Владимир ОСАКОВСКИЙ,
PhD, начальник управления макроэкономического прогнозирования и исследований, ЮниКредит Банк

Возможности для дальнейшего падения ставок в России практически исчерпаны. Их рост в 2011 году становится одним из ключевых условий для стабильности рубля.

ТРУДНОСТИ переходного возраста

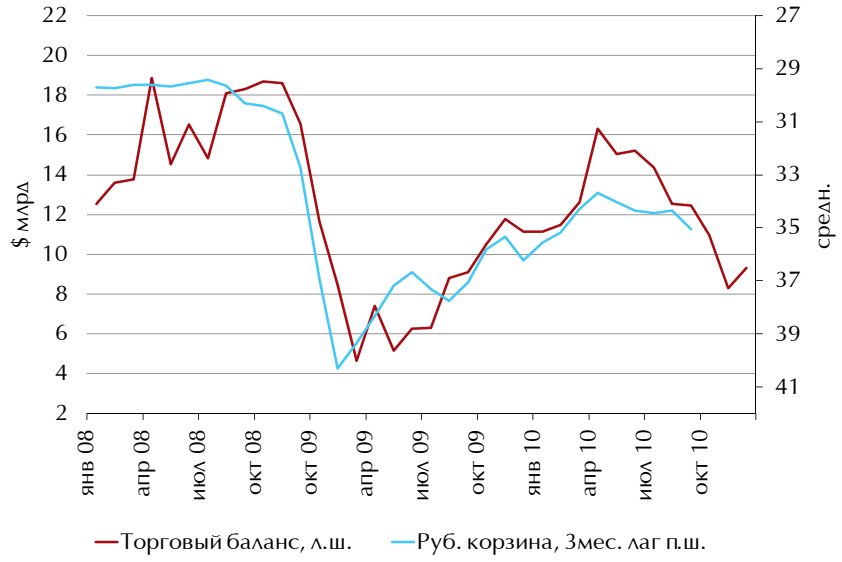
Наверное, все отметили довольно странное поведение рубля осенью этого года. Нефть растет, доллар падает — в таких условиях рубль был обречен на рост. Практически все валюты развивающихся стран так и вели себя, однако рубль падал, причем даже к падающему доллару. В результате, по отношению к бивалютной корзине рубль опустился до значений, которые отмечались лишь в самые неспокойные времена прошлого года.

Если происходит что-то необычное, то возникает желание объяснить это тоже чем-то особенным. И поэтому такое необычное поведение большинство прогнозистов отнесло к проискам «закулисы», то есть действиям нескольких крупных игроков, которые выводили значительные средства из России, что и привело к снижению рубля. Выражаясь академическим языком, причиной тому был растущий дефицит по капитальному счету платежного баланса, или попросту отток частного капитала.

Конечно же, лето-осень 2010 года дали хорошую почву для «теорий заговора». Например, необычно жесткая ротация в высших эшелонах власти могла вызвать значительный вывод средств отдельными весьма состоятельными представителями российского общества, особенно теми, которых, собственно, и «ротировали». Помимо этого были и вполне открытые сделки по выкупу акций, причем более чем существенные, погашение и рефинансирование внешних долгов и многое другое.

Все эти теории очень увлекательны и так и просятся на заголовки. Тем не менее, при этом удивительно малое количество людей обращает внимание на так называемые фундаментальные причины силы и стабильности рубля. Наверное, дело в том, что они гораздо менее сенсационны.

Рисунок 1
Профицит счета текущих операций есть основной фактор стабильности рубля



Главнейшей из причин для укрепления рубля на протяжении практически всей экономической истории России был стабильный и растущий профицит счета текущих операций и, в частности, профицит торгового баланса. Это понятие довольно емкое и отчасти распространяется на такой более конкретный показатель, как цены на нефть. Чем выше цены на нефть, тем выше профицит, тем больше приток валюты в страну, тем сильнее рубль. И наоборот, чем ниже цены на нефть, тем слабее рубль, и никакие резервы ЦБ этому противостоять не могут. Логика железная, и работала она безотказно начиная чуть ли ни с 1991 года.

Более того, данная логика распространяется и на большую часть капитального счета платежного баланса, то есть определяет и потоки капитала. Зачем «перекладываться» в рубль? Нефть растет — валюты все больше — рубль будет укрепляться — надо в этом поучаствовать. В результате, рубль действительно растет и «все счастливы». И наоборот: нефть падает — валюты все меньше — рубль будет падать и...

Мы уверены, что данный фактор так и остается основной силой, определяющей курс национальной валюты. Конечно же, если кто-то вдруг решит вывести из страны несколько миллиардов долларов или евро, то скачок курса рубля обеспечен. Тем не менее, если существует стабильный позитив со стороны фундаментальных факторов, то это падение есть лишь хороший повод «войти» в рубль и получить свою прибыль через одну-две недели, когда этот «кто-то» все продаст.

Что же пошло не так осенью 2010 года? Цены на нефть высоки, а рубль все ниже и ниже. Возможно, причина в том, что профицит торгового баланса и цен на нефть — хоть и тесно взаимосвязанные веши, но все-таки не одно и то же. Платежный баланс — это ведь не только приток нефтедолларов, но еще и отток валюты на оплату импорта, дивидендов и так далее.

В первом квартале 2010 года профицит счета текущих операций превышал $33 млрд. В таких условиях рублю действительно было некуда деваться, кроме как расти — он и рос. К третьему кварталу, однако, этот показатель упал почти в четыре раза, до менее чем $9 млрд — в основном за счет того, что импорт как увеличивался, так и продолжал расти на более чем 30% в пересчете год к году. Валюты пришло, может, и больше (и действительно так и происходило), чем раньше, но и объем ее расходования тоже оказался гораздо больше, чем раньше.

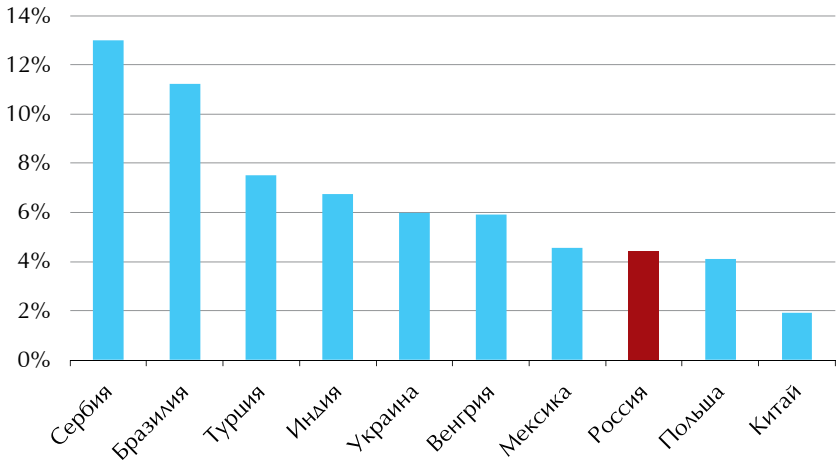


Рисунок 2
Российские бонды — одни из самых дорогих на развивающихся рынках

Таким образом, логика оказалась нарушена. Цены на нефть хоть и растут, но это не означает, что валюты будет больше. А по этой причине перед тем, как «переложиться» в рубль, надо-таки подумать о том, почему, собственно, он вдруг будет расти. А если нет гарантии роста, то почему именно рубль, а, например, не турецкая лира или южноафриканский ранд или еще проще — доллар или евро?

Резон «сидеть» в рубле, а не в долларе или евро, конечно же, есть. Доходность самого надежного инструмента в рублях, то есть ОФЗ, так или иначе измеряется процентами, а не долями процентов, как короткие «трежаря». Тем не менее, наши 3–4% на один год хоть и хорошо, но, судя по всему, недостаточно для устранения валютного или странового риска. Если же сравнить наши доходности с 6–7% за аналогичные бумаги в Турции или Мексике, не говоря уж о модной нынче Бразилии, то для инвестирования в рубль надо искать очень серьезные аргументы, которых можно и не найти.

Следует отметить, что такие доходности на внутреннем рынке так или иначе являются результатом целенаправленной политики правительства и Центрального банка. Минфин отменяет свои аукционы ОФЗ, как только доходность по ним начинает расти, ЦБ делает примерно то же самое для своих облигаций, а также продолжает держать ставки на текущих уровнях, несмотря на ускорение инфляции.

Суммируя вышесказанное, можно заключить, что причиной ослабления рубля являлось ослабление счета текущих операций при сохранении мягкой

«В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ 2010 ГОДА ПРОФИЦИТ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ ПРЕВЫШАЛ $33 МЛРД. В ТАКИХ УСЛОВИЯХ РУБЛЮ ДЕЙСТВИТЕЛЬНО БЫЛО НЕКУДА ДЕВАТЬСЯ, КРОМЕ КАК РАСТИ — ОН И РОС»

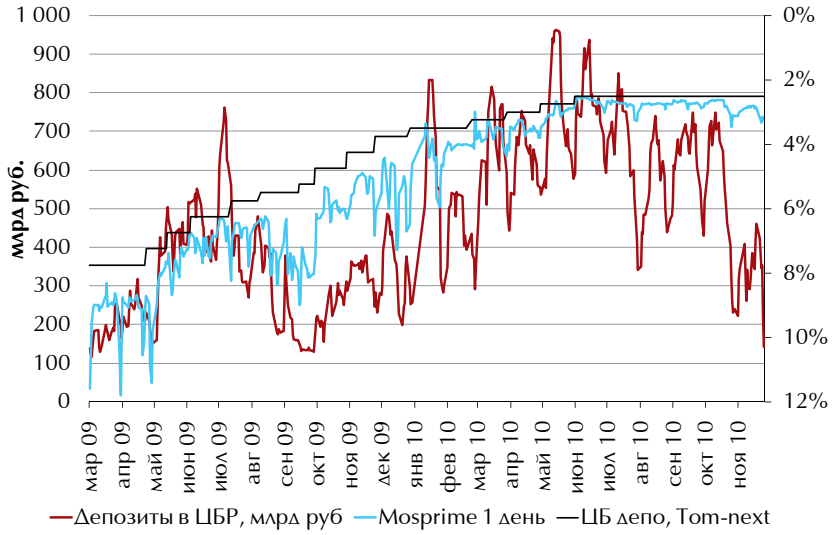


Рисунок 3
Избытка ликвидности в банковской системе больше нет

> В 2011 ГОДУ У НАС ЕСТЬ ВЫБОР — ЛИБО ВЫСОКАЯ ИНФЛЯЦИЯ, СЛАБЫЙ РУБЛЬ И НЕСКОЛЬКО БОЛЕЕ БЫСТРЫЙ РОСТ, ЛИБО ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ И РОСТА НА ФОНЕ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ СТАБИЛЬНОСТИ РУБЛЯ

денежно-кредитной политики Центрального банка, позволяющей крайне низкие процентные ставки на внутреннем валютном рынке.

Более того, до конца 2010 года мягкая политика ЦБ может стать еще мягче. Для выполнения годовых бюджетных назначений Минфин планирует взять из Резервного фонда почти 1 трлн руб., которые, можно сказать, будут «напечатаны» Центральным банком под обеспечение валюты резервного фонда.

Согласитесь, на таком фоне отток капитала выглядит вполне обоснованно даже без теорий заговора.

Так что же нас ждет в 2011 году? Начнем со счета текущих операций. Одна сторона уравнения — это цены на нефть. Вполне возможно, что на фоне количественного смягчения США и, вероятно, аналогичных мер в Европе цены на нефть дойдут по $150 за «бочку». Если так, то Россию зальет очередным потоком нефтедолларов, и прогнозирование рубля сведется к обсуждению того, на каком уровне ЦБ начнет «противодействовать дальнейшему укреплению национальной валюты». Отметим, что такой сценарий является единственным, при котором ставки имеют шанс остаться на низком уровне. Но это очень уж оптимистичный сценарий, хоть и с ненулевой вероятностью исполнения.

Предположим же, что цены на нефть останутся в пределах $100 за баррель. Данный сценарий также включает вариант их падения, и в любом из этих случаев рост импорта так и будет опережать рост экспорта. Это продолжит и даже усилит давление на профицит счета текущих операций. То есть приток валюты от торговых операций так и будет сокращаться, как это происходило в 2010 году. Вследствие этого стабильность рубля будет напрямую зависеть от того, станут ли ставки на внутреннем рынке настолько конкурентоспособными по отношению к другим рынкам, что смогут привлечь достаточный приток капитала.

Мы думаем, что станут, и тому есть целый ряд причин. Основная из них — ускорение инфляции, в результате чего реальные ставки на внутреннем рынке уже упали почти до нуля и имеют все основания для дальнейшего снижения. Во многом по этой причине спрос на кредитные ресурсы уже который месяц подряд растет практически докризисными темпами. Это и немудрено — с учетом инфляции деньги можно взять практически бесплатно, а то и с доплатой.

> РАСТУЩЕЕ КРЕДИТОВАНИЕ ЗАКАЧИВАЕТ В ЭКОНОМИКУ ТУ ИЗБЫТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ, КОТОРУЮ БАНКИ ХРАНИЛИ НА ДЕПОЗИТАХ И В ОБЛИГАЦИЯХ ЦБ, ЧТО УВЕЛИЧИВАЕТ МАССУ ДЕНЕГ В ОБРАЩЕНИИ И СПОСОБСТВУЕТ ЕЩЕ БОЛЬШЕМУ НАРАЩИВАНИЮ ИНФЛЯЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ

Такой рост кредитования сам по себе дело, конечно же, очень позитивное, так как ускоряет инвестиционный рост и способствует восстановлению экономики в целом. Однако растущее кредитование закачивает в экономику ту избыточную ликвидность, которую банки хранили на депозитах и в облигациях ЦБ, что увеличивает массу денег в обращении и способствует еще большему наращиванию инфляционного давления.

На фоне того, что М2 с весны растет более чем по 30% год к году, а рост индекса цен производителей уже измеряется двузначными цифрами, такой рост кредитования вызывает скорее опасения, чем оптимизм. И мы думаем, что эти опасения должны привести к началу роста ставок Центрального банка в самое ближайшее время.

Отметим, что ЦБ уже дает знаки того, что начало повышения ставок не за горами. В ноябрьском релизе по итогам своего заседания, в отличие от более ранних заявлений, замечание о том, что стимулирующая политика мо-

жет быть продолжена «в ближайшие месяцы», было опущено. Мы думаем, что эти «ближайшие месяцы» в релизе были прямым аналогом extended period в заявлениях ФРС, и их отсутствие, судя по всему, говорит о том, что первое повышение может произойти уже на следующем заседании в конце декабря.

Помимо этого, для начала роста ставок есть и простые технические предпосылки. В частности, основной причиной затяжного падения ставок на внутреннем рынке был избыток ликвидности в банковской системе. При отсутствии спроса на кредиты со стороны экономики банкам ничего не оставалось делать, кроме как возвращать излишки денег туда, откуда они пришли, то есть в ЦБ, в облигации и на депозиты.

По мере роста спроса на деньги со стороны экономики размер излишков сокращался, а к концу ноября таковые практически исчезли. Остатки на депозитах ЦБ сокращались до менее чем 200 млрд руб., что немногим больше кризисных показателей начала 2009 года.

Конечно же, денег по–прежнему очень много и будет больше. Есть еще более чем 800 млрд руб., которые банки держат в облигациях ЦБ. Помимо этого, должны подоспеть и триллион с небольшим из Резервного фонда. Однако помимо притока ликвидности есть и рост спроса на кредиты со стороны экономики, и бюджетный план занять почти 1.5 трлн руб. в 2011 году.

В этой связи мы думаем, что ставки на внутреннем денежном рынке должны начать рост вместе со ставками ЦБ. Причем рост этот будет достаточно существенным, достаточно большим, чтобы поддержать такой приток капитала, который будет в состоянии компенсировать сужение счета текущих операций и стабилизировать курс рубля.

Есть альтернативный сценарий. ЦБ все-таки не станет повышать ставки, что, возможно, усилит поддержку инвестиционному спросу и ускорит экономический рост. Однако рассчитывать на низкие ставки при таком сценарии тоже не стоит. Если уж при нынешнем вялом экономическом росте на рынке уже появляются признаки ограничений ликвидности, то при ускорении роста, в частности инвестиционного, ограничения эти станут уже существенными факторами роста стоимости заимствований. Помимо всего прочего, при таком сценарии у инфляции будут все предпосылки достичь двузначных значений и остаться там.

Для национальной валюты такой вариант развития событий не самый лучший — стабильного притока капитала как не было, так и не предвидится, и рубль, скорее всего, продолжит проседать до тех пор, пока его снижение не начнет тормозить или даже снижать импорт и восстанавливать профицит счета текущих операций.

Таким образом, в 2011 году у нас есть выбор — либо высокая инфляция, слабый рубль и несколько более быстрый рост, либо замедление инфляции и роста на фоне относительной стабильности рубля.

Можно даже сказать, что в 2011 году ЦБ сдаст тест, ответив на вопрос, насколько серьезной целью для него является инфляционное таргетирование. Тест непростой, ведь инфляционное таргетирование — это не только довольно приятный выбор относительно того, допускать ли укрепление рубля, но и необходимость повышать ставки и таким образом тормозить экономический рост, когда это необходимо. Наверное, такая необходимость отчасти похожа на процессы взросления в переходном возрасте, когда человеку надо начинать принимать собственные решения, что далеко не всегда приятно.

Конечно же, в данном случае выбор не дискретный — скорее всего, будет реализован некий промежуточный вариант. Однако в любом случае будущее рубля должно все больше зависеть от ставок на рублевом долговом рынке и все меньше — от цен на нефть. Быстро или медленно — идем к свободному курсу рубля и инфляционному таргетированию!

БУДУЩЕЕ РУБЛЯ ДОЛЖНО ВСЕ БОЛЬШЕ ЗАВИСЕТЬ ОТ СТАВОК НА РУБЛЕВОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ И ВСЕ МЕНЬШЕ — ОТ ЦЕН НА НЕФТЬ

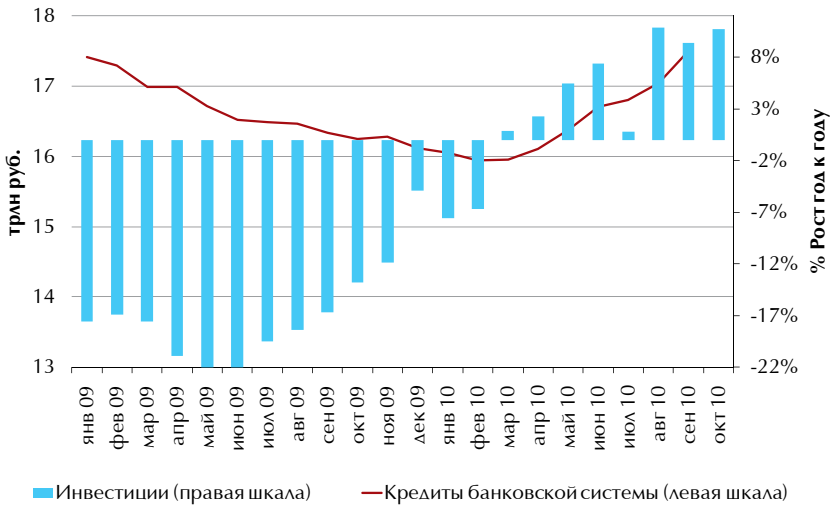



Рисунок 4
Спрос на кредитные ресурсы растет, что создает предпосылки для начала роста ставок