



Ольга Лапшина

Начальник Отдела анализа долгового рынка
ОАО «Банк «Санкт-Петербург»

РУБЛЕВЫЕ СТАВКИ 2010: ОЖИДАНИЯ ПОЗИТИВНЫ

В период высокой неопределенности делать прогнозы становится значительно тяжелее из-за большого количества трудно прогнозируемых факторов, оказывающих существенное влияние на финансовые рынки. Однако формировать ожидания необходимо и в этой статье мы постараемся оценить возможное движение рублевых долговых ставок до конца 2010 г., опираясь на имеющиеся объективные факты.

Бюджет поможет

С момента начала кризиса фактор бюджета стал сильнее влиять на уровень внутренних ставок т. к. уже второй год бюджет РФ сводится со значительным дефицитом т.е. является источником притока средств на рынок. В этом году дефицит бюджета был запланирован на уровне 2,94 трлн руб., однако 14 июля Совет Федерации утвердил поправки в бюджет 2010, предусматривающие снижение дефицита до 2,43 трлн руб. Снижение дефицита произошло за счет пересмотра плана по доходам бюджета, а поводом для этого стало опережение исполнения плана по доходам. Так, в январе–июне доходы бюджета составили 3,99 трлн руб. или 57% первоначального плана, новый план по доходам предполагает, что доходы госказны составят 7,78 трлн руб. за год или 631 млрд руб. ежемесячно до конца года. Учитывая, что в апреле–июне среднемесячный уровень доходов бюджета составил 665 млрд руб., значения 631 млрд руб. выглядят не одиозный и более того, вполне реальный.

Итак, как видно из таблицы, в случае, если бюджет будет исполнен в соответствии с планом, то в оставшиеся месяцы 2010 г. рынок получит порядка 2 трлн руб. Однако с точки зрения баланса денег в экономике нас интересует в основном чистая бюджетная эмиссия, т.е. это те деньги, которые либо придут из-за рубежа, либо из бюджетных «копилочек», таких как Резервный фонд и Фонд национального благосостояния, а не будут взяты с вну-

тренного рынка, например путем размещений ОФЗ. Распределение источников финансирования дефицита бюджета РФ на этот год представлены на диаграмме 1.

На диаграмме приведены плановые объемы финансирования из РФ и ФНБ, а также фактически уже поступившие средства от внутренних и внешних заимствований (приведено чистое изменение внутреннего и внешнего долга). Стоит отметить, что размещение ОФЗ для финансирования дефицита бюджета — это фактически перекладывание из одного кармана в другой, поэтому с точки зрения притока «свежих» денег в систему более интересно размещение долга на внешнем рынке, а также трата накопленных резервов. Итак, на диаграмме видно, что фактически, если дефицит бюджета в этом году будет на том уровне, на котором он запланирован, то проблемы с финансированием не возникнет.

С точки зрения влияния на ставки можно сделать два вывода: во-первых, в оставшуюся часть 2010 г. нас ожидает

значительный приток средств из бюджета (порядка 2 трлн руб.), что будет поддерживать низкие ставки на денежном рынке и оказывать поддержку долговому рынку. Во-вторых, у Минфина нет острой необходимости исполнять программу внутренних заимствований «любой ценой», поэтому вероятность того, что он изменит свою текущую тактику и начнет проводить аукционы с премиями, продавливая цены вниз, невелика. Скорее всего, аукционы будут и дальше проводиться по мере необходимости и с учетом текущей конъюнктуры рынка. Таким образом, в настоящее время фактор влияния бюджета на ставки можно оценить как нейтрально-позитивный.

Внешнего оттока не ожидается

Если все пойдет по плану, до конца года бюджет выплеснет на рынок порядка 2 трлн руб. Хотя стоит, пожалуй, оговориться, что эта сумма может быть и меньше, в случае, например, если исполнение по расходам не будет 100%-ным или дохо-

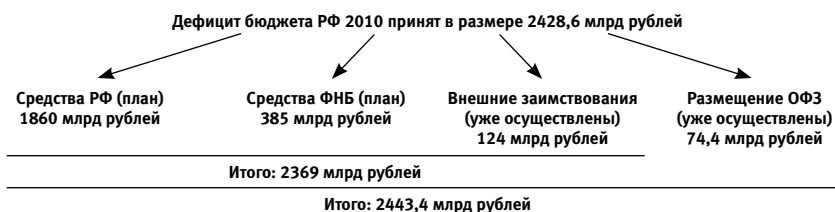
Таблица. Исполнение Федерального бюджета 2010.

| | План на год | Исполнено январь–июнь | К годовому плану, % | Среднее значение за январь–июль |
|-----------------------------------|-------------|-----------------------|---------------------|---------------------------------|
| ДОХОДЫ | 7 783,80 | 3 995,40 | 51% | 665,90 |
| Нефтегазовые доходы | 3 744,30 | 1 790,90 | 48% | 298,48 |
| Ненефтегазовые доходы | 4 039,50 | 2 204,50 | 55% | 367,42 |
| РАСХОДЫ | 10 212,40 | 4 435,30 | 43% | 739,22 |
| Дефицит (-), профицит (+) | -2 428,60 | -439,90 | 18% | -73,32 |
| Дефицит (-), профицит (+) в % ВВП | -5,4% | н/д | н/д | н/д |

Источник: Федеральное казначейство, собственные расчеты.



Диаграмма 1. Источники финансирования дефицита Федерального бюджета РФ 2010 г.



ды превысят даже пересмотренный вверх план. Что касается баланса внешнего сектора, то здесь все, также, неплохо. Теоретически платежи по внешнему долгу корпоративного сектора (т.к. выплаты по госдолгу уже учтены в бюджете) могли бы вызвать отток денег с внутреннего рынка. Но, исходя из графика внешних выплат до конца 2010 г., нас ожидает всего лишь один относительный всплеск платежей — в декабре (объем выплат превышает средний), остальные выплаты распределены по месяцам относительно равномерно. Кроме того, суммы выплат по месяцам не очень велики и вряд ли смогут оказать существенное влияние на рынок при условии сохранения текущей конъюнктуры. Так, общий объем платежей по внешнему долгу до конца года составляет 61 млрд долл. Отметим, что в первом полугодии 2010 г. объем аналогичных выплат составил 61,8 млрд, при этом сальдо текущего счета платежного баланса составило 50,2 млрд, а сальдо счета операций с капиталом осталось слабо положительным и составило 3,9 млрд долл. Т.е. приток капитала позволил покрыть все выплаты по внешнему долгу и более того, обеспечил положительное сальдо. Таким образом, в случае, если во второй половине года не произойдет существенных изменений в конъюнктуре рынка нефти (средняя стоимость нефти марки URALS в

январе-июне 2010 г. составила 75,85 долл. за баррель), нас ожидает приток из внешнего сектора порядка 50 млрд долл. Поэтому, если во втором полугодии цена нефти будет близка к 75 долл., то влияние внешнего сектора на рынок будет весьма позитивным.

Дефляция приходит не всегда

Еще один фактор, который может оказать влияние на рынок — это фактор инфляции. Темп роста цен не оказывает непосредственного влияния на ставки, однако он оказывает влияние на политику Центрального Банка в области регулируемых ставок. Учитывая, что цикл снижения ставок ЦБР, скорее всего уже закончен, сейчас рынок волнует вопрос, когда начнется цикл повышения ставки, катализатором которого может стать ускорение темпа роста цен. С января по июль 2010 г. накопленная инфляция составила 4,8% против 8,1% за аналогичный период прошлого года. Небольшая интрига заключается в том, произойдет ли сезонное снижение темпа роста цен в августе. В предыдущие годы в августе происходило значительное замедление темпа роста цен, в среднем на 0,5% по сравнению с месячным темпом за июль. Теоретически, в этом году снижение может быть несколько меньшим из-за того, что жаркое лето уничтожило часть урожая, однако по нашей оценке замедление все равно произойдет и в августе вполне вероятен нулевой прирост цен. Годовой темп инфляции в этом году ожидается на уровне 5,8–6%. Это уровень, который будет комфортен для рынка и который не вызовет ожиданий скорого подъема ставок ЦБР. Если инфляция в 2010 г. будет соответствовать прогнозам, то это будет самый низкий ее уровень не только с начала 2000-х гг., но и в целом в постперестроечный период.

Таким образом, угрозы для уровня ставок со стороны ценового давления пока, также, не отмечается. Влияние фактора инфляции до конца года можно оценить скорее, как нейтральное.

Риски стабильности

Основным риском для наметившейся стабильности уровня рублевых ставок будет ценовая конъюнктура на рынке нефти. К сожалению или к счастью, но наша страна пока что сохраняет существенную зависимость от мировых цен на нефть, являясь крупным экспортером сырья. Снижение цен на нефть может больно ударить по платежному балансу РФ, а также существенно снизить доходы бюджета, обостряя проблему финансирования его дефицита. Мы провели стресс-анализ, целью которого была оценка возможного уровня дефицита бюджета при различной цене на нефть. Расчеты показали, что критический уровень цены нефти марки URALS с точки зрения возникновения проблем с финансированием дефицита бюджета и сбалансированности торгового баланса находится на уровне порядка 55–60 долл. за баррель.

Также необходимо отметить, что определенные опасения вызывает наметившееся ослабление бюджетной дисциплины. Так, если ранее для целей планирования доходов бюджета обычно использовался весьма консервативный прогноз цены на нефть, то в последний вариант бюджета был заложен прогноз цены нефти в 75 долл. за баррель, что вряд ли можно назвать консервативным сценарием. Кроме того, дополнительные доходы бюджета, полученные сверх плана, не были целиком пущены на покрытие уже существующего дефицита бюджета, а были отчасти распределены на новые расходы, в результате чего расходная часть бюджета увеличилась на 325,5 млрд рублей.

Резюме

Таким образом, в настоящее время основные факторы российского рынка говорят о том, что уровень ставок будет сохраняться на низком уровне, а при условии отсутствия значимых потрясений весьма вероятно умеренное снижение до конца года. Это снижение будет результатом притока свежих денег на рынок. Так, бюджет в оставшиеся месяцы обеспечит приток порядка 2 трлн руб., ожидается, также, внешний приток по торговому балансу, при этом риск разгона инфляции остается пока достаточно призрачным, что не позволяет ожидать изменения направления политики регулятора в сторону повышения регулируемых ставок. Основной риск остается прежним — это существенная коррекция цен на нефть. ■

Диаграмма 2. Годовые темпы инфляции в РФ в 2000—2010 г.

