Дмитрий Харлампиев,
ведущий аналитик отдела макроэкономического анализа,
ОАО «Банк «Петрокоммерц»,
к.э.н.

Хроника ВЗЛЕТОВ и ПАДЕНИЙ

НЕСМОТРЯ НА ЯВНЫЕ УСПЕХИ ПОСЛЕДНИХ МЕСЯЦЕВ, ТЕКУЩИЙ ГОД ДЛЯ РОССИЙСКОЙ НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЫ ОКАЗАЛСЯ СЛОЖНЫМ И ПРОТИВОРЕЧИВЫМ.

Холодный — в прямом и переносном смысле — период января-февраля 2009 года, когда короткие ставки денежного рынка локально превышали 25% годовых, а сама валюта теряла в стоимости до 9% за неделю, сменился этапом неопределенности. Рынки, казалось, начали расти, спрос на иностранную валюту снизился, однако инвесторы сомневались в «качестве» тренда (как показал дальнейший ход событий, ошибочно), пеняя на отсутствие фундаментальной базы и сохранение высокой волатильности. В СМИ все еще циркулировали устрашающие и в полной мере конъюнктурные сценарии (о чем их авторы толкуют сейчас?), прогнозировавшие курс на уровне 50 и даже 70 руб. за доллар, глобальные рынки корректировались, а традиционно «болезненный» август постепенно приближался.

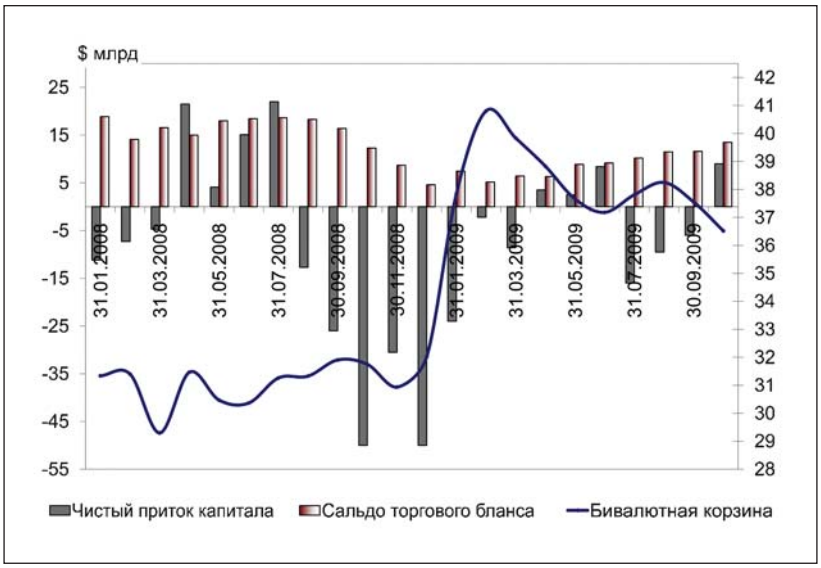
Несмотря на локальный рост стоимости бивалютной корзины в преддверии последнего летнего месяца и рваные движения курса непосредственно внутри критического периода, «девальвационный августовский стереотип» был в итоге благополучно преодолен — даже умеренно-пессимистичные ожидания не оправдались. Начиная с первой декады сентября российский рубль, как, впрочем, и все другие так называемые высокодоходные валюты, начал уверенно прибавлять в весе, особенно по отношению к доллару США (если использовать осенние «пиковые» точки, рост по отношению к доллару составил почти 12%, стоимость бивалютной корзины снизилась практически на 8%). На данном этапе можно констатировать завершение активной фазы роста, причем это справедливо не только в отношении рубля или emerging currencies, но и остальных сегментов мирового «финансового пространства», которые преимущественно перешли в режим «бокового» движения.

НЕОРИГИНАЛЬНАЯ ПРИРОДА ОПТИМИЗМА

Об особенностях характера укрепления рубля в последние месяцы (и в целом изменении расклада сил на Forex в текущем году) к настоящему моменту было сказано и написано достаточно много, и никакой тайны процесс девальвации доллара не представляет. Конечно, в первую очередь следует говорить об усилении, а потом сохранении интереса мирового инвестиционного сообщества к риску, высокодоходным инструментам и, следовательно, валютам, в которых они номинированы (именно в этих условиях теоретические «антидолларовые» тезисы находят наиболее явное практическое применение). В основе данного процесса, который начался в марте текущего года, лежит преимущественно фактор расширения «мировой ликвидности», которую в рамках разнообразных программ поддержки финансового сектора начали в аварийном порядке распределять крупнейшие мировые регуляторы. Большая часть программ должна завершиться в конце текущего года, но в частности в США она (программа по выкупу агентского и обеспеченного ипотекой долга) продлена до конца первого квартала 2010 года.

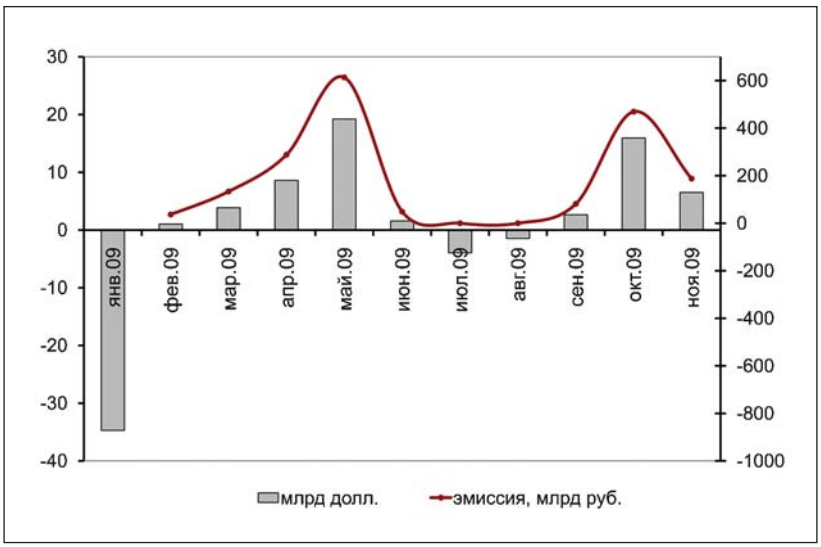
Активно муссируемый тезис о накопленных дисбалансах экономики США достаточно стар и универсален, и утверждение о том, что национальная валюта конкретной страны на фоне низкого уровня регулируемых ставок должна девальвироваться, безусловно, верно с теоретической точки зрения. Также в фундаментальном аспекте на доллар оказывает давление исторически максимальный объем государственного долга, который в относительном выражении приблизился к 85% ВВП, и дефицит федерального бюджета, составивший в третьем квартале 9.9% ВВП, что тоже является «историческим достижением». Обсуждение рисков утраты долларом резервных функций тем громче начинает звучать, чем более явными становятся успехи мирового фондового рынка и чем ниже опускаются ставки денежного рынка. Тем не менее, на доллар по-прежнему приходится доминирующая доля мировых резервов — порядка 63%. При этом официальных заявлений о радикальном пересмотре в ближайшее время валютной структуры МР со стороны наиболее «весомых» с точки зрения объема резервов регуляторов (Китай, Япония, Россия, Тайвань, Южная Корея, Индия, Гонконг, Бразилия) сделано не было.

*График 1. Чистый приток капитала, сальдо ТБ и бивалютная корзина**



* *среднемесячное значение*

График 2. Объем интервенций ЦБ РФ



Источник: Reuters, ММВБ, банк «Петрокоммерц»

ФАКТОР ИНТЕРВЕНЦИЙ

Касаясь природы курсообразования рубля, необходимо обратить внимание на факторы, непосредственно определяющие объем предложения иностранной валюты на внутреннем рынке — это стоимостный объем экспорта и сальдо отдельных статей финансового счета, которые формируют такой показатель, как чистый отток/приток капитала частного сектора. В первом случае ключевую роль играет конъюнктура мировых рынков основных товаров российского экспорта (подразумевается, конечно, цена на нефть, которая достигла максимума текущего года в октябре). Во втором — настроение/ожидания инвесторов, динамика фондовых индексов (начиная с сентября происходит последовательное обновление максимумов текущего года), привлекательность «рублевых» ставок и так активно, но небезосновательно склоняемый «интерес к риску». Несмотря на отсутствие объективной возможности формализовать или количественно оценить пресловутую «склонность к риску», именно определяемый ею интерес к инструментам emerging markets во многом способствовал возобновлению активного притока капитала в РФ в октябре-ноябре, который, в свою очередь, оказывает наиболее существенное краткосрочное влияние на уровни обменного курса рубля и стоимость бивалютной корзины. Конечно, практически все сегменты глобального рынка взаимосвязаны, но, условно говоря, комфортные внешнеторговые условия стимулируют приток валюты через торговый канал, в то время как фаза/состояние финансового рынка влияют на принятие решения о продаже/отсрочке продажи накопленного «валютного запаса».

Наиболее активные продажи американской валюты, не считая мая (см. График 2), имели место в октябре, когда регулятор был вынужден приобрести на внутреннем рынке почти $16 млрд. При этом, как многократно заявляли представители ЦБ РФ, регулятор не таргетирует обменный курс — отношение к непосредственному уровню курса, по крайней мере вербально, скорее философское. При этом отдельные представители органов исполнительной власти дают резко негативную — правда, на экспертном уровне — оценку процессу укрепления рубля. ЦБ РФ же, по его словам, сосредоточен исключительно на сглаживании резких колебаний, поэтому, собственно, и имеют место нетто-покупки валюты.

Примечательно, что механизм валютных интервенций был впервые публично представлен в проекте «Основных направлений единой государственной ДКП на 2010 год…»[1] — ЦБ РФ оперирует двумя коридорами колебаний стоимости бивалютной корзины — «коридор допустимых значений» (26–41 руб.) и «плавающий коридор» (с 10.07.2009 ширина составляет 3 руб., на данном этапе — 35–38 руб.). Механизм автоматического изменения границ плавающего коридора предполагает шаг длиной в 5 коп. после продажи/покупки $0.7 млрд в рамках пассивных интервенций. Регулятор осуществляет два вида интервенций — пассивные и плановые.

Первые применяются, когда котировки корзины достигают границ плавающего коридора, вторые имеют более тонкую природу и менее прозрачны, так как ЦБ РФ проводит их внутри плавающего коррида, а объем и интенсивность интервенций определяется оценкой регулятором параметров формирования платежного баланса, особенностями проводимой бюджетной политики, состоянием внутреннего и внешнего финансового рынка. Учитывая субъективный характер интервенций, а также отсутствие четкой котировки (как в случае с пассивными интервенциями), плановые интервенции можно классифицировать как эффективный инструмент подавления «спекулятивной интриги», особенно в период умеренной торговой активности и наличия «боковика» в основных сегментах финансового рынка.

[1] *«Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов» (Проект), стр. 9–10.*

ЧЕТКИЙ ПРОГНОЗ И ПАРА ДОПУЩЕНИЙ

Рассуждения об элементах курсообразования национальной валюты, равно как и описание тенденций, сложившихся на рынке в предыдущий период, вероятно, могут теоретически звучать любопытно и оригинально, однако без адаптации к будущему периоду — проще говоря, возможности использования при построении прогноза — практическая ценность соответствующей информации весьма сомнительна. Соответственно, интересен относительно четкий прогноз и конкретные выводы. Как известно, сейчас существует и активно используется большое количество методик для прогнозирования основных валютных пар — эконометрические, технические, экспертные. Поэтому удивляться широте прогнозного диапазона не стоит — например, соответствующий диапазон по паре рубль-доллар на конец четвертого квартала 2010 года, согласно консенсус-опросу Bloomberg (FXFC <GO>), составляет 26–34 руб.

Далее хотелось бы представить фундаментальный прогноз (его оправданно рассматривать в качестве «базового», см. Табл. 1, 2), который формируется на основе «строгой» параметрической модели удовлетворительного статистического качества, где в качестве объясняющих переменных выступают курс доллар-евро, стоимостный объем товарного экспорта, среднемесячная цена на нефть марки WTI и объем МР ЦБ РФ. Прогнозный объем МР ЦБ РФ и объема товарного экспорта строится исходя из предполагаемой структуры платежного баланса РФ в рамках прогнозного периода, в основе которой лежат предпосылки о чистом оттоке/притоке капитала —

Таблица. 1 Прогнозная динамика RUB и основные параметры прогноза*

	RUBUSD	RUBEUR	BASKET	EUR	RESERVE**	EXPORT***	WTI
1 кв. 09	34.42	44.73	39.06	1.30	383.9	57.4	43.3
2 кв. 09	32.16	43.80	37.40	1.36	412.6	68.5	59.8
3 кв. 09	31.31	44.77	37.37	1.43	413.0	88.4	68.1
4 кв. 09	28.97	43.89	35.69	1.52	416.5	106.5	72.5
1 кв. 10	29.44	44.58	36.25	1.51	426.1	85.4	63.5
2 кв. 10	31.03	46.22	37.87	1.49	435.7	75.8	60.0
3 кв. 10	30.16	44.03	36.40	1.46	445.3	81.2	61.5
4 кв. 10	29.92	43.38	35.97	1.45	454.9	90.8	61.5
1 кв. 11	30.11	43.37	36.08	1.44	464.5	87.4	66.7

* *среднее за квартал, серым цветом выделены прогнозные значения*
** *на конец периода в $ млрд*
*** *сумма за период*

Источник: Reuters, Bloomberg, ЦБ РФ, банк «Петрокоммерц»

Таблица 2. Прогнозный среднегодовой курс руб./$ и бивалютная корзина

	руб./$	корзина	EUR	Нефть WTI $/барр	Экспорт*, $ млрд	МР ЦБ РФ* $ млрд
Базовый	30.1	36.6	1.48	64	336	462
Оптимизм	24.9	31.6	1.60	95	425	525
Пессимизм	38.0	42.3	1.25	35	225	375

* *на конец периода*

Источник: Reuters, ЦБ РФ, банк «Петрокоммерц»

минус $23.5 млрд, а также среднегодовой цене на нефть — $64/барр. в 2010 году. Прогноз по евро формируется также на основе собственной параметрической модели, где в качестве объясняющих переменных используется отношение бюджетного дефицита к ВВП США, спред между ставками рефинансирования, объем госдолга США у нерезидентов, темп роста ВВП еврозоны и темп инфляции в США.

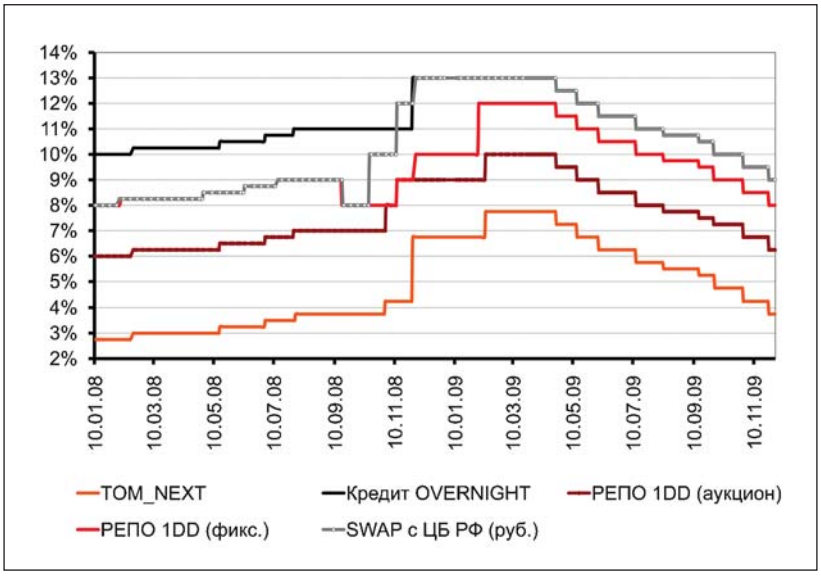
Интерес также могут представлять и условные оптимистичный и пессимистичный варианты прогнозов (Таблица 2), которые описывают гипотетические лучший и худший сценарии на 2010 год. Здесь объясняющие переменные получены, в отличие от «базового» сценария, преимущественно экспертным путем. Собственно, диапазон, в зависимости от экспертной комбинации объясняющих переменных, может быть следующим: 25–38 по руб./$ и 32–42 руб. по бивалютной корзине.

Важно отметить, что, несмотря на сравнительно прозрачную среднесрочную фундаментальную траекторию движения обменного курса рубля, в определенные периоды, в результате действия краткосрочных спекулятивных, но не менее значимых факторов, например «вербальных» импульсов или корпоративных новостей (свежий пример — заявление Алексея Улюкаева об увеличении объема плановых интервенций или ситуация с дубайской Nakheel), котировки могут переживать «приступы» повышенной волатильности. Иногда движение может даже казаться нелогичным — например, находиться в противофазе фондовым индексам, курсу евро на мировом рынке, котировкам нефти. Поэтому, несмотря на популярное мнение о том, что методики технического анализа ограниченно эффективны для применения на внутреннем российском рынке, полностью забывать и отказываться от них не стоит.

*График 3. Динамика бивалютной корзины, коридоры регулятора**

* *среднемесячное значение*

График 4. Динамика регулируемых ставок ЦБ РФ



Источник: Reuters, ММВБ, банк «Петрокоммерц»

СЛОВО РЕГУЛЯТОРА (ИМЕЕТ ЛИ ОНО ЗНАЧЕНИЕ?)

Несмотря на уже сравнительно давно декларируемую стратегическую цель перехода к режиму инфляционного таргетирования, который в теории подразумевает минимальные обязательства регулятора в отношении курса национальной валюты (следовательно, минимальное вмешательство в рыночные процессы), ЦБ РФ не спешит отказываться от валютных интервенций — ключевого инструмента текущей курсовой политики. Причем формальной целью курсовой политики, как было отмечено выше, является не обеспечение целевого уровня курса, а сглаживание курсовых колебаний.

Тем не менее, судя по последним решениям регулятора, некоторая озабоченность укреплением рубля у ЦБ РФ присутствует. Так, в официальном комментарии, сопровождавшем последнее, девятое начиная с апреля текущего года (см. График 4) решение о снижении ставок по операциям рефинансирования, содержится указание на то, что снижение внутренних ставок «будет сдерживать укрепление рубля». Решение регулятора об увеличении активности плановых интервенций внутри плавающего коридора также, по всей видимости, призвано ограничить темп укрепления рубля. Реакция рынка на соответствующее заявление была достаточно чуткой — бивалютная корзина подорожала единовременно почти на 40 коп., далее движение продолжилось, однако после преодоления уровня в 35.4 более значимую роль для рубля сыграло фронтальное падение рынков на «дубайском факторе». Соответственно, можно утверждать, что «слово регулятора» определенно имеет значение, и считаться с особенностями проводимой курсовой политики участникам рынка в любом случае придется, хотя, конечно, курсообразование рубля первично и определяется совокупностью экзогенных внешних переменных.