Дмитрий ШАГАРДИН,
начальник отдела доверительного управления, «КИТ Финанс Брокер»

«Хрупкая шестерка»

Ситуация вокруг рубля и дальнейших его перспектив беспокоит сегодня всех без исключения — с начала 2014 года его потери против доллара США составляют 30%, против евро — 20%. Основная часть этого ослабления пришлась на последние четыре месяца, где в одном месте сплелись и санкции, и падение цен на нефть, и укрепление позиций доллара на глобальном рынке, и действия Банка России по переходу в режим плавающего валютного курса.

Однако активная фаза ослабления рубля, как и других валют развивающихся экономик, началась намного раньше — в 2011 году. Рубль движется в фарватере глобальных трендов, к тому же на него, как на валюту сырьевой экономики, накладываются специфические факторы.

Поговорим о базовых экономических закономерностях. Экономика циклична — за ростом всегда следует спад. Экономический бум 2000–2011 годов в развивающихся экономиках (emerging markets) привел не только к высоким темпам роста ВВП, доходов, цен на активы, притоку иностранного капитала, но и к высокой инфляции и дорогим курсам валют. Как всегда, накопленные за долгие годы дисбалансы (инфляция и дорогая валюта) выправляются во время циклического спада. Такой циклический спад для экономик EM начался в 2011 году и продолжается до сих пор. Во время спада происходит так называемый возврат к среднему значению, или mean reversion. Во время болезненного цикла корректировки экономический рост замедляется; валюты, ставшие дорогими по отношению к текущим экономическим условиям, дешевеют; отдельные секторы экономики, в которых накопилась избыточная инфляция, дефлируют; наблюдается отток капитала из экономики и так далее. Этот процесс остановится тогда, когда в экономике будет найдено новое равновесие.

Рисунок 1
Динамика доллар/рубль, 1996–2014 гг.

Через десятилетие экономического бума прошла и Россия. Во время роста цен на нефть и коммодитиз в 2000–2011 годы экономика нашей страны получала инвестиции (как прямые, так и портфельные) от нерезидентов, что приводило к укреплению курса рубля, росту количества рабочих мест, зарплат в частном секторе, росту фондового рынка и, естественно, инфляции. От продажи нефти в стране накапливался денежный ресурс, который шел на пополнение золотовалютных резервов. В результате Россия имела, как говорят экономисты, «двойной» профицит: как по счету текущих операций платежного баланса (то есть денег больше приходило, чем уходило из страны), так и профицит бюджета (доходы бюджета превышали расходы).

Важно, что российский рубль за десятилетие бума (даже несмотря на 2008 год) оставался стабильным и даже укреплялся, несмотря на высокие темпы инфляции. В конце 2011 года, как и в начале 2001 года, за один доллар США давали 28.5 руб. Таким образом низко конкурентная сырьевая экономика получила в свой актив дорогую валюту.

Но хорошие времена для EM, и для России в частности, закончились на рубеже 2010 и 2011 годов. В результате чрезмерного стимулирования экономики в ответ на кризис 2008 года и продолжительного периода недооценки валют экономики EM просто «перегрелись». Это привело к росту инфляции, что, в свою очередь, вызвало монетарное ужесточение и кризис ликвидности. Ставки начали расти, темпы кредитования стали сокращаться, что ретранслировалось в замедление экономик.

Важно понимать, что валютный курс — это один из ключевых механизмов регулировки экономики. Накопившиеся дисбалансы EM за период экономического бума 2001–2011 годов сегодня устраняются через ослабление их валют.

Сводный индекс валют EM против доллара США, рассчитываемого J.P. Morgan, упал на 25% с 2011 года, отражая общую слабость валют 21 развивающейся экономики против доллара США. Логика здесь в следующем: большая часть ведущих развивающихся экономик оперирует в режиме «двойного» дефицита — по бюджету и по счету текущих операций платежного баланса. В подобных условиях для покрытия бюджетных расходов приходится наращивать долг, номинированный в иностранной валюте. Локальный долговой рынок в EM, как правило, развит слабо, поэтому в большинстве случаев внешний долг выпускается в долларах США. Укрепление доллара автоматически увеличивает нагрузку на бюджет в части обслуживания этого долга.

В 2013 году в Morgan Stanley отдельно выделили группу из пяти развивающихся стран, наиболее подверженных валютному риску, дав ей название Fragile Five («хрупкая пятерка»): Бразилия, Индия, Турция, Индонезия, Южная Африка. Вся «пятерка» оперирует в режиме двойного дефицита, плюс их объединяет высокий уровень инфляции. К этой группе шестым часто добавляют российский рубль — несмотря на то что наша эконо-

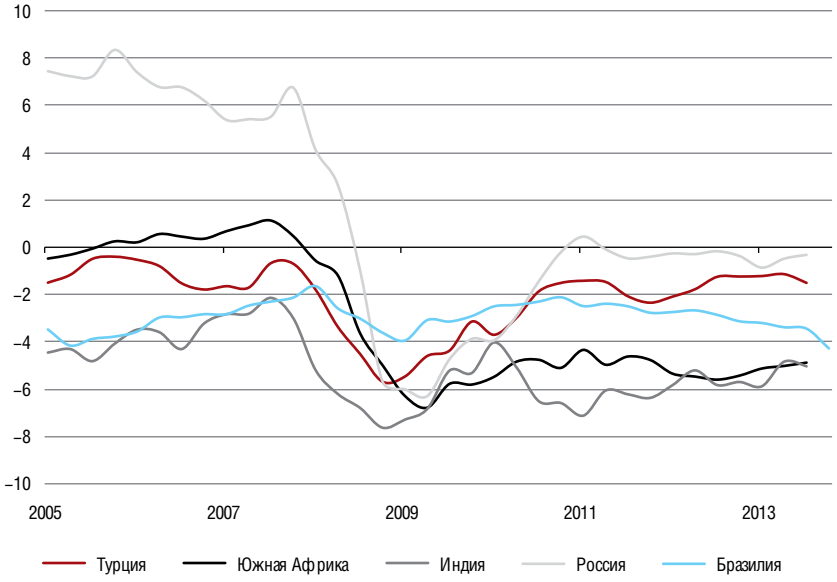
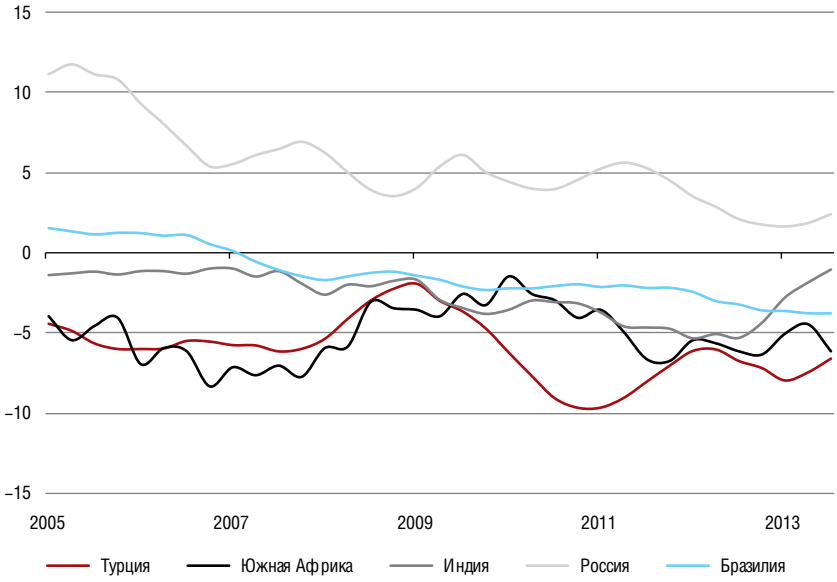


Рисунок 2
Баланс бюджета emerging markets, % ВВП

Рисунок 3
Счет текущих операций emerging markets, % ВВП



мика оперирует в режиме двойного профицита, она также имеет высокую инфляцию и ряд специфических факторов.

Действительно, с середины 2011 года доллар США укрепился относительно валют Fragile Five и рубля на 40–70%. Можно выделить условно две группы: рубль, реал и южноафриканский ранд, против которых доллар укрепился на 65–70%; индийскую и индонезийскую рупию, турецкую лиру, против которых доллар вырос на 35–42%.

Индийская рупия обозначила посткризисные минимумы против доллара в середине 2013 года и с тех времен чувствует себя более-менее уверенно на фоне своих коллег по «хрупкой пятерке». Во многом благодаря падению цен на нефть дефицит счета текущих операций Индии сократился до минимума за последние шесть лет. В экономике страны сегодня сложилась благоприятная среда, где снижающаяся инфляция помогает стабилизировать курс и появляются предпосылки для уменьшения ключевой ставки Центральным банком. Кроме того, Индия накопила достаточно внушительный объем валютных резервов ($316 млрд) и в меньшей степени зависит от долларового фондирования, исходя из структуры внешнего долга.

Перспективы южноафриканского ранда и турецкой лиры выглядят неоднозначно. Обе страны страдают от высокой инфляции и оперируют в режиме дефицита счета текущих операций. С точки зрения бюджета у Претории и Анкары есть некоторые положительные сдвиги. Падающие цены на нефть — это хорошие новости для Турции, так как нефть и газ занимают около 60% в структуре потребления энергии, из которой 90% импортируется. Что касается Южной Африки, то забастовки, из-за которых пострадал экспорт сырья, пошли на спад — рост экономики в 2015 году ожидается на уровне 2.5%.

Бразильский реал и российский рубль, как видно из рисунка 4, оказались в наихудшем положении. Россия и Бразилия — это крупнейшие экономики в группе EM после Китая. Валюты обеих стран падают. Реал обновил новые минимумы в ноябре на фоне данных о рекордном дефиците бюджета. Основное ослабление рубля произошло в 2014 году из-за падения цен на нефть, обострившейся геополитики, введенных против корпоративного сектора санкций (ограничение дешевого западного фондирования на фоне большого внешнего долга), роста доллара на глобальном рынке, перехода ЦБ к режиму плавающего валютного курса и так далее. Бразилия и Россия — сырьевые экономики и находятся в стагфляции, имея высокий уровень инфляции при околонулевых темпах экономического роста.

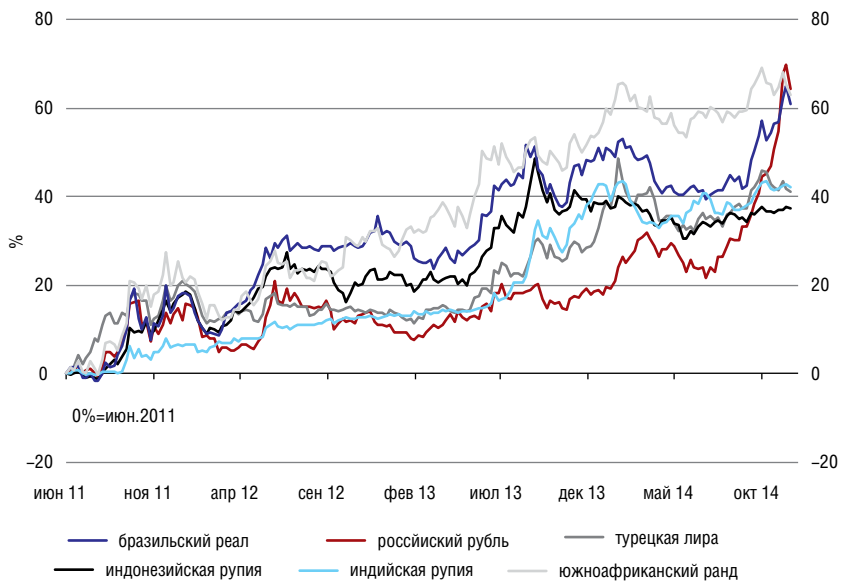
Цены на нефть — ключевой фактор для рубля. Если мы говорим о том, что десятилетний сырьевой суперцикл завершился в 2010 году, то на фоне ожидаемой долговременной стагнации/падения цен на коммодитиз российскому бюджету необходим более дешевый рубль. С одной стороны, 80% доходов бюджета формируются за счет НДПИ, таможенных пошлин и НДС на импорт. С другой — Россия является государством с высоким уровнем расходов на социальный сектор (около 60% всех бюджетных расходов в 2014 году), оборону (около 10% расходов) и правоохранительную деятельность (10% расходов). Такие обязательства являются незыблемыми и неприкасаемыми. Стабильность социального сектора ретранслируется в стабильность политического устройства страны.

Несмотря на падение нефти Brent к уровням в $80 за баррель в 2014 году, в рублевом эквиваленте среднегодовая цена нефти находится на историческом максимуме — 3700 руб. за баррель.

Но сильно обольщаться по поводу того, что удешевление рубля спасет

ИНДИЯ НАКОПИЛА ВНУШИТЕЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ ($316 МЛРД) И В МЕНЬШЕЙ СТЕПЕНИ ЗАВИСИТ ОТ ДОЛЛАРОВОГО ФОНДИРОВАНИЯ

Рисунок 4
Валюты Fragile Five + + рубль vs доллар США



бюджет и экономику, не стоит. Часто можно слышать, что когда рубль подешевеет, то цена нефти в рублях останется прежней, расходы бюджета в рублях – тоже. Но не учитывается факт, что в таком случае нас ждут серьезные проблемы с экономическим ростом. Кроме этого, если людям не проиндексировать доходы в их номинальных рублях, то они это заметят и будут недовольны. Если раздутый социальный сектор будет не готов к тому, что ему платят ту же самую зарплату и пенсию при росте цен на 10%, то государству придется данные выплаты повышать. Тогда бюджет не сойдется и встанет вопрос, какие расходы бюджета сокращать.

Можно говорить о том, что в 2011 году доллар обозначил свой циклический многолетний минимум против глобальной корзины валют. Если речь идет о ближайших годах, то, скорее всего, мы увидим тенденцию к укреплению доллара США в рамках его 15-летних циклов динамики, сложившихся с начала 1970-х годов (с момента демонетизации золота). Доллар укрепляется, когда глобальный рост экономик слабый при преобладании дефляционных тенденций. Действительно, сегодня проблема дефляции является головной болью для центробанков ведущих развитых экономик, таргетирующих инфляцию. Поэтому глобальная гонка девальваций продолжится. И рубль не сможет оставаться в стороне от этих тенденций.

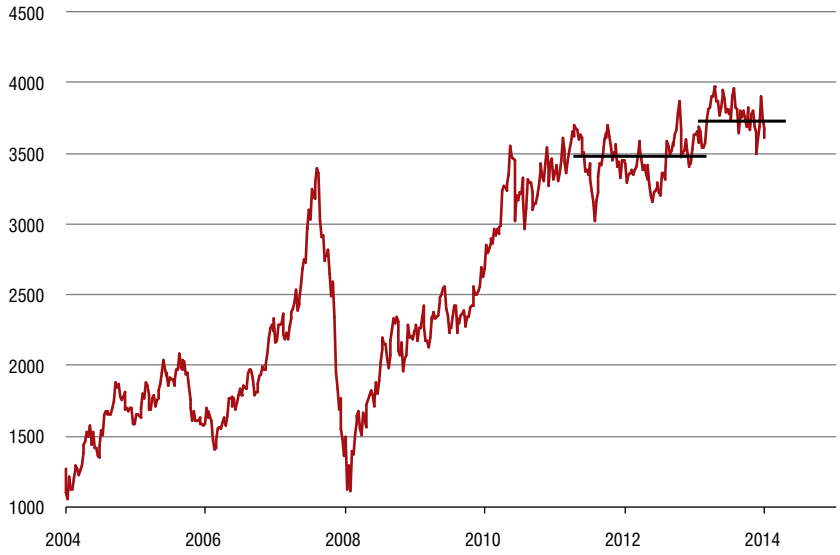


Рисунок 5
Средняя цена на нефть марки Brent на исторических максимумах, руб./барр.

РОССИЙСКИЙ ИПОТЕЧНЫЙ КОНГРЕСС
CBONDS и РУСИПОТЕКА

WWW.RUSIPOTEKA.RU
WWW.CBONDS-CONGRESS.COM

19 февраля 2015 года
Москва, «Кортъярд Марриотт Москва Центр»

Организаторы:

Cbonds congress

РУСИПОТЕКА
кредитование и секьюритизация

Генеральный спонсор:

АИЖК

Ипотечное кредитование из года в год показывает значительные темпы роста. Не стал исключением и этот год. Несмотря на продолжающийся рост рынка, он сопровождается не очень благоприятным экономическим фоном. Организаторы конгресса предлагают экспертам и участникам рынка встретиться и обсудить ключевые проблемы и точки роста ипотечного кредитования в России.

Участники обсудят следующие темы:
- текущее состояние рынка ипотечного кредитования
- пути и проблемы фондирования ипотечных банков
- эффективность мультиоригинаторных сделок
- каналы привлечения ипотечных заемщиков
- поведение ипотечных заемщиков в разных регионах
- роль региональных ипотечных компаний в новых условиях
- законодательные новации

Программа и спонсорство
Ипполитов Альберт
Тел.: +7 916 113-80-01
E-mail: office@rusipoteka.ru

Спонсорство
Гриценко Екатерина
Тел.: +7 (812) 336-97-21 (доб. 223)
E-mail: kate@cbonds.info

Регистрация
Мокрицкая Елена
Тел.: +7 (812) 336-97-21 (доб. 104)
E-mail: elena@cbonds.info