Сергей ХОТИМСКИЙ,
управляющий директор,
Совкомбанк

Почему Центробанк все сделал правильно

Как это часто бывает в кризисные годы, Центральный банк сейчас подвергается активной критике по поводу своей монетарной политики. С марта 2004 г. действия регулятора критикуются как «рыночниками», требующими сберегать больше резервов и повышать ставки, так и «государственниками», страстно желающими твердого курса и низкой ставки. Рискуя вызвать недовольство представителей обеих групп, постараюсь доказать, что никакого иного варианта у ЦБ по сути не было и сегодня мы имеем максимум плюсов, которые может дать монетарная политика в сложившихся условиях.

Начнем с простых вопросов. А возможен ли твердый курс? Зачем нужно было до такой степени ослаблять национальную валюту?

В 2014 г. в стране сложился объективный дефицит валюты уже в первой половине года. Приток инвестиций полностью остановился. По факту прямые инвестиции уже в 2013 г. переживали грустное торможение. А далее после известных событий закрылся рынок внешнего долгового финансирования. Изнутри же, наоборот, возник огромный спрос на снижение странового риска. Иностранные компании и российские предприниматели перестали верить в рубль и российские перспективы. Таким образом, сальдо торгового баланса уже не могло обеспечить полную потребность в валюте. Однако цены на нефть оставались высокими, а перспективы того, что международные связи России отделаются небольшим ущербом, были все еще высоки. Центральный банк использовал сложившуюся паузу, чтобы постепенно поднимать ставку по рублевым долгам. Эти действия на фоне относительно умеренного новостного фона помогли сдержать спекуляции и, сделав рубль привлекательнее, сэкономили резервы. Ослабление рубля в начале весны и последовавшее за этим укрепление в конце второго квартала помогло предотвратить долларизацию денежной массы.

Таким образом, с умеренным расходом валюты из резервов и ограниченным ростом ставки ЦБ обеспечил вполне комфортную ситуацию в течение первых трех месяцев после начала международного конфликта. Валюта, потраченная в тот

момент из резервов, поддерживала возможность не вводить запрещающие ставки для экономики, а умеренное повышение процентных ставок несколько снизило давление на рубль, повысив себестоимость спекуляции и сделав рублевые активы несколько более привлекательными.

Затем начался период резкого усиления санкций, а главное — их предполагаемых перспектив, сопряженный с одновременным катастрофическим падением цен на нефть. ЦБ регулярно раздвигал границы валютного коридора, поддерживая адекватную цену на нефть около 3,5 тыс. руб.

В отличие от 2008–2009 гг., ЦБ не повторил собственной ошибки, и цена на нефть в рублях не провалилась до уровня, не совместимого с устойчивой экономикой. Более того, к осени ЦБ смог отстоять возможность перехода к плавающему курсу, выдержав политическое давление. Несмотря на галопирующий курс, профессионалы денежного рынка четко понимали логику ЦБ — таргетирование устойчивого курса нефти в рублях. Рост ставок сопровождался продажей некоторой части валюты. В целом до ноября ситуация оставалась вполне комфортной, хотя, конечно, уже намного менее устойчивой по сравнению с серединой года. В плюс сработали первые Минские соглашения.

А далее состоялось то самое заседание ОПЕК, которое перевернуло всю нефтяную парадигму последних десятилетий. Стало ясно, что у нефти более нет дна.

Уровни цен, которые мы увидели в дальнейшем, уже не казались совместимыми с сохранением той самой пресловутой макроэкономической стабильности. Экономика требовала шока, поскольку в противном случае долларизация стала бы нормой жизни, как в далеких 90-х. Покупать доллары, предсказывая астрономические курсы, осенью стало для всего населения очевидной ежедневной практикой.

Такая экономика высасывает ликвидность и перестает работать в любом случае. При этом тратить резервы в такой момент уже казалось очень опасным решением. Перебороть всех в одиночку ЦБ, похоже, просто уже не мог, не раздарив все резервы, накопленные за десятилетия. Шок пришел, как всегда, неожиданно, и не был полностью подготовленным со стороны регулятора. В истории 17 декабря 2014 г. полно серых зон, но результат в итоге оказался великолепным. После шокового роста доллара мы наконец увидели разворот, и население вновь вспомнило, что валюта — улица с двусторонним движением. Сверхвысокая ставка и уже изрядно ослабевавший рубль сделали свое дело, и курс начал укрепляться, работая на сдерживание инфляции.

Возобновившееся в январе 2015 г. падение цен на нефть привело их к уровням около 3000 руб., то есть к уровню бюджетной дыры. Поэтому некоторое монетарное ослабление было необходимо. Снижение ставки до 15% было абсолютно правильным решением. Сложившийся к этому моменту переоцененный относительно нефти рубль, потенциальный бюджетный дефицит и ставки кредитов на уровне более 20% полностью остановили кредитование, а значит страновые риски только росли от завышенной ставки. После снижения ставки нельзя не отметить и простое везение, которое способствовало Банку России: цены на нефть совершили разворот ровно через четыре часа после январского заседания совета директоров.

В результате в настоящий момент мы имеем следующие плюсы:

1. Уровень импорта упал достаточно для обеспечения профицита внешней торговли, гарантирующего наличие валюты для расплаты по долгам крупнейших корпораций.

2. Ставка кредитов на уровне 19% выгодна банкам, приемлема для лучших заемщиков (с DEBT/EBIDTA<=3) и не убьет экономику полностью. Ожидаемая волна банкротств прочистит экономику, а принятых мер поддержки достаточно для устойчивости банковской системы.

3. Цена на нефть в рублях находится на абсолютно комфортном для бюджета уровне (особенно для первого квартала), исключающем спекулятивное давление на рубль.

А если учитывать подросшую нефть и Минск-2, я верю, что самый сложный период для ЦБ РФ уже позади.

Подобьем результаты:

– Расход резервов адекватен снижению долгов и накапливанию наличных ключевыми корпорациями.

– Долларизация денежной массы остановлена, доверие к рублю как основному средству сбережения сохранено.

– Слухи об ограничениях на валютные операции развеяны.

К сожалению, эту радужную картину кое-что омрачает. Все это — лишь снятие острой фазы болезни для экономики и финансовой системы. После того как проходит шок, приходится столкнуться с хроническими проблемами российской экономики, и тут все очень сложно. Но это тема уже другой статьи...

СВЕРХВЫСОКАЯ СТАВКА И УЖЕ ИЗРЯДНО ОСЛАБЕВАВШИЙ РУБЛЬ СДЕЛАЛИ СВОЕ ДЕЛО, И КУРС НАЧАЛ УКРЕПЛЯТЬСЯ, РАБОТАЯ НА СДЕРЖИВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ