

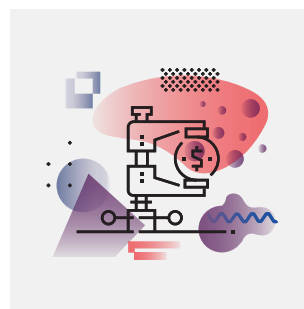
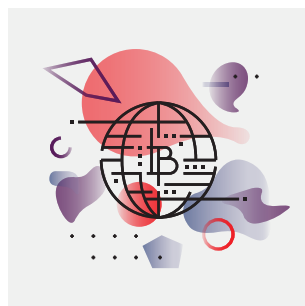
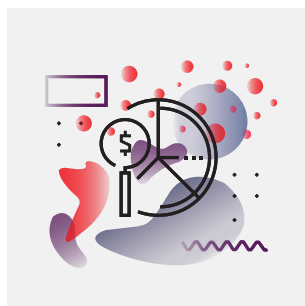
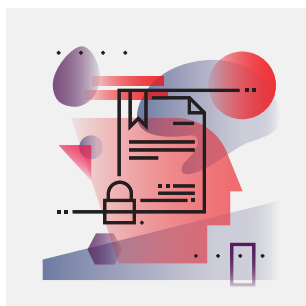
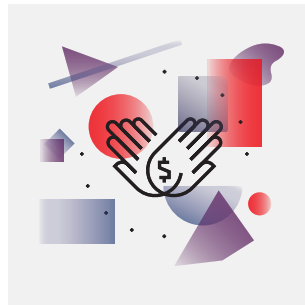


АНАЛИТИЧЕСКИЙ ЦЕНТР
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Валютный риск от “carry trade” может стать значительной угрозой для экономического роста в России

Специальный обзор

Май 2017



Оглавление

Резюме	3
Жесткая монетарная политика позволила Банку России добиться стабилизации финансовых рынков и практически достичь целевого уровня инфляции в 4% уже в I квартале 2017 года	4
Низкая инфляция и высокий уровень реальных процентных ставок стимулируют наращивание международными инвесторами вложений в рублевые долговые инструменты	7
В текущих условиях возможности Банка России для дальнейшего существенного смягчения монетарной политики сильно ограничены	14
Отсутствие возможности снизить процентные ставки по кредитам в совокупности с низкой рентабельностью российских предприятий не позволит экономике выйти на устойчивый рост	18

Резюме

- Умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России была направлена на поддержание тенденции к устойчивому замедлению инфляции до 4% к концу 2017 года. Тем не менее, даже достижение цели по динамике индекса потребительских цен может не позволить регулятору продолжить стремительное снижение ключевой ставки в связи с усилившимися инфляционными рисками на фоне резкого роста волатильности на сырьевых рынках, где цена на нефть в мае опускалась ниже 50 долл. за баррель марки Brent впервые с ноября 2016 года.
- Кроме того, увеличивающийся уровень реальных процентных ставок, который стал одним из самых высоких среди экономик БРИКС и развитых стран, стимулировал приток большого объема спекулятивного капитала в рамках стратегии “carry trade” со стороны зарубежных инвесторов. В итоге даже при сохранении инфляции вблизи целевого уровня в случае существенного снижения ключевой ставки в краткосрочном периоде инвесторы предпочтут изъять значительную часть портфельных инвестиций, что может привести к новому витку девальвации национальной валюты и скачку инфляционных ожиданий.
- В текущих условиях, когда поставленная цель по инфляции уже практически достигнута, возникла проблема «замкнутого круга»: регулятор не может перейти к активному понижению ключевой ставки, не спровоцировав тем самым негативных последствий, которые вновь приведут к усилению волатильности на валютном рынке и росту инфляционных рисков. В среднесрочной перспективе это может стать серьезным ограничением для обеспечения устойчивого роста российской экономики, поскольку сохранение высокого уровня процентных ставок по инвестиционным кредитам при снизившейся рентабельности бизнеса не позволяет в достаточной степени поддержать инвестиционный спрос.

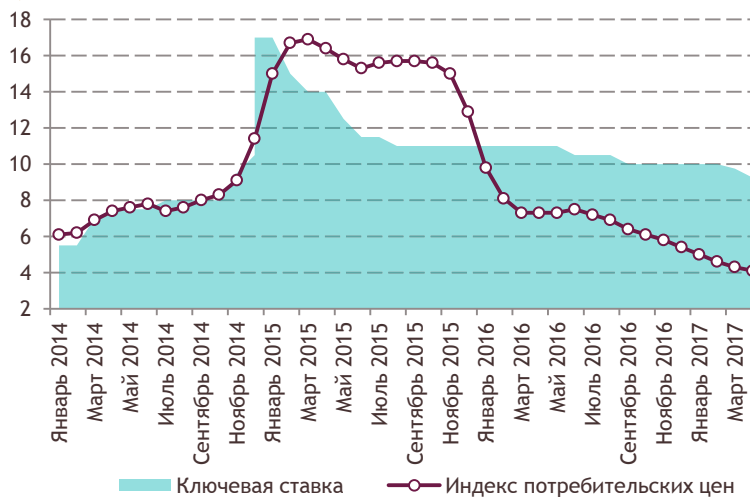
Жесткая монетарная политика позволила Банку России добиться стабилизации финансовых рынков и практически достичь целевого уровня инфляции в 4% уже в I квартале 2017 года

Резкое ужесточение параметров денежно-кредитной политики в 2014 году было необходимо для быстрого и эффективного подавления развивавшихся кризисных явлений и предотвращения самого негативного сценария развития событий на финансовых рынках

Ужесточение параметров денежно-кредитной политики в 2014 году позволило Банку России стабилизировать ситуацию на локальном валютном рынке после самого сильного с 2008 года обвала нефтяных цен. Заметному усугублению ситуации способствовала необходимость аккумуляции значительного объема валютной ликвидности со стороны корпоративного сектора для погашения внешней задолженности в условиях действия санкций и ограниченного доступа к международным рынкам капитала. По мере стабилизации ситуации регулятор начал постепенно смягчать денежно-кредитную политику: с февраля по август 2015 года ключевая ставка была снижена на 6 п.п. до 11%.

Динамика ключевой ставки и индекса потребительских цен

%, данные Thomson Reuters и Банка России



Однако даже при приближении к целевому уровню инфляции в 4% регулятор сохраняет сдержанный настрой относительно скорости снижения ключевой ставки

Дальнейшие решения Банка России относительно уровня ключевой ставки были во многом связаны с динамикой инфляции. Высокие темпы роста цен (12,9% по итогам 2015 года) вынудили регулятора затян timer паузу в цикле смягчения денежно-кредитной политики и удерживать ключевую ставку на уровне 11% в течение десяти месяцев вплоть до июня 2016 года. В итоге продолжительное сохранение жестких параметров моне-

Длительное сохранение умеренно-жестких параметров монетарной политики позволили сформировать устойчивую дезинфляционную тенденцию

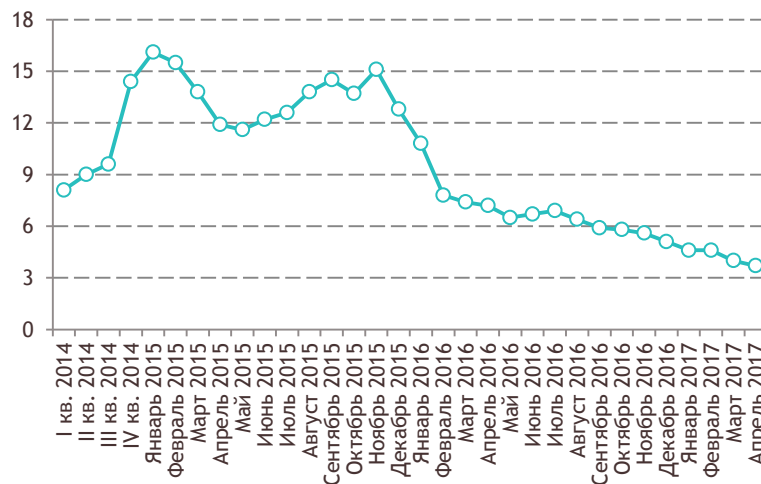
тарной политики способствовало формированию устойчивой дезинфляционной тенденции: по данным Росстата, к концу 2016 года инфляция снизилась до 5,4%, а уже к концу апреля 2017 года рост цен замедлился до 4,1% в годовом выражении, вплотную приблизившись к целевым 4%.

Если в продовольственном сегменте существенный вклад в замедление роста цен внес высокий урожай 2015-2016 годов, то в динамике цен на непродовольственные товары не последнюю роль сыграло дезинфляционное влияние укрепления рубля и сдерживающий эффект слабого внутреннего спроса, связанный с падением реальных располагаемых доходов населения, которое продолжается уже более трех лет.

Вместе с тем действия Банка России в ответ на позитивные тенденции в динамике роста потребительских цен были достаточно сдержанными: с конца мая 2016 года по апрель 2017 года инфляция замедлилась на 3,2 п.п. (с 7,3% до 4,1%), в то время как ключевая ставка была снижена лишь на 1,75 п.п. — до 9,25%.

Динамика инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев (модельные оценки Банка России)

%, данные Банка России



Несмотря на то, что инфляция замедлялась существенно быстрее прогнозов, регулятор по-прежнему декларировал намерение сохранить умеренно жесткую денежно-кредитную политику в течение еще как минимум 2-3 лет для закрепления ин-

фляции вблизи целевого уровня в 4% и ограничения инфляционных рисков.

Большинство экспертов пересмотрели свои прогнозы по инфляции на 2017 год, которые указывают, что цель регулятора по инфляции будет достигнута раньше, чем планировалось. В частности, инвестбанк Goldman Sachs в начале марта снизил прогноз по инфляции на 2017 год с 3,6% до 3%, а прогноз ВТБ Капитала на конец года составляет 3,9%.

Большинство российских и международных экспертов не сомневаются, что инфляция в России уже в ближайшие месяцы окажется ниже 4%

Обновленный прогноз Минэкономразвития России предполагает замедление инфляции до 3,8% по итогам текущего года. Более того, уже по состоянию на 15 мая ведомство констатировало достижение таргета Банка России и опубликовало оценки, согласно которым при сохранении обменного курса рубля на текущем уровне до конца года инфляция в декабре может составить 2,9% в годовом выражении.

Наконец, снизились оценки инфляции и населением: в апреле оценки роста цен на следующие 12 месяцев снизились до 3,7% (модельные оценки Банка России на основе опросов).

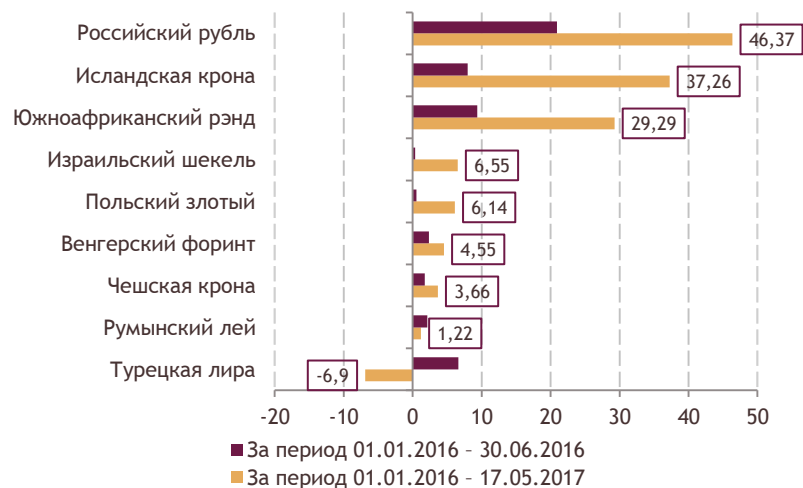
Низкая инфляция и высокий уровень реальных процентных ставок стимулируют наращивание международными инвесторами вложений в рублевые долговые инструменты

Рост спреда между ключевой ставкой и уровнем инфляции спровоцировал значительный приток спекулятивного капитала в рамках стратегии “carry trade”

Растущий спред между ключевой ставкой и уровнем инфляции в России способствовал росту притока спекулятивного капитала в рублевые активы. Российская валюта оказалась одной из самых привлекательных для совершения операций “carry trade”, которые воплощают стратегию заимствования по низким процентным ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой фиксированной доходностью. По данным Bloomberg, с начала 2016 года стратегия “carry trade” обеспечила доходность в 46% (без учета брокерских и других комиссий), что является наилучшим результатом среди всех других высокодоходных валют региона EMEA (Европа, Ближний Восток и Африка). По прогнозам инвестбанка UBS, в 2017 году российский рубль будет продолжать оставаться наилучшим для “carry trade” выбором среди валют стран EMEA с потенциальной доходностью в 26%.

Доходность операций “carry trade” в регионе EMEA

%, данные Bloomberg



С начала 2016 года стратегия “carry trade” с рублем обеспечила доходность в 46%, что является наилучшим результатом среди всех других высокодоходных валют региона EMEA

В итоге растущий спрос на российский активы со стороны зарубежных инвесторов, стремящихся получить высокую доходность, привел к значительному отклонению курса рубля от фундаментально обоснованных значений

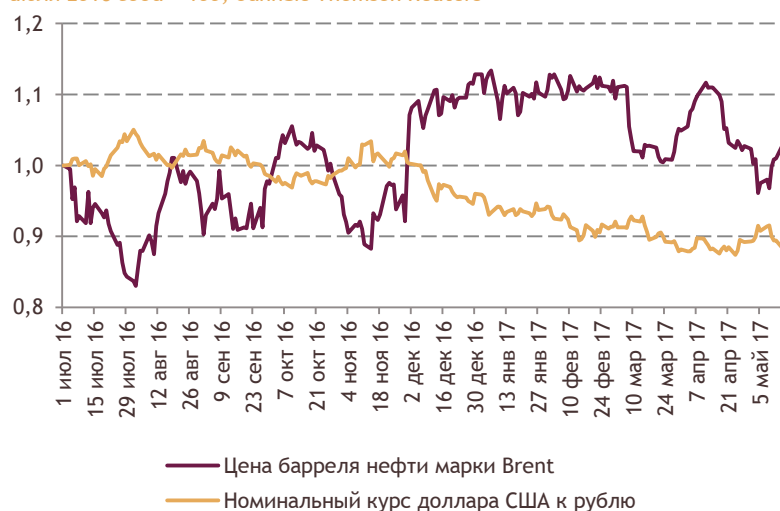
Последовательность политики регулятора сформировало высокую степень доверия к его заявлениям, что позволило увеличить горизонт инвестирования в рамках стратегии “carry trade”

Российские гособлигации стали основным инструментом для инвестирования в рамках стратегии “carry trade”

Доходность стратегии складывается из двух факторов: разницы в реальных процентных ставках и укрепления валюты инвестирования против валюты фондирования. Растущий спрос инвесторов на рублевые активы, имеющие суверенный кредитный рейтинг от одного или более международных рейтинговых агентств, способствовал стремительному укреплению курса российской валюты, который в апреле 2017 года достиг 20-месячных максимумов по отношению к доллару. При этом укрепление российской валюты происходило на фоне падающих нефтяных котировок: в марте цены на нефть марки Brent потеряли 5%, тогда как за этот же период курс национальной валюты укрепился на 3,4%.

Динамика цен на нефть и курса рубля

1 июля 2016 года = 100, данные Thomson Reuters



Задача инфляционного таргетирования вынуждает Банк России проводить последовательную умеренно жесткую денежно-кредитную политику, что предоставило международным инвесторам возможность наращивать объем операций “carry trade” и удерживать открытые позиции в течение достаточно длительного периода времени.

Одним из наиболее привлекательных для инвесторов рублевых финансовых инструментов являются российские гособлигации.

Повышенный спрос на ОФЗ наиболее четко прослеживается по результатам аукционов Минфина России, на которых спрос всегда превышал предложение в несколько раз.

Результаты проведенных аукционов по размещению ОФЗ

млрд. рублей, данные Минфина России



Активные покупки ОФЗ нерезидентами, с одной стороны, снижают стоимость заимствований для министерства. С другой стороны, приток зарубежных средств в рублевые активы способствовал укреплению национальной валюты, что, в свою очередь, неблагоприятно сказывалось на размере дефицита федерального бюджета.

Повышенный спрос нерезидентов на ОФЗ позволил Минфину России снизить стоимость заимствований, однако одновременное укрепление национальной валюты неблагоприятно сказывается на размере дефицита федерального бюджета

За январь-апрель 2017 года на первичном рынке ОФЗ было размещено по номиналу 559 млрд. руб., в то время как спрос со стороны участников аукционов составил 1350 млрд. руб. За период с начала с начала 2014 года по конец марта 2017 года Минфин России разместил облигаций на общую сумму 2,3 трлн. руб., при этом в апреле 2017 года ведомство разместило на первичном рынке рекордный с 2011 года объем ОФЗ на сумму 160 млрд. руб. Более того, по оценкам Минфина России, в 2017-2019 годах валовые заимствования составят в среднем около 1,6 трлн. руб. в год (+60% к уровню 2016 года),

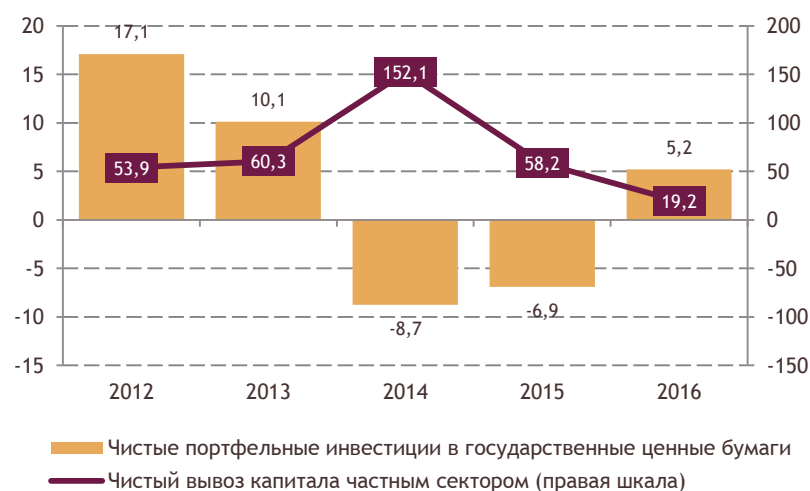
которые необходимы для финансирования дефицита федерального бюджета¹.

По данным Банка России, за весь прошлый год номинальный объем российских гособлигаций, принадлежащих нерезидентам, увеличился на 41,6% или на 446 млрд. руб., при этом сам рынок ОФЗ за тот же период вырос лишь на 12,9% (+642 млрд. руб.). Платежный баланс Российской Федерации показывает, что в 2016 году приток портфельных инвестиций из-за рубежа в российские государственные ценные бумаги составил 5,2 млрд. долл. (против оттока 6,9 млрд. долл. в 2015 году). При этом сальдо операций на первичном и вторичном рынке составило 7,8 млрд. долл., что частично было уменьшено оттоком средств в связи с выплатой купонов и погашением облигаций (-2,6 млрд. долл.).

Нерезиденты обеспечили 70% от величины прироста рынка ОФЗ в 2016 году...

Динамика чистых зарубежных портфельных инвестиций и показателя чистого оттока капитала

млрд. долл., данные Банка России



... а в марте 2017 сальдо операций нерезидентов с ОФЗ достигло рекордных 159 млрд. руб.

В 2017 году положительное сальдо операций нерезидентов с ОФЗ сохраняется: по итогам марта сальдо операций зарубежных инвесторов на биржевом рынке составило 159 млрд. руб.,

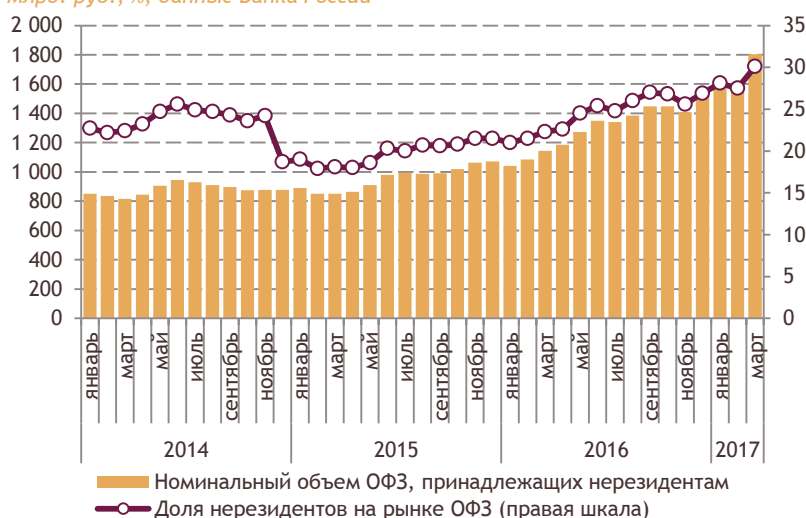
¹ Согласно федеральному закону от 19 декабря 2016 года № 415-ФЗ «О федеральном бюджете на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов», в случае сохранения среднегодовой цены на нефть марки Urals на уровне 40 долл. за баррель и среднегодового курса рубля на уровне 67,5 руб. за долл. его объем в 2017 году составит 2,75 трлн. руб.

что является рекордным месячным значением за всю историю наблюдений. В результате опережающего роста спроса со стороны иностранных инвесторов в сравнении с увеличением предложения на рынке общий объем ОФЗ у нерезидентов превысил 1,8 трлн. руб., а их доля на рынке обновила максимум с начала ведения этой статистики, составив 30,1%.

Динамика номинального объема ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, и доли нерезидентов на рынке ОФЗ

млрд. руб., %, данные Банка России

Доля нерезидентов на рынке ОФЗ в марте 2017 года также достигла рекордного уровня



Объем рынка ОФЗ, по данным Банка России, составляет 6 трлн. руб. Однако объем рынка корпоративных облигаций еще в 1,7 раза больше: на нем обращаются выпуски около 400 эмитентов на общую сумму 10 трлн. руб.²

Долговые бумаги корпоративного сектора, имеющие кредитный рейтинг хотя бы одного из трех международных рейтинговых агентств на уровне не ниже суверенного, также представляют высокий интерес для совершения операций “carry trade”. С начала 2016 года на первичном рынке корпоративных облигаций компании с кредитным рейтингом не ниже суверенного разместили бумаг на общую сумму 1,6 трлн. руб. Преобладающую их часть сформировали облигации компаний нефтегазового сектора (57%), прежде всего Роснефти и Транс-

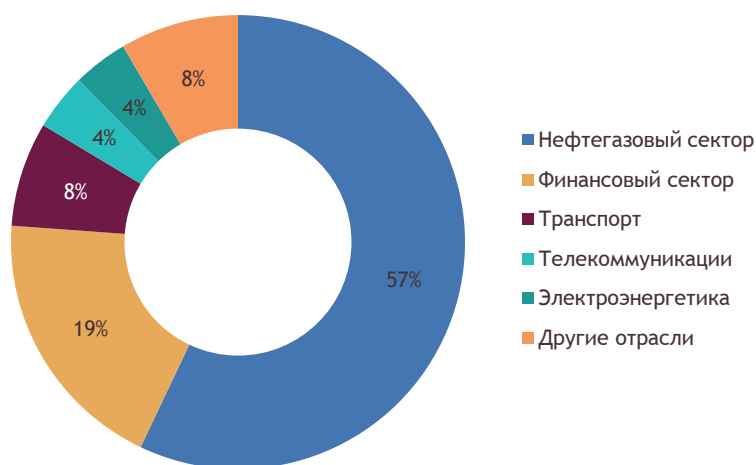
² По данным Cbonds.

На первичном рынке корпоративных облигаций с рейтингом не ниже суверенного с начала 2016 года было размещено бумаг на сумму 1,6 трлн. руб., часть из которых также была приобретена нерезидентами в рамках стратегии “carry trade”

нефти, разместивших ценные бумаги на сумму 650 млрд. руб. и 129 млрд. руб. соответственно. Другими ключевыми эмитентами оказались компании финансового сектора (308 млрд. руб.), транспортные (120 млрд. руб.) и телекоммуникационные, разместившие облигации в объеме 65 млрд. руб. Среди них наибольший объем бумаг был выпущен РЖД (110 млрд. руб.), Внешэкономбанком (80 млрд. руб.), Сбербанком (51 млрд. руб.) и Газпромбанком (50 млрд. руб.).

Отраслевая структура квазисуверенных рублевых облигаций, размещенных за период 01.01.2016-31.03.2017 на первичном рынке корпоративных облигаций

%, данные Cbonds



Если предположить, что инвесторы-нерезиденты обеспечили хотя бы половину спроса на эти бумаги, то приток иностранного капитала в высокодоходные рублевые корпоративные облигации только на первичном рынке составил около 800 млрд. руб. Эти бумаги привлекают инвесторов наличием кредитного рейтинга на уровне суверенного, а принятие дополнительных рисков вознаграждается более высокой доходностью. Спред доходности облигаций крупнейших российских госбанков Сбербанка и ВТБ к доходности гособлигаций составляет в среднем 1,1 п.п. и 1,2 п.п. соответственно, а крупнейших нефтегазовых компаний Роснефти и Газпрома — на уровне 1,3 п.п.

Ожидания улучшения суверенного кредитного рейтинга России при одновременном ухудшении рейтингов других развивающихся экономик способствует дальнейшему наращиванию присутствия нерезидентов на рынке российского суверенного и квазисуверенного долга

Для более полной оценки масштабов “carry trade” необходимо также учитывать вложения нерезидентов в российские акции, являющиеся привлекательными ввиду потенциально высокого уровня дивидендной доходности

Перспективы повышения суверенного кредитного рейтинга России в национальной валюте до инвестиционного уровня будут способствовать сохранению высокого спроса нерезидентов на суверенные и квазисуверенные долговые инструменты. В марте текущего года сразу два международных рейтинговые агентства — S&P и Moody’s — улучшили свои прогнозы по суверенному рейтингу России, что дает основания инвесторам рассчитывать на последующее повышение рейтинга в случае продолжения благоприятных макроэкономических тенденций при одновременном сохранении низкого уровня государственного долга.

Одновременно с этим снижение суверенного рейтинга ЮАР международными рейтинговыми агентствами S&P и Fitch до спекулятивного уровня способствовало пересмотру иностранными инвесторами портфелей инвестиций в развивающиеся рынки в пользу ценных бумаг, более привлекательных с точки зрения соотношения риска и доходности, к числу которых относятся и российские активы. В частности, инвестбанк J.P. Morgan объявил о сокращении доли южноафриканской и турецкой (ввиду сохранения повышенного уровня политических рисков) валют и облигаций в своих инвестиционных портфелях на развивающихся рынках в пользу российских ценных бумаг.

Несмотря на то, что вложения в ОФЗ и квазисуверенные выпуски являются главным каналом для совершения операций “carry trade”, для более полного представления о масштабах притока спекулятивного капитала в российскую экономику необходимо также учитывать вложения нерезидентов в российские акции, являющиеся привлекательными ввиду потенциально высокого уровня дивидендной доходности. Согласно EPFR, в 2016 году приток средств в фонды, ориентированные на Россию, составил 1,1 млрд. долл., превысив в 5,5 раз результаты 2015 года.

В текущих условиях возможности Банка России для дальнейшего существенного смягчения монетарной политики сильно ограничены

Большой объем “carry trade” в российских активах может стать основной угрозой для удержания инфляции на целевом уровне

Эффект от контрциклических трендов монетарной политики в России и США начинает сокращать разницу в реальных безрисковых доходностях, снижая привлекательность операций “carry trade”

После мартовского повышения базовой ставки в США и одновременного снижения ключевой ставки в России спред между реальными доходностями в странах перешел к снижению

Большой объем притока иностранного капитала в российские активы в рамках “carry trade” может привести к негативным последствиям для курса национальной валюты в случае возникновения тенденции к заметному снижению доходности от этих операций. Это, в свою очередь, станет определяющим фактором в возобновлении роста инфляционных ожиданий и сделает задачу поддержания инфляции вблизи целевого уровня в 4% трудновыполнимой.

Одной из причин снижения привлекательности “carry trade” является начавшееся сокращение реальных процентных ставок в России и США, которое стало следствием цикла ужесточения монетарной политики американского регулятора и совпало с циклом смягчения денежно-кредитной политики Банка России. Февральские данные по инфляции в России и США показали, что спред между реальными безрисковыми доходностями³ достиг своего пика, составив 4 п.п., при этом оценки участниками мировых финансовых рынков суверенного риска Российской Федерации стабилизировались на достаточно низких уровнях. В частности, значения 10-летних спредов CDS на российский долг уже четвертый месяц подряд находятся на минимальных уровнях с июля 2013 года. В марте текущего года это спровоцировало рекордный чистый приток средств нерезидентов в российские ОФЗ.

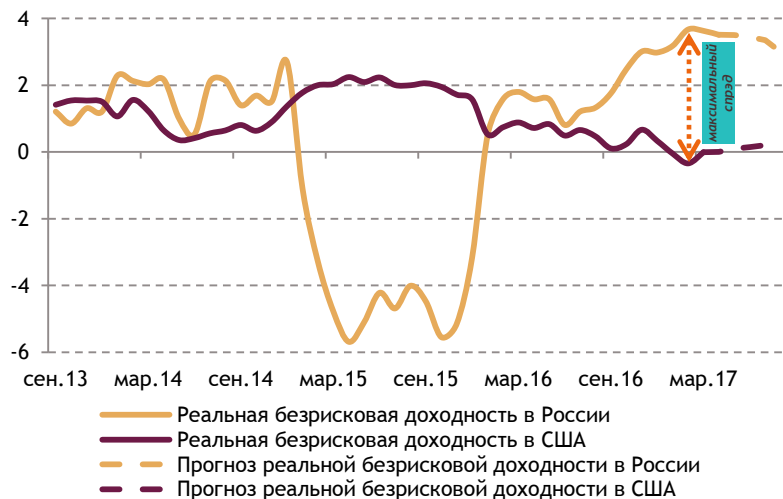
Однако в марте Комитет по открытым рынкам ФРС США принял решение повысить целевую ставку федеральных фондов на 0,25 п.п. до 0,75-1%, в то время как российский финансовый регулятор понизил ключевую ставку на те же 0,25 п.п. до 9,75%, что привело к сокращению разницы между реальными процентными ставками в странах.

³ Реальная безрисковая доходность рассчитывалась как разница между доходностью 10-летних гособлигаций и уровнем инфляции в соответствующем месяце.

В ближайшие месяцы тренд на снижение спреда между реальными доходностями продолжится, что связано как с апрельским снижением ключевой ставки Банком России сразу на 0,5 п.п., так и ожидающимися в текущем году еще как минимум двумя повышениями ставок ФРС США. По оценкам Reuters, вероятность повышения ставки уже на июньском заседании составляет 75,1%. По мере роста ставок в США уменьшение разницы между уровнями реальных процентных ставок будет снижать привлекательность рублевых суверенных и квазисуверенных выпусков, особенно с учетом сокращения спреда между ключевой ставкой и инфляцией в России.

Динамика реальных безрисковых доходностей в России и США

%, данные Thomson Reuters, Банк России, расчеты Аналитического центра



Помимо снижения разницы между реальными доходностями, спрос на операции “carry trade” может снизиться ввиду негативной динамики на российском валютном рынке.

За первые три недели апреля курс рубля по отношению к доллару практически не изменился (-0,1%), удерживаясь вблизи 56 руб. за доллар. Однако чем дольше национальная валюта удерживается на достигнутых уровнях, тем более чувствительными к изменениям рыночной конъюнктуры становятся зарубежные спекулятивные инвесторы, объем инвестиций которых в российские активы, по минимальным оценкам, составляет более 1 трлн. руб. В результате, если в I квартале 2017 рубль игнорировал внешний негатив при одновременной

Чем дольше рубль находится на текущих уровнях, тем выше риски нарастания волатильности и ожидания скорого разворота тренда на валютном рынке

Перелом в дезинфляционном тренде в конце апреля 2017 года также может повысить инфляционные ожидания

Точкой разворота в рыночных настроениях может стать рост инфляции в июле-августе 2017 года

сильной реакции на позитивные новости, то в ближайшее время ситуация может оказаться прямо противоположной. В частности, любой негативный фактор может стать сигналом к фиксации длинных позиций в российской валюте, тогда как для преодоления сформировавшегося уровня сопротивления будут необходимы крайне сильные позитивные события на рынке. Эти тенденции уже нашли отражение в динамике курса рубля в конце апреля-начале мая 2017 года, когда национальная валюта точно следовала за нефтяными котировками, потеряв за две недели более 4%.

Помимо повышения рисков частичной коррекции курса рубля, негативное влияние на инфляционные ожидания может оказать динамика недельной инфляции. За период с 18 по 24 апреля 2017 года темп роста потребительских цен увеличился до 0,2%, в результате чего по итогам апреля инфляция ускорилась до 0,3% в месячном выражении после 0,1% в марте.

«Поворотной точкой» для участников финансовых рынков, придерживающихся стратегии “carry trade”, может стать июль-август 2017 года. Ускорению роста потребительских цен в этот период может способствовать фактор «низкой базы» — в прошлом году в этот период месячная инфляция замедлилась до нулевых уровней, а в течение первой половины августа была даже зафиксирована недельная дефляция. В результате высокого урожая в 2015-2016 годах выросли запасы сельскохозяйственной продукции, что и сформировало дефляционный эффект. Однако показатели урожайности в значительной степени зависят от погодных условий и могут ухудшиться при неблагоприятном стечении обстоятельств.

Усилить негативные тенденции в динамике инфляционных ожиданий могут колебания конъюнктуры рынков продовольствия, связанные с объемами урожая, изменениями мировых цен на отдельные виды продовольствия, введением или отменой торговых ограничений.

Необходимо отметить, что описанный сценарий является актуальным при сохранении нефтяных котировок в сложившемся с конца 2016 года диапазоне значений. Между тем нельзя ис-

Единственным фактором, способным снизить инфляционные ожидания в текущих условиях, может стать продление соглашения об ограничении добычи нефти между нефтеэкспортирующими странами, которое вероятнее всего подтолкнет сырьевые цены к новым максимумам

ключать подъем сырьевых цен выше 60 долл. за баррель в случае продления срока действия соглашения об ограничении добычи между нефтеэкспортирующими странами, которое истекает в июне 2017 года. Вероятность этого исхода повышают заявления представителей Саудовской Аравии о достижении предварительной договоренности о его продлении. Установление более высокого уровня сырьевых цен сможет смягчить давление на рубль со стороны нерезидентов, выводящих свои средства на завершении “carry trade”, что сдержит рост инфляционных ожиданий.

Отсутствие возможности снизить процентные ставки по кредитам в совокупности с низкой рентабельностью российских предприятий не позволит экономике выйти на устойчивый рост

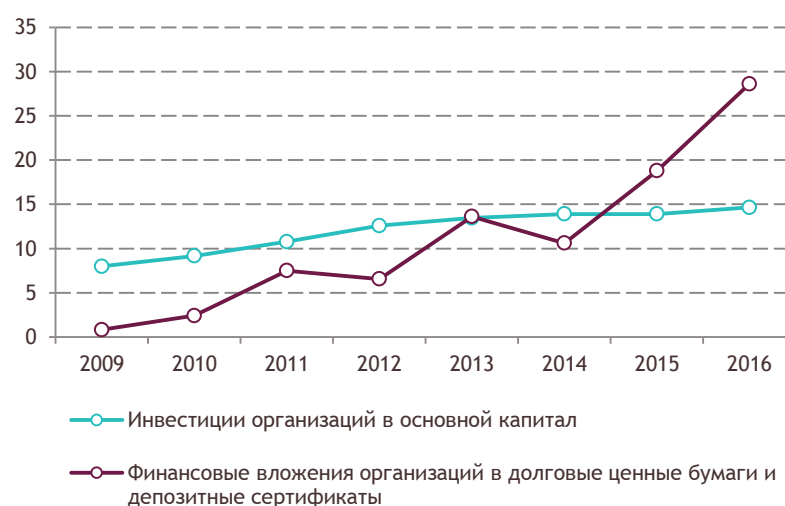
Сохранение высокого уровня процентных ставок по заемным средствам выступает препятствием для перехода российской экономики на траекторию устойчивого роста.

Во-первых, высокий уровень процентных ставок по долговым инструментам с фиксированной доходностью привлекает не только зарубежных инвесторов, но и российские инвестиционные фонды, а также крупнейшие компании реального сектора, которые зачастую предпочитают инвестициям в основной капитал альтернативные вложения в безрисковые активы. Показательно, что, согласно данным Росстата, инвестиции в основной капитал в номинальном выражении за 2009-2016 годы выросли менее чем в 2 раза, тогда как финансовые вложения организаций в долговые ценные бумаги и депозитные сертификаты демонстрировали гораздо более внушительную динамику, увеличившись почти в 35 раз — с 0,8 трлн. руб. в 2009 году до 28,6 трлн. руб. в 2016 году.

Российские компании предпочитают вкладывать в высокодоходные долговые ценные бумаги, нежели инвестировать в основной капитал

Инвестиции в основной капитал и финансовые вложения организаций в долговые инструменты

трлн. руб., данные Росстата



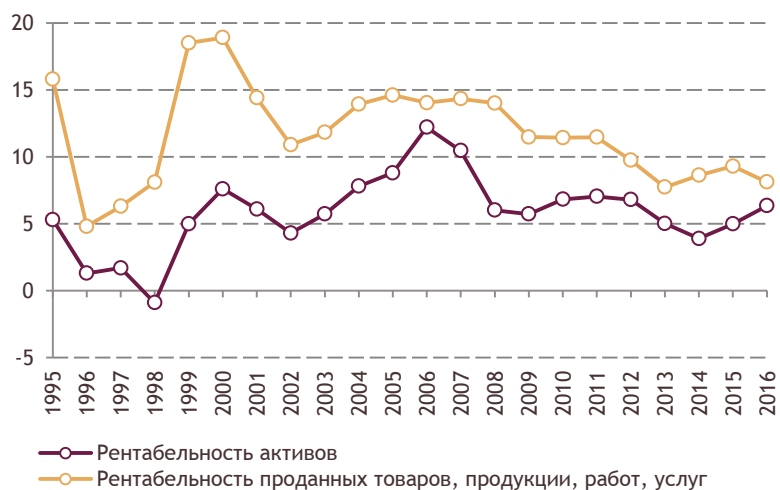
Сохранение высоких процентных ставок при низкой инфляции оказывает давление на рентабельность инвестиций

Кроме того, по мере снижения инфляции сохранение высоких процентных ставок снижает доходность инвестиций. По данным Росстата, за последнее время рентабельность продаж организаций в России опустилась с двузначных значений до однозначных (8,1% по итогам 2016 года). При этом необходимо отметить, что динамика рентабельности в целом по экономике за последние несколько лет поддерживается за счет экспортно ориентированных отраслей, имеющих относительно невысокий уровень долговой нагрузки и получивших преимущества от девальвации рубля.

Пик рентабельности проданных товаров, продукции, работ и услуг пришелся на 2000 год (18,9%), что позволяло российским компаниям пользоваться заемными средствами по гораздо более высоким ставкам, продолжая получать высокую доходность по своим инвестициям. Однако в условиях снизившихся показателей рентабельности использование дорогостоящих заемных средств делает потенциальные инвестиции заведомо убыточными.

Динамика рентабельности организаций по Российской Федерации

%, данные Росстата



Длительная инвестиционная пауза в частном секторе неминуемо потребует дополнительной государственной поддержки инвестиционных проектов в целях предотвращения значительного роста износа основных фондов, который по данным Рос-

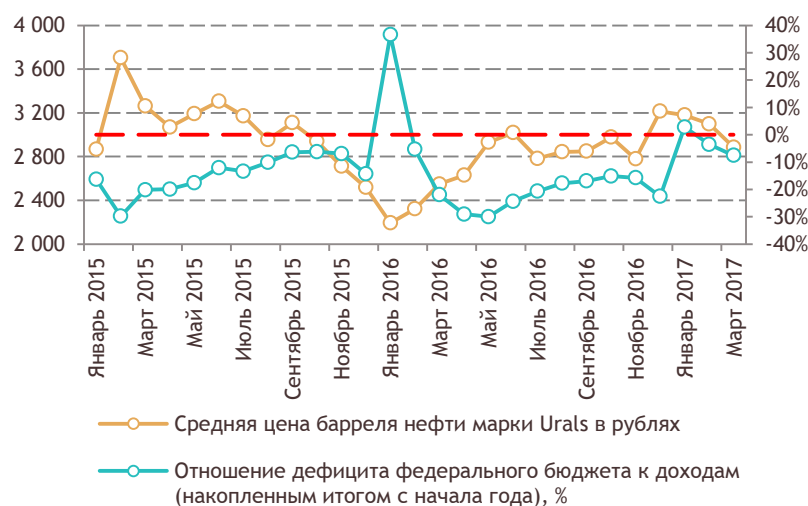
Чрезмерное укрепление национальной валюты неблагоприятно сказывается на сальдо торгового баланса, что, в свою очередь, оказывает негативное влияние на размер дефицита федерального бюджета

стата, находится на критически высоком уровне (47,7% по итогам 2015 года).

Во-вторых, укрепление национальной валюты неблагоприятно сказывается на сальдо торгового баланса, что, в свою очередь, оказывает негативное влияние на размер дефицита федерального бюджета. В IV квартале 2016 года объем экспорта в долларовом выражении вернулся к положительным годовым темпам прироста (+1,8% до 82,6 млрд. долл.), однако в рублевом выражении показатель снизился на 3%. С декабря 2016 года по март 2017 года долларовая цена барреля нефти марки Urals выросла на 7,5%, в то время как рублевая упала на 5,7%.

Динамика цен барреля нефти марки Urals в рублях и отношение дефицита/профицита федерального бюджета Российской Федерации к доходам федерального бюджета

руб., данные Thomson Reuters, Банка России; %, данные Thomson Reuters



Излишне крепкий рубль приводит к наращиванию платежей остальному миру по российским долговым обязательствам по сравнению с получаемыми доходами российских резидентов от владения иностранными финансовыми активами

В-третьих, излишнее укрепление рубля оказывает неблагоприятное воздействие и на другие статьи счета текущих операций платежного баланса. В частности, из-за валютной переоценки показатель чистых доходов от инвестиций снижается ввиду увеличения доходов, выплачиваемых нерезидентам, по результатам их инвестирования в российскую экономику. Выплаты иностранным инвесторам включают в себя дивиденды, реинвестированные доходы и проценты, объем которых в долларовом выражении увеличивается при укреплении национальной валюты. В конечном итоге сальдо платежного баланса начина-

ет ухудшаться из-за больших платежей остальному миру по своим долговым обязательствам по сравнению с доходами российских резидентов от владения иностранными финансовыми активами (в форме прямых, портфельных и прочих инвестиций).

Динамика доходов, выплачиваемых нерезидентам, по результатам их инвестирования в российскую экономику и курса рубля

млрд. долл., руб. за долл., данные Банка России, Thomson Reuters



Обзор подготовлен авторским коллективом
Департамента экспертно-аналитических работ
под руководством Даниила Наметкина

Наталья Сафина

Бахтияр Джафаров

Начальник Департамента
экспертно-аналитических работ

Диана Каплинская

Выпускающий редактор, заместитель
руководителя Аналитического центра

Глеб Покатович



ac.gov.ru