

Санкционный кризис

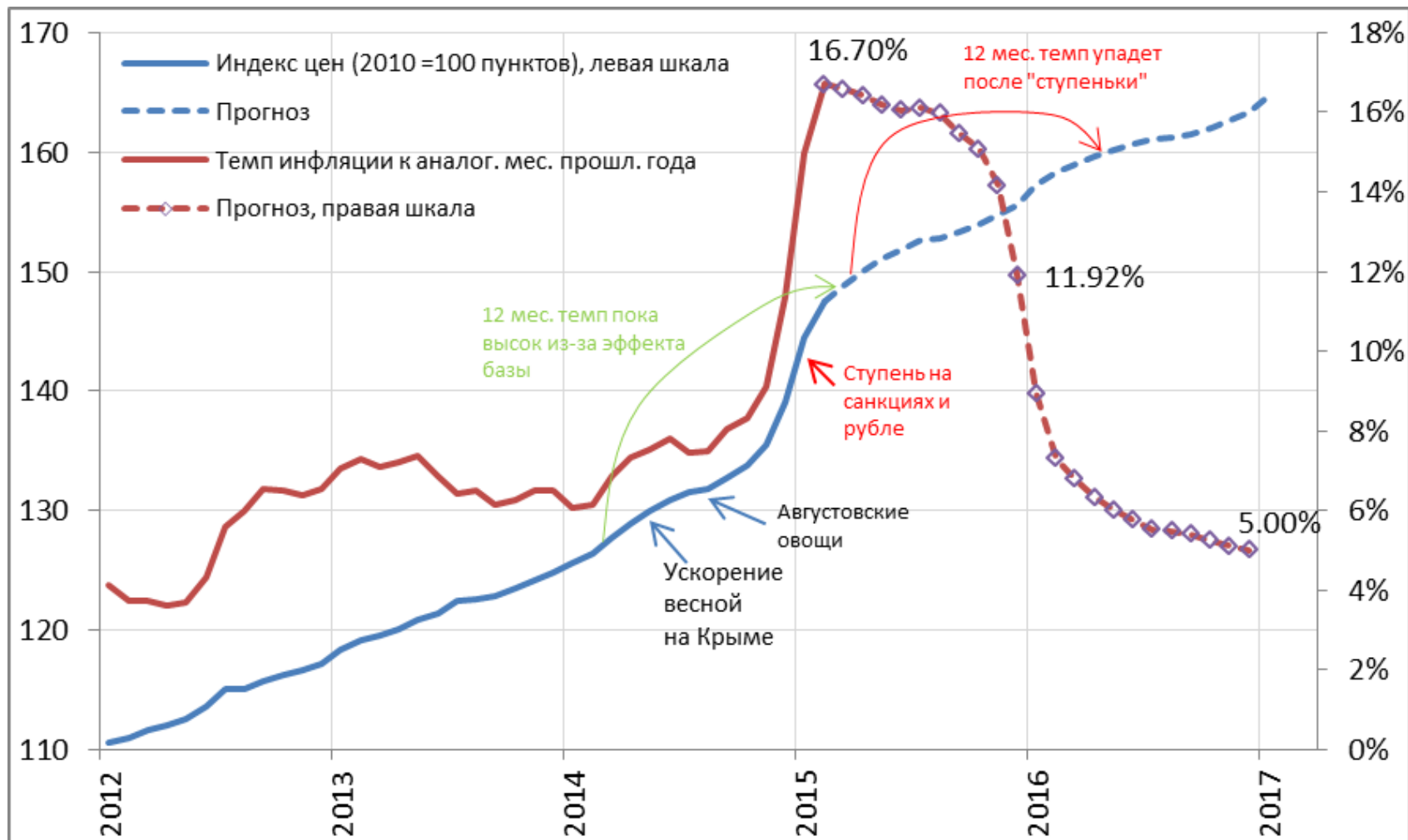
Для «Коммерсантъ - Прикамье»
2 апреля 2015

Дмитрий Тимофеев
Сертифицированный международный аналитик СИА
Начальник аналитического
отдела УК «Парма-Менеджмент»
Главный аналитик ПФПГ
Преподаватель НИУ ВШЭ-Пермь
Email: TimofeevDV@pfpgru

Санкции + долг = падение рубля

- Российский бизнес не может больше рефинансироваться на Западе, вынужден гасить долги по графику
 - долг банков и предприятий на 1 октября 614 млрд. долл.
- Экспортные поступления из-за падения нефти заметно сократились и появилась новая статья расходов – возврат долгов
- Валюты на импорт остается значительно меньше, чем раньше –
это причина падения рубля

Инфляция прошла пик в феврале



Три ступени падения курса: 1) Крымнаш 2) Конт санкции 3) Обвал рубля

Оптимизм нарастает

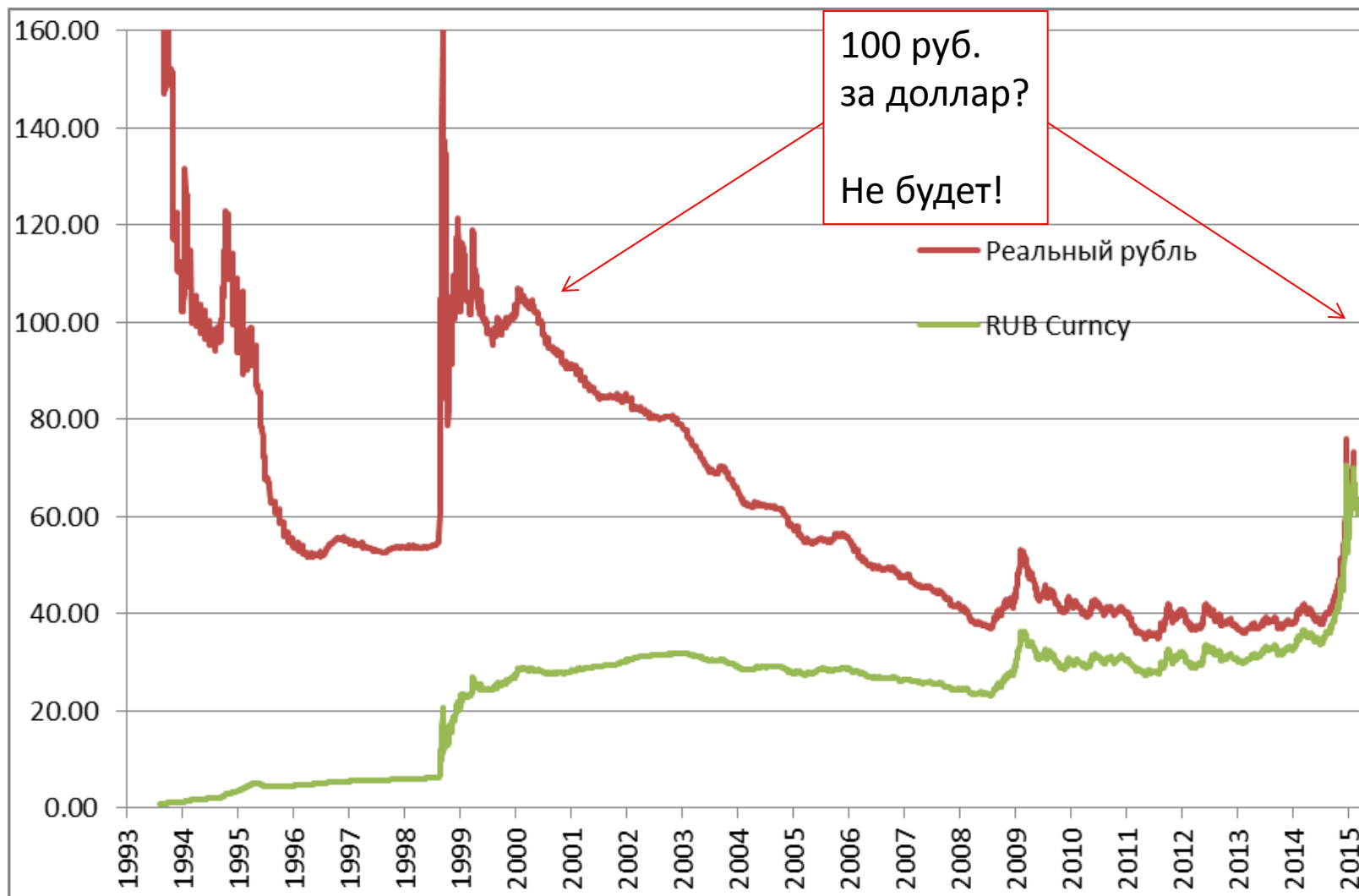
- Кризис оказывается не таким глубоким, как опасались
- Идет процесс пересмотра вверх ожидаемых в 2015-2016 гг. экономических показателей
 - ВВП вряд ли будет падать два года подряд. «Дно» ожидается весной или летом
 - Инфляция прошла пик, будет менее 10% через 12 месяцев
 - Центробанк отпускает «стоп-кран» высоких ставок
- Причина: плавающий курс рубля, развязывающий руки ЦБ и не позволяющий легко зарабатывать на падении рубля

Что определяет глубину кризиса

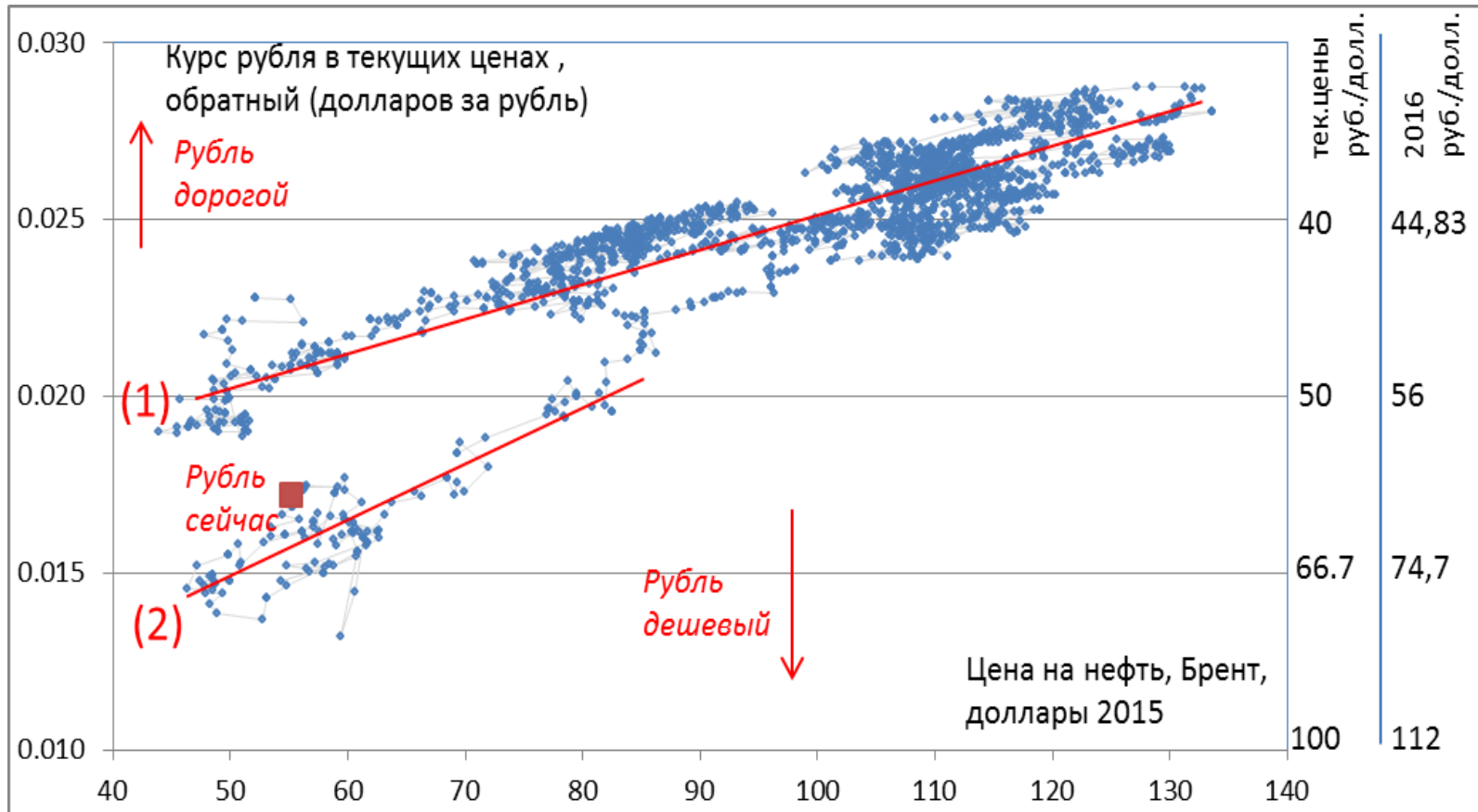
- Глубокие экономические кризисы происходят только при нарушениях денежно-кредитного обращения:
 1. Бегство от национальной валюты и большая инфляция (Россия 1992)
 2. Бегство в номинальные активы, дефляционный спад, включая «парадокс сбережений» Кейнса (Великая депрессия, развитые страны 2008/2011)
 3. Разрушение работы банков (Великая депрессия)

Правительство РФ первой мерой рекапитализировало самые крупные 30 банков, выделив ОФЗ в капитал.

Рубль отпустили «в плавание» во время потрясений от санкций

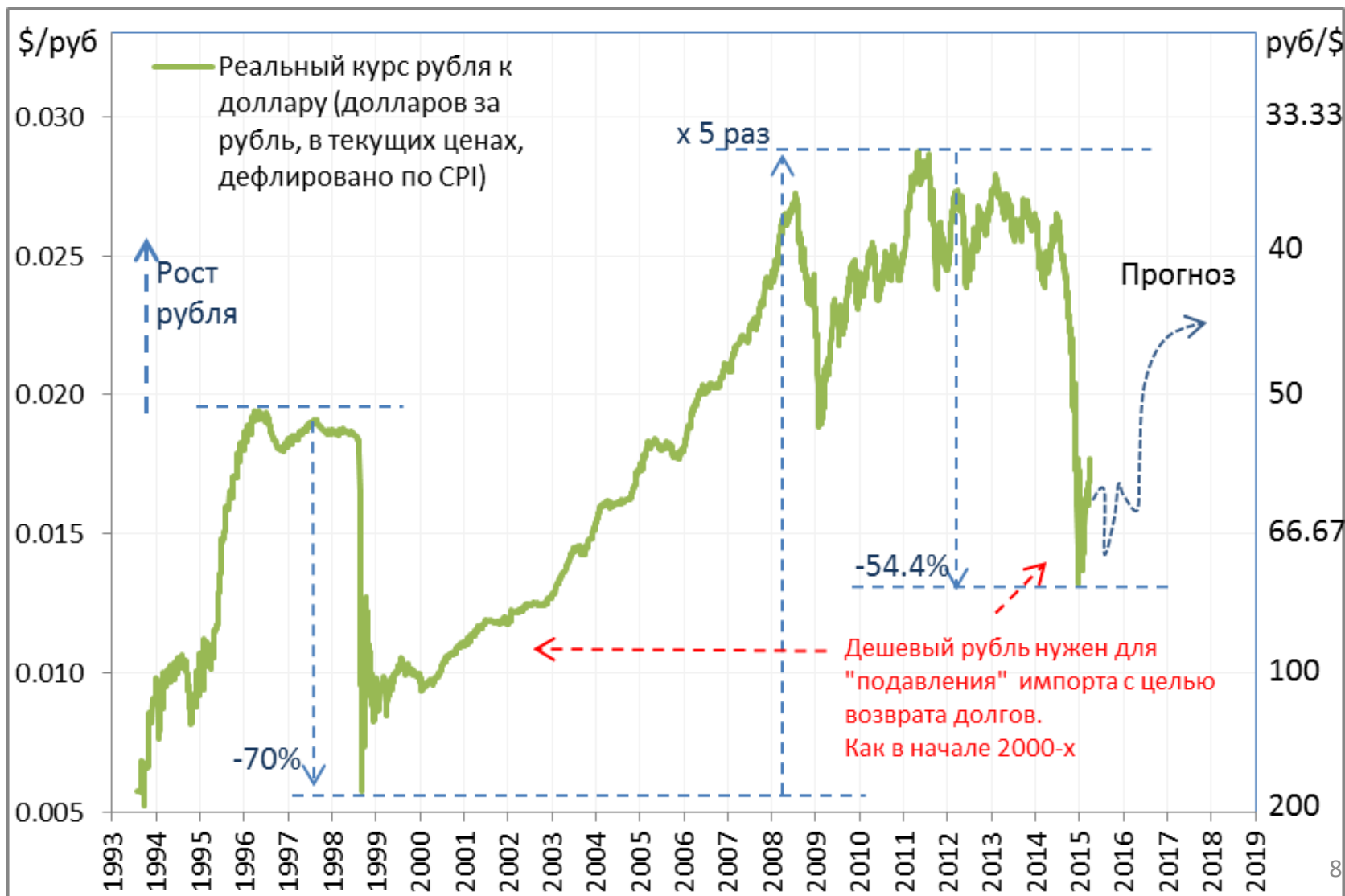


Зависимость нефть - рубль



- Модель «завтра будет как сегодня» работает лучше большинства экспертов.
(1) – такая модель
- Но эксперт лучше такой примитивной модели в случае «сломанной ноги». Санкции = «сломанная нога»

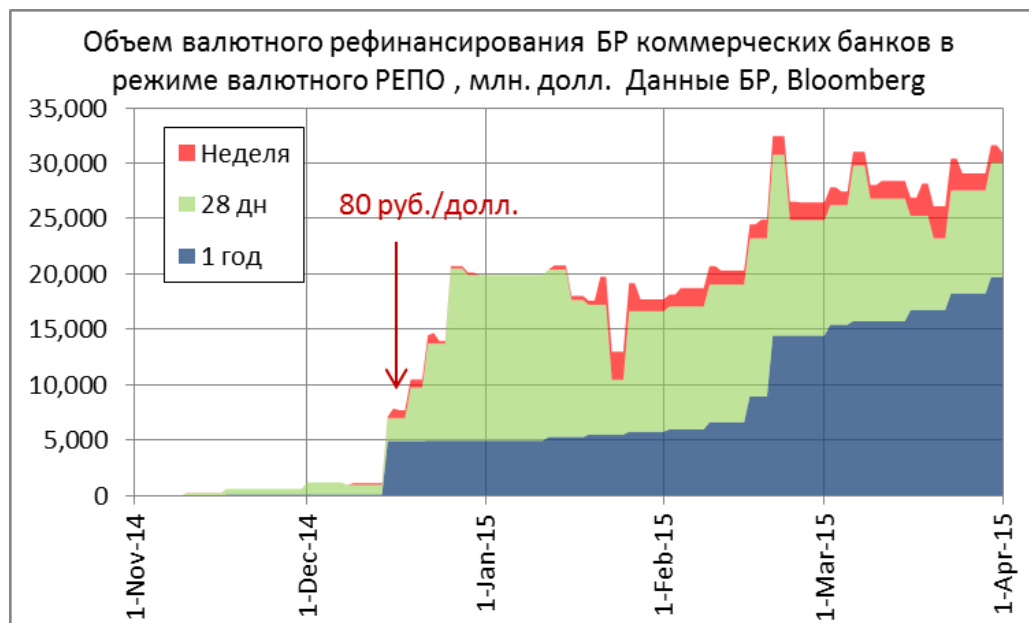
Реальный курс укрепится после восстановления нефти и возврата долга



«Отток капитала» (движение частного капитала)

- Некорректное название, порождающее неверные ассоциации (misnomer)
- Кроме РФ капитал много лет «уходил» из Японии и Германии
 - Меркель или Абэ - плохие, от них «бегут» деньги?
- Причин для «оттока» много. 1) Гашение долга (в т.ч. из-за санкций) 2) Избыток сбережений в стране 3) Высокий риск инвестиций в стране, поиск надежности 4) Недоверие к собственной финансовой системе и рублю

Противодействие «санкционному оттоку»



- Закрытие санкциями западного «кредитного окна» создает «отток» капитала на возврат долгов.

(1) Это перекашивает платежный баланс и роняет рубль

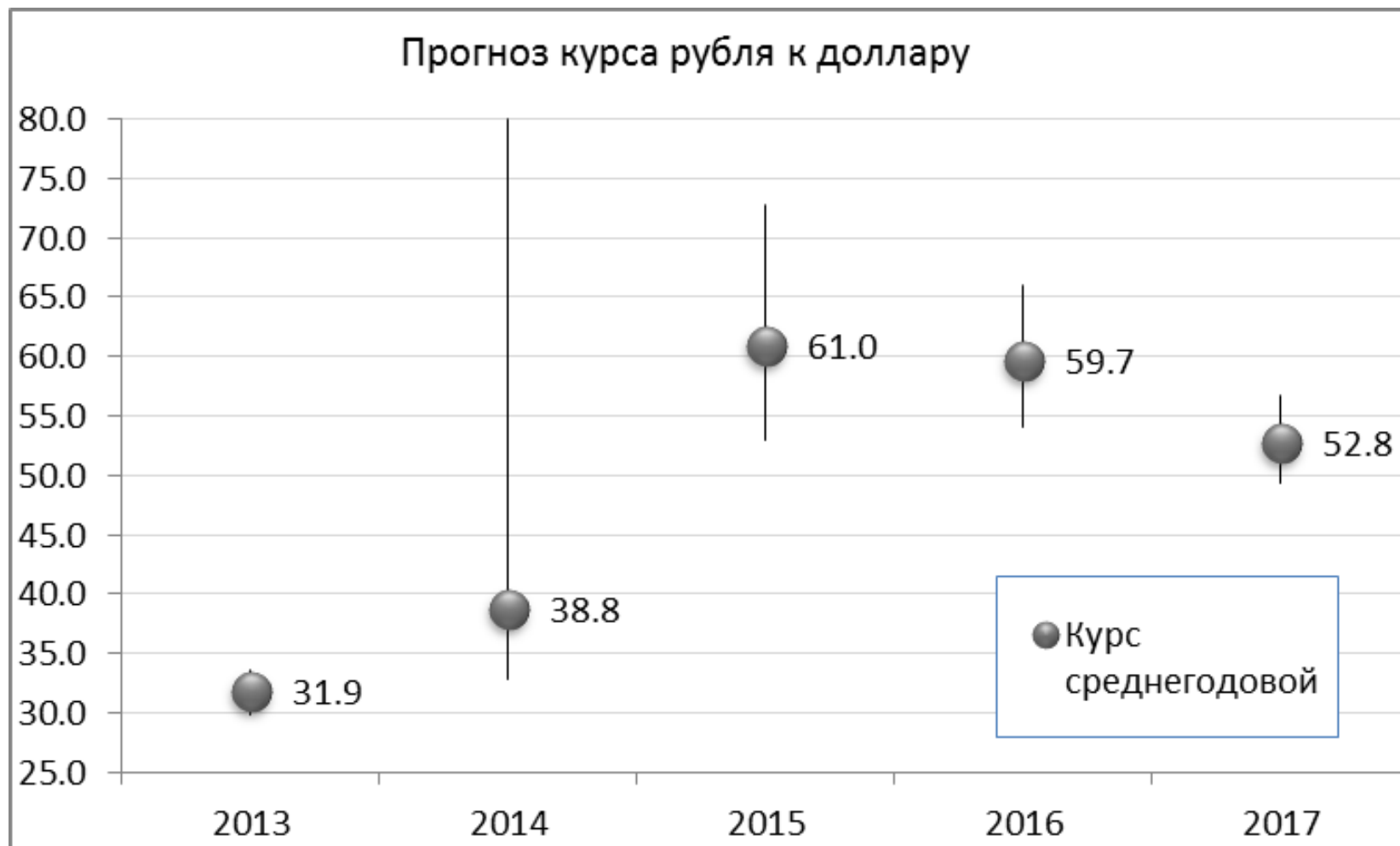
(2) Это создает избыточное напряжение на внутреннем кредитном рынке (на всех кредита не хватает)

- Что можно сделать? Рефинансировать внешние долги корпораций и банков за счет валюты, которая есть у Центробанка/Правительства РФ
- Это решает проблему (1) и (2)
- Однако мы, русские, долго запрягаем. Валюта дается только банкам

Смягчение денежной политики ЦБ – снижение ставок депозитов



Номинальный прогноз курса: 50++...60+ руб. за долл. надолго



Предположения о платежном балансе: «отток», нефть, ЦБ

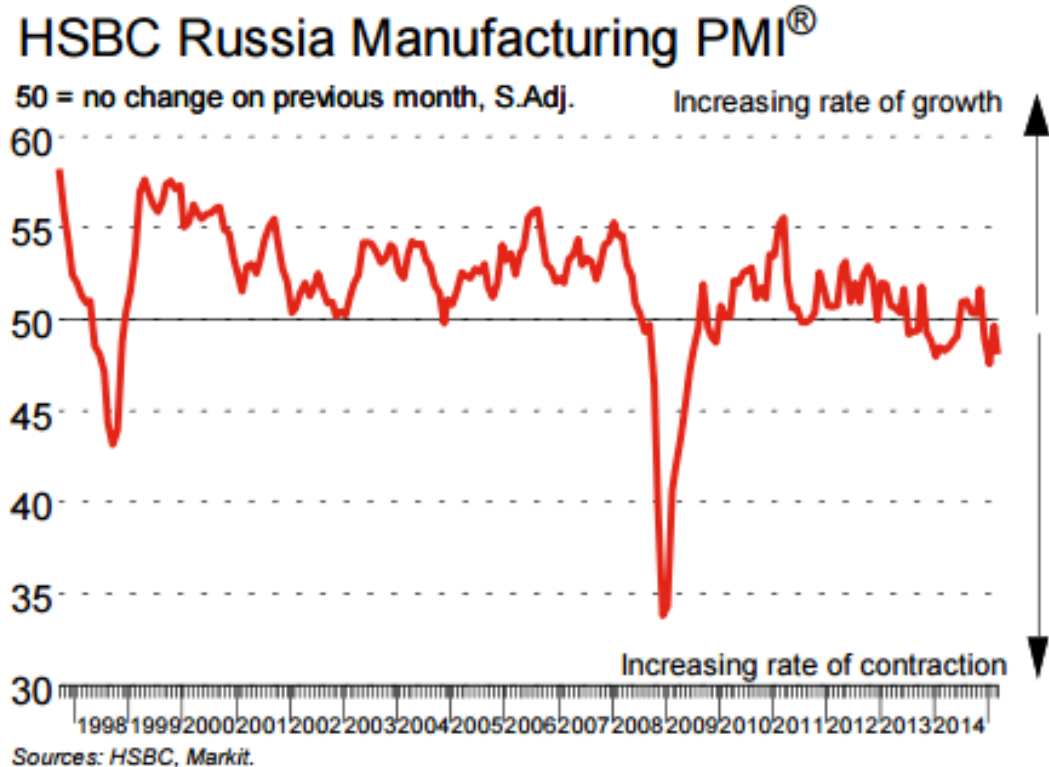
Показатель	2013	2014	2015	2016	2017
Цена на нефть, долл. за барр.	108.3	98	58	65	75
Экспорт, товары и услуги, млрд. долл.	593	561	426	450	491
Импорт, товары и услуги, млрд. долл.	-469	-429	-306	-331	-393
Сальдо первичных и вторичных доходов (NIRA), млрд. долл.	-90	-74	-62	-56	-50
Счет текущих операций, млрд. долл.	34	57	58	63	48
Счет операций с капиталом, млрд. долл.	-	-42	-	-	-
Финансовый счет, млрд. долл.	-34	-14	-58	-63	-48
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски), млрд. до	-62	-151	-110	-90	-35
Правительство и ЦБ, млрд. долл.	6	29	-3	-3	-3
Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост), мл	22	108	55	30	-10
Макс. курс	33.6	80.0	72.7	66.0	56.7
Мин.курс	29.8	32.8	53.0	54.0	49.3
Курс среднегодовой	31.9	38.8	61.0	59.7	52.8
Инфляция рубля, среднегодовая	6.8%	7.8%	15.5%	6.1%	5.0%
Инфляция доллара, среднегодовая	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%
Реальный импорт	469.0	421.8	295.3	313.7	364.9
Курс в ценах 2013 г	31.9	36.6	50.7	47.7	41.0
Падение реального импорта к уровню 2013	0.0%	-10.1%	-37.0%	-33.1%	-22.2%
Реальный RUB-USD к 2013 г	-	-12.8%	-37.0%	-33.1%	-22.2%
Эластичность импорта (изм.импорта при изм.реальн.USDRUB)	1				

Импортозамещение и голландская болезнь

- Почему у России большой импорт? Потому что большой экспорт
 - Нужно же чем-то иностранцам рассчитываться за нефть и газ
- Дорогие углеводороды приводили к голландской болезни
- Снижение нефти и курса на возврате долго снижает эту проблему

Промышленность РФ: скромный спад

Historical Overview



Снижение промышленности РФ в феврале минус 1.6% (к февр. 2014).

В 2009 году в январе-феврале падение было на уровне минус ~19%.

Месяцы текущего кризиса примерно совпадают с 2008/2009 гг.
Падение рубля - с сентября по январь. Высокие ставки с конца года.