новая волна кризиса все же доберется до России, подтолкнув цены на нефть книзу, рубль будет главным антикризисным инструментом властей. И если после банкротства Lehman Brothers ЦБ и правительство прежде всего фокусировались на использовании резервов, то теперь, когда последние уменьшились, обменный курс станет основным механизмом балансирования экономики.
- ЦБ ежедневно проводит интервенции на валютном рынке вне зависимости от того, в какой части диапазона находится бивалютная корзина. Это означает, что свободно плавающий рубль по-прежнему представляет собой весьма отдаленную перспективу, несмотря на недавнее расширение валютного коридора. Отток капитала позволяет ЦБ воздерживаться от аккумуляции резервов. При нулевом или положительном сальдо капитального счета Банку России пришлось бы усилить валютные интервенции.
- Расширение валютного коридора привело к повышению волатильности рубля и, как следствие, усилило корреляцию корреляции курса рубль/доллар с ценой на нефть до максимального уровня с 2006 г., когда были сняты ограничения на движение капитала. Цена на нефть, вне всякого сомнения, сейчас главный (если не единственный) фактор, определяющий динамику российской валюты.
- Дешевый рубль устраивает ЦБ – низкий курс благоприятно отражается на счете текущих операций и способствует увеличению бюджетных поступлений при рублевой переоценке поступающей в страну иностранной валюты. Таким образом, если цена на нефть вырастет, ЦБ будет стремиться не допустить укрепления рубля, тогда как обратный процесс (и, соответственно, девальвация рубля) будет только на руку правительству. Существенно, что удешевление национальной валюты выгодно в свете вступления России в ВТО.

Перед лицом новой волны кризиса

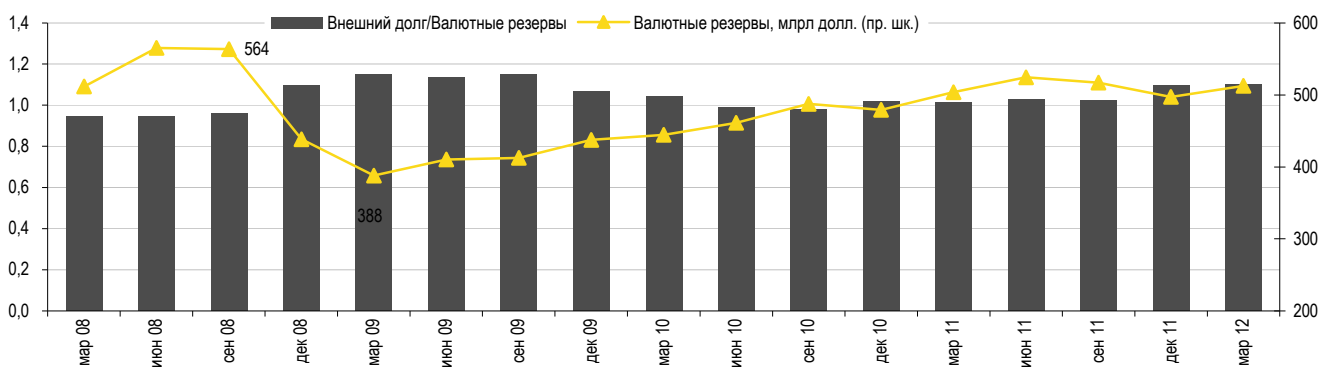
- Согласно нашему стрессовому сценарию, предполагающему снижение цены Urals до 60 долл./барр., рубль ослабнет более чем до 40 руб./долл. Вместе с тем сальдо счета текущих операций останется положительным, а инфляция не превысит 10%, так как зависимость потребительских цен от валютного курса в последние годы заметно снизилась.
- В рамках базового сценария (средняя цена нефти Urals в 2012 г. на уровне 108 долл./барр.) рубль выглядит умеренно недооцененным, и наш прогноз на конец года составляет 29,9 руб./долл.

ВНЕШНИЙ И ВНУТРЕННИЙ ДОЛГ

Международные резервы РФ покрывают почти весь внешний долг... На рефинансирование внешней задолженности банков и компаний из золотовалютных резервов было выделено почти 400 млрд руб. (11 млрд долл.). В середине 2008 г. вся внешняя задолженность РФ не превышала совокупного объема международных резервов. Согласно наиболее свежим данным ЦБ, на 1 апреля 2012 г. совокупный внешний долг составил 565,4 млрд долл., что на 31 млрд долл. больше, чем в 1 п/г 2008 г. На графике ниже видно, что на данный момент соотношение внешнего долга и золотовалютных резервов находится примерно на уровне начала 2009 г. Однако стоит отметить, что рост показателя в начале 2009 г. был обусловлен снижением резервов с 564 млрд долл. на конец 3 кв. 2008 г. до 338 млрд долл. уже в 1 кв. 2009 г. сейчас международные резервы составляют 514 млрд долл. – примерно на 50 млрд долл. ниже величины совокупного внешнего долга.

Валютные резервы покрывают почти весь внешний долг

Внешний долг/Валютные резервы и валютные резервы, млрд долл.

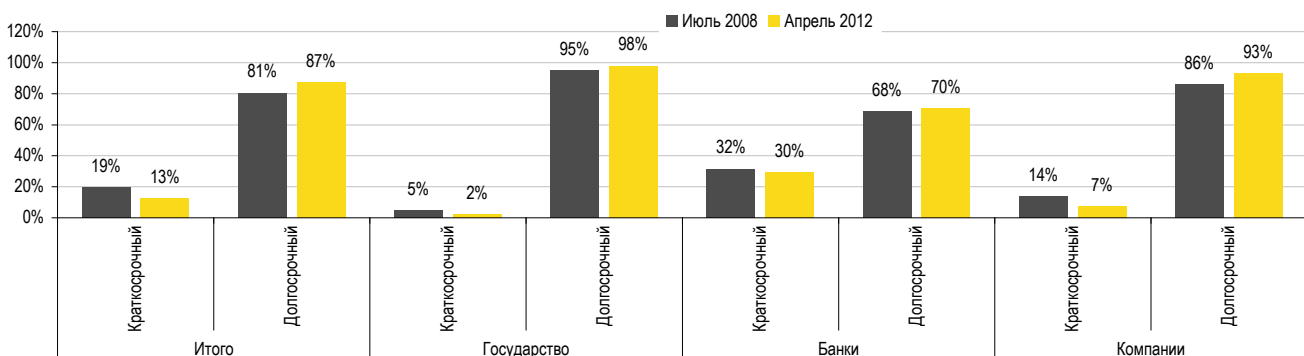


Источники: ЦБ РФ

...структура которого стала намного комфортнее по сравнению с четырехлетней давностью. Однако структура внешнего долга по сравнению с серединой 2008 г. (отправная точка кризиса) стала более комфортной. Уровень краткосрочной задолженности снизился до 13% на 1 апреля 2012 г. по сравнению с 19% на 1 июля 2008 г. Почти 46% внешнего долга приходится на компании, краткосрочный долг которых за указанный период сократился вдвое: с 14% на 1 июля 2008 г. до 7% на 1 апреля 2012 г. Банки, на долю которых приходится 30% внешней задолженности, не смогли, в отличие от компаний, удлинить свои заимствования: соотношение кратко- и долгосрочных обязательств изменилось всего на 2% в пользу последних (30% короткого долга, 70% длинного на 1 апреля 2012 г.). Государственный внешний долг в настоящий момент на 98% представлен долгосрочными обязательствами (95% в середине 2008 г.).

За последние четыре года объем краткосрочного долга сократился

Срочная структура российского внешнего долга, %



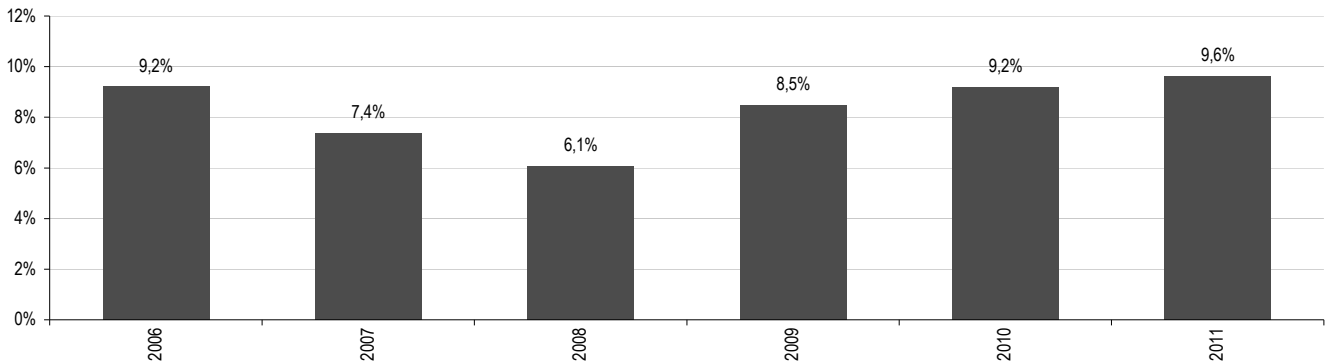
Источники: ЦБ РФ

Россия наращивает госдолг с 2009 г. ... Для финансирования дефицита федерального бюджета Минфин начал увеличивать государственный долг, причем акцент был сделан на внутренних заимствованиях. Так, государственный внутренний долг за 2009 г. вырос на 600 млрд руб. до 2,1 трлн руб., а отношение внутреннего долга к ВВП увеличилось с 3,6% до 5,4% за год. Внешний долг постепенно снижался, в 2009 г. его объем сократился на 3 млрд долл. до 37,6 млрд долл. На 1 июля 2012 г. данный показатель был равен 41,5 млрд долл., а внутренний госдолг вырос до 4,4 трлн руб. Таким

образом, совокупный госдолг на начало 2009 г. составлял 6,1% ВВП, а к началу 2010 г. увеличился до 8,5% ВВП. На начало 2012 г. государственный долг составлял уже 9,6% ВВП.

Госдолг вырос...

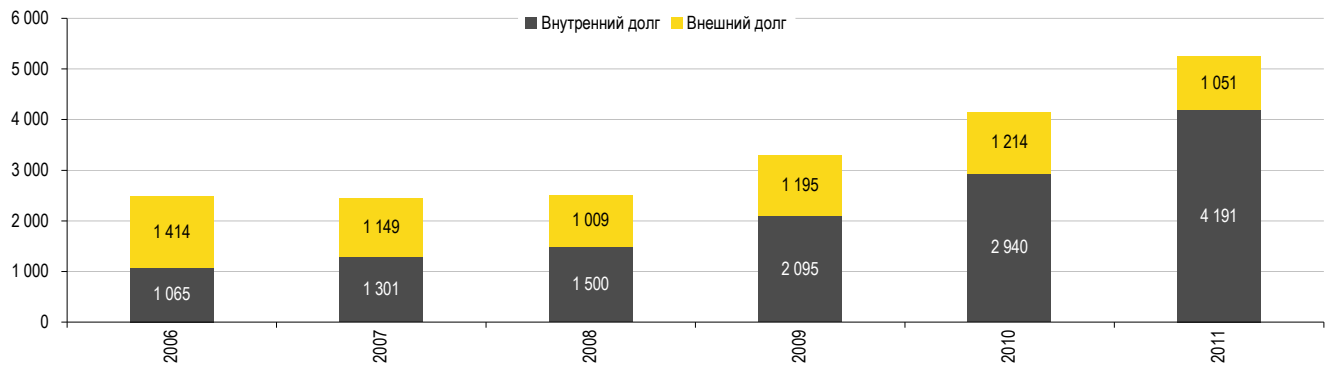
Совокупный госполг в % от ВВП



Источники: Минфин

...главным образом вследствие увеличения внутреннего долга

Структура госдолга, млрд руб.

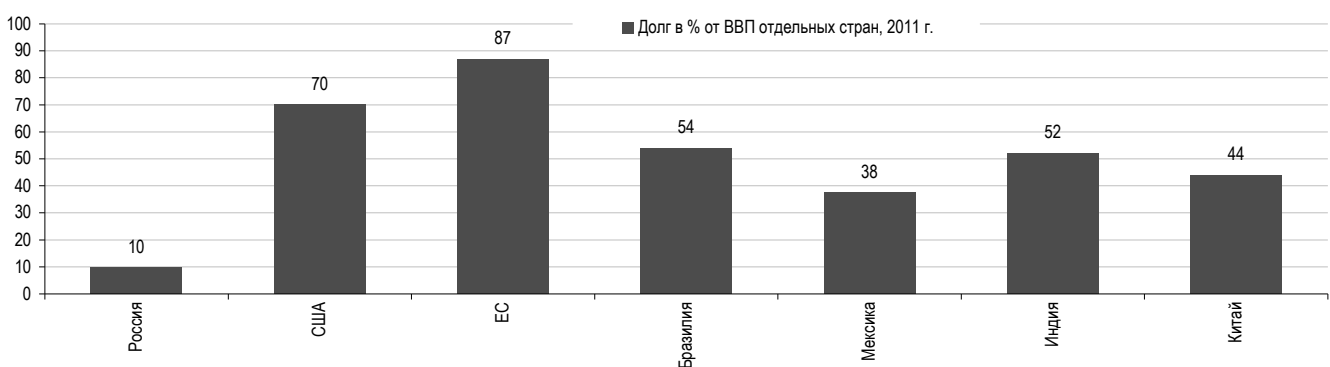


Источники: Минфин

...и в случае необходимости вполне может занимать и дальше. Несмотря на поступательный рост госдолга с 2009 г., долговая нагрузка России по-прежнему существенно ниже соответствующего показателя не только развитых, но и развивающихся стран. При наступлении очередной волны кризиса Россия вполне может позволить себе увеличить долговую нагрузку для финансирования своих потребностей, причем приоритет, вне всякого сомнения, будет отдан внутреннему рынку, претерпевшему за последние несколько лет ряд качественных изменений, как, например, приход иностранных расчетных систем Euroclear и Clearstream, которые в ближайшие месяцы начнут предоставлять зарубежным инвесторам доступ к ОФЗ.

Долговая нагрузка России в сравнении с развитыми и развивающимися экономиками невелика

Госдолг в % от ВВП

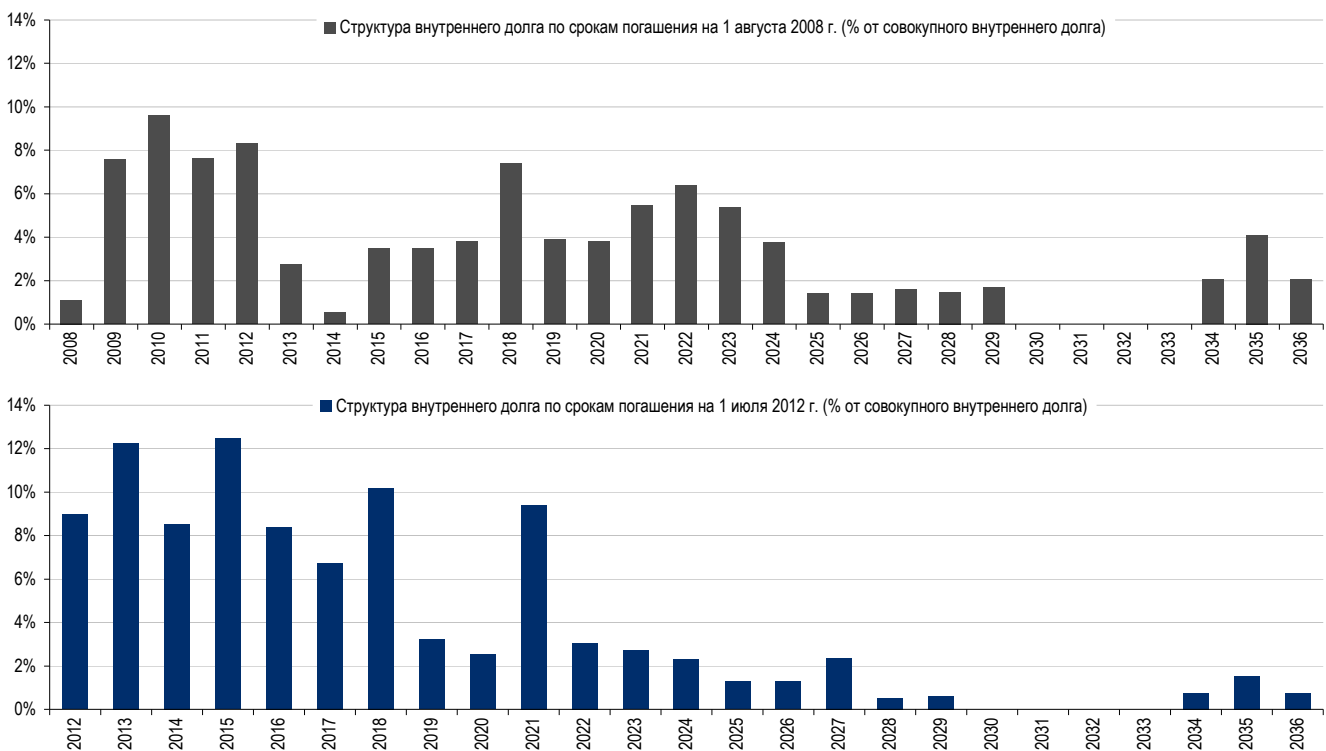


Источники: Bloomberg

Короткий внутренний госдолг с 2008 г. вырос. Кризис отчетливо выявил необходимость развития рынка внутреннего долга в условиях отсутствия доступа к зарубежным ресурсам. К тому же Минфину проще предвидеть параметры заимствований на внутреннем рынке, чем прогнозировать мировые цены на сырье. Как упоминалось выше, на рынке ОФЗ произошёл ряд положительных изменений – прежде всего, это либерализация рынка госбумаг. Благодаря доступу иностранных участников на локальный рынок база инвесторов станет существенно шире, что, в свою очередь, приведет к росту торговой ликвидности и спроса на ОФЗ. Кроме того, аукционы стали проводиться согласно предварительно составленному графику, что удобно участникам. Одна из приоритетных задач, которые придется решать Минфину, – удлинение дюрации его портфеля. Ниже приведены графики со структурой внутреннего госдолга по срокам погашения на 1 августа 2008 г. и на 1 июля 2012 г. В 2008 г. график погашения внутреннего долга выглядел более комфортно, чем сейчас: средневзвешенный срок погашения портфеля составлял 10,1 года против 5,7 года на данный момент. Однако в настоящее время на аукционах по доразмещению госбумаг Минфин делает ставку исключительно на длинные выпуски: минимальная дюрация выпуска составляет пять лет, что должно несколько удлинить дюрацию всего портфеля.

Внутреннего короткого госдолга стало больше, чем четыре года назад

Графики погашения внутреннего долга Минфином, в % от общей задолженности, 2008 и 2012 гг.



Источники: Минфин

Резюме

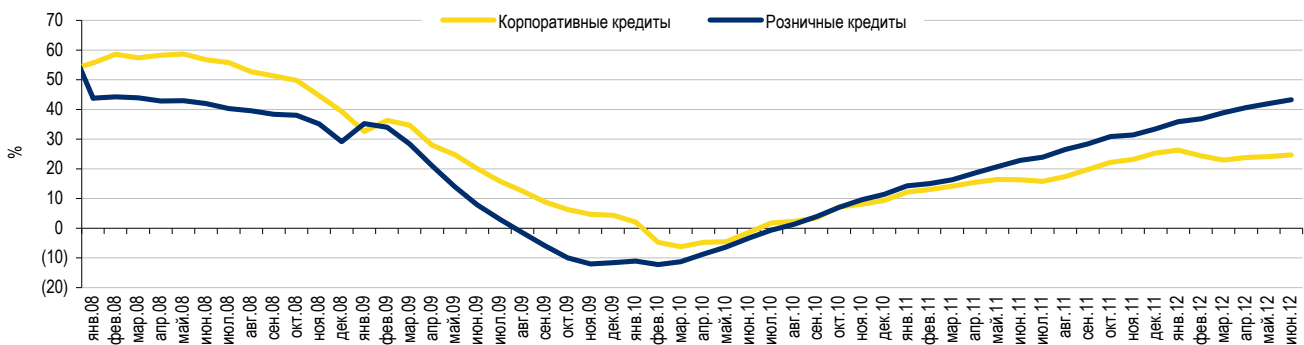
- Совокупная величина российского внешнего долга (государственного и корпоративного) в настоящий момент превышает объем международных резервов на 50 млрд долл., тогда как в середине 2008 г. они были примерно равны. Однако структура внешнего долга стала более комфортной по сравнению с четырехлетней давностью: доля краткосрочной задолженности сократилась до 13% с 19% в середине 2008 г.
- Компаниям удалось заметно удлинить внешние обязательства: в совокупном объеме внешних заимствований корпоративного сектора доля долгосрочных обязательств выросла до 93% с 86% четырем годами ранее. Структура внешнего долга банковского сектора, представляющего 30% всего российского внешнего долга, не изменилась: на долю долгосрочных заимствований по-прежнему приходится почти 70%.
- Совокупный госдолг вырос с 6,1% ВВП на конец 2008 г. до 9,6% ВВП на начало 2012 г., при этом внутренний госдолг почти утроился: с 1,5 трлн руб. на конец 2008 г. до 4,4 трлн руб. на 1 июля 2012 г. Тем не менее долговая нагрузка РФ остается низкой относительно не только развитых, но и развивающихся стран с аналогичными рейтингами, что допускает возможность дальнейших заимствований в случае необходимости.
- За последние четыре года объем короткого внутреннего госдолга увеличился, однако сейчас Минфин старается удлинить свой портфель, доразмещая бумаги длиной от пяти лет. К тому же в ближайшие месяц-два доступ к госбумагам получают нерезиденты, что повысит ликвидность рынка госбумаг и облегчит Минфину задачу по доразмещению ОФЗ.

БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА

Активный рост за счет розничного кредитования. Банковский сектор в последнее время является одним из наиболее динамично развивающихся в российской экономике. Как видно на графике ниже, в 1 п/г 2012 г. темпы роста розничного кредитования составили более 40% год к году, а портфель корпоративных кредитов увеличился примерно на 25%. По итогам 2011 г. банковский сектор вырос на 30%, после того как прибавил приблизительно 11% в 2010 г. Таким образом, банки демонстрируют интенсивный рост, однако его темпы пока далеки от тех, что отмечались в период до банкротства Lehman Brothers – тогда объем корпоративных кредитов, составляющих около 75% всего кредитного портфеля, увеличивался почти на 60% год к году. Наблюдающийся сейчас опережающий рост розничного кредитования дает меньше поводов для беспокойства, чему есть три основные причины. Во-первых, портфели розничных кредитов отличаются более высокой процентной маржой даже после корректировки на стоимость риска. Во-вторых, они намного более фрагментированы. В-третьих, домохозяйства в России характеризуются существенно меньшей долговой нагрузкой по сравнению с развитыми экономиками, чего нельзя сказать о российских компаниях.

Портфели розничных кредитов растут быстрее, чем корпоративных

Темпы роста кредитования в России, % год к году

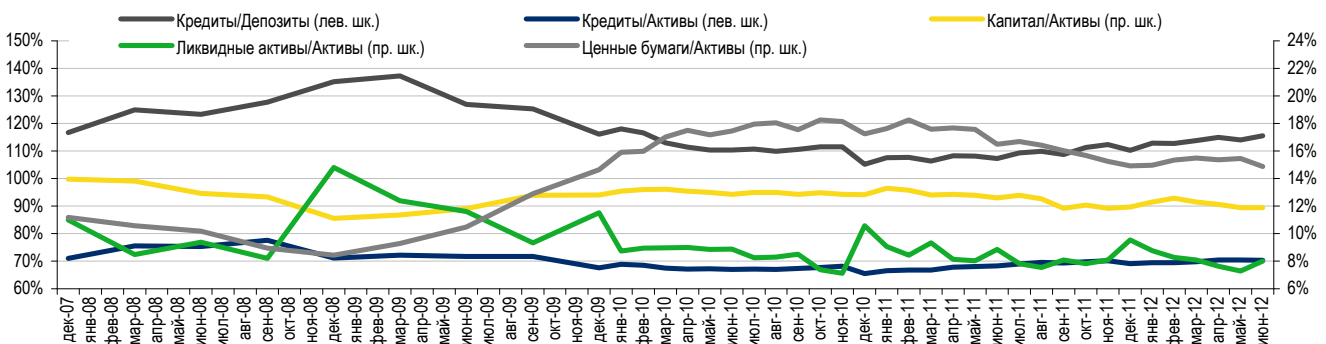


Источники: ЦБ

Интенсивный рост порождает проблемы, одной из которых является недостаток капитала... Относительно быстрый рост российских банков в 2011 г. привел к появлению двух важных проблем – нехватке капитала и дефициту ликвидности. Как следует из графика ниже, достаточность капитала первого уровня с марта 2010 г. находится на нисходящей траектории. Сейчас показатель составляет 11,9% против 13,2% в 1 п/г 2010 г. и 14% в январе 2008 г. Уровень 11,9% не так уж страшен, однако необходимо помнить о том, что эта цифра учитывает хорошо капитализированный Сбербанк, тогда как многие частные банки балансируют на грани нарушения норматива достаточности капитала, установленного ЦБ.

Как финансировать рост без привлечения капитала извне?

Балансовые коэффициенты российской банковской системы

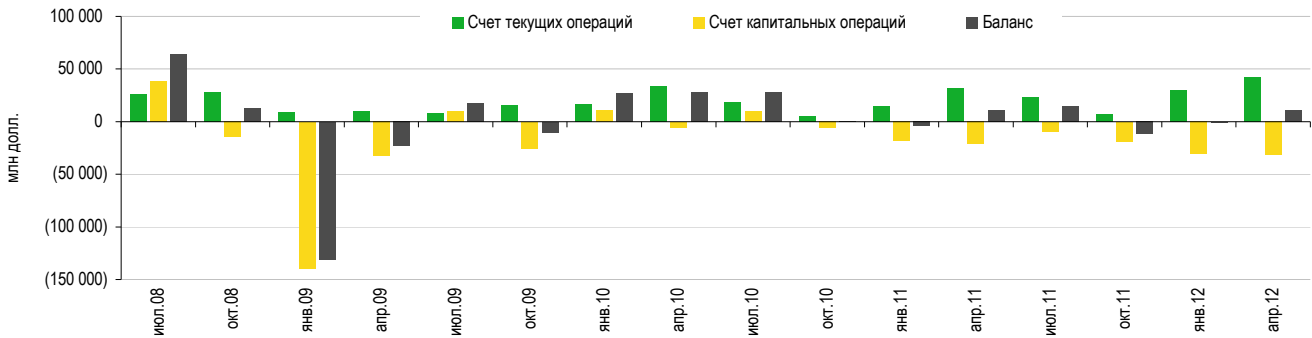


Источники: ЦБ РФ

В условиях оттока капитала (см. график ниже) российским банкам непросто привлечь средства для дальнейшего наращивания активов. Бегство капитала началось в 4 кв. 2008 г. и с небольшими перерывами продолжается до настоящего времени. Так, в прошлом году из страны было выведено 80 млрд долл. Более свежая отчетность – за 2 кв. 2012 г. – дает некоторые основания рассчитывать на улучшение ситуации со счетом капиталных операций, однако с уверенностью говорить о формировании тенденции пока преждевременно.

Отток капитала по-прежнему определяет динамику платежного баланса

Платежный баланс России, млн долл.

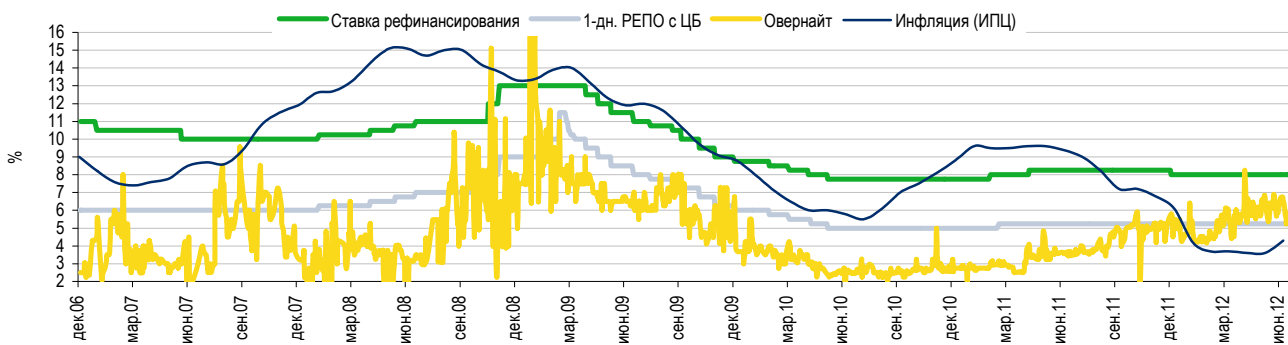


Источники: ЦБ, Bloomberg

...а другой – кризис ликвидности. Как демонстрирует график ниже, в конце 2011 г. ставка овернайт устойчиво превысила ставку репо ЦБ, что отражало острую потребность банков в средствах регулятора. В 2012 г. положение продолжало ухудшаться.

Овернайт устойчиво выше ставки РЕПО с Центробанком

Основные процентные ставки РФ (% годовых) и темп потребительской инфляции (% год к году)



Источники: ЦБ, Bloomberg

Как мы уже упоминали, дефицит ликвидности и динамичный рост банковской системы – тесно связанные явления. На графике ниже показана динамика чистых кредитов и чистых депозитов в российской банковской системе, а также спред между двумя показателями (линия – накопительным итогом) с января 2010 г. Как можно видеть, на протяжении всего 2010 г. депозиты росли быстрее кредитов на фоне низкой экономической активности и сравнительно высоких депозитных ставок, достигших пика в 2009 г. К декабрю 2010 г. на банковских депозитах образовался профицит в объеме 1,5 трлн руб., который был полностью израсходован в 2011 г., когда ситуация сменилась на противоположную: экономический рост ускорился, а ставки по депозитам пошли вниз. В 2012 г. линия накопленной разницы выходит в область положительных значений, что говорит о потребности в дополнительных ресурсах для продолжения роста кредитования. К сегодняшнему дню помимо депозитов банки привлекли порядка 1,5 трлн руб., в основном в виде кредитов ЦБ, так как обстановка на долговых рынках с августа 2011 г. была далека от благополучной. По сути, нынешний дефицит ликвидности можно назвать добровольным, поскольку его главной причиной является быстрое наращивание кредитных портфелей при ограниченных финансовых возможностях.

Аккумулированные в 2010 г. излишки на клиентских счетах полностью израсходованы в 2011 г.

Ежемесячная чистая выдача кредитов и привлечение депозитов, млрд руб.

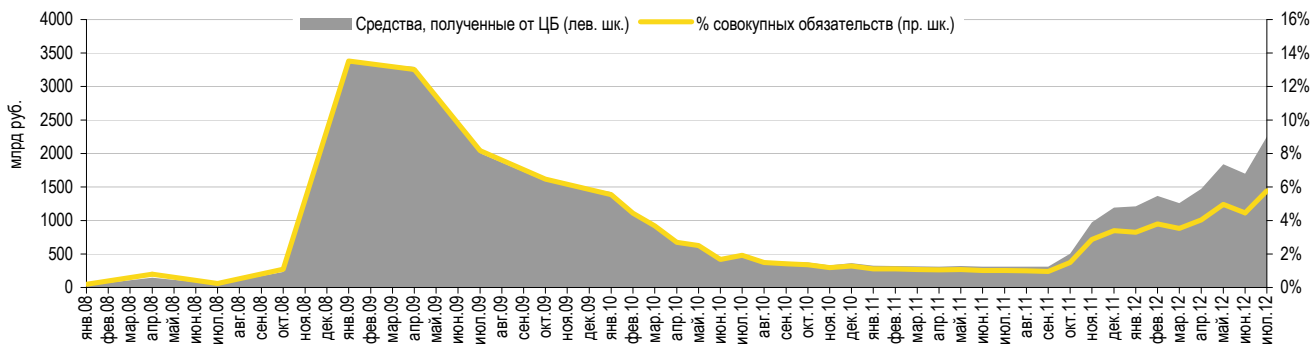


Источники: ЦБ

Основную часть возможной ликвидности ЦБ уже предоставил. На следующем графике показана совокупная задолженность российских банков перед ЦБ. В настоящий момент она равна 2,25 трлн руб., или 5,8% суммарных обязательств банковской системы. Отметим, что в конце 2008 г. зависимость российских кредитных организаций от ЦБ была гораздо выше; тогда объем финансирования, предоставленного Банком России, составлял порядка 3,5 трлн руб. (13% совокупных обязательств), включая дорогие необеспеченные кредиты. В настоящий момент финансирование ЦБ представлено преимущественно операциями репо/ломбардными кредитами, то есть предусматривает обеспечение, однако потенциальный объем залоговой массы почти исчерпан: ломбардный список ЦБ сейчас включает не только облигации с рейтингами уровня «В-», но и большинство акций, входящих в индекс ММВБ. Согласно отчету ЦБ, на 1 июля в распоряжении российских банков находилось 2,9 трлн руб. возможного обеспечения (с учетом дисконтов), поэтому 2,25 трлн руб. фактической задолженности перед ЦБ по состоянию на ту же дату указывает на то, что банки могут занять еще лишь 650 млрд руб., что совсем не много.

Зависимость от госфинансирования возросла, но остается гораздо ниже, чем в конце 2008 г.

Средства, полученные российскими банками от ЦБ

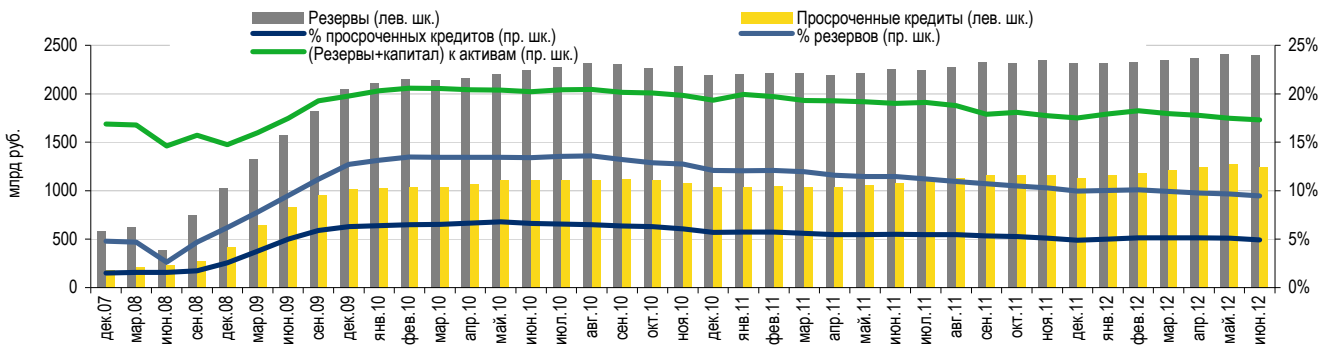


Источники: ЦБ

Уровень резервирования на потери по ссудам выглядит достаточным. Для российской банковской системы по-прежнему актуальна проблема качества активов. В 2009 г. доля просрочки в валовом кредитном портфеле подскочила до 6,8% с примерно 1,5% в 1 п/г 2008 г. В последующие годы ситуация улучшилась, однако на данный момент показатель остается довольно высоким – около 5%. Среди позитивных моментов выделим рост коэффициента резервирования почти до 10% от валовых кредитов. Вкупе с акционерным капиталом резервы составляют 17,3% суммарных активов, что более или менее соответствует уровню начала 2008 г. Таким образом, общая способность к абсорбированию убытков с тех пор не ухудшилась, несмотря на относительную нехватку капитала первого уровня, о которой упоминалось выше.

Способность абсорбировать убытки – на уровне 2007 г.

Основные показатели качества активов российских банков



Источники: ЦБ, оценка УРАЛСИБа

Доля ценных бумаг в совокупных активах остается высокой. После первоначального шока, вызванного крахом Lehman Brothers, доля ценных бумаг в суммарных активах российских банков в декабре 2008 г. сократилась рекордно низких 9%, однако в последующие месяцы стало ясно, что высококачественный сегмент облигационного рынка пройдет испытание кризисом, и банки начали активно покупать ценные бумаги (прежде всего долговые). При этом, помимо перспектив получения процентного дохода, банки привлекала возможность использовать сформированные портфели в качестве залога при кредитовании в ЦБ. В конце 2010 г. доля ценных бумаг в активах достигла пиковых значений, превысив 18%. К этому времени большинство банков завершили реструктуризацию основной части своих кредитных портфелей, а рост кредитования возобновился. В результате средства были частично перенаправлены из ценных бумаг в кредиты, а доля первых сократилась до примерно 15% в 2012 г. Таким образом, банки по-прежнему держат на балансах больше ценных бумаг (в основном рублевых облигаций) по сравнению с докризисным периодом – как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Простой стресс-тест показывает, что российские банки переживают кризис, сравнимый с крахом Lehman Brothers.

Согласно нашим расчетам, максимальный убыток по портфелю корпоративных бондов в период кризиса между сентябрем 2008 г. и апрелем 2009 г. составил 13% (включая все дефолты), тогда как для сегмента госбумаг этот показатель был равен 10% (отсутствие дефолтов, но более высокая средняя дюрация). Если представить себе, что шок сопоставимого масштаба произойдет сейчас, суммарный убыток банков, учитывая объем портфеля ценных бумаг, составит приблизительно 2% от объема активов. Мы считаем такую величину потенциального убытка приемлемой, поскольку в этом случае достаточность капитала первого уровня в банковской системе оказывается где-то в районе разрешенных 10%. Кроме того, в настоящий момент убытки масштаба 2008 г. на рынке рублевых облигаций, да и акций вряд ли возможны по ряду причин. Во-первых, ввиду низкого объема высокорисковых корпоративных выпусков, на которые пришлось основная часть дефолтов в 2008 г. Во-вторых, доля госбумаг в портфелях банков сейчас выше, чем была тогда. В-третьих, доходности корпоративных облигаций сейчас выше, а цены акций значительно ниже, чем они были до кризиса 2008 г.

Уменьшение денежных средств на балансах компенсируется внушительной подушкой ценных бумаг.

В последнее время российские банки сократили объемы ликвидных активов до минимальных значений с докризисного периода, чтобы поддержать чистую процентную маржу, оказавшуюся под давлением в 2010 г. на фоне снижения ставок. Сейчас доля ликвидных активов составляет 7,3% суммарного показателя против 11% на конец 2007 г. В то же время увеличившийся портфель ценных бумаг облегчает банкам привлечение средств в случае экстренной необходимости, поскольку ценные бумаги могут быть проданы или использованы в качестве залога при различных вариантах рефинансирования. Как отмечалось выше, почти все бонды и большинство акций российских компаний включены в ломбардный список ЦБ.

Доля оптового фондирования остается низкой с 2009 г.

В качестве позитивного фактора отметим, что зависимость банковской системы России от оптового финансирования заметно уменьшилась. В 1 п/г 2008 г. обязательства по оптовому финансированию превышали 23% от совокупных обязательств, тогда как сейчас этот показатель составляет 16,5%. Данное улучшение стало возможным благодаря стабильному притоку депозитов в 2009–2010 гг., а также вследствие слабой конъюнктуры рынка долгового капитала. Что же касается доли облигаций в совокупных обязательствах, то теперь она составляет 5% против 6,2% в июле 2008 г. На наш взгляд, изменения в структуре фондирования компенсируют вышеупомянутые риск сокращения доли ликвидных активов в балансе банков.

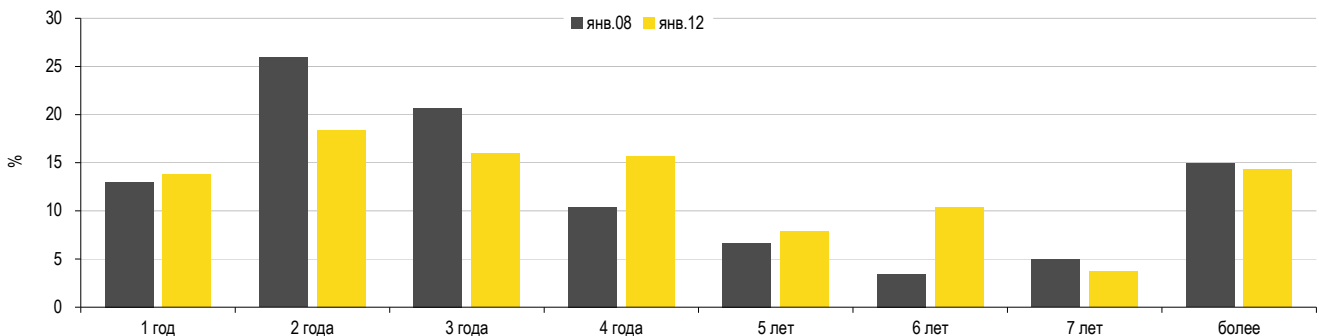
Срочная структура облигационных обязательств банков теперь выглядит чуть лучше, чем в 2008 г.

Представленный ниже график отражает срочную структуру внешних облигационных обязательств российских банков. По состоянию на начало 2012 г. она не слишком отличалась структуры 2008 г. В 2012 г. должно быть погашено порядка 13% общего объема обязательств, или 6,9 млрд долл., тогда как в 2008 г. к погашению были предъявлены еврооблигации финансо-

вого сектора на сумму 6,4 млрд долл. Если посмотреть на еврооблигации с двухлетним сроком погашения, то здесь ситуация гораздо более благополучна: 18% в 2012 г. и 25% (12,7 млрд долл. в абсолютном выражении) в 2009 г.

Доля облигаций с погашением через два года значительно сократилась

Срочность еврооблигаций российского финансового сектора (в % от общего объема к погашению)

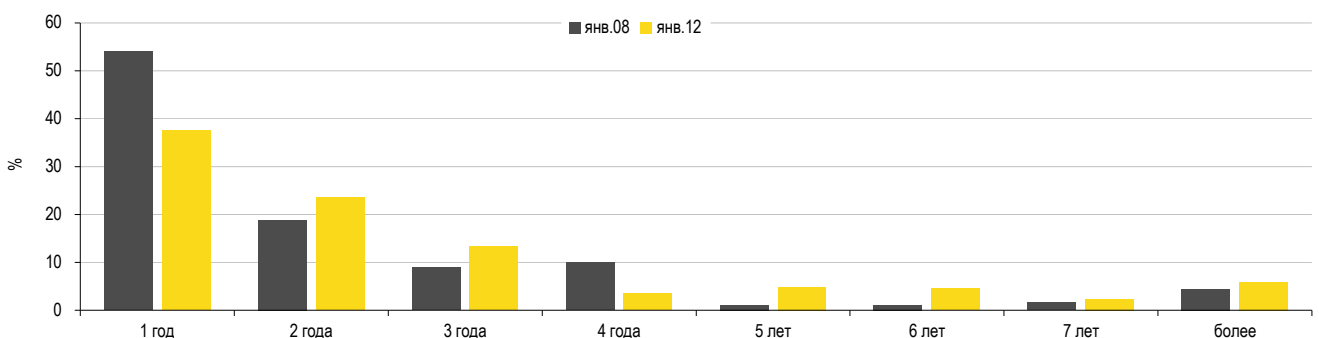


Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

На локальном рынке ситуация с распределением банковских облигаций по срокам сейчас намного лучше, чем четыре года назад, хотя заимствования остаются преимущественно краткосрочными: в январе 2012 г. доля локальных облигаций к погашению в течение года составляла 37,5% против 54% в январе 2008 г. В абсолютном выражении в 2012 г. банки должны погасить 477 млрд руб. (16 млрд долл.) локальных облигаций – в дополнение к 6,9 млрд долл. внешних обязательств.

Доля краткосрочного долга снизилась

Срочность локальных облигаций российского финансового сектора (в % от общего объема к погашению)



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Резюме. Перечислим основные сильные и слабые стороны российской банковской системы в ее нынешнем состоянии в сравнении с ситуацией 1 п/г 2008 г.

Сильные стороны:

- Более низкая зависимость от оптового фондирования, доля которого в совокупных обязательствах банков сейчас составляет 16,6% против приблизительно 23% в 2008 г.
- Значительный потенциал абсорбирования убытков: отношение капитала и резервов к совокупным активам в настоящее время составляет 17,3% против 15% в июле 2008 г.
- Испытанные кризисом кредитные портфели, которые в 2008–2009 гг. прошли реструктуризацию.
- Неперегретый сегмент корпоративного кредитования, проблемы которого, как показывает история, порой не проявляются сразу, что отличает его от розничного сегмента, часто демонстрирующего формально более высокий уровень просрочки.
- Некоторое улучшение срочной структуры облигационных обязательств финансового сектора (снижение доли краткосрочных заимствований).

Слабые стороны:

- Почти 6% совокупных обязательств приходится на Центробанк, тогда как в 1 п/г 2008 г. зависимость от регулятора была нулевой. Возможности залогового кредитования в существенной мере исчерпаны.
- Сравнительная нехватка капитала первого уровня, связанная с быстрым ростом кредитного портфеля в 2011 г.
- Более низкая ликвидность баланса – впрочем, эту проблему смягчает подушка ценных бумаг (в основном локальных облигаций), которые не должны стать источником больших проблем, если Россию накроет новая волна кризиса.

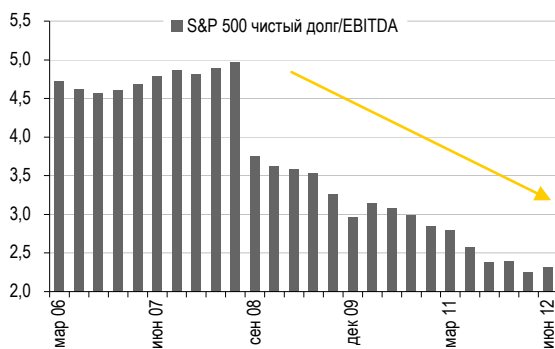
Подводя итог, отметим, что хотя отмеченных нами сильных сторон больше, они едва ли смогут перевесить слабые ввиду особого значения двух первых факторов из второго списка. На сегодняшний день единственный и очень осторожный вывод, который мы можем сделать, состоит в том, что *российский банковский сектор готов к шоку, сопоставимому с крахом Lehman Brothers, не хуже, чем в 1 п/г 2008 г.* Впрочем, на наш взгляд, этого не так уж и мало, учитывая, что в 2008–2009 гг. российские банки показали себя довольно неплохо. Отдельные, средние по масштабу случаи неплатежеспособности, которые мы наблюдали на пике кризиса ликвидности, несопоставимы с полномасштабным выкупом столпов банковской системы в развитых экономиках.

КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР

Американские и европейские компании сократили долг... Как мы уже отмечали, в период кризиса правительство активно помогало частному сектору рефинансированием задолженности, предоставлением госгарантий и субсидий, а также выкупом проблемных активов. К сожалению, необходимо признать, что долговая нагрузка российских компаний не снизилась, то есть в отличие от Европы и Америки в российском корпоративном сегменте делевереджинга не произошло. На графиках ниже видно, что отношение Чистый долг/ЕБИТДА компаний, входящих в индекс S&P 500, на данный момент сократилось до 2,4 против почти 5 по состоянию на середину 2008 г. То же самое можно сказать и про немецкие компании, входящие в индекс DAX, у которых отношение Чистый долг/ЕБИТДА опустилось с 9 до 3,5. Еще один показатель финансового левереджа, индекс отношения Долг/Активы, также снизился: у американских компаний – примерно с 37 пунктов в середине 2008 г. до 26 пунктов в настоящий момент, у европейских – вдвое: с 33 пунктов до 17 пунктов.

Финансовый левередж американских компаний...

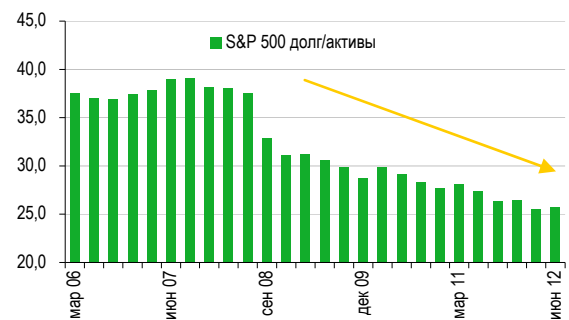
Индекс S&P 500 - чистый долг/ЕБИТДА



Источники: Bloomberg

...снизился за последние четыре года

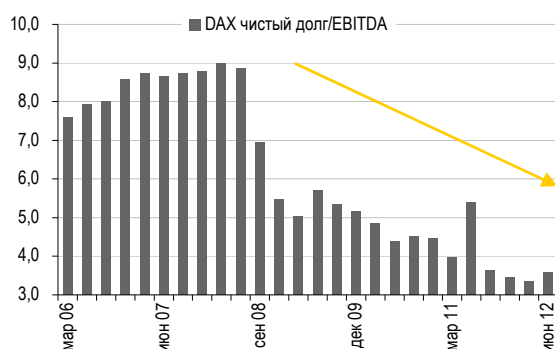
S&P 500 Index - долг/активы



Источники: Bloomberg

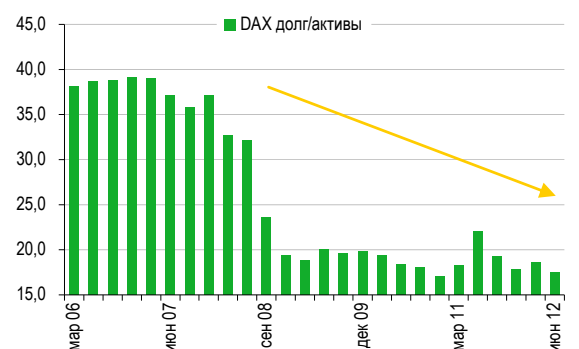
Как и левередж европейских компаний

Индекс DAX - чистый долг/ЕБИТДА



Источники: Bloomberg

Индекс DAX - долг/активы



Источники: Bloomberg

...а в России делевереджинга не произошло. Российские корпорации снижением долговой нагрузки похвастаться не могут. Соответствующие показатели финансового левереджа у компаний, входящих в индекс MSCI Russia, сейчас даже несколько превышают уровни середины 2008 г. Отношение Чистый долг/ЕБИТДА в данный момент составляет 0,7 против 0,5 четыре года назад, а индекс отношения Долг/Активы колеблется на уровне 18 пунктов, тогда как в середине 2008 г. его значение составляло порядка 16 пунктов. Как показано на графиках ниже, российские компании совсем недолго снижали долговую нагрузку, а в последнее время и вовсе возобновили ее наращивание. Однако стоит отметить, что показатели долговой нагрузки российских компаний в относительном выражении по-прежнему существенно ниже, чем у европейских и американских. В индексе MSCI Russia большой вес имеют нефтегазовые и электроэнергетические компании – долговая нагрузка этих секторов не самая высокая, однако основные тенденции динамики долговой нагрузки на графике отражены верно.

Фин. левередж российских компаний...

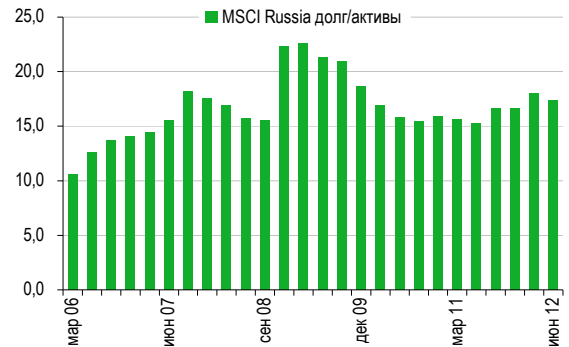
Индекс MSCI Russia - Чистый долг/EBITDA



Источники: Bloomberg

...вернулся на уровень 2008 г.

Индекс MSCI Russia - Долг/активы



Источники: Bloomberg

Долговая нагрузка выросла во всех секторах экономики. Мы решили более детально проанализировать состояние ключевых отраслей российской экономики, чтобы определить степень готовности каждого сектора к кризису, аналогичному разразившемуся в середине 2008 г. Мы собрали наиболее важные коэффициенты долговой нагрузки и кредитоспособности по каждому сектору, опираясь на данные финансовой отчетности за 1 п/г 2008 г. (либо за 2007 г., если компания не публикует полугодовые результаты) и за 2011 г. (либо 1 кв. 2012 г., если эти данные уже доступны). В расчет брались только данные отчетности по МСФО, все результаты приведены в таблицах ниже. Наш анализ показал, что долговая нагрузка выросла во всех секторах – это подтверждает результаты предыдущего расчета по компаниям из индекса MSCI Russia. Однако рост коэффициента Чистый долг/EBITDA был частично вызван снижением показателя EBITDA (например в металлургическом сегменте). Максимальная долговая нагрузка в настоящий момент отмечается у девелоперов, тогда как четыре года назад лидером по этому показателю был потребительский сектор. Быстрее всего долговая нагрузка увеличилась в секторе минудобрений, однако относительно других отраслей данный сектор выглядит не сильно закредитованным. Как и четыре года назад, наименьшая долговая нагрузка зафиксирована в нефтегазовой отрасли – единственном секторе экономики, у которого отношение Чистый долг/EBITDA ниже 1.

Финансовая стабильность корпоративного сектора

Отдельные финансовые показатели за 1 п/г 2008 г. и 2011 г.

	Потребительский сектор		Девелопмент		Горно-металлург. сектор		Электроэнергетика	
	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)
Чистый долг/EBITDA	2,7	1,6	2,4	4,6	1,6	1,8	1,2	1,2
Совокупный долг/Активы	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,1	0,2
Денежные средства/Краткосрочный долг	0,2	0,2	0,3	1,1	0,5	0,7	5,2	2,0
Краткосрочный долг/Совокупный долг	0,6	0,5	0,6	0,2	0,6	0,3	0,6	0,1
Долгосрочный долг/Совокупный долг	0,4	0,5	0,4	0,8	0,4	0,7	0,4	0,8
Долг (в ин. валюте)/Совокупный долг	0,1	0	0,3	0,1	0,9	0,7	0,0	0,0
Долг (в местной валюте)/Совокупный долг	0,9	1,0	0,7	0,9	0,1	0,3	1,0	0,7

	Нефть и газ		Телекоммуникации		Мин. удобрения		Транспорт	
	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)	1 п/г 2008(2007)	2011 (1 кв. 2012)
Чистый долг/EBITDA	0,5	0,6	0,4	1,4	0,2	1,2	1,3	1,9
Совокупный долг/Активы	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4
Денежные средства/Краткосрочный долг	0,9	1,3	1,2	1,1	1,5	1,3	0,5	1,1
Краткосрочный долг/Совокупный долг	0,4	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3
Долгосрочный долг/Совокупный долг	0,6	0,8	0,7	0,8	0,6	0,7	0,6	0,7
Долг (в ин. валюте)/Совокупный долг	0,8	0,7	0,9	0,3	0,8	0,8	0,5	0,4
Долг (в местной валюте)/Совокупный долг	0,2	0,3	0,1	0,7	0,2	0,2	0,5	0,6

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Компании лучше подготовлены к кризису, но риски сохраняются. Отмеченный нами рост долговой нагрузки несет ключевые риски для финансовой стабильности. Однако каждый сектор продемонстрировал снижение доли краткосрочного долга, что подтверждается статистикой по внешнему долгу. Кроме того, необходимо отметить, что в большинстве секторов (потребительский, девелоперский, металлургический, нефтегазовый, телекоммуникационный и транспортный) сократилась доля долга, номинированного в иностранной валюте. Это означает, что в случае девальвации рубля обслуживать валютные долги сейчас будет легче, чем четыре года назад. Компаниям удалось улучшить свою ликвидную позицию: во всех секторах, кроме потребительского и металлургического, денежных средств на балансах хватит для покрытия краткосрочного долга, тогда как четыре года назад этим могли похвастаться только электроэнергетический и телекоммуникационный секторы, а также производители минудобрений. Впрочем, стоит сделать ряд оговорок: мы используем балансовые показатели (к примеру, у металлургического сектора показатель за четыре года вырос, хотя остается ниже 1), при этом у многих компаний есть подтвержденные кредитные линии (особенно у тех же металлургов), а высокая ликвидность активов большинства ритейлеров поможет им найти денежные средства на погашение долгов в случае острой необходимости. С определенной осторожностью можно утверждать, что наиболее уязвимыми перед волной нового глобального спада выглядят металлурги, ритейлеры и девелоперы – им помощь понадобится в первую очередь, однако сейчас эти сектора все же лучше готовы к кризису, чем четыре года назад.

Прежде всего – опора на собственные силы. Как упоминалось выше, резервов, которые могут быть направлены на антикризисную поддержку, в распоряжении правительства стало меньше, поэтому корпоративному сектору надо, прежде всего, рассчитывать на собственные силы. Как показывают результаты нашего анализа, это вполне реально. Основным антикризисным инструментом станет курсовая политика, и в этом случае ослабление рубля будет выгодно в первую очередь металлургам, одному из наиболее уязвимых секторов. Кроме того, важно отметить, что в предыдущий кризис правительству приходилось выделять значительные средства компаниям (или их акционерам) ввиду срабатывания маржин-коллов, что было чревато переходом залогов (зачастую до блокпакета акций предприятия) к залогодержателям, по большей части представленным иностранными банками. Таким образом, кризис преподнес хороший урок акционерам, которые стали реже использовать блокпакеты в качестве залога, и сейчас риски перехода контроля к иностранным инвесторам существенно ниже, а значит, госпомощь в данном вопросе если и потребуется, то в гораздо меньшем объеме.

Резюме.

- Отношение Чистый долг/EBITDA за последние четыре года выросло, однако произошло это в основном за счет снижения рентабельности, а не накопления долга: как в 2008 г., так и сейчас примерно треть активов финансируется заемными средствами.
- Компании сейчас лучше готовы к кризису, чем четыре года назад: короткого долга стало существенно меньше, кроме того, в большинстве секторов сократилась доля долга, номинированного в иностранной валюте, что облегчит обслуживание обязательств при снижении курса рубля.
- Компаниям удалось нарастить ликвидную позицию по сравнению с четырехлетней давностью. Однако соотношение между денежными средствами и краткосрочной задолженностью у металлургов и в потребительском секторе остается ниже 1.
- В целом наиболее уязвимыми с точки зрения обслуживания долга выглядят металлурги, ритейлеры и девелоперы – им помощь понадобится в первую очередь, однако у государства на этот раз будет гораздо меньше финансовой свободы, чтобы эту помощь оказать.
- Тем не менее, есть факторы, которые смягчат течение кризиса и в наиболее сложных участках корпоративного сегмента. Во-первых, государство все же будет готово поддерживать компании через механизм гарантий, объем предоставления которых (правда, вместе с инфраструктурными проектами) может в 2013 году достичь 500 млрд руб. Во-вторых, удар по циклическим секторам должен быть меньшим, чем в 4 кв. 2008 г., поскольку сейчас российская экономика не перегрета. В-третьих, если, как мы показали выше, рубль действительно будет основной антикризисной мерой, его быстрое удешевление окажет существенную поддержку всем экспортерам.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как мы видим, на текущем этапе развития глобального долгового кризиса наименьшие опасения вызывают страны, проводящие независимую денежную политику. Несмотря на то, что долговая нагрузка таких государств, как Япония и США, значительно выше, чем, например, у Испании, именно последняя находится сейчас в фокусе внимания всего мира, поскольку для изменения любых параметров денежно-кредитной политики ей нужно обращаться к европейским национальным структурам. Россия в этом плане обладает большей гибкостью, и мы отмечаем, что управление курсом рубля (то есть удешевление национальной валюты) обещает стать основным инструментом борьбы с кризисом, если цена на нефть существенно снизится. Однако, помимо ведения независимой денежной политики, Россия (в сравнении не только с США и Японией, но также с Бразилией и Мексикой) остается в числе стран, наименее обремененных государственным долгом, и поэтому у нас есть все основания утверждать, что государственные финансы РФ вызывают сейчас наименьшее количество вопросов, и если не на внешнем, то на внутреннем рынке государственные облигации России вполне могут считаться «тихой гаванью».

Вместе с тем бюджет РФ рассчитан, исходя из высокой цены на нефть, при том что объем резервов России сократился по сравнению с 2008 г. как в абсолютном, так и в относительном выражении. Это означает, что в случае новой кризисной волны у правительства не будет возможности поддерживать компании, банки и муниципалитеты в той степени, в какой это осуществлялось в 2008–2009 гг. Соответственно, повышается значимость собственной кредитоспособности различных секторов экономики, в особенности наиболее нагруженных долгом заемщиков. Российские компании фактически не имели возможности привлекать акционерное финансирование в 2009–2012 гг., поэтому их долговая нагрузка не снизилась с момента коллапса Lehman Brothers. Более того, многие компании продолжали накапливать долг в расчете на постепенное восстановление рынков. Понятно, что если мир окажется во власти нового кризиса, эти финансовые модели будут далеки от реальности.

Впрочем, не все так плохо. Несмотря на то, что российским компаниям не удалось сократить долг, его структура стала выглядеть лучше. С 2008 г. доля короткого долга в портфелях негосударственных заемщиков заметно снизилась, сократился и относительный объем валютного долга, который был замещен рублевыми ресурсами. В финансовом секторе зависимость от оптового фондирования существенно снизилась, а наблюдающийся в настоящий момент недостаток ликвидности в банковской системе можно назвать «добровольным», поскольку он является следствием относительно быстрого роста портфелей в 2011–2012 гг., особенно в сфере розничного кредитования. Очень важно, что на страже стабильности банковского сектора всегда стоит Центробанк, обладающий третьими по размеру в мире золотовалютными резервами. В условиях умеренной инфляции ЦБ имеет возможность предложить банкам дополнительные объемы финансовой помощи, хотя, конечно, нельзя не отметить, что зависимость банковской системы от средств регулятора уже является высокой.

Итак, ЦБ поддержит банки, а Минфин – региональные бюджеты, и только корпоративные заемщики останутся либо без системной помощи, либо ее объем будет существенно меньше. Понятно, что основной удар примут на себя циклические сектора, тогда негативный эффект от падения ВВП в нециклических отраслях, как показывает опыт 2009 г., весьма невелик. Нефтегазовый сектор, который, казалось бы, должен первым пострадать от снижения нефтяных цен, сейчас не вызывает никаких опасений, поскольку за последние три года большинство компаний отрасли сумели значительно сократить долговую нагрузку. Таким образом, основные риски традиционно выпадают на долю добывающего, металлургического и строительного секторов, однако в этом отношении нынешняя ситуация выгодно отличается от 2009 г.: сейчас в российской экономике не отмечается перегрева. Как следствие, масштабы падения ВВП, а соответственно, и доходов компаний будут, согласно нашему сценарию, относительно небольшими. Кроме того, экспортерам поможет ослабление рубля.

Главный вывод нашего анализа: при падении цены на нефть до 60 долл./барр. у России есть хороший шанс избежать системной экономической катастрофы. Риски негосударственных заемщиков при этом, естественно, возрастут, однако это лишь подчеркивает и без того очевидный тезис о необходимости скрупулезной оценки кредитоспособности каждого участника долгового рынка без учета предоставления ему теоретически возможной помощи со стороны.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012

ООО «УРАЛСИБ Кэпитал»

119048, Москва

Ул. Ефремова, 8

+7 (495) 788-08-88

uralsib_research@uralsib.ru

