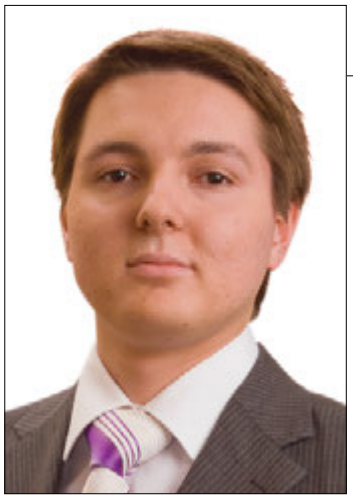
ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК



Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

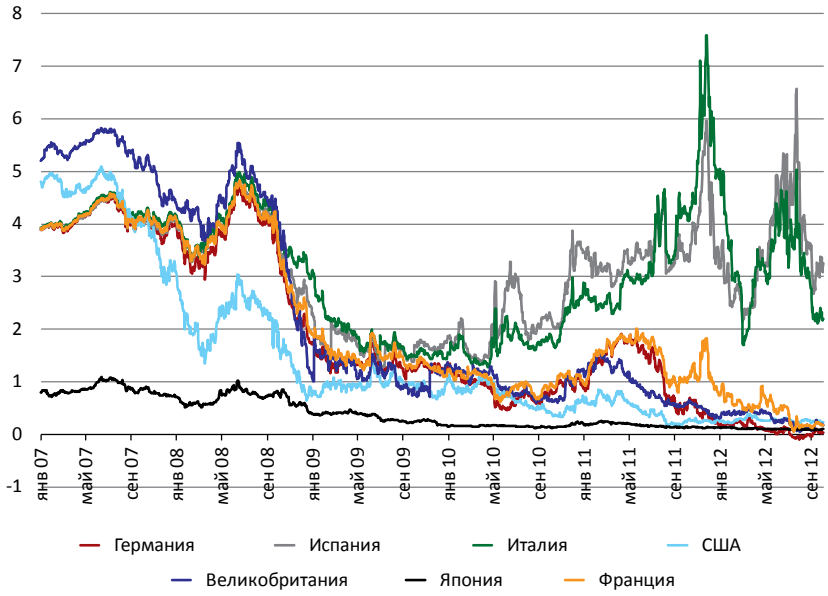
После того как ЕЦБ и ФРС расширили программы выкупа облигаций, апокалиптические сценарии развития событий в еврозоне отошли на второй план, это отразилось в росте курса евро до отметок около $1.30, тогда как еще в конце июля европейская валюта приближалась к двухлетнему минимуму $1.20. Доллар стал ослабляться к основным валютам, свидетельствуя о притоке капитала на развивающиеся рынки. Учитывая, что восстановление происходит на фоне высоких цен на нефть в районе $110 за баррель, российский рынок не остался в стороне от мирового ралли. За первые две недели сентября российская валюта укрепилась с 32.5 до 30.5 руб. за доллар. В этих условиях пошли слухи о возможном появлении устойчивого притока капитала в Россию, и ряд экспертов уже поспешили пересмотреть прогнозы по курсу рубля в сторону укрепления.

Капитальная утечка

Между тем анализ состояния мировой экономики заставляет усомниться в том, что волну оптимизма на мировых рынках можно рассматривать как начало долгосрочного тренда. Хотя действия мировых центральных банков в сторону смягчения монетарной политики представляются оправданными, способность QE кардинально изменить экономическую ситуацию остается под вопросом. В этом отношении показателен тот факт, что, несмотря на несколько раундов количественного смягчения, безработица в США остается на довольно высоком уровне — 8%, а в еврозоне она уже достигла 11% и продолжает расти. Особенно острая ситуация сложилась в Испании, где этот показатель в целом по экономике составляет 25%, а среди молодежи достигает 40–50%. В этих условиях способность правительств к сокращению дефицита бюджета и снижения госдолга представляется крайне ограниченной, и именно этим объясняется непрекращающийся поток негативных новостей о состоянии госфинансов периферийных стран.

При этом финансовые рынки вполне трезво оценивают масштаб рисков — дополнительная ликвидность от центробанков финансирует не экономический рост в проблемных странах, а под воздействием рыночных сил направляется в качественные активы — отсюда отрицательная доходность по германским и французским облигациям и почти нулевые значения по японским и британским бумагам. Между тем стоимость заимствований для проблемных стран по-прежнему остается высокой, и это указывает на то, что проведение мягкой монетарной политики является необходимым, но не достаточным инструментом в борьбе с рецессией. Именно поэтому поводы для опасений на мировых рынках находятся постоянно, и недавний случай со слухами о скором обращении Испании за финансовой помощью является красноречивым тому подтверждением. На практике это означает, что диапазон колебаний евро на перспективу 1–2 года довольно широк и составляет $1.2–1.4, то есть положение на

Рисунок 1
Доходности по двухлетним облигациям



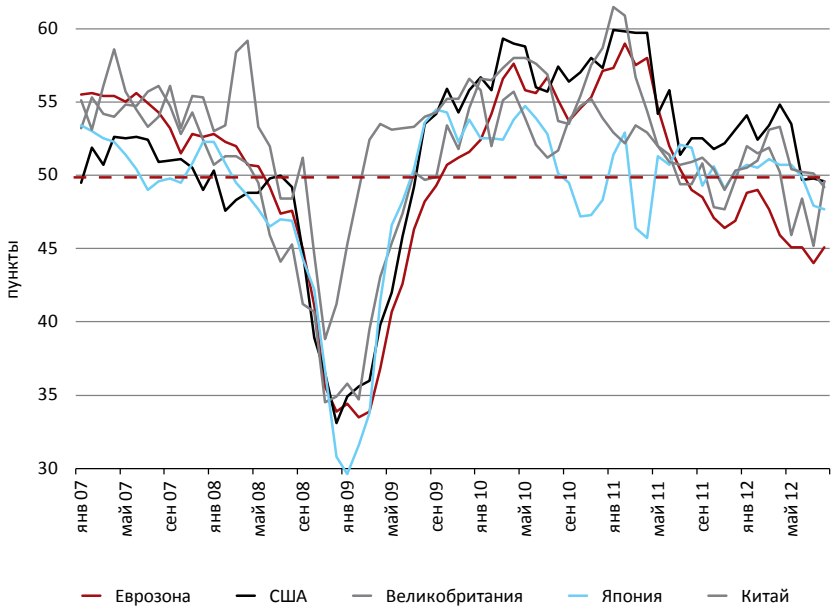
Источник: Bloomberg

европейском рынке представляется скорее фактором волатильности, нежели притока капитала на развивающиеся рынки.

На сырьевом рынке складывается, казалось бы, более благополучная для России картина. Постоянные конфликты на Ближнем Востоке оказывают значительную поддержку нефтяным котировкам, и в этих условиях длительное падение цены ниже $100 за баррель маловероятно. Между тем и значительный рост цен на нефть также затруднен. В условиях рецессии или нулевого роста в развитых странах для сырьевого рынка крайне важны сигналы о состоянии экономики Китая, однако недавнее снижение индикатора PMI ниже отметки 50 свидетельствует об ухудшении перспектив экономического роста страны, что не может не сказаться на динамике спроса на сырье (см. рисунок 2). На фоне заявлений ОПЕК о готовности увеличивать предложение нефти, ожидать того, что рост цен на нефть возобновится, было бы слишком оптимистично.

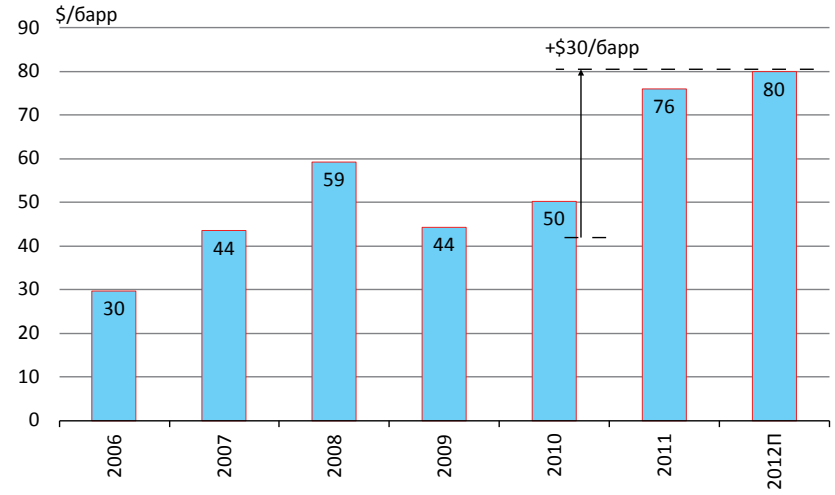
Отсутствие роста цен на нефть в условиях нестабильности финансовых рынков является серьезным сдерживающим фактором для укрепления курса рубля: важнейшим каналом воздействия здесь является ухудшение состояния российского счета текущих операций. С одной стороны, номинальные значения текущего счета — $71 млрд в 2010 году, $99 млрд в 2011 году и ожидаемые $90 млрд по итогам 2012 года — создают видимость благополучия. Однако за этими цифрами скрывается ухудшение фундаментальных показателей платежного баланса. Структура российской экономики, в которой до 70% ВВП приходится на потребление и только чуть более 20% — на инвестиции, обеспечивает сильную зависимость от импорта. В 2010 и 2011 годах импорт рос на 30% в год, увеличивая зависимость текущего счета от роста экспортных доходов. В этом отношении резкое замедление импорта до 4% г/г за девять месяцев 2012 года является позитивной новостью, однако устойчивость этого замедления в условиях социально-ориентированной бюджетной политики вызывает сомнения. Со стороны экспорта также имеются значительные риски, поскольку замедление роста мирового спроса и жесткая конкуренция с другими экспортерами привели к значительному замедлению не нефтяного экспорта из России (1/3 суммарного экспорта) с 20–30% в год в 2010–2011 годах до 4% г/г за девять месяцев 2012 года. Оба эти фактора приводят к росту зависимости текущего счета от нефтяных доходов. Если в 2010 году среднегодовая цена на нефть, необходимая для нулевого текущего счета, составляла $50 за баррель, то в 2012 году она составит, скорее всего, $80 за баррель. Для валютного рынка это означает, что в долгосрочной перспективе рублю необходим постоянный рост цены на нефть только для удержания курса на прежнем уровне. Действительно, несмотря на то что с сентября 2010 года по сентябрь 2012 года цена на нефть выросла примерно на $30 за баррель, курс рубля к доллару остался неизменным — в районе 30–31 (см. рисунки 3 и 4). В этом примере отражен количественный эффект «проедания» текущего счета на валютный курс.

Теоретически ухудшение состояния текущего счета мог бы компенсировать приток капитала, однако и здесь у России пока нет поводов для оптимизма. Несмотря на улучшение состояния мировых рынков после кризиса 2008-2009 годов, отток капитала из России не прекращается и состав-



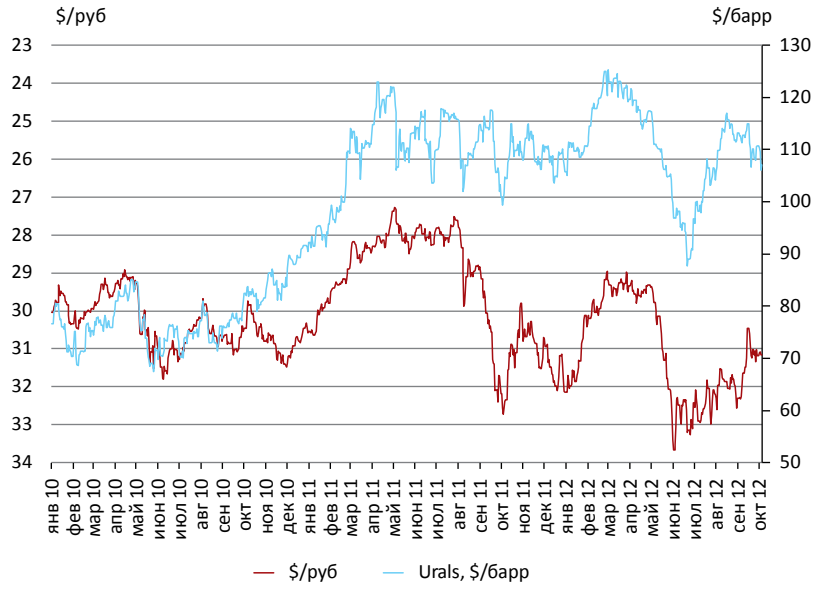
Источник: Bloomberg

Рисунок 2
Индексы PMI по странам



Источник: Альфа-Банк

Рисунок 3
Цена на нефть, балансирующая российский текущий счет



Источник: Bloomberg

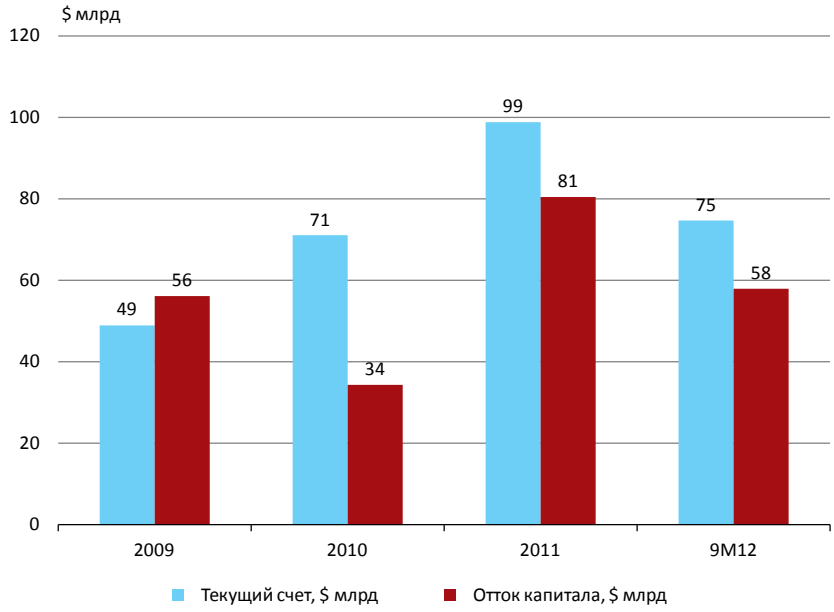
Рисунок 4

Динамика цен на нефть и курс руб./$

ляет примерно 4–5% ВВП на протяжении уже трех лет, стерилизуя до 80% текущего счета (см. Рисунок 5). Структурный, то есть не зависящий от рыночной конъюнктуры, характер оттока капитала подтверждается и последними данными. Ни сентябрьское ралли на мировых рынках, ни размещение Сбербанка не смогли предотвратить ускорения оттока капитала с $10 млрд во втором квартале до $14 млрд в третьем. Особенно настораживает тот факт, что ускорению оттока не смогло воспрепятствовать даже более активное привлечение корпоративного внешнего долга – на $23 млрд в третьем квартале против $3 млрд во втором. Есть все шансы, что по итогам года отток составит $70 млрд, это предполагает отсутствие поддержки валютному рынку со стороны капитального счета как минимум до конца года.

Рисунок 5

Текущий счет и отток капитала



Источник: ЦБ РФ

Следует отметить, что важным фактором оттока капитала со стороны корпоративного сектора является активизация бюджетной дискуссии. Разрываясь между противоречивыми целями балансирования бюджета и наращиванием социальных расходов, правительство, судя по всему, жертвует инвестиционными расходами для удержания роста суммарных расходов на уровне 5–6% г/г в ближайшие три года. Этот сигнал диктует ухудшение настроений в реальном секторе, который сильно зависит от госзаказа. Кроме того, перспективы отмены накопительной пенсионной системы, которая являлась важным источником длинных денег в экономике и оказывала поддержку российскому финансовому рынку, также не способствует повышению инвестиционной привлекательности России.

При этом домохозяйства тоже демонстрируют тенденцию к значительному оттоку капитала. По оценкам ЦБ, в 2011 году 40% оттока капитала приходилось на трансграничные операции физлиц, в том числе $12 млрд — на покупку недвижимости. Подобное поведение представляется закономерным, учитывая, что рост доходов в России не сопровождается ростом качества жизни: если с 2007 по 2012 год по уровню доходов на душу населения Россия поднялась с 73-го на 57-е место в мире, то по качеству системы образования, по данным WEF, опустилась с 36-го на 86-е место, по качеству дорог — со 104-го на 136-е. По средней ожидаемой продолжительности жизни Россия теперь занимает 100-е место вместо 96-го. Очевидно, что несоответствие уровня доходов качеству жизни подталкивает обеспеченные слои населения к передислокации собственности за рубеж. В сочетании со значительными барьерами для ведения бизнеса есть основания полагать, что без значительных структурных сдвигов и в долгосрочной перспективе России будет сложно бороться с оттоком капитала.

Таким образом, внутренние факторы, а именно слабость текущего счета и сохранение значительного оттока капитала, говорят не в пользу сильного рубля. Безусловно, волатильный внешний фон в условиях ослабления контроля над валютным рынком со стороны ЦБ РФ означает возможность значительных колебаний курса, в диапазоне 30–35 руб./$ в ближайшие месяцы. Однако в более долгосрочной перспективе справедливо ожидать ослабления рубля при условии отсутствия роста цен на нефть. При сценарии $100–110 за баррель мы ожидаем ослабления рубля до 33 руб./$ к концу этого года и до 34–35 руб./$ в конце следующего.