Николай Кащеев,
начальник отдела экономического анализа, МДМ-Банк

А что вы думаете о ДЕВАЛЬВАЦИИ?

НЕТ, НЕТ, Я НЕ НАСТАИВАЮ, УПАСИ БОЖЕ! ЭТО НЕ БОЛЕЕ ЧЕМ ТЕМА ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ.

Да, бывало дело, приходилось идти и против мейнстрима, когда-то удачно, когда-то не очень... Говорят же: «Не идите против рынка!» Но речь тут не о рынке, а о *мейнстриме*, то есть о превалирующем мнении, высказываемом аналитиками, экспертами и трейдерами. Поверьте: иногда происходит странное... Вроде бы весь рынок, буквально все, говорили о чем-то, принимали лелеемую идею как данность, а потом случилось нечто невероятное, мистическое — и это «что-то» не сбылось! Не произошло и не сложилось. Так когда-то, в чудесном 2006 г. и почти таком же чудесном — в его начале — 2007 г. никто не верил, что Н. Рубини из Нью-Йоркского университета прав, и скоро, очень скоро всей этой идиллии придет конец. А ведь пришел!

Так будем последовательны, ибо это иногда вознаграждается... Отчего-то мне особенно хочется, чтобы наш новый безнадежный поход против мейнстрима был вознагражден! Для всеобщего блага, а не тщеславия ради.

Вспомните: совсем недавно мейнстримом было ожидать к концу этого года как минимум две вещи: индекс РТС на уровне около 3000 п.п. и рубль, укрепившийся к бивалютной корзине процентов, если не изменяет память, на пять. Как вы легко можете заметить теперь, прилив сменился отливом с поразительной легкостью. Многие из тех, кто убеждали себя и весь мир в том, что ЦБ РФ вынужден будет укрепить рубль и «никуда он не денется», возглавили то явление, что именуют оттоком частного капитала. В самом деле, не идти же против рынка!

Теперь уже буквально всем очевидно, что рубль следует девальвировать. Только так, и никак иначе, можно исправить дисбалансы, а также — и это главное — только так-де можно остановить отток капитала из страны, которая вот-вот вместо тройного профицита — текущих операций, капитальных операций и бюджета — получит тройной дефицит. Только так можно сохранить золотовалютные резервы от окончательного разорения. Иного выхода нет, и никуда Центробанк не денется...

Не поймите меня, однако, превратно. При определенных — и очень даже, к сожалению, возможных — обстоятельствах иного выхода, кроме «пожарной» девальвации, не будет. Например, при средней цене нефти за 2009 г. на уровне $50 за баррель, что может означать ее временное снижение и ниже 50, и при полном отсутствии притока какого-либо капитала... Но мы хотим сказать

несколько иное: если есть возможность избежать девальвации, ее, по нашему мнению, следует избежать! Эта игра стоит свеч (и части резервов), потому что долгосрочные, стратегические ставки для нас очень высоки.

Для начала небольшой пассаж из СМИ, приведенный с некоторыми купюрами с целью сделать из него что-то вроде загадки: «О какой стране идет речь?» Итак: «...золотовалютные резервы снизились примерно на $10 млрд за неделю, закончившуюся XX октября, в основном из-за продаж валюты ЦБ в целях не допустить падения национальной валюты X. Согласно сообщению ЦБ, валовые международные резервы упали с конца сентября по указанную дату на $18 млрд. Это N-ная подряд неделя сжатия золотовалютных резервов, которое сопровождает падение рынка акций, причем оно стало особенно жестоким за последние полмесяца. В течение последних двух недель инвесторы-нерезиденты избавлялись от местных акций в больших количествах, принуждая ЦБ продавать доллары для удержания национальной валюты от обвала».

Что за страна? Особенность момента состоит в том, что выбор при ответе на подобный вопрос ныне более чем богат! Хорошо, теперь без купюр: «Индия, четвертый по объему обладатель международных резервов в Азии после Китая, Японии и Тайваня, столкнулась со снижением своих резервов, продолжавшимся в течение всего финансового года. С марта по октябрь запасы валюты упали на $35 млрд (более 10% — наш комментарий), заставив монетарные власти принять такие меры, как установление увеличение требования по инвестициям в корпоративный долг для иностранных институциональных инвесторов (условие их допуска на рынок — наше примечание) и разрешение банкам устанавливать более высокие ставки по депозитам в рупиях для привлечения вкладов. Сокращение валютных резервов в этом году разительно контрастирует с картиной прошлого года, когда резервы за такой же период выросли на $57 млрд» (http://economictimes.indiatimes.com).

Индийская рупия на начало ноября упала к доллару против значений середины августа на 11%, а против гипотетической корзины, аналогичной корзине ЦБ РФ, которую мы сконструировали для наглядности — и объективности, — на 4%. На дне падения в конце октября снижение курса составляло 15% и 7% соответственно. И это был достаточно протяженный во времени процесс.

Мораль этой банальной истории, как и множества других, подобных ей и происходивших в мире тревожной осенью 2008 г., такова: в некоторых случаях девальвация вовсе не помогает тем, кто выводит активы из страны X, нащупать «дно», потому что их не очень интересует цена этого выхода. Во-первых, за предыдущий период они заработали больше, во-вторых, выход такого рода — это как бегство из роскошного отеля во время пожара, когда люди разбивают дверь драгоценного дерева чем-нибудь тяжелым, вовсе не думая о ее ценности. В таких случаях остается ждать, когда все выгорит само.

Но почему не поберечь в таком случае резервы и «наказать» паникеров хоть отчасти, уронив местную валюту: пусть, мол, купят свои доллары подороже? Ответ на такой вопрос можно выстроить в виде двоичного дерева (binary tree): если у вас резервов меньше, чем на 4 месяца импорта, как было у Украины летом 2008 г., выхода нет — это ваша валюта должна нащупать дно, а не резервы, которые уже и так на дне. Если же у вас резервов на 24 месяца импорта, как у РФ, то ваш выбор более сложен. Вы, конечно, можете девальвировать свою валюту, и тогда ваших резервов, возможно, в итоге хватит на 22 месяца импорта.

Какая радость! Но при этом вы забываете о тех, кто не выводит никакого капитала, а остается здесь, с вами, о тех, с кем вы будете строить экономику дальше. Что-то можете сказать теперь об их доверии: к национальной валюте, к национальной банковской системе, к перспективам сбережений и инвестиций, об их уверенности в компетентности властей? Что-то можете добавить о будущей, последевальвационной монетизации экономики, денежных расчетах в реальном секторе и инфляции?

Когда говорят о позитивном эффекте девальвации, вспоминают, конечно, 1998 г. и последовавшие за этим годы экономического роста. Вообще-то, в 1998 г. случился еще и дефолт по государственному и корпоративному долгу — это для установления окончательной исторической справедливости. Господа, позвольте обратить ваше внимание на несколько вещей, которые не то что дезавуируют тезис о благотворности девальвации (и дефолта), но заставляют отнестись к нему несколько более критически.

1. Времена изменились. Кажется, в эти годы мы пытались построить экономику, основанную на инвестициях, а не на дешевом импортозамещении, не так ли? Кажется еще, что в течение многих посткризисных лет росли все важные макроэкономические показатели, кроме склонности к сбережениям, которые так и остались на уровне 20–25% доходов при непозволительно краткосрочном их характере... Разве мы не получили в итоге нашу ахиллесову пяту: банковскую систему, которая не имела достаточно долгосрочных сбережений для построения несколько более защищенной от внешних неприятностей экономики? Не должны ли мы быть «благодарными» отчасти событиям 1998 г. за внешний корпоративный долг на уровне $500 млрд? Наконец, не находите ли вы, что девальвация рубля в 1998 г. принесла стране что угодно, но только не вожделенную диверсификацию экономики? А, напротив, начатки диверсификации возникли только после того, как эффект девальвации себя исчерпал, а на повестке дня, напротив, встал вопрос об укреплении рубля? При этом «традиционные» экспортеры как раз настойчиво лоббировали ослабление российской валюты! Да, девальвации 1998 г. нельзя было избежать. Но вопрос сегодня стоит иначе: насколько на самом деле позитивны были ее последствия?

2. Кстати, нужна ли нашим экспортерам более высокая рентабельность за счет более низких затрат в долларовом (евро) выражении, или возможны все же другие пути поддержания их эффективности? В конечном итоге, с точки зрения международной конкуренции вряд ли наша нефть Urals конкурирует с нефтью из Залива, а газ — с алжирским или иранским... Если в этой связи нас волнует судьба корпоративного долга кого-то из экспортеров, то не стоит ли как следует взвесить, что нам будет дороже: сохранение — и преумножение — доверия к национальной валюте или этот самый долг, который, как подсказывает опыт, есть способы урегулировать (не суверенный, чай!), пусть и с некоторыми потерями. Впрочем, тут мы довольно

бесцеремонно вторгаемся в область довольно щепетильную и даже интимную, потому настаивать в особенности на последнем намерений не имеем. Но, господа экспортеры, все же: если девальвация-таки случится, не увеличится ли от этого ваше долговое бремя?

3. Избыточные золотовалютные резервы — тоже диспропорция... До каких пределов имеет смысл за них держаться? Не является ли нынешняя ситуация тем случаем, когда резервы стоит потратить, чтобы сохранить доверие к собственной валюте как со стороны собственных граждан, так и — вместо «приманки» в виде высоких ставок, которая не работает из-за кончины carry trades — пресловутых нерезидентов? По крайней мере, на то время, пока шторм пронесется над головой? Можем мы себе это позволить во имя настоящей и будущей финансовой стабильности? Только что и А. Кудрин, и А. Улюкаев заявили, что пик оттока капитала из РФ миновал. За вычетом спекулятивной составляющей, которая, естественно, неисчерпаема, это похоже на правду — так выходит по цифрам. Кстати, никто, случайно, не помнит, для чего нужны международные резервы ЦБ? А ведь их главное назначение — как раз поддержание стабильности валютного курса. Не пришло ли такое время, когда часть их как раз можно использовать по назначению?

4. Возможно, нижеследующее — уже совсем ужасная крамола, но мы уверены в том, что свободный финансовый рынок может быть антиэкономическим в определенных проявлениях и при определенных обстоятельствах. Разве события последних полутора лет не являются лучшим доказательством этого? Мы когда-то заявляли, что carry trades — явление, зачастую препятствующее решению насущных макроэкономических проблем. На наш взгляд, девальвация вследствие спекулятивных атак на валюту и инспирированной ими паники среди граждан, то есть явлений, которые, если не принимать так называемый «рыночный подход» как догму, могут быть остановлены иными методами — также непозволительная роскошь для развивающихся экономик.

Наверно, и это еще не все аргументы contra (против). Еще раз, коллеги: неизбежного не избежать. У Украины не было другого выхода, кроме девальвации, потому что со столь небольшими резервами невозможно защититься от оттока капитала в условиях, когда с текущими операциями тоже очень большие проблемы, и перспективы не ясны. В случае с РФ, по нашему мнению, есть о чем подумать. И хорошо подумать.

ПРИМЕЧАНИЕ: выше под девальвацией подразумевается кратковременный акт существенного ослабления национальной валюты к корзине из как минимум двух мировых валют — доллара и евро. Так, вряд ли можно считать девальвацией ослабление индийской рупии к доллару с августа по конец октября 2008 г. на 15%, несмотря на впечатляющую цифру. А вот ослабление той же рупии к корзине из доллара и евро за тот же период на 6% более похоже на девальвацию. Однако в российском (или китайском) случае — случае контролируемого валютного курса — этого мало. Под девальвацией, по нашему мнению, должно пониматься существенное снижение национальной валюты за пределы ранее поддерживаемого коридора, то есть *сознательный акт* со стороны монетарных властей.

Cbonds Contact

Деловая сеть для профессионалов финансового рынка

Малиновский Владимир Михайлович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– Аналитика
Финансовые инструменты:
– Облигации

Лялин Сергей Владимирович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– TOP Management
Финансовые инструменты:
– Акции
– Векселя
– Евробонды

Кащеев Николай Игоревич
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– Аналитика
– Финансовая журналистика
Финансовые инструменты:
– Валюта
– Денежный рынок

Автухов Михаил Олегович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– TOP Management
Финансовые инструменты:
– Private Equity
– Акции
– Валюта

Ермак Александр Петрович
Интересы и виды деятельности на финансовом рынке
Сферы деятельности:
– Аналитика
Финансовые инструменты:
– Векселя
– Денежный рынок
– Евробонды
– Облигации

Присоединяйтесь к профессионалам! Вступайте в Cbonds-Contact!

Уже более 1000 участников

www.Cbonds-Contact.info