Сергей РОМАНЧУК,
начальник дилингового центра, Металлинвестбанк, президент, ACI Russia

2017: самый спокойный год для рубля?

Текущий год принес рублю долгожданную стабильность. Кажется, после затяжного падения доллар нарисовал дно, и рубль уже никогда не будет таким дорогим. Комментаторы расходятся лишь во временной оценке перспектив падения рубля. Когда и как оно случится и насколько глубокий будет просадка? История приключений российской валюты не оставляет простора для долгосрочных прогнозов: периоды укрепления рубля заканчивались, как правило, внешним шоком, он штормом проходился по российскому финансовому рынку, а рубль совершал свой роковой нырок на новый уровень. Девальвация запускала инфляцию, которая сама через некоторое время готовила почву для новой девальвации.

Может ли быть разорван этот порочный круг? Возможно, мы являемся свидетелями перехода рынков в новый неизведанный режим, и наблюдавшиеся ранее колебания если не уйдут совсем, то станут затухающими. Этот режим — жизнь в условиях низкой инфляции. То, с чем граждане России еще не сталкивались.

Внешние факторы по-прежнему являются самыми главными для стоимости российского рубля. Однако эластичность курса относительно этих факторов постоянно снижается. Когда цены на нефть падают, рубль реагирует вяло и неохотно, продолжая сохранять свою стоимость. США вводят новые санкции, однако Россия не становится изгоем для международных портфельных инвесторов. Роснефть размещает облигации по «сверхскоростной» схеме, однако это не приводит к падению рубля. Представляется, что эти различные эпизоды демонстрируют одну, на первый взгляд парадоксальную, вещь: плавающий курс становится все более и более стабильным и играет стабилизирующую роль.

Центральный Банк можно поздравить не только с выходом инфляции на заданную цель, но и с тем удачным стечением обстоятельств, при котором различные факторы действуют в разные стороны. С одной стороны, это создает видимость того, что они больше не играют такой важной роли, с другой стороны, это и в самом деле меняет восприятие участников рынка. В момент принятия конгрессом и сенатом США санкций удачным образом начинает расти цена на нефть, и

доллар замирает на отметке около 60 руб. Везет сильнейшему, но, конечно, это не простое везение. Санкции пока не принесли новых радикальных ограничений на рынок, а значит, он сохранил основные категории участников и способность абсорбировать дисбалансы спроса и предложения. Роснефть использует размещения для того, чтобы сглаживать денежные потоки в разных валютах, а не дестабилизировать рынок. Но основа крепости рубля — жесткая (отнюдь не умеренно) денежно-кредитная политика, которая позволяет рублю оставаться привлекательным. Следующий этап — это снижение инфляционных ожиданий населения, которые демонстрируют максимальную инертность. А стало быть, приносят всему финансовому рынку бонус в виде высоких реальных процентных ставок.

На прошедшем в Санкт-Петербурге Международном финансовом конгрессе глава ЦБ Эльвира Набиуллина и глава Минэкономразвития Максим Орешкин обсуждали, как им играть симфонию, с тем чтобы максимально эффективно оказывать влияние на состояние экономики и финансов. Сошлись на том, что жесткая денежно-кредитная политика не сильно мешает росту, но создает условия для другого качества. Главный вопрос в новой парадигме — как увеличить эффективность, производительность труда. Это невозможно без серьезных инвестиций, которые, конечно, зависят от делового климата, а не только от процентных ставок. А вот с этим пока проблемы, выходящие за периметр влияния финансово-экономических властей. Однако, что касается рынка, то тут прогресс и сотрудничество налицо. Уменьшение зависимости курса рубля от нефти, с одной стороны, закономерный процесс адаптации под плавающий курс, с другой — отчасти продукт того, что Минфин заменил ЦБ при проведении валютных интервенций. И хотя их ежедневный объем выглядит небольшим, агрегировано он оказывает важное стабилизирующее давление на курс.

США ВВОДЯТ НОВЫЕ САНКЦИИ, ОДНАКО РОССИЯ НЕ ПРЕВРАЩАЕТСЯ В ИЗГОЯ ДЛЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ

ЕСТЬ ЛИ УГРОЗЫ НОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ?

Прежде всего, главная угроза — это возможная потеря Центральным Банком своей независимости. Остановка операций банка «Югра», введение внешней администрации и отзыв лицензии стали, в частности, проверкой этой независимости на прочность: беспрецедентным образом в работу Банка России попыталась вмешаться Генеральная Прокуратура, и если бы исход был не в пользу ЦБ, то это нанесло бы удар и по рублю. При этом сами по себе финансовые последствия от выплат АСВ физическим лицам гарантированных депозитов не несут угрозы для финансовой стабильности. Вкладчики просто перевели свои вклады в другие банки, тем самым не оказав заметного влияния на цены. В то же время выведенные собственниками банка деньги уже были ранее инвестированы в активы в России и за рубежом.

Банкротства банков также могут нести риски. По словам ЦБ, значительная часть кредитного портфеля банка «Югра» — это кредиты компаниям, связанным с собственниками банка. Причем, исходя из годовой отчетности за 2016 год, значительная часть этих кредитов была выдана в валюте. Если отчетность банка верна с точки зрения соблюдения норматива открытой валютной позиции, то его банкротство могло оказать некоторое влияние на курс, ведь выданная в кредиты валюта приобреталась за рубли и должна была быть продана на будущие даты. Если же банк не может рассчитаться по форвардным контрактам, значит его контрагенты вынуждены замещать позиции с ним на рынке, оказывая давление на курс. В то же время не исключено, что и форварды были техническими и не заключались на рынке, и тогда заметное влияние на курс от такого яркого эпизода отсутствует.

ПЛАВАЮЩИЙ КУРС СТАНОВИТСЯ ВСЕ БОЛЕЕ И БОЛЕЕ СТАБИЛЬНЫМ И ИГРАЕТ СТАБИЛИЗИРУЮЩУЮ РОЛЬ

Массовый выход иностранцев из кэрри трейда купируется тем, что у других стран на развивающихся рынках дела не лучше. В то же время минимальный российский долг, высокие ставки и относительно строгая бюджетная дисциплина выгодно отличают Россию. ЦБ в очередной раз показал, что не будет рисковать в случае опасности и, судя по всему, продолжит действовать так и дальше. Бюджетная дисциплина может быть нарушена в выборном 2018 году, и на более далекую перспективу будущее не ясно, но вряд ли нас ждет тяжелое окончание 2017 года. Новые американские санкции, скорее всего, упрутся в ограниченную дееспособность президента США. Ограничения по операциям с государственным долгом РФ и деривативами на российские активы, конечно, могли бы послужить триггером для нарушения баланса, однако рынок пока не расценивает эти риски как существенные.

Таким образом, у нас есть все шансы увидеть самый спокойный год для рубля. Главные потенциальные источники внешних проблем — рынок Китая и неопределенность политики США — скорее всего, будут иметь ограниченное влияние на процессы в России в этом году, хоть и не снимают проблем в будущем. Экономический рост в Европе и восстановительной рост в России являются базой для стабилизации курса национальной валюты, которая продолжает оставаться привлекательной для сбережений и, по всей вероятности, не принесет особых сюрпризов до конца года.