

Внешние шоки 2015г: неприятно, но без катастрофы

20 июля 2015

- В 2015г обострились риски, связанные с ситуацией вокруг Греции, достижением соглашения по Ирану и более существенным и быстрым замедлением роста в Китае.
- Повышение ставки ФРС в 2015 году вызовет приток капитала в США. Но удорожание доллара – уже свершившийся факт, поэтому мы не ждем сильного снижения долларовых цен на биржевые товары в связи с этим фактором.
- Хотя уровень глобальной турбулентности рынков значительно вырастет, катастрофические сценарии в глобальном и региональном разрезах остаются маловероятными.
- Снижение цен на сырье, особенно на нефть, и дополнительная турбулентность на валютном рынке станут главными факторами влияния этих шоков на Россию.
- В результате восстановление российской экономики и ее выход из рецессии может быть отсрочен.
- В условиях текущей рецессии нарастание негативных последствий от рисков не будет носить обвального характера.

Риски и шоки 2015 года

Новые риски проявились в 2015г

Уровень макроэкономической неопределенности в 2014 году сильно вырос. Геополитический кризис на Украине, военные действия на территории соседнего государства значительно усилили политические риски и привели к настоящим экономическим шокам – последствиям применения экономических санкций ЕС и США. Падения цен на нефть в два раза в 2014 году тоже никто не ждал, а это падение сделало экономическую рецессию в России и валютный кризис неизбежными. В 2015 году ситуация выглядит более спокойной и предсказуемой (особенно во 2-м квартале 2015 года). Тем не менее, уже видны существенные риски внешних шоков для макроэкономической стабильности России, которые могут материализоваться в 2015 году и оказать значительное влияние на фундаментальные для страны факторы. Мы рассмотрим четыре основных события:

1) Выход Греции из еврозоны

1. **События вокруг Греции – Grexit:** Хотя ожидания рынков относительно развития по негативному сценарию сформированы и учтены в цене активов, трудно рассчитать конкретную динамику развития событий и учесть все риски. Прямой эффект Греции для России пренебрежимо мал, но нельзя исключить

шоков на валютном рынке, и девальвацию евро как риск для краткосрочной перспективы.

- 2) **Схлопывание пузыря на фондовом рынке Китая**
2. **Лопнувший пузырь на рынке акций Китая:** Замедление экономического роста в Китае стало фактом уже в 2013-14гг., но лопнувший пузырь на фондовом рынке (который потерял 30% капитализации в последний месяц) может ускорить этот процесс. Для России влияние этого замедления – шок спроса на сырье. Стоит ожидать снижения цен на энергоносители и металлы.
- 3) **Отмена иранских санкций**
3. **Соглашение по Ирану и снятие санкций со страны:** При всей позитивности этого события в принципе легко прогнозируется шок со стороны предложения на рынке нефти. Более того, этот фактор – практически немедленного действия.
- 4) **Повышение ставки ФРС**
4. **Повышение ставки ФРС:** В 2015 году начнется новый цикл денежной политики ФРС США. Мы ожидаем первого шага в сентябре–октябре 2015 года (октябрь более вероятен). Повышение ставки вызовет укрепление доллара, а значит, дополнительное снижение цен на золото и нефть.

Влияние шоков на Россию будет смягчено изолированностью от рынков капитала

Влияние перечисленных внешних шоков будет смягчено изолированностью российской экономики от мировых рынков капитала. В обычной ситуации глобальные шоки могли бы вызвать значительное изменение процентных ставок и отток капитала из России. Сейчас данный канал трансляции шоков перекрыт.

Но последствия все равно будут серьезными

Таким образом, при глубоком падении цен на нефть и новом витке дестабилизации на валютном рынке макроэкономическая ситуация в России может существенно отойти от нашего базового сценария: рецессия углубится, бюджет потребует большего финансирования, ослабление рубля ускорится, а курс станет еще более волатильным. Новое ускорение инфляции – серьезный вызов для денежных властей в такой ситуации. Сокращение реальных зарплат и доходов сформирует новые проблемы для банков.

Выход Греции из еврозоны

Вероятность выхода Греции из еврозоны выросла

Греческий долговой кризис в 2015 году обострился до предела. Первые две программы с «тройкой» не смогли остановить роста государственного долга, поэтому очередная реструктуризация была вопросом времени. После прихода к власти в январе относительно радикальной партии Syriza, выступающей за отказ от программы «тройки», развитие событий ускорилося.

Сценарий «Греция – в еврозоне»

Новая программа с «тройкой» откладывает, а не решает проблему гос.долга

Наименее травматичный и наиболее вероятный для ближайшей перспективы сценарий развития ситуации вокруг Греции – перекидывание проблемы на будущие периоды. Именно он реализуется сейчас. Пока европейские кредиторы согласились предоставить грекам только €7 млрд промежуточного финансирования. Из них €4,2 млрд будет выплачено в понедельник

20 июля ЕЦБ, а €2 млрд – МВФ, по просроченному долгу. Дальнейшее финансирование (€86 млрд) в рамках третьей программы Греции с «тройкой» ещё предстоит утвердить на уровне национальных парламентов. Кроме того, ЕЦБ увеличил объёмы предоставления ликвидности на €990 млн (до €90 млрд), поэтому с 20 июля греческие банки, возможно, смогут возобновить работу. Достигнутое соглашение носит временный характер.

Государственный долг продолжит увеличиваться

Во-первых, по расчётам МВФ, Греция не способна выплатить гос.долг. Даже полного списания €53 млрд, выданных в 2010 году из Greek Loan Facility, будет недостаточно для выхода долга на устойчивую траекторию. Пока Германия говорит, что списание долга «в принципе невозможно по соглашениям еврозоны», но опыт прошлой реструктуризации (private sector involvement в 2012 году) говорит об обратном. Кроме того, без списания долга МВФ, скорее всего, откажется от дальнейшего участия в «тройке», на котором настаивают европейские кредиторы.

Конкретных объектов для приватизации нет

Во-вторых, пока совершенно неясно какие именно активы на €50 млрд Греция собирается приватизировать в ближайшие годы. В соглашении лишь указано, что в фонд будут переданы «ценные активы». Предметы искусства и территории (острова), очевидно, не рассматриваются. Акции греческих банков, которые государство получит в результате скорой рекапитализации, будут стоить очень дешево. Продажа инфраструктурных объектов на €50 млрд вряд ли возможна. К этому вопросу кредиторы вернутся уже в 4кв этого года – именно неясный план приватизации был одним из самых критикуемых аспектов греческих предложений к «тройке».

Вероятность социальных волнений выросла

В-третьих, пакет мер, за который почти единодушно (229 из 300 голосов) проголосовал греческий парламент, напрямую противоречит результатам референдума двухнедельной давности. Социальные волнения и протесты неизбежны, хотя предсказать их масштаб мы не берёмся.

Grexit не отменяется, Grexit откладывается

Резюмируя, достигнутое соглашение будет «действовать» до тех пор, пока греки не убедятся, что принятый 15 июля пакет реформ не помогает остановить рецессию, дефляцию и рост гос.долга. В этот момент правительство решит ослабить бюджетную дисциплину, а кредиторы – приостановить очередной транш по третьей антикризисной программе. Более того, если несколько европейских парламентов отвергнут антикризисный план, или поддержки ЕЦБ окажется недостаточно для перезапуска греческих банков и отмены ограничений на потоки капитала, или МВФ откажется от участия в «тройке», то Grexit вновь станет одним из наиболее вероятных способов решения проблемы.

Хаотичный выход из Еврозоны

Grexit до конца года, по-прежнему, возможен

Благодаря промежуточному соглашению с кредиторами Grexit стал менее вероятным. Кроме того, европейские страны не раз предупреждали о подготовке к Grexit-у, т.е. технические и

законодательные решения будут в высокой степени готовности. Выход получится менее хаотичным. Если он всё-таки случится в этом году, то будет, на наш взгляд, развиваться следующим образом.

Окончательный момент Grexit-а будет определён ЕЦБ

Дефолт по государственным облигациям пробьёт брешь в балансах греческих банков на €46 млрд, из которых €13,6 млрд госдолга (данные ЕЦБ за апрель) и €30 млрд – инструменты с госгарантиями. ЕЦБ перестанет предоставлять ликвидность греческим банкам, а это €90 млрд в рамках программы ЕЦБ экстренного предоставления ликвидности ELA. Денег на рекапитализацию банковской системы у Греции нет, поэтому мы думаем, что будет выбран исландский вариант. Банки разделят на один «внешний» и несколько «внутренних» с одновременным мораторием на выплаты внешних долгов. Это позволит сохранить банковскую систему, жизненно необходимую для перезапуска роста после выхода из еврозоны. На этом острая фаза коллапса закончится, но сокращение экономики прекратится лишь к середине-концу 2016 года.

При этом резкого обесценения драхмы не будет

Первый ключевой вопрос: насколько обесценится новая греческая валюта (драхма)? Максимальная оценка – текущий дисконт, применяемый ЕЦБ для греческих облигаций в рамках ELA, а именно 45% (данные Bloomberg). Можно считать это вероятным курсом в случае пересчёта внешнего долга в национальную валюту. Но мы считаем, что эта оценка завышена. Счёт текущих операций Греции в 1 кв. был сбалансирован на уровне +0,2%ВВП (для сравнения в Исландии в 2008 году баланс СТО был -23%ВВП). Весь капитал, который можно было вывести, уже вывели, и вероятность полной отмены введённых ограничений на отток капитала крайне мала. Тем не менее, ситуация ухудшается из-за дефицита по торговому балансу (€1,3 млрд в мае). Пока потенциал обесценения драхмы, на наш взгляд, составляет 15%, но он увеличивается с каждым месяцем.

... и стоимость введения новой валюты невысока

Второй вопрос: стоимость введения новой валюты. Финансовые издержки перевода всей отчётности на драхму, на наш взгляд, в макромасштабе малы. Хотя переход, безусловно, создаст множество юридических проблем и займёт несколько месяцев. Издержки на печать новых драхм также более чем умеренные. В мире широко распространена практика печати банкнот у сторонних организаций:

Ставки по гос.облигациям не реагируют на ситуацию в Греции



Источник: Bloomberg

Основная часть долга находится на балансе евросистемы (всего €323 млрд)



Источник: Открытые источники

почти половина стран, имеющих собственную валюту, прибегает к подобным услугам. Цена купюры – от \$0,02 до \$0,06. По нашим расчетам, для замещения находящихся в обращении купюр евро (около 520 млн шт.) Греции потребуется всего \$21 млн. Подобные расходы, очевидно, серьезной проблемой не являются.

Бюджетной катастрофы в Греции также не ожидается

Выход из еврозоны, конечно, будет сопровождаться непредвиденными расходами. Пространства для бюджетного манёвра у Греции мало, но оно есть: в январе-мае первичный профицит бюджета центрального правительства составил €1,4 млрд, а первичный профицит консолидированного бюджета – €0,5 млрд. И у греков уже есть согласованный с «тройкой» план по дополнительному увеличению доходов бюджета. Серьезного сокращения расходов бюджета в реальном выражении не избежать, но бюджетной катастрофы не ожидается.

Резюмируя, скажем, что большую часть болезненного пути по выходу из еврозоны Греция уже совершила. Рецессии не избежать, но, на наш взгляд, она будет неглубокой и кратковременной.

Потенциальный эффект от выхода

Прямой эффект Grexit-а на еврозону будет небольшим...

Прямой урон от Grexit-а для стран еврозоны также будет умеренным. С 2008 года частный сектор практически избавился от греческих долгов, большая их часть (€213 млрд) сейчас находится на балансе евросистемы (ЕЦБ и система фондов EFSF, ESM, GLF). Списание долга с баланса евросистемы может потребовать дополнительных вливаний в капитал со стороны ЕЦБ. До старта программы количественного смягчения это могло бы стать проблемой, сейчас же это будет лишь частью QE. Прямой эффект от торговли, в силу небольшого размера греческой экономики, также будет неспособен затормозить рост еврозоны. Пока наши выводы подтверждаются динамикой ставок по гособлигациям стран периферии: они никак не отреагировали ни на дефолт по долгу МВФ, ни на результаты греческого референдума.

...а косвенный может стать последним шагом к развалу еврозоны

Но мы не переоцениваем текущее спокойствие рынков. Парадоксально, но чем более спокойным будет выход Греции из еврозоны, тем хуже это отразится на остальной еврозоне. Если Grexit окажется безболезненным, уже к концу года мы увидим в странах периферии рост активности политических партий, призывающих к выходу из еврозоны. Ставки по государственному долгу вырастут, ожидания окажутся самосбывающимися. Уже сейчас в докладах об устойчивости долга МВФ Италия, Испания, Ирландия и Португалия в красной зоне. Небольшое замедление роста, рост ставок, ослабление бюджетной дисциплины, сохранение низкой инфляции выводит их долг на траекторию роста. Grexit может стать окончательным триггером такого перехода.

Глобальный эффект: турбулентность валютного рынка и отток капитала с развивающихся рынков

Если события будут развиваться таким образом, евроскептиков станет ещё больше, евро может подешеветь до паритета с долларом США, а развивающиеся рынки вновь столкнутся с оттоком капитала

из-за роста глобальных рисков. Вот в этом мы и видим основной риск и основной канал влияния событий вокруг Греции на Россию. Дополнительный отток капитала из России в этом сценарии мы оцениваем в \$5 млрд в 2015 году.

Соглашение о снятии санкций с Ирана

Санкции с Ирана будут полностью сняты через несколько недель

Переговоры по иранскому вопросу шли очень тяжело, но компромисс достигнут. Стороны согласовали обязательства Ирана по сокращению числа центрифуг и 15-летний запрет на создание новых объектов по обогащению урана. В приложениях к документу прописан порядок снятия санкций, включая отмену санкций на иранский экспорт нефти, поставку оборудования для нефтяной отрасли, отмену санкций в отношении банковских операций, страхования и отключения от SWIFT. Санкции будут возвращены в случае нарушения Ираном соглашения. Документ вступает в силу через 90 дней после его одобрения Советом Безопасности ООН.

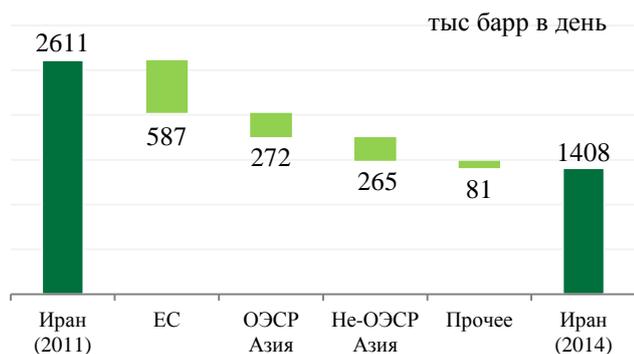
Это позитивный пример «быстрого» завершения санкций...

Соглашение между «шестеркой» (то есть США, Германией, Францией, Китаем, Великобританией и Россией) и Ираном стало прекрасной новостью, открывающей новые перспективы и перед Россией. Оно сделает возможным возобновление как полноценного сотрудничества в ядерной сфере, так и другие совместные проекты. А главное, подобное соглашение показывает возможность отмены самых жестких экономических санкций через 3+ года после их объявления (Кубе повезло значительно меньше).

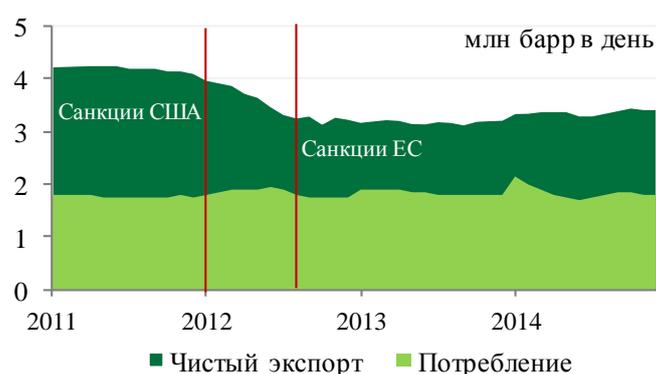
... и серьезный шок на рынке сырья

Тем не менее, снятие санкций откроет Ирану новые возможности в производстве и экспорте нефти, что учитывается всеми игроками рынка. Несмотря на то, что страна не сможет немедленно увеличить предложение нефти, ожидания рынков уже вызвали достаточно сильное движение нефтяных котировок вниз. Когда предложение нефти фактически увеличится, три основные тенденции проявятся резко: во-первых, цены на нефть пойдут вниз, а на короткий промежуток могут даже опуститься ниже \$50/барр. Во-вторых, спред между ценой марки Brent и ценой марки Юралс снова расширится до прежних \$2/барр. И в-третьих, ценовая война и борьба за доли

Сокращение экспорта иранской нефти по направлениям



Чистый экспорт и потребление нефти Ираном



Источник: EIA

Источник: EIA

рынка обострится, что вызовет повышение волатильности цен как по амплитуде их колебаний, так и по частоте ценовых изменений.

Каким может быть увеличение предложения нефти?

Восстановление экспортных поставок Ирана не за горами

Чтобы ответить на главный вопрос о дополнительных объемах предложения нефти, рассмотрим динамику производства нефти в Иране до введения санкций. Ведь добыча и экспорт иранской нефти серьезно пострадали из-за введения санкций со стороны США в конце 2011 и присоединения к ним ЕС летом 2012 года. На энергетическом секторе страны сказались и запрет на инвестиции в нефтегазовый сектор, и закрытие доступа на западные рынки капитала, и торговое эмбарго на покупку иранской нефти, а также запрет на страхование иранских нефтяных танкеров. Запрет на инвестиции сказался на производстве не сразу, но отложенный эффект ожидается продолжительным (затронет и первую половину 2016 года). Последствия других санкций сказались быстрее, но и восстановление после отмены санкций ожидается быстрым, потребует лишь несколько месяцев. Таким образом, динамика восстановления добычи в Иране начнется уже в октябре 2015 года.

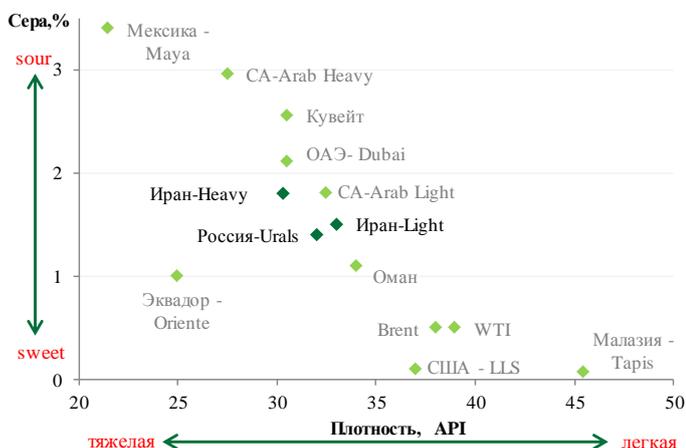
Экспорт иранской нефти снизился из-за санкций на 1,2 мб/д

Произведем простейшие оценки потенциального прироста производства. По данным EIA, с 2011 по 2014 год экспорт нефти (сырая нефть и конденсат) снизился на 1,2 млн барр/день, достигнув отметки 1,4 млн барр/день. Почти половина сокращения (0,6 млн барр/день) пришлось на снижение экспорта в ЕС. ЕС заместил импорт иранской нефти преимущественно поставками из других стран ОПЕК. С 2012 года доля Саудовской Аравии в импорте ЕС выросла с 5,9% до 8,8%, а доля Нигерии – с 4,1% до 8,2%. Доля России несколько снизилась: с 34,7% до 33,7% к 2014 году.

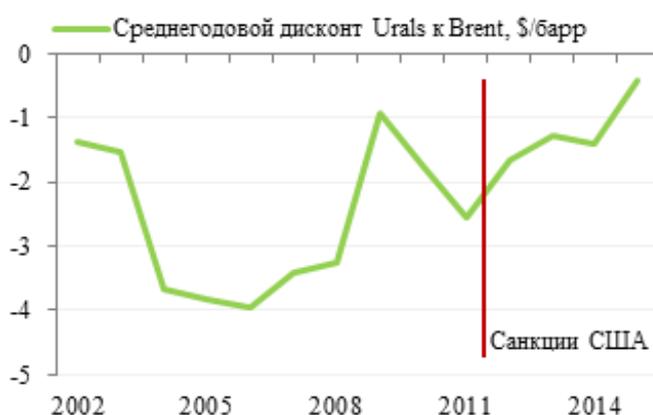
Потенциал восстановления +1 мб/д

Теперь Иран в течение нескольких месяцев с октября 2015 года сможет нарастить добычу на 0,5+ млн барр/день, а также отправить на экспорт накопленные запасы (оценки разнятся от 7 до 35 млн барр). Но потенциал дальнейшего роста предложения ограничен

Характеристики иранской нефти близки к сорту Urals



Сокращение экспорта Ирана способствовало снижению дисконта Urals к Brent



Источник: U.S. Energy Information Administration, based on Energy Intelligence Group

Источник: Reuters

низкими инвестициями в нефтегазовый сектор за последние три года санкций, и на горизонте 12 месяцев не превышает 1 млн барр/день.

...но в долгосрочной перспективе возможен больший рост объемов

В среднесрочной перспективе рост добычи может составить дополнительные 1 млн барр/день, но только при условии притока инвестиций международных энергетических компаний. И это достаточно вероятный сценарий: в мае этого года ряд компаний, в том числе Shell и Eni, сообщили о возобновлении деловых отношений с Тегераном и начале обсуждения их возвращения в Иран. Но все же трудно рассчитывать, что нефтегазовый комплекс страны вновь достигнет инвестиционной привлекательности образца 2010 года. Сейчас цены на нефть относительно низкие и не растут, а значит, и прибыльность таких инвестиций снижается.

Цена на нефть может упасть до \$48-50/барр Brent

Легко догадаться, что произойдет с ценой на нефть, если рынок получит дополнительные объемы. Согласно оценкам экспертов компании Роснефть, дополнительное предложение объемов 1 млн барр в день снижает цену на ~10%, то есть в нашем случае на \$6-7/барр. Это близко к консенсусу. По оценкам EIA (Управление энергетической информации США), снижение цен на нефть от полного пакета договоренностей по Ирану составит \$5-15/барр к базовому сценарию на 2016 год (базовый прогноз Управления - \$67/барр). Частично эффект уже учтен в ценах на нефть, так как рынками всегда учитывалась вероятность разрешения ситуации вокруг Ирана. Тем не менее, первоначальное предложение больших объемов из запасов (от 7 до 35 млн баррелей) вполне могут заставить рынки реагировать на соглашение достаточно остро. То есть нельзя исключать кратковременного снижения цены Brent до \$50/барр и более низкого уровня относительно базового прогноза \$55-60/барр в 2016 году.

Расширение спреда Юралс к сорту Brent

Иранская нефть схожа с российской

Иранская нефть схожа по характеристикам с российским сортом нефти Юралс. Иранская и российская нефть относятся к тяжелым, высокосернистым сортам, что при нормальных условиях рынка обеспечивает некоторый дисконт цены по отношению к маркерному сорту Brent. Во многом это объясняется технологическими особенностями переработки, которая проще и дешевле в случае легких сортов нефти.

Санкции на Иран способствовали снижению дисконта Юралс-Brent

Сокращение предложения иранской нефти после введения западных санкций в 2011-2012 годах способствовало снижению дисконта цены Юралс к Brent. Высокая взаимозаменяемость российской и иранской нефти, а также технологические ограничения на возможность НПЗ быстро переориентироваться на нефть другого типа, определили рост спроса на нефть Юралс.

Дисконт вряд ли сильно возрастет после их отмены

Отмена санкций, в таком случае, запустит обратный процесс – расширение спреда Юралс к Brent, но вряд ли дисконт превысит десятилетнее среднее \$2,5/барр. Точную оценку эффекта получить

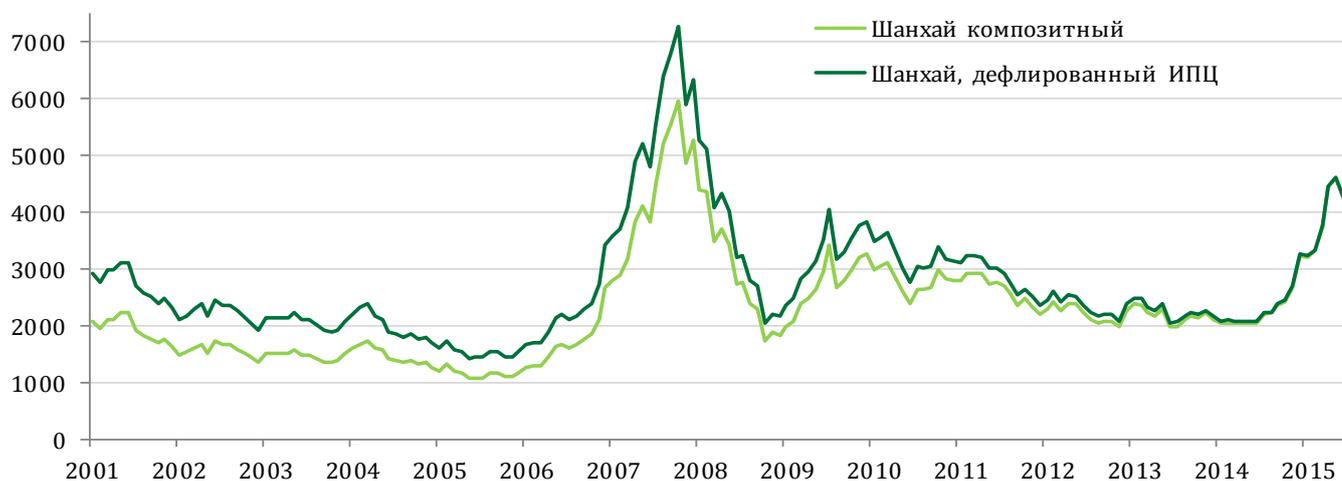
трудно: величина дисконта всегда отличалась высокой волатильностью и зависела от множества факторов, включая сезонные эффекты (летом дисконт сорта Юралс традиционно ниже). Сейчас цена Юралс даже превышает цену Brent из-за перебоев поставок сернистой нефти из иракской провинции Киркук, находящейся под контролем курдов. Но это временное явление. Не совсем ясно, сколько времени может занять расширение спреда. Но уже в 2016 году его стоит ждать, поэтому цена нефти марки Юралс из-за увеличения иранских поставок вряд ли превысит в среднем в среднем \$54-59/барр. в 2016 году.

Китай: замедление экономического роста

*Пузырь сдувается,
последствия неясны*

Падение фондового рынка Китая было таким быстрым и глубоким, что сформировало ожидания дальнейшего бесконтрольного снижения. Индекс Шанхайской биржи потерял ~30% с середины июня по начало июля. Учитывая стартовый уровень фондовых индексов в начале 2014г, снижение может продолжиться, так как за предыдущие 8 месяцев рост рынка составил 117%. Снижение капитализации рынка сейчас составляет около \$2 трлн (с \$10 до \$8 трлн, то есть с 100% до 80% ВВП). Многие аналитики опасаются негативных эффектов на экономический рост, особенно при продолжении падения. Но в последние две недели рынок стабилизировался. В период падения фондового рынка властями Китая активно обсуждалась возможность запрета IPO и создания Стабфонда для поддержки фондового рынка. Все 28 компаний с разрешением на размещение в 2015г решили его отложить. Последним действием властей стало введение шестимесячного моратория на продажу акций мажоритарными владельцами (более 5%). Тем не менее, несмотря на стабилизацию рынка, мы думаем, что это еще не конец истории. В настоящее время около трети компаний,

Фондовый индекс Shanghai Composite переживал времена и похуже



Источник: Haver Analytics, расчеты ЦМИ

представленных на Шанхайской бирже, занимают выжидательную позицию и не торгуют на рынке. Их выход на рынок может привести к новому росту волатильности.

Вероятно замедление роста экономики

Но все же катастрофического сценария для рынка мы не ждем, и негативные последствия для реального сектора в краткосрочной перспективе будут ограничены. У государства достаточно как резервов, так и контроля над финансовой системой, чтобы не допустить перерастания обвала фондового рынка в экономический кризис. Но экономического замедления избежать не удастся, что несет риски снижения цен на сырье.

Китай уже знаком с пузырями

Пузыри на фондовом рынке Китая бывали и раньше

Классическая динамика сдувания пузыря на фондовом рынке наблюдается в Китае не в первый раз. Предыдущий пузырь вырос в 2007 году, а сдулся в следующем, еще до наступления острой фазы мирового финансового кризиса. Особенно мощный рост фондовых индексов пришелся на 2007 год: на начало года индекс Shanghai Composite находился на уровне 2600, а к октябрю 2007г поднялся до 6100 пунктов (рекорд июня 2015г – 5150 пунктов). Объем фондового рынка Китая на пике капитализации тогда составил 131% ВВП (пик июня 2015 года – всего 100% ВВП).

Но отличия от текущей ситуации есть

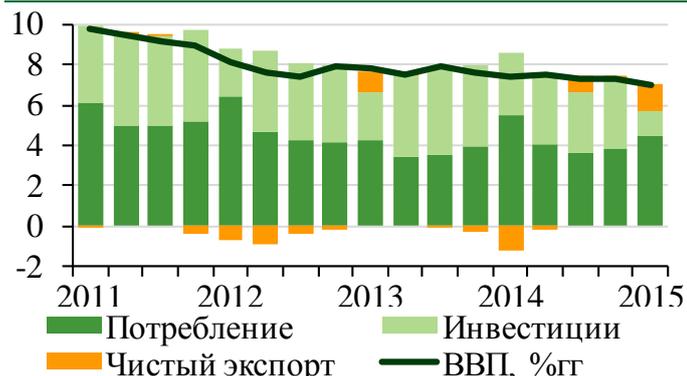
Народный банк Китая в тот период проводил сдерживающую монетарную политику – за 2006-07гг. ключевая ставка по годовому кредиту была поднята с 5,58% до 7,47%. Однако этих ограничений было недостаточно, рынок продолжал расти. Тогда доступ иностранного капитала на фондовый рынок был сильно ограничен, хотя и сейчас доля иностранных инвесторов остается невысокой и не превышает 10%. Еще одним важным отличием нынешнего пузыря от пузыря 2007 года выступает маржинальная торговля. В период пузыря 2007г. маржинальная торговля, то есть торговля на заемные средства, была запрещена. Сейчас она разрешена, что создает дополнительные риски для банковской системы.

Экономическое замедление Китая...

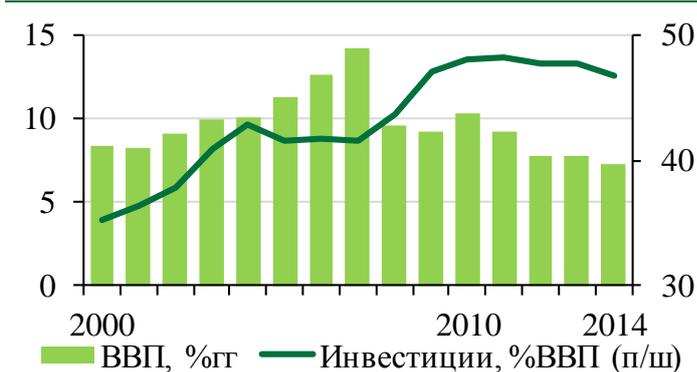
Замедление роста: планы и реальность

Китай был самой динамичной экономикой мира в последние 15 лет,

Потребление должно стать новым драйвером роста Китая



Наращивание инвестиций не поддержало китайскую экономику



Источник: Haver Analytics, расчеты ЦМИ

Источник: IMF

но пару лет назад стало заметно замедление его роста. Даже власти Китая, не склонные к публичному признанию наличия проблем в своей стране, все чаще используют термин «новая нормальность». Главным прорывом стало признание того факта, что замедление экономики носит структурный характер. Агрессивное наращивание инвестиций (до 48% ВВП) не привело к поддержанию высоких темпов роста. Исчерпание возможностей экспортно-инвестиционной модели роста вызвало необходимость делать ставку на новый драйвер роста – потребление. Однако рост потребления оказался недостаточным для поддержания высоких темпов роста экономики в целом. В настоящий момент китайская экономика переживает замедление, которое грозит перейти в «жесткую посадку». В 2014 году ВВП вырос на 7,4%, что является самым низким показателем в современной истории Китая. Замедление продолжается, все чаще звучат прогнозы, что целевой показатель роста 7,0% в 2015 году не будет достигнут. Если руководство Китая выберет путь либерализации экономики, то рост во втором полугодии замедлится до 6,0-6,5%, и замедление продолжится и в 2016 году. Попытка поддерживать экономику привычными мерами жесткого государственного регулирования может поддержать рост в 2015 и 2016 годах, однако в дальнейшем это может привести к полноценному экономическому кризису.

... заметно повлияет на мировую экономику

Стабильность китайской экономики нужна не только Китаю, но и развитым странам. Постепенно растет доля экспорта в Китай: для Японии этот показатель превышает 20%, для США – 12%, для Германии – 8%. Замедление в Китае может подорвать и без того медленное восстановление в развитых странах, которые также столкнулись с проблемой низких темпов роста потребления. Для России Китай важен как крупнейший мировой потребитель сырья и энергоресурсов, влияющий на мировые цены.

Дальнейшее смягчение денежной политики

У НБК есть простор для смягчения монетарной политики

В 2007 году для борьбы с пузырем на фондовом рынке и возможным перегревом экономики Народный банк Китая ужесточал монетарную политику и вводил дополнительные меры регулирования фондового рынка. Сейчас ситуация противоположная. Пузырь сдувается под воздействием немонетарных факторов, а экономика замедляется. С точки зрения монетарной политики нынешняя ситуация создает больше стимулов к смягчению. Китайский банковский сектор остается одним из наиболее зарегулированных в мире. Резервные требования чрезвычайно высоки (18,5% для крупных банков), отношение кредитов к депозитам не должно превышать 75%, а фактически находится ниже 70% (к 2016 году планируется отмена этого ограничения), ключевая ставка постепенно снижается, но остается довольно высокой. НБК с осени 2014 года снизил ключевую ставку с 6% до 4,85%. Резервные требования были уменьшены с 20% до 18,5%. У НБК есть возможность высвободить значительный объем ликвидности – по оценкам, снижение резервных требований на 50bp высвобождает с резервных банковских счетов около \$80 млрд.

Пространство для дальнейшего монетарного стимулирования экономики есть, так как инфляция держится на низком уровне (1,0-1,5%гг). Поэтому есть все основания полагать, что в течение 2015 года будет проведено еще несколько раундов снижения ставки и норм резервирования.

Эффекты схлопывания пузыря 2015 года

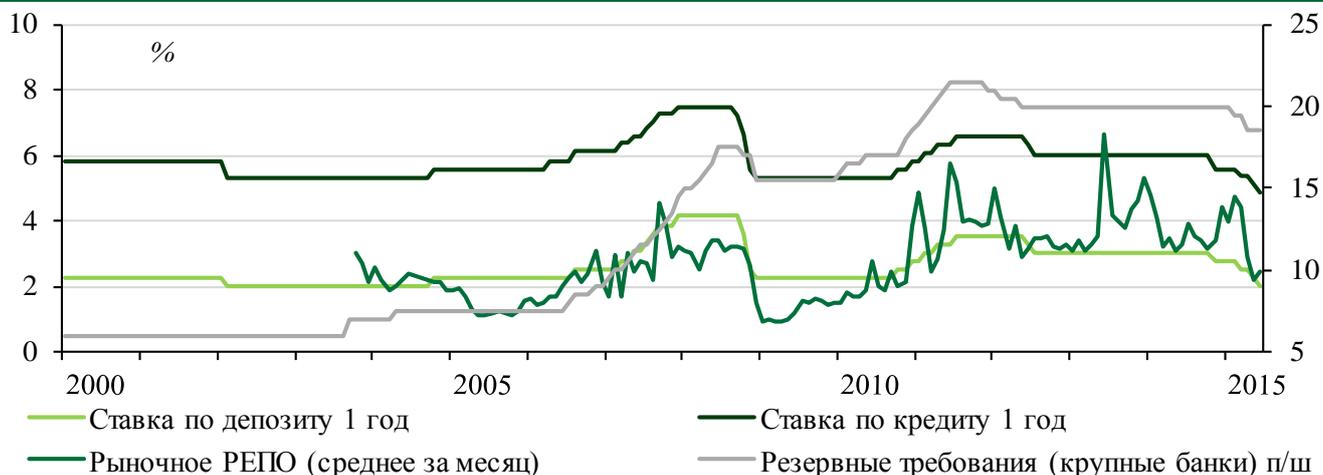
Роль фондового рынка в экономике не так велика, как в развитых странах

Эффект на банковскую систему и кредитование ожидается ограниченным, при условии что государство задействует рычаги влияния, поддерживающие кредитование реального сектора. Известно, что китайские коммерческие банки так или иначе контролируются государством. По оценкам Всемирного Банка, непосредственно государственное присутствие в капитале банковской системы составляет 67%. Но при этом эффективный контроль еще шире, так как государство/партия могут назначать топ-менеджеров и членов совета директоров. Кроме того, присутствие государства велико и в других финансовых отраслях, сопряженных с банковской системой: в страховании (80%+ контроля), трастовых компаниях (85%+), компаниях, торгующих на фондовом рынке (60%+). Например, индикатором степени влияния государства в сегменте брокеров стало недавнее коллективное обещание крупнейших брокеров не продавать акции на рынке при индексе Shanghai Composite ниже 4500 пунктов (опустился до 3500 в среду 8 июля).

Банковская система вне зоны риска

Благодаря государственному контролю над финансовой системой классическая спираль падения стоимости активов в кризис не сможет раскрутиться в полную силу. Рыночные индикаторы говорят о том, что банки чувствуют себя достаточно надежно – межбанковские ставки остаются на низком уровне, несмотря на панику на фондовом рынке. Но в долгосрочном периоде вмешательство государства в функционирование банков усугубит проблему скрытых плохих долгов.

Народный банк Китая имеет пространство для смягчения монетарной политики



Источник: Haver Analytics, Bloomberg, расчеты ЦМИ

Благосостояние населения снизится незначительно

Эффект на благосостояние домохозяйств также не выглядит значительным. Число индивидуальных инвесторов в Китае не превышает 90 миллионов. По оценкам HSBC, акции составляют менее 15% от активов домохозяйств, а участвуют в торговле на фондовом рынке менее 10% домохозяйств. Предыдущее падение фондового рынка в 2008 году, существенно большее по масштабам, практически не отразилось на темпах роста благосостояния домохозяйств.

Финансирование предприятий останется на прежнем уровне

Эффект на финансирование предприятий также будет незначителен. Объемы финансирования путем выпуска акций в Китае в 10-20 раз меньше, чем через традиционное банковское кредитование. В 2015 году новых банковских кредитов выдавалось в среднем на \$170 млрд в месяц, в то время как с выпусков акций предприятия получали по \$9,5 млрд в месяц.

Но проведение реформ замедлится

Эффект на реформы в финансовом секторе представляется нам одним из значимых негативных последствий:

- Применяемые правительством в настоящий момент меры по стабилизации фондовых рынков снижают доверие инвесторов к декларируемым намерениям о либерализации
- Рост плохих долгов в банковской системе и стресс в секторе управления активами заставят приостановить процесс повышения прозрачности финансового сектора и уменьшения роли государства
- Нежелательность оттока капитала из страны выразится в замедлении процесса либерализации внешнего счета капитала. Соответственно, конвертируемость юаня отодвинется дальше в будущее

Спрос на нефть со стороны Китая будет расти, хоть и медленнее

Эффект на мировые цены на нефть будет негативным в краткосрочной перспективе из-за роста неопределенности. Но рыночные аналитики считают, что спрос со стороны транспортного сектора (65% китайского спроса на нефть) будет не замедляться, а, напротив, ускоряться. International Energy Agency прогнозирует рост спроса на нефть со стороны Китая на 3,8% в 2015 году (3,0% в 2014 году) при экономическом росте в 6-7%. British Petroleum ожидает рост спроса на нефть со стороны Китая в среднем 3% в год в следующие 20 лет. Впрочем, эти прогнозы формировались еще до начала обвала фондового рынка. Мы ожидаем, что более сильное замедление роста экономики снизит, в свою очередь, и рост спроса на нефть. Однако вряд ли последний окажется ниже, чем в прошлом году. То есть эффект на цены на нефть в течение 6-12 месяцев не превысит \$2-3/барр, но он может сохраниться достаточно продолжительное время (до нового ускорения роста).

Медь и никель могут потерять до 25% цены

Эффект на мировые цены на металлы, вероятно, окажется сильным. Китай является крупнейшим потребителем меди и железной руды. В последний год, на фоне замедления экономики

Китая, все чаще шли разговоры о вероятном обвале цен на рынке металлов. Обвал фондового рынка поставит под угрозу одну из ключевых отраслей экономики Китая – сектор строительства, что негативно влияет на цены меди и стали. Но цены на сталь уже сейчас низкие – всего на 7-10% выше исторических минимумов, и они уже упали на 15% с января 2014 года. И цены на алюминий, опустившиеся на уровень ниже начала 2014 года, вряд ли будут сильно корректироваться. Резкое падение ждет цены на медь и никель, где Китай генерирует больше половины спроса (строительство небоскребов пострадает больше, чем индустрия в целом). Медь и никель могут потерять до 25% цены. Для российского экспорта это означает потерю до \$4 млрд в год.

Скрытая угроза: отсутствие прозрачности

Как и в любом другом анализе устойчивости китайской экономики, остаются белые пятна, связанные с непрозрачностью банковской системы.

Качество балансов банков неясно, дополнительный стресс несет риски

Проблема плохих долгов региональных и местных правительств, накопившихся в 2009-10гг в период кредитно-инвестиционного стимулирования экономики, остается нерешенной. Государство, а точнее, подконтрольные ему банки, предпочитают продлевать и рефинансировать плохие региональные долги. Дополнительные проблемы в кредитном портфеле из-за падения фондового рынка, некритичные сами по себе, несут риск дополнительного ухудшения баланса банков и могут привести к кредитному сжатию.

Повышение ставки ФРС

ЦМИ прогнозирует первое повышение ставки на октябрьском заседании ФРС

Ставка ФРС США находилась на технически минимальном уровне в течение последних 6 лет, и начало ее повышения, которое ожидается во второй половине года, обязательно отразится на финансовых рынках. В 2013 году только лишь известия об обсуждении в ФРС перспектив повышения ставки вызвали значительный рост рыночных долларовых ставок и отток капиталов с развивающихся рынков. Момент начала повышения и траектория движения ставки FFR (Federal Funds Rate) до сих пор неясны и остаются существенно зависимыми от перспектив экономического роста в США. Сейчас ясно, что повышение будет постепенным – пока директора ФРС прогнозируют ставку FFR около 0,8% к концу 2015г и менее 2% к концу 2016 года, но негативных рисков для роста США, в основном внешних, значительно больше, чем позитивных. ЦМИ прогнозирует первое повышение ставки на октябрьском заседании ФРС и ставку FFR в 0,5% к концу 2015 года.

Снижение биржевых долларовых цен не будет значительным

Повышение ставки ФРС может привести к некоторому удорожанию доллара относительно других валют развитых стран. ЦБ еврозоны и Японии не будут повышать свои ставки в краткосрочной перспективе, и доходность активов в долларах вырастет по сравнению с активами в евро и йене. А значит, при прочих равных, могут снизиться биржевые цены, номинированные в долларах США.

Простые расчеты показывают, что укрепление доллара на 1% вызывает снижение цен на золото на 1,4% и снижение цен на нефть на 2,9%. Но в 2015 году этот эффект на цены нефти/золота/металлов, вероятно, будет незначительным, так как будущее повышение ставок в США уже в значительной части учтено рынком. Можно даже сказать, что рынки (да и сама ФРС) были слишком оптимистичны в течение первой половины 2015 года и переоценили скорость повышения ставок. Соответственно, доллар, чей номинальный эффективный курс укрепился с августа 2014 года на 12%, может быть переоцененным уже сейчас. Это значит, что вероятная коррекция цен на золото не превысит 1-2%, а на нефть – 2-4%, что в целом находится в пределах обычной волатильности рынков.

Российская экономика после шоков

Ухудшение условий может быть резким:

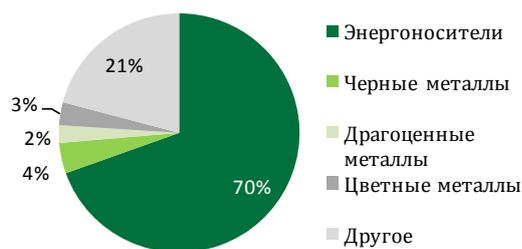
Если все шоки, описанные выше, реализуются, то внешние условия развития российской экономики ухудшатся. Главный удар придется по сокращению экспорта из-за высокой доли в нем металлов и энергоносителей. Но замедление в Китае повлияет не на объемы поставок, а только на цены.

Нефть и нефтепродукты составляют 70% экспорта РФ

Декомпозиция российского экспорта

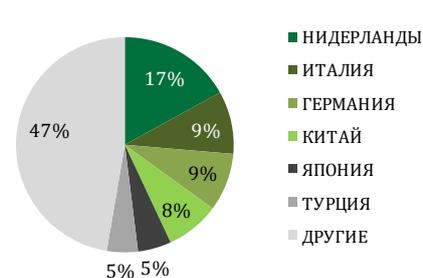
Товарная структура экспорта известна. Энергоносители (нефть, газ и нефтепродукты) составляют 70% от экспорта России, поэтому падение цен на нефть критично для его долларовой стоимости. Но направления экспортных потоков таковы, что дополнительного сокращения экспортных объемов мы не ждем. Действительно,

Структура экспорта РФ (\$497,8 млрд.)



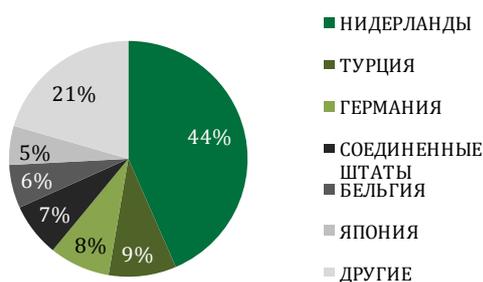
Источник: ФТС, данные за 2014 год

Рынки сбыта энергоносителей (\$346,1 млрд.)



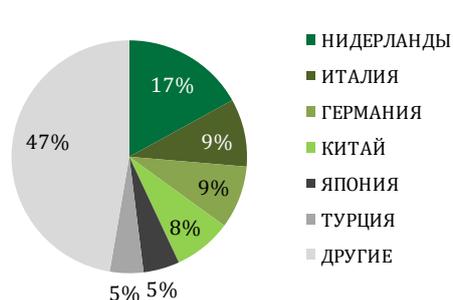
Источник: ФТС, данные за 2014 год

Рынки сбыта цветных металлов (\$15,5 млрд.)



Источник: ФТС, данные за 2014 год

Рынки сбыта черных металлов (\$23,7 млрд.)



Источник: ФТС, данные за 2014 год

главными рынками сбыта нефти и нефтепродуктов для России являются страны ЕС во главе с Нидерландами, откуда российские энергоносители реэкспортируются в третьи страны через порт Роттердам.

Меньшую долю занимают металлы

Существенно меньшую, но важную долю занимают черные металлы – 4,1% от экспорта, цветные металлы – 3,1% и драгоценные металлы – 2,4%. Древесина и изделия из неё занимают всего 2,2% в общем объеме. Основные поставки черных металлов и изделий из них проходятся на Турцию, США и партнеров по Таможенному союзу. В направлении поставок цветных металлов также с заметным отрывом лидируют Нидерланды. Доля Китая меньше 1%.

Доля экспорта в Китай мала, замедление Поднебесной не сильно отразится на физобъемах экспорта

На Китай приходится 7,5% российского экспорта, то есть \$37,4 млрд. Доля Китая высока только в экспорте энергоносителей, и она продолжает быстро расти. В 2014 году Китай стал четвертым рынком сбыта нефти и нефтепродуктов для России, что составило 74% всего экспорта РФ в Китай, то есть \$27,7 млрд. На втором месте экспорта в Китай – экспорт древесины (8,8%). Ядерные реакторы и руды составляют 3,7% и 2,8% соответственно. Таким образом, российский экспорт древесины в Китай, оцениваемый в \$3,3 млрд, составляет всего 0,7% от экспорта РФ.

Последствия падения цен на сырье

1) Падение цены Юралс до \$55/барр в 2016

Во-первых, в 2016 году восстановления цен на нефть до среднего уровня \$65/барр можно будет не ждать, с учетом эффекта от большего замедления в Китае и роста предложения иранской нефти средние цены марки Юралс могут составить только \$55/барр (и последующая траектория цен в 2017-18гг будет ниже прежде ожидавшейся).

2) Ускорение оттока капитала на \$5 млрд в 4 кв. 2015

Во-вторых, не исключен шок на валютном рынке в 4м кв. 2015 года, когда волатильность пары евро-доллар сильно вырастет. Падение рубля может превысить естественный уровень снижения, обусловленный падением цен на нефть. Отток капитала ускорится на дополнительные \$5 млрд в 4 кв. 2015 года (но снизится на столько же в 2016 году, когда ЦБР вернут репо).

3) Сокращение экспорта на \$7 млрд в 2016-17

В-третьих, из-за падения цен на металлы экспортная выручка в 2016 году снизится на \$4 млрд, а в 2017 году – на \$3 млрд.

Выход из рецессии откладывается

Результаты наших расчетов показывают, что в этих условиях страну ждет еще один год без роста потребления: инфляция снижается медленнее, чем в базовом сценарии, реальные зарплаты и доходы падают и в 2016 году. Выход из рецессии откладывается до 2017 года, но вклад чистого экспорта в рост останется положительным еще в начале 2016 года. Переход к режиму большей экономии бюджетных расходов станет неизбежным. Индексация пенсий пройдет в объемах, предлагаемых Министерством финансов, ниже инфляции (5,5% в 2016 году), что дополнительно ударит по доходам населения.

Выводы

Шоки обостряют старые проблемы, но сценарий не катастрофический

Хотя события, которые сейчас разворачиваются, могут иметь для мира поистине драматические последствия, Россию они затронут по касательной. Действительно, в периоды экономического бума подобные шоки могут развернуть тренды роста. Но в условиях рецессии изменения на качественном уровне не выглядят значительными. То, что страна оказалась отрезанной от мировых рынков капитала еще до появления новых вызовов, снижает ее уязвимость к новым шокам и уменьшает число каналов их передачи. В результате, негативное влияние сводится к снижению цен на сырье, небольшому ускорению оттока капитала и дополнительному снижению курса рубля. Политика гибкого валютного курса помогает экономике быстро адаптироваться к новым внешним условиям, снижая последствия шоков. Старые проблемы (например, истощение средств Резервного фонда в случае длительного периода низких цен на нефть), конечно, обостряются. Положение потребителей снова ухудшится (особенно в первые полгода после шока), а выход из кризиса займет больше времени. Но катастрофические сценарии никак не просматриваются.

Макроэкономический показатель	Период							
	2015_кв1	2015_2кв	2015_3кв	2015_кв4	2015	2016	2017	2018
Цены на сырье								
Нефть марки Юралс, долл./барр.	53	61	58	52	56	60	65	70
Экономическая активность								
Рост реального ВВП, %гг	-2.2	-3.5	-3.0	-3.2	-3.0	-0.5	2.0	1.3
Рост промышленного производства, %гг	-0.4	-4.9	-3.7	-3.1	-2.5	0.0	1.5	2.0
Рост розничной торговли, %гг	-6.4	-9.4	-5.8	-6.5	-7.0	0.5	3.5	3.0
Инфляция								
Рост индекса потребительских цен, %гг (на конец периода)	16.9	15.3	15.3	10.9	10.9	7.8	7.5	7.5
Ключевая ставка (% конец периода)	14.0	11.5	11.0	10.5	10.5	8.0	7.5	7.5
Курсы валют								
Курс рубля к доллару США, руб. (средний за период)	62.2	52.7	56.0	60.0	57.7	55.6	57.3	60.0
Внешний сектор								
Отток капитала, млрд. долл.	-33	-11	-13	-18.0	-75	-50	-60	-45
Счет текущих операций, млрд. долл.	28.9	19.2	14.5	16.4	79	55.0	61.0	46.0
Доходы населения								
Реальная средняя з/п, %гг	-9.0	-9.4	-8.4	-9.0	-9.0	-0.0	1.6	1.0

Обзор подготовили

Юлия Цепляева	YVTseplyaeva@sberbank.ru
Данир Зулкарнаев	DIZulkarnaev@sberbank.ru
Алексей Киселев	AVKiselew@sberbank.ru
Константин Козлов	KKKozlov@sberbank.ru
Кирилл Маврин	KPMavrin@sberbank.ru
Василий Носов	VDNosov@sberbank.ru
Александра Филиппова	AIVFilippova@sberbank.ru
Николай Фролов	NikVFrolov@sberbank.ru

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ (495) 747–38–79 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации.

Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.