Дмитрий ДУДКИН,
руководитель дирекции анализа долговых инструментов, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Высокая инфляция лишает страну экономических перспектив

Падение российского рубля составило в 2014 г. 43%, инфляция достигла 11,4%, цена на нефть снизилась наполовину, против РФ были введены санкции, рост ВВП замедлился до 0,6%. События прошлого года были поистине головокружительными, однако они лишь подчеркнули проблемы, стоявшие перед экономикой России уже много лет. Один из главных провалов российской экономической политики заключается в том, что за большой период времени, включающий в том числе и «тучные» 2000-е гг., денежные власти не смогли убедить россиян сберегать средства в национальной валюте.

Каким может быть курс рубля в 2015 г.? Есть два простых способа оценить это. Во-первых, стране должно хватить долларов для выплаты внешнего долга в условиях санкций. Объем погашений внешнего долга составляет в этом году приблизительно $100 млрд. Мы также предполагаем, что ЦБ будет готов потратить в текущем году $50 млрд резервов. Соответственно, $50 млрд стране нужно будет выплатить из разницы между экспортом, который сократится из-за падения цены на нефть, и импортом, который снизится вследствие падения рубля. По нашим оценкам, курс рубля, при котором платежный баланс РФ сойдется, исходя из цены на нефть $60 за баррель, составляет 65 руб. за доллар. Импорт при этом сократится на 45%. Проблема заключается в том, что в 2014 г. сокращение резервов ЦБ составило 124 млрд руб. при том, что внешний долг РФ уменьшился на 129 млрд руб. Таким образом, в прошлом году денежным властям не удалось «заставить» экономику погасить часть долга из экспортной выручки, а бесконечно так продолжаться не может, поскольку суммарный объем резервов ЦБ меньше суммарного внешнего долга.

Другой вариант оценки того, каким должен быть валютный курс в 2015 г. — фискальный. Согласно прогнозу МЭР от мая 2014 г., бюджет на 2015 г. балансировался при средней цене на нефть $100 за баррель и среднем курсе доллара к рублю

37 руб. за доллар, то есть в прогноз была заложена рублевая цена на нефть 3700 руб. за баррель, которая должна остаться неизменной. Если исходить из долларовой цены на нефть $60 за баррель, получается, что доллар должен стоить 62 руб.

Из сказанного выше делаем два вывода. Во-первых, фундаментально обоснованным курсом рубля при средней цене на нефть $60 за баррель является диапазон 62–65 руб. за доллар. Во-вторых, переход ЦБ к плавающему курсу рубля был, к сожалению, не произвольным, а вынужденным и неизбежным шагом. В условиях когда экспортеров очень сложно затянуть с их выручкой на валютный рынок, фактически весь имеющийся объем золотовалютных резервов необходим стране для обеспечения будущих долговых выплат.

Здесь имеет смысл задать вопрос, какое отношение имеет бюджетный баланс к курсу рубля, то есть почему мы называем курс, при котором отсутствует бюджетный дефицит, фундаментально верным. Дело в том, что в результате событий 2014 г. доверие к национальной валюте оказалось подорвано настолько, что даже Правительство РФ не в состоянии сейчас занимать на долговом рынке. При этом у плавающего курса обнаружилось очень привлекательное для государства свойство: достаточно сильная девальвация позволяет финансировать госрасходы при любой цене на нефть. Более того, при наличии такого механизма, как резервный фонд, девальвация рубля приводит к совершенно неожиданным результатам. Минфин сообщил в январе, что по итогам 2014 г. в резерв будет перечислено 370 млрд руб. На фоне санкций, торможения экономики и падения цены на нефть! Понятно, что единственная причина этого профицита — колоссальное падение рубля. При этом для перечисления этих средств в резерв Минфину потребуется в текущем году купить соответствующее количество долларов. Таким образом, слабость рубля в 2014 г. может быть транслирована в 2015 г. через бюджетный канал.

Переход Банка России к инфляционному таргетированию требует повышенной ответственности за результаты денежной политики

Что же является правильным критерием, определяющим границы бюджетной и монетарной экспансии? Ответ на этот вопрос следует из самого понятия инфляционного таргетирования. Переход к плавающему курсу рубля означает, что борьба с высокой инфляцией становится основной задачей денежных властей. Если при управляемом валютном курсе недостижение целей ЦБ по инфляции может быть оправдано соображениями, относящимися к валютному рынку (например, защитой рубля от укрепления), то при инфляционном таргетировании неспособность властей обеспечить ценовую стабильность означает, что у страны просто не осталось денежной политики. Только на пути снижения инфляции может быть достигнута пресловутая финансовая стабильность, о которой столько сказано в последнее время. Достаточно низкая инфляция является сигналом для держателя денег, что государство не пытается решить свои проблемы за его счет.

Особенностью структуры ВВП России является перекос в сторону потребления по сравнению с инвестициями, которые являются основой будущего роста экономики. Осуществляемое монетарными методами стимулирование потребления исчерпало свои возможности. Уже несколько лет Россия живет при минимально возможной безработице, а уровень инфляции превосходит целевые значения ЦБ. Эта ситуация приводит к быстрому накоплению инфляционного дифференциала с развитыми экономиками, что в долгосрочной перспективе не дает надежды на стабильность рубля. Так, за последние десять лет накопленная разница между темпами роста потребительских цен в РФ и США составила приблизительно 60%. Стоит ли удивляться, что при изменении внешних условий накопленное реальное укрепление рубля привело к обрушению национальной валюты?!

Сбережения являются естественной базой финансирования инвестиций. Начиная с 2012 г. норма сбережения в экономике РФ последовательно снижается. Если исходить из желаемого темпа роста экономики в 3–4% в год, можно оценить, что в 2014 г. экономика РФ была недофинансирована приблизительно на 5% ВВП, или 3,6 трлн руб. Эта ситуация очень хорошо видна на рынке облигаций: в прошлом году произошло не только сокращение объема рынка корпоративных евробондов (что можно было бы объяснить санкциями), но и рынка локальных облигаций, где за 12 месяцев компании-заемщики вернули кредиторам (в чистом виде) порядка

СРЕДИ ДЕРЖАТЕЛЕЙ СБЕРЕЖЕНИЙ ДОЛЖНЫ НАЙТИСЬ ЗАИНТЕРЕСОВАННЫЕ В ТОМ, ЧТОБЫ ПРЕДОСТАВИТЬ СВОИ СРЕДСТВА, НАПРИМЕР, «УРАЛВАГОНЗАВОДУ» ХОТЯ БЫ НА ОДИН ГОД ПОД 9% ГОДОВЫХ

ФИКСАЦИЯ НА ДОЛГОВОМ ФИНАНСИРОВАНИИ ЯВЛЯЕТСЯ ОДНОЙ ИЗ ДОЛГОСРОЧНЫХ ПРОБЛЕМ ЭКОНОМИКИ РОССИИ

350 млрд руб. Привлечение рублевого финансирования длиной более двух лет является для компаний РФ фактически невозможным со второй половины 2011 г.

В спорах о приемлемом уровне процентных ставок обычно забывают интересы домохозяйств, являющихся главным источником кредитных средств

Как известно, долгосрочная цель ЦБ РФ по инфляции составляет 4%. За 2014 г. рост цен в стране достиг 11,4%, в текущем году инфляция продолжает расти, при этом уровень безработицы по данным на конец декабря составлял 5,3%, то есть был близок к своему историческому минимуму (4,8% в августе 2014 г.). Вопрос о том, может ли в таких условиях денежная политика быть мягкой, является, на наш взгляд, риторическим. Реальная ставка должна быть положительной, причем существенно положительной, раз уж разрыв между целью по инфляции и ее текущим уровнем столь велик. 16 декабря прошлого года ЦБ РФ поднял ключевую ставку до 17% — максимального уровня за все время, прошедшее с кризиса 2008 г. Промышленное лобби посчитало подобный уровень ставки неприемлемым. В январе в прессе выступил гендиректор «Уралвагонзавода», заявив, что кредитная ставка выше 9% убийственна для промышленности. Мы согласны с тем, что финансировать долгосрочные проекты в текущих условиях очень сложно, но предлагаем взглянуть и на другую сторону вопроса, о которой зачастую забывают. Процентные ставки по кредитам формируются на рынке, где встречаются предприниматели, предъявляющие спрос на сбережения, и домохозяйства — держатели сбережений. Соответственно, среди держателей сбережений должны найтись заинтересованные в том, чтобы предоставить свои средства, например, «Уралвагонзаводу» хотя бы на один год под 9% годовых. Рубль упал в прошлом году на 43%, а инфляция подбирается к отметке 15%. Можно ли ожидать, что после этого такие желающие найдутся? В условиях финансовой нестабильности у держателей рублей есть два пути: вывод капитала (перевод рублей в доллары) или покупка товаров длительного пользования, что мы и наблюдали в прошедшем декабре.

Несмотря на последовательно высокие темпы роста цен, ключевая ставка (ставка краткосрочного РЕПО ЦБ) была фактически впервые установлена выше инфляции только в 2014 г. (если исключить первое полугодие 2012 г., когда инфляция сильно упала из-за отсрочки повышения регулируемых тарифов). При этом 2014 г. является совершенно исключительным с точки зрения внешнего негативного влияния на экономику РФ (санкции, падение цены на нефть), тогда как короткая ставка рутинно должна быть выше текущего темпа инфляции, если у властей есть желание добиться снижения последней. Кстати, за примерами существенно положительных реальных ставок далеко ходить не нужно. В Бразилии ставка ЦБ является положительной в реальном выражении столько, сколько у нас есть данных по истории этого показателя, и по данным на конец 2014 г. реальная ставка ЦБ Бразилии (превышение номинальной ставки над инфляцией) составляла 5,34%.

Важно также отметить, что фиксация на долговом финансировании (и, соответственно, на его стоимости) является одной из долгосрочных проблем экономики России. Очень часто собственники предприятий не хотят финансировать их собственным капиталом. Кстати говоря, в этом одна из причин плачевного состояния российского рынка акций. Как мы знаем, в бизнесе среднего размера загруженность компании долгом считается одним из эффективных способов борьбы с рейдерством. В такой ситуации экономика становится гиперзависимой от долгового рынка, и любой рост стоимости заимствования вызывает у бизнесменов резкий протест.

Ради справедливости по отношению к Банку России стоит обратить внимание на тот факт, что темп роста денежного предложения в РФ находится сейчас на относительно низком уровне. По данным на конец ноября агрегат М2 вырос в годовом выражении всего на 5%, при том что, согласно нашим оценкам, долгосрочный темп роста денежного предложения, соответствующий цели ЦБ по инфляции (4%), как раз и составляет 4–5% (совпадение случайно). Мы также понимаем, что Банку России хотелось бы избежать номинального сокращения денежного предложения, поскольку падение М2 в 2009 г. на 10% совпало с падением реального ВВП на 7,8%. К сожалению, в 2015 г. российская экономика вновь движется в рецессию, и, по нашим ощущениям, при средней цене на нефть $60 за баррель падение ВВП

РФ составит 4–5%. При этом инфляция вследствие слабого спроса (падения ВВП) может замедлиться в концу года до 10%, однако в течение года ей придется преодолеть пик (следствие обесценения рубля в 2014 г.), который, судя по всему, придется на апрель и составит 16–17%.

Наиболее вероятно, что в выборе между мягким (ведущим к инфляционной спирали) и жестким (ведущим к стабилизации, но более глубокой рецессии в этом году) вариантами денежной политики ЦБ попытается пойти средним путем. На эту мысль наводит снижение ключевой ставки 30 января, произошедшее на фоне ускорения роста цен. Денежные власти нарисовали профиль инфляции, ожидающейся в этом году (пик 15% в апреле-мае, 10% в конце года), и, глядя на него, решили, что если инфляция все равно снизится к концу года, долго держать ставку на отметке 17% не имеет смысла. Проблема в том, что средний вариант вполне может оказаться растянутой во времени разновидностью мягкого варианта, все так же приводящей к выталкиванию сбережений населения с рублевого рынка.

Рублевые инструменты с фиксированной доходностью не компенсируют риск инфляции

За период 2005–2014 гг. средний реальный (за вычетом инфляции) доход рублевой безрисковой ставки (однолетние ОФЗ) составил минус 2,8%, рыночного портфеля ОФЗ — минус 3,5%, портфеля облигаций третьего эшелона — плюс 0,8%. Иными словами, на облигационном рынке получить доход выше инфляции можно было, только инвестируя в бумаги с самым высоким кредитным риском. Глядя на эти данные, стоит ли удивляться тому, что правительство задалось в последнее время вопросом о возможности сохранения пенсионных средств (а они инвестировались в основном в ОФЗ) в накопительной системе? С другой стороны, тот же показатель (средний реальный доход в рублях) для суверенных долларовых еврооблигаций РФ составляет плюс 7,2%, для корпоративных евробондов — плюс 10,2%, для долларовой наличности — плюс 3,2%. Куда, видя этот результат, будет инвестировать свои сбережения рациональное российское домохозяйство? Понятно, что в долларовые активы. Есть, конечно, еще вариант локального рынка акций, который за тот же период дал средний реальный доход 16,2%, однако коэффициент Шарпа на этом рынке составляет 0,35, тогда как у долларовых евробондов он равен 0,43.

Возвращаясь к 2015 г., отметим, что отсутствие внятной коммуникации со стороны ЦБ вовсе не означает, что на облигационном рынке нельзя будет заработать. Исходя из оценки инфляции на конец года в районе 10–12%, можно ожидать, что на горизонте 12 месяцев ключевая ставка будет снижена до 11%, а это предполагает определенный апсайд для рублевых бумаг. На наш взгляд, хорошим моментом подумать о построении позиции в длинных ОФЗ может быть начало третьего квартала, поскольку после того, как экономикой будет абсорбирован июльский подъем регулируемых тарифов, инфляция действительно начнет снижаться. До того момента естественной стратегией для банков будет оставаться эксплуатация механизма РЕПО Банка России, то есть покупка коротких корпоративных бумаг с положительным спредом к ключевой ставке. Держателям же реальных (не заемных) рублей можно посоветовать вложить их сейчас в краткосрочные инструменты, привлекательность которых сильно повысилась (денежный рынок, депозиты), поскольку безрисковая рублевая ставка обещает оказаться в этом году (впервые с 2009 г.) положительной в реальном выражении.

Сегодня нет иных источников финансирования экономического роста, кроме внутренних сбережений

Очевидно, что у экономики России не было шанса не заметить случившегося в последние месяцы падения цены на нефть, однако сложности, связанные с этим событием, дают повод задуматься о том, каковы могут быть источники будущего российского экономического роста в отсутствие нефтяной ренты. На наш взгляд, «опора на собственные финансовые силы», то есть политика, направленная на возвращение сбережений на внутренний рынок капитала и, кстати говоря, совершенно не противоречащая задаче привлечения внешних ресурсов, является сейчас единственно возможным рецептом. Возрождение доверия населения к рублю — задача номер один, и никакого иного способа обеспечить экономику РФ надежными финансовыми ресурсами не существует.

МОЖНО ОЖИДАТЬ, ЧТО НА ГОРИЗОНТЕ 12 МЕСЯЦЕВ КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БУДЕТ СНИЖЕНА ДО 11%, А ЭТО ПРЕДПОЛАГАЕТ ОПРЕДЕЛЕННЫЙ АПСАЙД ДЛЯ РУБЛЕВЫХ БУМАГ