Алексей ДЕВЯТОВ,
главный экономист, ИК «УРАЛСИБ Кэпитал»

Стабилизация курса рубля и снижение инфляции помогут восстановлению экономики

Резкое падение цен на нефть во второй половине прошлого года и обвальное снижение курса рубля в результате валютного кризиса в декабре привели к тому, что российская экономика, пребывавшая весь прошлый год в состоянии стагнации, в начале этого года вступила в ярко выраженную рецессию. Вопреки ожиданиям, резкое ослабление рубля не помогло экономике, а спровоцировало снижение реальных зарплат, сжатие потребительского спроса и спад инвестиционной активности.

Несмотря на то что в некоторых отраслях промышленности (в частности, в производстве продуктов питания, химической и нефтехимической промышленности, деревообработке) было отмечено определенное оживление производства, импортозамещение, к сожалению, не стало локомотивом экономического роста. Относительная стабилизация на валютном рынке в последние несколько недель и заметное торможение потребительской инфляции пока не привели к перелому в экономике — ситуация в реальном секторе продолжает быстро ухудшаться. Наши оценки показывают, что в феврале 2015 г. спад в российской экономике достиг 3,5% по сравнению с февралем прошлого года, что заметно больше, чем снижение на 2% год к году в январе и рост на 0,4% год к году в четвертом квартале 2014 г.

Текущая ситуация во многом напоминает кризис 2009 г., поскольку два основных фактора того кризиса — обвальное снижение цен на нефть и резкое сужение доступа на международные рынки капитала для российских компаний — в полной мере проявились за последние месяцы. Дополнительным фактором торможения экономики стало резкое ужесточение денежно-кредитной политики: в декабре ЦБ резко поднял ключевую ставку до 17%, что значительно больше максимальных ставок по операциям РЕПО на пике кризиса 2009 г. Несмотря на постепенное

снижение ставки (мы ожидаем снижение до 12–13% летом и до 10–11% к концу года), беспрецедентный рост ставок по кредитам для населения и бизнеса, последовавший за радикальными действиями ЦБ, привел к резкому замедлению темпов роста кредитования, что стало дополнительным фактором спада в экономике.

Кардинальным отличием нынешнего кризиса является наличие режима санкций в отношении России, которые, по всей видимости, будут действовать в течение длительного времени. Таким образом, выплаты по внешним долгам будут отвлекать значительные ресурсы, необходимые для инвестиций, и ограничивать потенциал укрепления рубля, что будет негативно влиять на реальные зарплаты и потребительский спрос. Это означает, что после резкой просадки (мы ожидаем падения российского ВВП на 6,8% в 2015 г.) восстановление экономики будет медленным, а последствия текущего кризиса будут преодолены не ранее второй половины 2018 г.

Тем не менее, стабилизация курса рубля и торможение инфляции окажут положительное влияние на экономику за счет постепенного улучшения ожиданий потребителей и бизнеса. Снижение объемов импорта (по данным платежного баланса, в первом квартале текущего года импорт снизился на 36% год к году) в целом достаточно для обеспечения выплат по внешнему долгу, которые в этом году составят порядка $100 млрд. Расчеты показывают, что для снижения импорта на 30–35% по сравнению с прошлым годом в текущем году рубль должен быть (в среднем) слабее примерно на такую же величину, что дает оценку среднего равновесного курса рубля в 2015 г. на уровне 53–56 руб. за доллар.

Таким образом, мы ожидаем, что в ближайшие несколько месяцев большую часть времени рубль будет колебаться в пределах этого коридора. При этом краткосрочные колебания цен на нефть, новости о состоянии дел в мировой экономике и потоки спекулятивных денег могут вызывать временные отклонения курса от равновесных значений, в то время как глобальные изменения на рынке энергоносителей или резкое ухудшение геополитической обстановки могут приводить к смещению самого коридора равновесных значений курса.

Пока же необходимо отметить, что баланс рисков складывается скорее в пользу ослабления, а не укрепления рубля. Во-первых, ситуация на рынке нефти говорит о том, что в настоящее время риски снижения цен преобладают. Санкции в отношении Ирана, по всей видимости, будут существенно ослаблены, и тогда иранская нефть появится на рынке.

СТАБИЛИЗАЦИЯ КУРСА РУБЛЯ И ТОРМОЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ ОКАЖУТ ПОЛОЖИТЕЛЬНОЕ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИКУ ЗА СЧЕТ УЛУЧШЕНИЯ ОЖИДАНИЙ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ И БИЗНЕСА

Ее физически не так уж и много, и появится она не слишком быстро, но ожидания иранских поставок будут сильно влиять на цены в ближайшее время, что может привести к умеренному ослаблению рубля. Кроме того, проблема высокой заполненности нефтехранилищ несет в себе дополнительные риски снижения цен на нефть. В целом, цены в районе $60 за баррель выглядят весьма вероятными в ближайшие несколько месяцев, но при этом повышенная волатильность на рынке нефти будет сохраняться.

Во-вторых, постепенное смягчение денежно-кредитной политики ЦБ после резкого роста ключевой ставки в конце прошлого года создает дополнительные риски ослабления рубля. Несмотря на то что ЦБ продолжает выдавать значительные объемы валюты в рамках операций РЕПО, постепенное снижение ключевой ставки не способствует укреплению рубля, поскольку повышает спрос на рублевую ликвидность со стороны банковской системы. Мы ожидаем, что ЦБ продолжит снижать ставку с целью уменьшения рисков для экономического роста. По нашим прогнозам, ключевая ставка может быть снижена до 12–13% летом и до 10–11% к концу года. При этом для снижения волатильности курса рубля ЦБ может в большей мере задействовать имеющиеся у него инструменты, такие как операции валютного и рублевого РЕПО, а также кредиты под нерыночные залоги.

Однако резкое ослабление рубля невыгодно ЦБ, поскольку, как мы совсем недавно убедились, обвальное падение рубля провоцирует рост инфляции, что противоречит политике инфляционного таргетирования регулятора. Расчеты показывают, что ослабление рубля на 10% приводит к росту потребительских цен примерно на 1,5 п.п. в течение последующих трех-четырех месяцев. Поскольку пик падения курса рубля пришелся на декабрь, то эффект девальвации на цены в целом должен быть исчерпан к концу апреля. Замедление месячных темпов роста цен до 1,2% в марте свидетельствует о постепенном затухании девальвационного шока. Принимая во внимание резкое сжатие потребительского спроса, можно ожидать, что во втором полугодии рост цен может практически полностью остановиться, что приведет к резкому снижению годовых темпов инфляции, которая, по всей видимости, в марте достигла своего максимума (16,9% год к году), а в декабре может опуститься до 10–11% год к году.

В отсутствие новых шоков, связанных с резким изменением геополитической обстановки или внешнеэкономической конъюнктуры, относительная стабилизация рубля и резкое замедление инфляции во втором полугодии приведут к улучшению потребительских настроений, которые в первом квартале 2015 г. фактически достигли кризисных значений 2009 г. Торможение инфляции также поддержит реальные зарплаты. Поскольку потребительский спрос традиционно является одним из основных локомотивов экономики, улучшение потребительских настроений будет способствовать возобновлению экономического роста, которое может начаться уже в четвертом квартале текущего года.