Алексей ЕГОРОВ,
ведущий аналитик,
Промсвязьбанк

Почем рубль для народа?

Глобальный тренд по оттоку капитала из стран emerging markets не обошел стороной и российский рынок, спровоцировав девальвацию рубля. У ЦБ было несколько способов действий в этой ситуации, и, на наш взгляд, был выбран наиболее оптимальный: допустив ослабление национальной валюты, Банк России смог предотвратить коллапс с ликвидностью в банковской системе. Дальнейшее развитие ситуации также неоднозначно, при этом рублю еще предстоит конкурировать за иностранный капитал с другими валютами стран emerging markets.

За последний год национальной валюте пришлось пережить довольно много непростых ситуаций. Тренд по оттоку капитала с развивающихся рынков, начавший проявляться во второй половине 2013 года, когда практически ни у кого не возникало сомнений в том, что ФРС в ближайшее время все же начнет сворачивать программу выкупа активов, не обошел стороной и Россию. Инвесторы предпочли не дожидаться последствий (замедления темпов роста экономики и ослабления национальной валюты) и начали ретироваться еще до того, как источник дешевой ликвидности иссякнет. При этом валюты стран с неустойчивым платежным балансом испытали на себе негативный эффект первыми, и это отразилось на их курсе: наиболее сильно данный процесс затронул Индию, Бразилию и Турцию. За счет того что в структуре экспорта России львиную долю занимают топливно-энергетические ресурсы и минеральное сырье, которые можно отнести к трудно заменимым (неэластичным) товарам, страна в первое время относительно безболезненно переживала оттоки капитала (прямые и портфельные инвестиции, резервы), однако долго справляться с общими тенденциями все же не удалось.

Невозможно без конца откладывать неизбежное, и для рубля пришло время — с начала текущего года он начал активно терять свои позиции. При этом можно отметить, что шанс сработать на опережение глобального тренда был упущен. Например, Центральный банк Бразилии приступил к плавному повышению ключевой ставки еще в апреле 2013 года, а уже в середине сентября его поддержал Центральный банк Индии. Подобные действия частично нивелировали всплеск ослабления национальных валют данных стран, но все же не смогли переломить наметившийся тренд девальваций.

Российский ЦБ тем не менее предпочел сдерживать ослабление рубля за счет

агрессивных валютных интервенций, пик которых пришелся на первый квартал 2014 года, с расчетом на то, что процесс девальвации удастся замедлить без изменения параметров монетарной политики. Регулятор практически ежедневно объявлял о смещении вверх границ операционного интервала (бивалютной корзины), и о прекращении сдерживания курса и переходе к инфляционному таргетированию уже никто не вспоминал. При этом в начале марта текущего года с первым повышением ключевой ставки на 150 б.п., до уровня 8%, ЦБ изменил параметры курсовой политики, установив объем накопленных валютных интервенций, необходимых для смещения границ операционного интервала на 5 копеек, на уровне $1.5 млрд (ранее $350 млн). Таким образом, регулятор установил предельную планку по курсу рубля, пройти которую будет довольно сложно. Тем не менее «успокоить» рубль все же не удалось. Появление украинского фактора оказало дополнительное давление на национальную валюту. При этом цена на нефть, которая удерживалась выше отметки $100/баррель (марка Brent), не оказывала существенную поддержку рублю. Кроме того, на фоне нарастания геополитических рисков Банк России был вынужден в апреле 2014 года поднять ключевую ставку еще на 50 б.п.

ПОТЕНЦИАЛЬНОЕ БУДУЩЕЕ

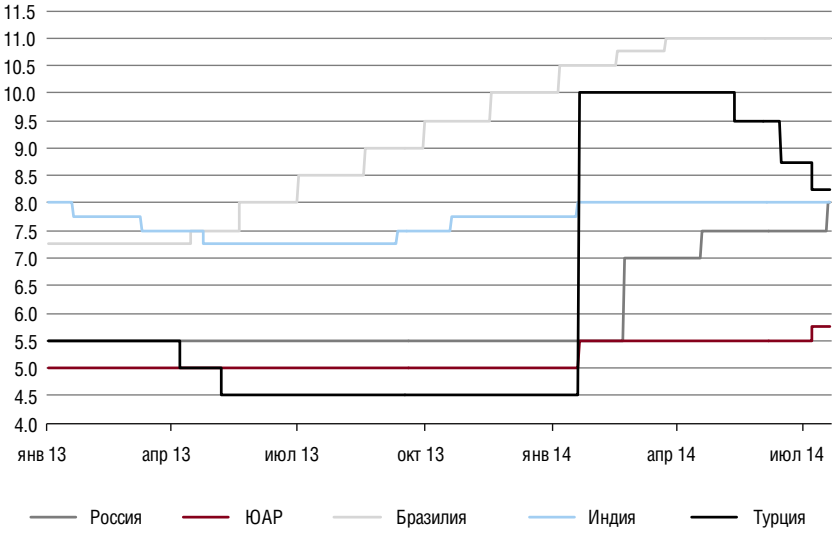
Отметим, что российский ЦБ до последнего момента пытался избежать изменения параметров монетарной политики. Решение о первом повышении ключевой ставки было принято довольно внезапно — на внеплановом заседании совета директоров 3 марта 2014 года. Причем повышение ставки прошло по большей части в привязке к геополитическим событиям, чем в рамках общих тенденций на глобальных рынках.

В то же время можно рассмотреть альтернативный сценарий действий Банка России, который мог бы сдержать ослабление национальной валюты. Объем задолженности банковской системы перед монетарными властями на начало 2014 года превышал 4 трлн руб., что сделало кредитные организации сильно зависимыми от регулятора. В таких условиях ЦБ, на который приходится большая часть задолженности, мог ограничить объем предоставляемой ликвидности, что повысило бы стоимость рублевой ликвидности на рынках МБК и РЕПО, не затрагивая монетарные ставки. Кроме того, на рынке довольно продолжительное время присутствовали опасения, связанные с тем, что регулятор может ограничить доступ к валютному свопу с ЦБ. Подобные действия смогли бы повысить спрос на рубль, однако была вероятность спровоцировать коллапс в банковской системе. Регулятор предпочел не подвергать локальный рынок дополнительным рискам.

Кроме того, в момент резкого ослабления рубля ЦБ мог отказаться от валютных интервенций, отдав рынок на откуп спекулянтам, сэкономив золотовалютные резервы. При этом курс доллара мог бы преодолеть отметку 50 руб., и уже на пике регулятор начал бы активно продавать валюту. При подобном сценарии спекулятивная атака на рубль, вероятнее всего, не смогла бы долго продолжаться, в случае если бы Банк России занял жесткую оборону. Реализация подобного сценария спровоцировала бы резкий рост потребительских цен, что можно было наблюдать на примере кризиса 1998 года. А кроме того, сильное ослабление рубля вызвало бы еще более активный уход населения в валюту, а также отток депозитов, что имело бы негативный эффект для устойчивости кредитных организаций.

Также нельзя исключать, что регулятор мог бы ввести ограничение на обращение валюты, что сформировало бы два абсолютно независимых обменных курса: рыночный и официальный.

Подводя итоги, можно сказать, что Банк России выбрал наиболее оптимальную стратегию при ослаблении рубля: регулятор повысил ставки, а также изменил курсовую политику, когда потенциал девальвации практически полностью был исчерпан. Таким образом, допустив ослабление рубля, ЦБ предотвратил коллапс с ликвидностью в банковской системе.



Источник: Reuters

Рисунок 1
Ключевые ставки центральных банков стран emerging markets, %

ЦБ ИЗМЕНИЛ ПАРАМЕТРЫ КУРСОВОЙ ПОЛИТИКИ, УСТАНОВИВ ОБЪЕМ НАКОПЛЕННЫХ ВАЛЮТНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЙ НА УРОВНЕ $1.5 МЛРД

В СЛУЧАЕ СНИЖЕНИЯ ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ РИСКОВ ПОВЫШЕНИЕ СТАВКИ 25 ИЮЛЯ 2014 ГОДА ОКАЖЕТ РУБЛЮ ОЩУТИМУЮ ПОДДЕРЖКУ

НЕОПРЕДЕЛЕННОЕ НАСТОЯЩЕЕ

Новый виток обострения геополитических рисков подтолкнул Банк России к решительным действиям, ориентированным прежде всего на охлаждение спекулятивного спроса на валюту, — к повышению ключевой ставки на 50 б.п., до уровня 8%. При этом рассчитывать на моментальный эффект смены тренда ослабления курса рубля в условиях доминирования геополитики не стоит. Кроме того, нельзя исключать, что регулятор может вновь прибегнуть к повышению ставки в случае ускорения девальвации рубля на фоне введения новых пакетов санкций в отношении России со стороны ЕС и США. Реализация данного сценария предусматривает, что очередное повышение ставки с большой долей вероятности может произойти при курсе рубля к доллару в диапазоне интервенций ЦБ — 36.78–37.60 руб. (где регулятор будет продавать валюту в объеме $300 млн). В случае снижения геополитических рисков прошедшее повышение ставки 25 июля окажет рублю ощутимую поддержку. Таким образом, при текущих монетарных условиях ему будет довольно сложно продемонстрировать укрепление.

ЧТО НАС ЖДЕТ?

Введенные в отношении России секторальные санкции, а также сформировавшиеся негативные настроения иностранных инвесторов к российскому рынку существенно ограничивают приток капитала. Тем более что декларируемое стремление по улучшению инвестклимата в стране пока остается нереализованным.

Окончательное сворачивание программы количественного смягчения ФРС вряд ли будет полностью компенсировано аналогом QE от ЕЦБ, что также бросает очередной вызов рублю. Кроме того, ФРС может не только свернуть программу QE в будущем, но и начать повышать ставки раньше второй половины 2015 года, а также сокращать баланс, то есть прекратить реинвестировать ресурсы, высвобождаемые от погашения бумаг. В подобных условиях глобальная конкуренция за капитал среди стран emerging markets будет только усиливаться. При этом выиграют страны, предложившие наиболее выгодные условия не только по размещению капитала (высокие ставки, низкие административные барьеры), но и условия по его возврату. Под последним можно понимать простоту в трансформации доходов, номинированных в национальной валюте, — в доллар или евро. При этом стратегия ЦБ по переходу на инфляционное таргетирование и отпускание рубля в «свободное плавание» сыграют не лучшую роль. Речь идет о том, что любые солидные покупки валюты теперь будут приводить к ослаблению курса национальной валюты, сокращая прибыль инвестора из-за курсовых потерь. Подобная «зеркальная» ситуация складывается и при входе на российский рынок, когда при крупной покупке рубля его курс растет, что становится менее выгодным для потенциального участника рынка.

Рано или поздно геополитические риски будут забыты, и тогда фундаментальные факторы смогут вновь выйти на первый план, в частности потребность в инвестициях. В настоящий момент мы наблюдаем стагнацию в российской экономике, и приток иностранных инвесторов (неспекулятивного капитала) мог бы стать драйвером, позволившим переломить текущую ситуацию. В подобных условиях денежное стимулирование экономики со стороны монетарных властей, в частности за счет снижения ставки, отходит на второй план. Подобный шаг разогнал бы инфляцию, которая уже находится выше ожидаемого уровня ЦБ (8%), не единожды пересматривавшегося в сторону повышения (планируемое значение показателя в начале 2014 года было 4%).

Таким образом, за счет удержания инфляции на стабильном уровне (и даже попыток ее снижения), а также при высоких процентных ставках инвестиции

Рисунок 2
Индекс валют стран emerging markets*, %

Источник: Reuters

* База 01.01.2013

в Россию становятся более привлекательными. Дальнейшее ужесточение монетарной политики в конечном счете позволило бы рублю укрепиться. Соответственно, стабильная инфляция и повышение доходностей ОФЗ (как наиболее надежного инструмента) сделали бы более привлекательным carry trade. С точки зрения реальной доходности Россия выглядит менее привлекательной на фоне других стран emerging markets. Так, реальная доходность ОФЗ (доходность минус инфляция) ниже, чем у индийских и бразильских бумаг, — 148 б.п. против 300 б.п. и 275 б.п. соответственно. Аномалия турецких бондов (реальная доходность —57 б.п.) обусловлена ожиданиями понижения ключевой ставки по внутристрановым политическим причинам.

Подводя итоги, с высокой долей вероятности можно сказать, что с уходом с рынков геополитических рисков рубль может устоять у середины границы валютного коридора ЦБ — у отметки 39.9 руб. (34.5 руб. к доллару США). Однако в настоящий момент очевидно, что последствия украинского кризиса носят долгосрочный характер. В подобных условиях довольно сложно рассуждать о возвращении капитала в российские активы.

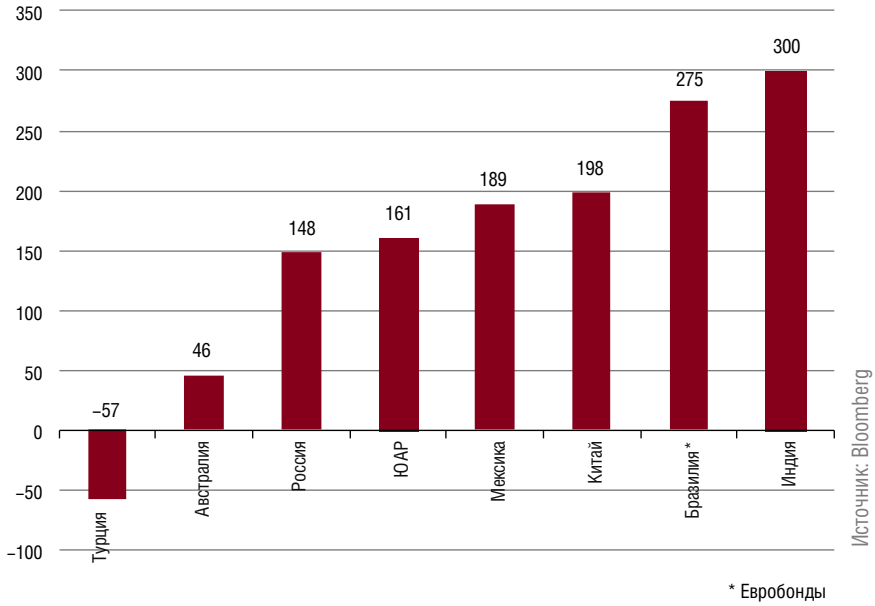


Рисунок 3
Реальная доходность (за вычетом инфляции) 10-летних гособлигаций EM, номинированных в нацвалютах, б.п.