Кирилл ТРЕМАСОВ,
директор аналитического департамента, «Локо–Инвест», автор Telegram–канала MMI

Сколько стоит рубль

Санкции и последовавший за этим рост волатильности на финансовых рынках резко всколыхнули интерес к традиционным для россиян спасительным гаваням — доллару и евро. Как прогнозировать валютный курс, чем определяется стоимость национальной валюты, каков возможный диапазон колебаний валютного курса? Ниже ответы на эти вопросы, основанные на моем личном опыте и соответствующих экономико-математических расчетах.

МОДЕЛЬ «РЕАЛЬНЫЙ КУРС — ЦЕНА НЕФТИ»

Ответ на первый вопрос банален. Даже человек, далекий от экономики и финансовых рынков, скажет, что рубль — производная от стоимости нефти. Это действительно так, но есть нюансы.

- Эконометрические расчеты показывают, что реальный курс рубля к доллару США (именно реальный курс, то есть скорректированный на инфляцию в США и РФ) более чем на 90% определяется стоимостью нефти.
- Корреляция с нефтью еще более возрастает, если использовать в расчетах не доллар/рубль, а корзину «доллар — евро к рублю».
- В периоды благоприятной глобальной конъюнктуры, которые характеризуются притоком капитала на emerging markets (EM), рубль торгуется выше модельной кривой (то есть стоит дороже, чем должен был бы стоить при той или иной цене нефти); в кризисные периоды, характеризующиеся оттоком капиталов с EM, рубль торгуется ниже модельной кривой.
- Отклонения от модельных значений могут вызывать и внутренние факторы, приводящие к дестабилизации и оттоку капиталов, поэтому в редких случаях бывают ситуации раскорреляции валютного курса и цен на нефть.

На Рисунке 1 показаны расчеты зависимости реального курса рубля от цен на нефть. Зависимость эта линейная, R2=0.92 (то есть корреляция довольно высокая). Расчеты выполнены на интервале последних 18 лет. По вертикальной оси на графике отложен среднегодовой реальный курс (за 1 взято среднее значение для 2011 года), по горизонтальной — среднегодовая цена нефти Urals.

Переход от реальных курсов к номинальным выполнен в Таблице 1, где представлен трехлетний прогноз валютного курса. В расчеты заложена инфляция в РФ на весь период на уровне 4%, в США — 2.5%. Если инфляция в России будет выше, то это, соответственно, сдвинет прогноз по рублю вниз (то есть рубль в этом случае должен быть слабее), и наоборот, более низкая инфляция будет означать более крепкий рубль.

На графике четко видно, что в 2006–2010 годах реальный курс рубля к доллару устойчиво находился выше прогнозного

уровня (красная линия) — в среднем на 6.6%; а в 2011–2016 годах — устойчиво ниже в среднем на 4% (впрочем, в 2016 году курс почти совпал с модельным значением). Что общего в этих периодах? Отношение инвесторов к emerging markets. До 2011 года отношение инвесторов к EM характеризовалось бурным оптимизмом, и даже кризис 2008–2009 годов этот настрой не переломил. А вот с 2011 года началось затяжное падение commodities, что резко охладило пыл инвесторов в отношении EM. Более пяти лет развивающиеся рынки отставали от развитых. Дно цикла пришлось на начало 2016 года, когда нефть опускалась ниже $30. С марта 2016 года развивающиеся рынки вновь опережают развитые, и если в 2016 году этот отрыв еще не выглядел убедительным, рынки были волатильны, то в 2017 году интерес инвесторов уже уверенно сместился от developed markets к emerging markets.

Из графика видно, что в 2017 году среднегодовой реальный курс рубля оказался несколько крепче, чем он должен был бы быть при средней цене нефти около $53 за баррель. Это связано с тем, что прошлый год был весьма удачным с точки зрения глобальной конъюнктуры, обусловившей приток капиталов на emerging markets. В России же этому притоку поспособствовала еще и повышенная активность Минфина на рынке ОФЗ. При этом покупки валюты Минфином (порядка $14 млрд, или 50% дополнительных доходов бюджета от цен на нефть выше $40) оказались недостаточными, чтобы в полной мере компенсировать притоки капитала и вызвать ослабление рубля.

В этом году складывается обратная ситуация. Средняя цена Urals по итогам первого квартала составила чуть более $65 за баррель. При такой нефти, исходя из приведенной линейной зависимости, доллар должен стоить около 56 руб. По факту же средний курс сложился на уровне 56.9 руб. Модельное значение курса достигалось в конце января и конце февраля, когда доллар опускался чуть ниже 55.6 руб. Это отклонение вполне логично на фоне глобальной конъюнктуры — начиная с февраля рынки штормит, причем достаточно сильно: тут и ужесточение монетарной политики ФРС в совокупности со сворачиванием ее баланса, и торговые войны, и нестабильность IT-сектора (он сейчас занимает доминирующие позиции в индексах MSCI EM — развивающиеся рынки уже давно не сырьевые в отличие от российского).

Большинство аналитиков считают, что более слабый рубль относительно нефти — это эффект бюджетного правила.

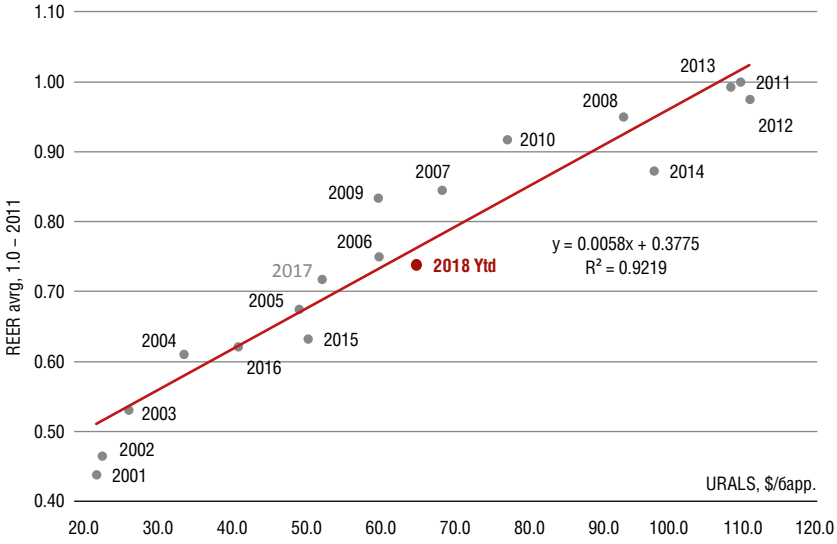


Рисунок 1
Реальный курс рубля к доллару США линейно зависит от цен на нефть

Именно покупки валюты Минфином снижают зависимость рубля от нефти и обеспечивают «заниженный» (относительно нефти) курс национальной валюты.

Я не разделяю эту точку зрения, считая, что операции Минфина на валютном рынке могут оказывать лишь краткосрочное влияние на курс, но в долгосрочном плане принципиально не влияют на стоимость национальной валюты. Пока мы остаемся сырьевой экономикой (а в годы кризиса перекос в сторону сырья только увеличился), стоимость российских активов в широком смысле слова будет определяться стоимостью нефти. Занижая за счет бюджетного правила курс рубля, Минфин тем самым повышает привлекательность рублевых активов (за счет их дешевизны для нерезидентов), увеличивая привлекательность carry trade. Поэтому, сдерживая укрепление рубля за счет бюджетного правила, Минфин провоцирует дополнительный приток hot money на российский рынок. Отчасти это равносильно тому, как ЦБ удерживал рубль от падения в 2008 году или в 2014-м. Чем активней ЦБ проводил интервенции и чем

Таблица 1
Прогноз валютного курса

2018			2019			2020		
URALS avrg	REER	USD forecast	URALS avrg	REER	USD forecast	URALS avrg	REER	USD forecast
50.0	0.67	**63.4**	50.0	0.67	**64.4**	50.0	0.67	**65.3**
52.5	0.68	**62.1**	52.5	0.68	**63.0**	52.5	0.68	**63.9**
55.0	0.70	**60.8**	55.0	0.70	**61.7**	55.0	0.70	**62.6**
57.5	0.71	**59.6**	57.5	0.71	**60.4**	57.5	0.71	**61.3**
60.0	0.73	**58.4**	60.0	0.73	**59.2**	60.0	0.73	**60.1**
62.5	0.74	**57.2**	62.5	0.74	**58.1**	62.5	0.74	**58.9**
65.0	0.76	**56.1**	65.0	0.76	**56.9**	65.0	0.76	**57.8**
67.5	0.77	**55.1**	67.5	0.77	**55.9**	67.5	0.77	**56.7**
70.0	0.78	**54.1**	70.0	0.78	**54.8**	70.0	0.78	**55.6**
72.5	0.80	**53.1**	72.5	0.80	**53.8**	72.5	0.80	**54.6**
75.0	0.81	**52.1**	75.0	0.81	**52.9**	75.0	0.81	**53.7**
77.5	0.83	**51.2**	77.5	0.83	**52.0**	77.5	0.83	**52.7**
80.0	0.84	**50.3**	80.0	0.84	**51.1**	80.0	0.84	**51.8**

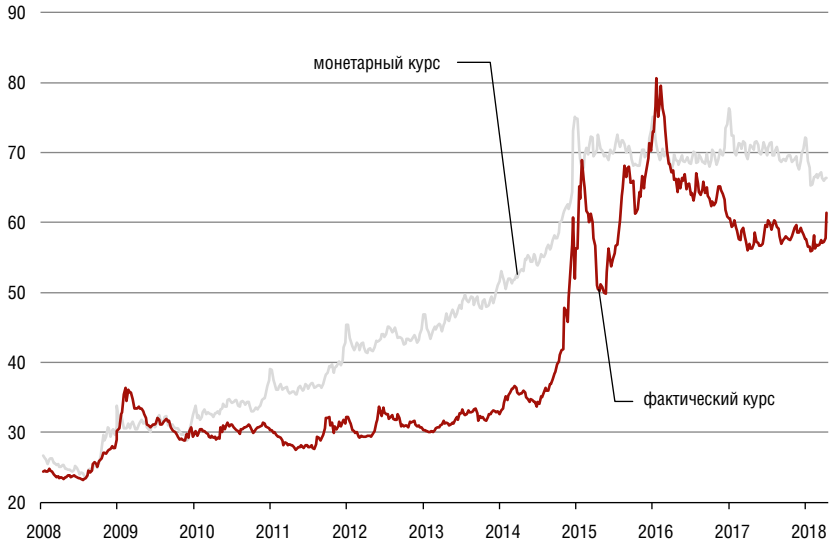


Рисунок 2
«Монетарный» и фактический курс рубля к доллару

дальше рубль отрывался от своей «фундаментально-нефтяной» стоимости, тем сильнее было желание хедж-фондов играть против рубля. Чем это закончилось, известно. Та же логика действует и в обратную сторону. Если рубль будет сильно отрываться от нефтяной зависимости, то приток спекулятивного капитала может резко возрасти, и в итоге все равно курс вернется туда, где должен быть.

САНКЦИИ И ВОЗМОЖНЫЙ МАСШТАБ ДЕВАЛЬВАЦИИ

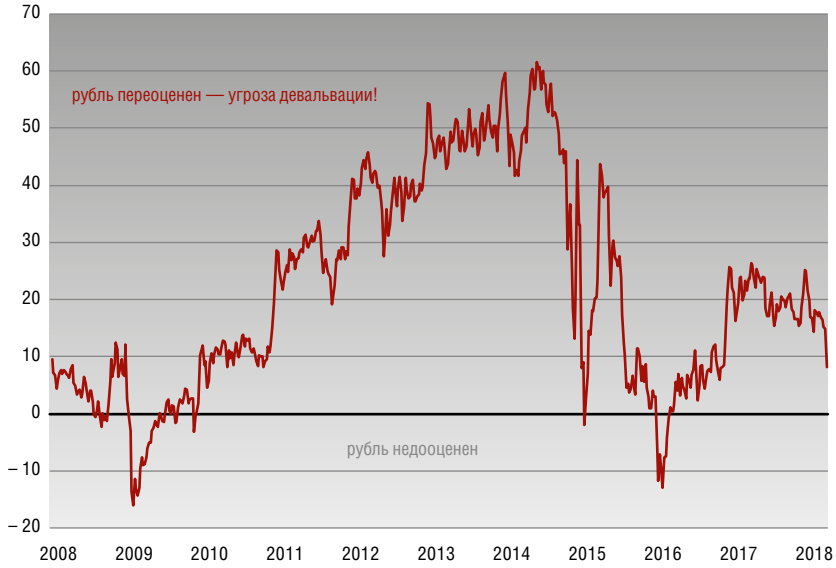
В условиях паники и массированного бегства инвесторов из российских активов, что мы наблюдали в апреле, курс, конечно, может существенно отклоняться от модельных значений. Для прогноза таких отклонений я уже более 10 лет использую модель так называемого «монетарного курса» – соотношение денежного агрегата (чаще всего аналитики используют M2) и объема золотовалютных резервов. Логика простая: «монетарный курс» показывает, при каком соотношении доллара и рубля достигается паритет между денежной массой и резервами. Или по какому курсу можно обменять все резервы на все рубли.

В определенной степени это — шаманство. Я знаю, что такой подход не имеет под собой научной основы. Но я также знаю, что очень многие участники валютного рынка считают этот курс и в условиях паники используют его в качестве ориентира. Слышал также, что «монетарный курс» очень любил Виктор Геращенко в свою бытность главой ЦБ, используя его в качестве ориентира для регулирования рыночного курса. С тех пор рынок по привычке следит за этим показателем, хотя в режиме инфляционного таргетирования он, конечно, лишен большого смысла. Он актуален в модели currency board, предполагающей привязку денежной массы к золотовалютным резервам. Такая модель у нас фактически и существовала в нулевых, когда основным каналом предоставления / абсорбирования ликвидности являлись операции ЦБ на валютном рынке. Но в 2010-х мы отошли от этой модели.

Я в качестве «монетарного курса» использую соотношение узкой денежной базы и золотовалютных резервов. Это дает оперативность оценок, так как данные индикаторы публикуются на еженедельной основе. Далее это соотношение приводится к фактическому курсу августа 2008 года, когда произошел разворот долгосрочного тренда. Посчитанный таким образом «монетарный курс» представлен на Рисунке 2. А на Рисунке 3 показан спред между фактическим и монетарным курсом. «Монетарный курс» на 6 апреля (то есть в день объявления санкций) составлял 66.4 руб. На следующей неделе курс доллар / рубль поднимался до 65.06 руб., не дотянув до «монетарного» значения пары процентов.

Как видно из Рисунка 2, в пиковых точках фактический курс перелетал значение «монетарного» на 12–15%. В середине апреля до пика паники было еще далеко. Если значение «монетарного» курса будет оставаться относительно стабильным, то предельный масштаб девальвации национальной валюты можно оценить примерно на уровнях 74–76 руб. за доллар. Запомним этот ориентир. Кстати, согласно описанной выше модели реального курса рубля от цен на нефть такой курс соответствует цене нефти на уровне около $35 и 7-процентной инфляции.

Рисунок 3
Спред между фактическим и «монетарным» курсом рубля к доллару



Cbonds congress

Наши конференции в 2018 году

Investfunds Forum IX – конференция институциональных инвесторов
17–18 мая 2018, Санкт-Петербург

Презентация информационной платформы Cbonds
24 мая, Москва

XV Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии
31 мая — 1 июня, Астана

II Round table «Latin America debt market (Argentina)»
13 августа, Буэнос-Айрес

II Round table «Latin America debt market (Uruguay)»
15 августа, Монтевидео

Round table «Latin America debt market (Brazil)»
17 августа, Сан Пауло

Международная конференция «Рынок капитала Республики Узбекистан»
13 сентября, Ташкент

VII конференция «Ипотечные ценные бумаги и секьюритизация в России»
20 сентября, Москва

X Российский конгресс Private Equity
27 сентября, Москва

IX конференция «Синдицированное кредитование в России и СНГ»
4 октября, Москва

IV круглый стол «Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства»
18 октября, Москва

IX Российский M&A Конгресс
29 ноября, Москва

XVI Российский облигационный конгресс
6—7 декабря, Санкт-Петербург

www.cbonds-congress.com