Наталия ОРЛОВА,
главный экономист, Альфа–Банк

Рубль: вольный стиль

В этом году валютный рынок был и остается в центре внимания в результате значительного ослабления валютного курса. Решение о переходе к плавающему курсу, которое ЦБ принял в самом начале ноября, оставило участников рынка один на один со значительным числом факторов риска, которые будут влиять на курс, и без привычных ориентиров в виде поддержки регулятора. В такой ситуации принципиально важно структурировать взгляд на движение валюты и классифицировать факторы влияния на нее.

Начнем с того, что фундаментально значение курса, к которому теперь рынок и будет стремиться на основе рыночных сил, зависит от состояния платежного баланса. И в результате девальвации валюты баланс во всех странах имеет тенденцию улучшаться. В России слабый рубль мало помогает экспорту, так как государство в основном экспортирует сырье, и объемы экспорта в этом сегменте не чувствительны к уровню валютного курса. Зато импорт в условиях слабого рубля сжимается значительно, так что рост положительного сальдо торгового баланса происходит исключительно через коррекцию импорта. Это значит, что если в этом году Россия заработает порядка $70 млрд по текущему счету (аналог торгового баланса), то в 2015 году, даже в условиях падающей нефти, его значение может быть порядка $100 млрд.

Нет причин для истерии по поводу капитального счета. На данный момент рынок напуган мрачными прогнозами ЦБ по поводу того, что в декабре этого года российские эмитенты должны будут заплатить по своим внешним долгам $30 млрд, а в 2015 году объем погашения основной части их внешнего долга составит порядка $100 млрд. Но достаточно посмотреть на результаты 2014 года, чтобы убедиться в том, что опасность сильно преувеличена. В третьем квартале 2014 года российские банки и компании, согласно графику ЦБ, должны были заплатить по своим долгам порядка $55 млрд, но по факту из этой суммы заплатили только $16 млрд, а остальное смогли рефинансировать. Скорее всего, в 2015 году по долгам реально нужно будет платить $40–50 млрд, и это значит, что положительного сальдо текущего счета будет вполне достаточно для финансирования данных выплат.

Безусловно, потенциальным риском является отток национального капитала, то есть вывод средств, не связанный с погашением долговых обязательств. Но на этот канал тоже нужно смотреть трезво. Во-первых, желание конвертировать рублевый капитал в валюту зависит от доступности рублевых средств. В частности,

низкие темпы роста сейчас ограничивают размер прибыльности реального сектора. Это говорит о том, что у компаний и банков не так уж много своих средств, которые они могли бы конвертировать в отток капитала.

Во-вторых, отток национального капитала имеет альтернативные издержки. Решение ЦБ значительно повысить процентные ставки, безусловно, будет тормозить склонность к конвертации средств в валюту и их выводу за рубеж. Наконец, сам по себе уровень курса также влияет на решение. Если с учетом отсутствующего роста экономики курс 30–35 руб. за доллар казался переоцененным, то по курсу 45–46 руб. за доллар покупать валюту уже рискованно. Совокупность всех указанных соображений говорит о том, что панические ожидания участников рынка, что курс рубля теперь так и будет двигаться к новым минимальным значениям, лишены экономического основания.

Беспокойство рынка сейчас связано с двумя факторами волатильности — снижением цены на нефть и санкциями. Но влияние падающей нефти имеет достаточно легко просчитываемое последствие. Изменение цены на нефть на $10 за баррель приводит к коррекции фундаментального курса на 2 руб. к доллару. В середине лета 2014 года, когда нефть торговалась на уровне $115/баррель, курс рубля составлял 34 руб. за доллар. Ее падение до уровня $85/баррель означало, что ослабление рубля до 40 руб. к доллару фундаментально обосновано. Если рынок опасается, что курс может выйти на уровень 50 руб. к доллару, то это возможно при сценарии падения нефтяных цен до $40/баррель, что в теории возможно, но по факту выглядит крайне нереалистично. Почему вероятность этого мала? Потому, что подобное падение происходило в 2008 году, когда мировые финансовые рынки были в кризисе, а часть развитых стран фиксировала значительное падение своих экономик. В нынешних условиях, когда мировые центральные банки продолжают монетарное ослабление, такой сценарий представляется более чем сомнительным. Пожалуй, единственный возможный вариант для его реализации — это глубокий кризис экономики Китая, но пока он не является наиболее вероятным.

То же самое касается санкций. Безусловно, их введение осложнило использование международных капиталов, на которые опиралась Россия. Но признаемся честно: внешний долг, который наша страна наращивала в последние 5 лет, имел минимальное влияние на ее темпы роста. Во всяком случае, в последние два года инвестиции в стране снижались, несмотря на то что внешний долг рос. Необходимость погашать внешний долг под давлением санкций в таких условиях является положительным фактором для поддержания макроэкономической стабильности и будет иметь минимальные негативные последствия для роста. Собственно, статистика 2014 года отчасти демонстрирует этот парадокс: хотя настроения финансовых рынков панические, ВВП продолжает расти — на 0.8% за 9 месяцев 2014 года, а за весь 2013 год он вырос на 1.3% — незначительное отличие в цифрах.

Сказанное выше означает, что после раунда 30-процентной девальвации рубля в этом году стоит ждать как минимум стабилизации валютного рынка. Однако главный вопрос, которым стоит сейчас задаться, заключается в том, насколько продолжительной будет эта пауза и на какие факторы нужно будет смотреть, чтобы прогнозировать дальнейшую динамику курса.

Хотя в монетарном смысле курс формируется из платежного баланса, в фундаментальном плане его компоненты определяются состоянием экономики. Если экономика растет быстро, она может привлекать капиталы и наращивать объемы экспорта. Если она растет медленно, то ее торговый баланс стагнирует. Для экономики, демонстрирующей низкие темпы роста, крайне важно поддерживать низкий уровень инфляции. В противном случае потеря ее конкурентоспособности станет слишком быстрой, и это потребует регулярного ослабления валюты с целью восстановления привлекательности внутреннего производства.

Поэтому ключевым фактором для стабильности рубля с фундаментальной точки зрения является возможность ускорить рост экономики. К сожалению, на ближайшую перспективу 3–5 лет это не выглядит как наиболее вероятный сценарий. Нехватка подготовленных кадров и низкое качество капитала говорят о том, что экономике не хватает производственных ресурсов. Пока нет качественных инвестиций и нет решения демографической проблемы, об ускорении роста нечего и думать. И пока нет даже намеков, что ситуация в этих аспектах меняется в более позитивном направлении.

Соответственно, не случайно ЦБ именно сейчас так настаивает на необходимости контролировать темпы инфляции. Низкая инфляция сегодня является главным залогом стабильного курса. 30-процентная девальвация этого года при инфляции в 9% (и, вероятно, такой же в 2015 году) дает еще некий запас прочности, но в 2016 году темп роста цен нужно будет снижать до 5–6%. Если этого не произойдет, то политика плавающего курса превратится в политику перманентной девальвации, что рано или поздно убьет доверие к рублю как к валюте сбережений и вынудит возвращаться к прямому контролю за валютным рынком.

Итак, подведем итоги. Ближайшая перспектива не выглядит ужасающей. Хотя рынок действительно потерял ориентир и боится самых фантастических сценариев ослабления курса (до 60 или 100 руб. к доллару — есть даже и такие прогнозы), встроенные стабилизаторы экономики (сжатие объемов импорта и прибылей) позволяют рассчитывать на стабилизацию курса в 2015 году. Фундаментальный уровень при цене на нефть $90/баррель составляет 40 руб. к доллару, но с учетом нервозности рынка реалистичный диапазон колебаний курса будет на уровнях 40–45 руб. к доллару. В дальнейшем ситуация остается напряженной — для обеспечения стабильного курса нужно либо ускорять экономический рост, либо жестко контролировать инфляцию. Первое представляется маловероятным в свете структурных ограничений. Второй сценарий возможен, но для его реализации нужно, чтобы бюджет жестко контролировал рост социальных расходов, а ЦБ ограничил монетарную поддержку банковского сектора. Если правительство и денежные власти дадут гарантии такой политики, это, безусловно, поддержит российскую валюту.