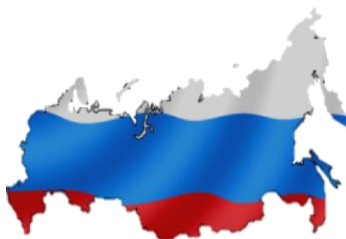


- В декабре и первой половине января цены на нефть продолжали падать, при этом впервые с 2009 года они опустились ниже 50 долл. США за баррель.
- Продолжающаяся коррекция нефтяных цен в сторону понижения усугубила валютный кризис в России и увеличила риски для финансового сектора, на что власти отреагировали принятием скоординированных стабилизационных мер.
- Инфляция резко выросла, достигнув в конце 2014 года двузначных значений, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики Банком России.
- Федеральный бюджет по итогам 2014 года, как ожидается, будет сведен с дефицитом в результате принятия мер по рекапитализации банковского сектора.
- Всемирный банк еще больше понизил оценку роста российской экономики на 2015 год – с -1,5% до -2,9%.

В декабре и первой половине января цены на нефть продолжали падать, при этом впервые с 2009 года они опустились ниже 50 долл. США за баррель.

Нефтяной рынок находится в поисках новой равновесной цены в условиях продолжающейся борьбы за долю рынка между государствами-членами ОПЕК и нефтедобывающими странами, не входящими в ОПЕК. Ситуация еще больше обострилась после того, как на своем заседании 27 ноября ОПЕК приняла решение не сокращать добычу нефти. 12 января нефть марки «Brent» (эталон ценообразования на международном рынке) торговалась на уровне около 46 долл. США за баррель, упав в цене за последние шесть месяцев на 69 долл. США за баррель (60%) - с уровня, превышавшего 115 долл. США за баррель. Предложение нефти со стороны стран, не входящих в ОПЕК, особенно со стороны США, продолжает расти, при этом объемы добычи в Ираке и России достигли максимальных уровней за последние десятилетия. В России объем добычи в декабре вырос до рекордного в постсоветскую эпоху уровня, составив 10,67 млн. баррелей в сутки, а в Ираке объем экспорта нефти достиг нового максимума с 1980-х годов (2,94 млн. баррелей/сутки). Что касается спроса, то некоторые признаки улучшения ситуации налицо только на рынке США, а мировой рынок нефти, как ожидается,



найдет новый баланс только во второй половине 2015 года.

Продолжающаяся коррекция нефтяных цен в сторону понижения усугубила валютный кризис в России. В 2014 году рубль потерял около 46% стоимости по отношению к доллару США и 38% по отношению к бивалютной корзине; при этом Банк России потратил на поддержку рубля около 87,8 млрд. долл. США из золотовалютных резервов. В результате в конце 2014 года объем резервов сократился до 388 млрд. долл. США, включая остатки на счетах по учету средств двух суверенных фондов благосостояния, находящихся под управлением Банка России (Резервный фонд и Фонд национального благосостояния, насчитывающие 88 млрд. долл. США и 78 млрд. долл. США соответственно). В декабре давление на рубль продолжилось, что заставило Банк России возобновить интервенции для поддержки свободно плавающего курса рубля. Объем интервенций регулятора за первую половину месяца составил 10,3 млрд. долл. США. 16 декабря Банк России повысил ключевую процентную ставку на 650 базисных пунктов до 17%. Это повышение стало шестым по счету в 2014 году, в результате чего ключевая ставка за минувший год повысилась в общей сложности на 1 150 базисных пунктов. Однако рубль продолжал обесцениваться на фоне таких неблагоприятных факторов, как падение цен на

нефть и санкции против финансового сектора, способствовавшие возникновению дефицита валютной ликвидности. Ограничение доступа к внешнему финансированию привело к тому, что российские банки и компании стали придерживаться валюту для осуществления крупных платежей по обслуживанию внешних долгов (совокупный размер выплат - около 35 млрд. долл. США) в декабре. Сокращение золотовалютных резервов, ограниченные возможности банковского и корпоративного сектора России по рефинансированию долгов, высокие процентные ставки, нарастание давления на бюджет – все эти факторы подтолкнули агентство Fitch к тому, чтобы 10 января снизить суверенный рейтинг России до уровня BBB- (на один пункт выше «мусорного» рейтинга). Агентство Standard & Poor's поставило суверенный рейтинг России на пересмотр, исходя из предположения, что в ближайшие 90 дней рейтинг страны потенциально может быть снижен до неинвестиционного уровня. Восприятие рынком повышенного риска также отразилось на значениях спредов по кредитно-дефолтным свопам на пятилетние российские облигации: 9 января 2015 года они выросли до 577 б. п. – по сравнению с 164 б. п. годом ранее.

В банковском секторе в связи с последним повышением процентной ставки наблюдалось дальнейшее ухудшение депозитной базы. Стоимость фондирования для российских банков резко выросла: ставки по трех-шестимесячным ссудам на денежном рынке превысили 23%, тогда как до повышения Банком России ключевой ставки в середине декабря они составляли примерно 13%. Сохраняющаяся слабость рубля и волатильность курса также способствовали снижению доверия к национальной валюте и оттоку вкладов из банков. Для удержания вкладчиков банки резко повысили процентные ставки по депозитам, что привело к увеличению стоимости финансовых обязательств банков и дальнейшему сужению процентной маржи. Кредитные организации, в частности, банки второго эшелона, могут столкнуться с нарастанием проблем в своих балансах при ухудшении показателей

достаточности капитала. 22 декабря Банк России объявил о плане санации Национального банка «ТРАСТ», который входил в число 30 крупнейших российских банков по величине активов. Предполагается, что санация будет осуществляться Агентством по страхованию вкладов и банком «ФК Открытие»; размер финансовой помощи составит 127 млрд. рублей. В 2014 году Банк России прекратил деятельность в общей сложности 70 банков.

Развитие событий на валютном рынке и в финансовом секторе подтолкнуло российские власти к принятию скоординированных стабилизационных мер. Во второй половине декабря Министерство финансов начало продажу иностранной валюты, а Банк России ввел новый инструмент – кредиты в иностранной валюте на сроки 28 и 365 дней банкам с капиталом более 100 млрд. руб. (под этот критерий подпадают 11 крупнейших банков). Кроме того, правительство дало указания пяти крупнейшим государственным компаниям-экспортерам до 1 марта 2015 года сократить объем своих чистых валютных активов до уровня на 1 октября 2014 года, при этом график продажи иностранной валюты этими компаниями должен быть согласован с Банком России. Также были приняты новые меры, призванные повысить стабильность в банковском секторе, в частности: (i) правительство утвердило программу рекапитализации банков через выпуск облигаций федерального займа (ОФЗ) на сумму 1 трлн. руб.; (ii) Государственная Дума приняла закон, разрешающий правительству направлять до 10% средств Фонда национального благосостояния в субординированные депозиты и субординированные облигации системообразующих российских банков.

Федеральный бюджет по итогам 2014 года, как ожидается, будет сведен с дефицитом в результате принятия мер по рекапитализации банковского сектора. Согласно последним оценкам Минфина России, баланс федерального бюджета за 2014 год будет сведен с дефицитом в размере 0,7% ВВП, в то время как предыдущая оценка показывала

профицит в 0,4% ВВП. Такое ухудшение состояния бюджета объясняется выпуском ОФЗ на сумму 1 трлн. рублей (1,4% ВВП) для рекапитализации отечественных банков. Правительство также планирует инициировать пересмотр закона о федеральном бюджете на 2015 год в связи с резким падением цен на нефть и прогнозируемым сокращением ВВП России. Согласно оценкам Минфина, дефицит федерального бюджета в 2015 году может увеличиться с 0,6% ВВП, запланированных в принятом законе о бюджете, примерно до 2-3% ВВП. Для финансирования этого дефицита правительству придется потратить около 30% Резервного фонда или привлечь необходимые средства на внутреннем и (или) внешнем рынке капитала.

Инфляция в декабре выросла до 11,4% с 9,1% в ноябре, значительно превысив целевой показатель Банка России в 7,5%, - несмотря на ужесточение денежно-кредитных условий Банком России.

Инфляция была преимущественно обусловлена немонетарными факторами: усиление в декабре эффекта переноса на инфляцию обесценения рубля и перевод потребителями средств из рублевых в другие активы подстегивали непродовольственную инфляцию и рост цен на услуги, в результате чего базовая инфляция в конце декабря выросла до 11,2% (в ноябре - 8,4%). Кроме того, вследствие ограничений на ввоз продовольствия, введенных Россией в начале августа, продовольственная инфляция в декабре достигла 15,4% (к соответствующему периоду предыдущего года).

Всемирный банк еще больше понизил оценку роста ВВП России на 2015 год – с -1,5% до -2,9%.

Пересмотр Банком прогноза в сторону понижения стал результатом двух ключевых факторов. Во-первых, прогноз цены на нефть был снижен с 70 до 65,5 долл. США за баррель. Более низкие нефтяные

цены приведут к более резкому обесценению рубля и соответственно к более высокой инфляции, что окажет дополнительное неблагоприятное воздействие на рост потребления. Во-вторых, дополнительное повышение до 17% ключевой ставки Банком России в декабре по сравнению с 10,5%, заложенными в предыдущий прогноз, еще больше увеличит стоимость заимствований для предприятий и потребителей, что негативно повлияет на внутренний спрос.

Экономические показатели и обзоры деловой активности за ноябрь 2014 года указывают на ослабление экономической активности в ноябре и снижение инвестиционного спроса.

Совокупный показатель активности в промышленном секторе в ноябре снизился на 0,4% после уверенного роста в предыдущие месяцы. В обрабатывающих отраслях зафиксировано сокращение на 3% (к соответствующему периоду предыдущего года), в то время как в октябре отмечался рост в размере 3,6%. Это замедление было отчасти обусловлено ухудшением предпринимательских настроений, что нашло отражение в рассчитываемом банком HSBC Индексе деловой активности в России (PMI): значение индекса опустилось до 48,9, указывая на спад активности. Увеличение стоимости заимствований и пессимистические настроения привели к дальнейшему спаду инвестиционной активности: инвестиции в основной капитал в ноябре упали на 4,8% (в октябре сокращение составило 2,9%). Что касается потребления, то валютный кризис повысил спрос на товары длительного пользования, автомобили и недвижимость, что поддержало активность в розничной торговле и сфере услуг (рост на 1,8% и 1,1% соответственно, к аналогичному периоду предыдущего года), несмотря на нарастание инфляционного давления и весьма незначительный рост реальной заработной платы.

Рис. 1. Валютный кризис в России продолжается...

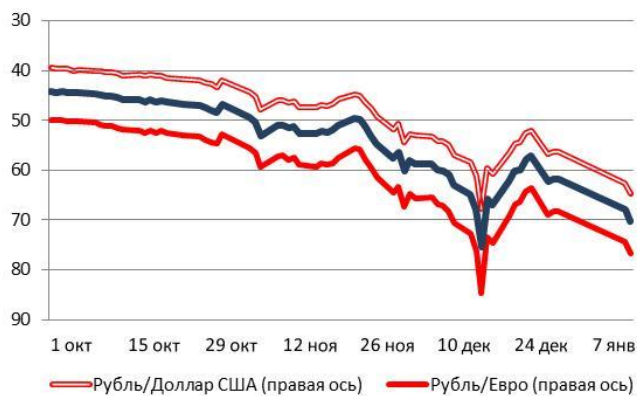
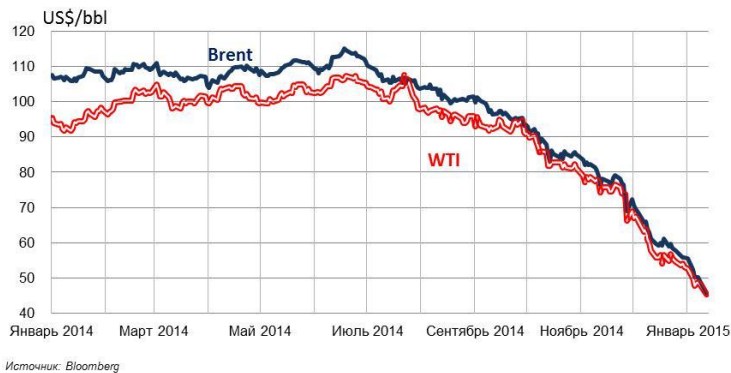


Рис. 2. ... в условиях, когда сырая нефть торгуется ниже 50 долл. США за баррель



Источник: Bloomberg

Рис. 3. Активность в промышленной сфере упала, а предпринимательская уверенность снизилась ... (изменение в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат, Haver Analytics, команда Всемирного Банка

Рис. 4. ... в то время как инфляция выросла до двузначных значений (% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат, Haver Analytics, команда Всемирного Банка

Внешний спрос на российский экспорт ослабел на фоне того, что рост мировой экономики на протяжении 2014 года оставался ниже среднего уровня. В целом, рост мировой экономики за 2014 год, согласно оценкам, составил в среднем 2,6%, т.е. остался примерно на том же низком уровне, что и в 2012 и 2013 годах. В 2014 году экономический рост особенно сильно разочаровал в Еврозоне и в Японии, а среди стран с формирующимися рынками – в России и Бразилии. В настоящее время восстановление мировой экономики преимущественно опирается на уверенный рост в США, в то время как показатели экономической активности в Китае по-прежнему указывают на постепенное замедление роста. Несмотря на

расширение масштабов восстановления экономики, инфляционные ожидания падают – отчасти в результате низких цен на нефть и укрепления американского доллара. Первое повышение ставки Федеральной резервной системы США ожидается к середине 2015 года, однако ужесточение кредитных условий, по всей вероятности, будет постепенным вследствие сниженных инфляционных ожиданий. Между тем признаки устойчивой стагнации в Еврозоне и Японии подтолкнули соответствующие центральные банки к переходу к более активным мерам по стимулированию экономики.

В отличие от России, другие страны с формирующимися рынками и развивающиеся страны в 2014 году продолжили рекордными

темпами привлекать средства на международных рынках облигаций. Доходность по 10-летним казначейским облигациям США (основной эталон на международных рынках облигаций) в соответствии с сегодняшними прогнозами должна сохраниться на уровне ниже 3% до 2018 года. Такая низкая доходность, наблюдаемая несмотря на расширение масштабов восстановления экономики США и предстоящий цикл ужесточения денежно-кредитной политики ФРС, связана с падением инфляционных ожиданий и переводом инвесторами средств в надежные активы. Ожидания разнонаправленных стратегий со стороны центральных банков крупнейших экономик спровоцировали масштабное укрепление доллара США (рост на 8% по

номинальному эффективному курсу с начала июня), а также возобновление давления на валюты некоторых развивающихся стран, особенно восточно-европейских (Венгрия, Румыния, Болгария), а также валюты ряда сырьевых экспортеров (Нигерия, Бразилия, Колумбия, Мексика). Спрэды по облигациям стран с формирующимися рынками выросли лишь незначительно, несмотря на усиление волатильности на валютных рынках и уменьшение склонности инвесторов к риску. В 2014 году эмитенты из развивающихся стран (суверенные и корпоративные) и из стран с формирующимися рынками привлекли на международных рынках облигаций рекордные суммы средств.

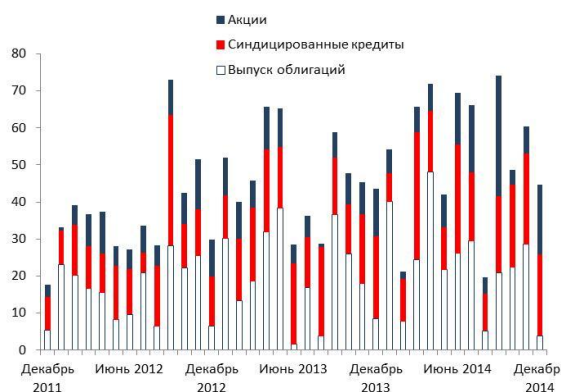
Рис. 5. Темпы восстановления мировой экономики оставляют желать лучшего ...

%, 3м/3м с учетом сезонности в годовом выражении



Источник: Группа прогнозов ВБ.

Рис. 6. ... при этом валовой приток капитала в развивающиеся страны сохраняется на высоком уровне (в млрд. долл. США)



Источник: Dealogic и Группа Прогнозов ВБ.