Дмитрий Дудкин,
портфельный управляющий,
«ДВС Инвестмент»

Главной ПРОБЛЕМОЙ является высокая инфляция!!!

В НОВОЙ РУБРИКЕ «МАКРОВИДЕНИЕ», ПОСВЯЩЕННОЙ МИРОВЫМ И РОССИЙСКИМ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИМ ТЕНДЕНЦИЯМ, CBONDS REVIEW БУДЕТ ПУБЛИКОВАТЬ ИНТЕРВЬЮ С ИЗВЕСТНЫМИ НА РЫНКЕ ЭКОНОМИСТАМИ И ФИНАНСИСТАМИ. В ПЕРВОМ ВЫПУСКЕ 2009 ГОДА НА ВОПРОСЫ НАШЕЙ РЕДАКЦИИ ОТВЕЧАЕТ ДМИТРИЙ ДУДКИН.

Какова ваша оценка первых инициатив нового президента США? Смогут ли они исправить ситуацию или их оглашение продемонстрировало бессилие политических элит США в борьбе с кризисом и отсутствие у них новых — по сравнению с временами Рузвельта — идей по преодолению кризиса?

Не являясь специалистом по американской экономике, хотел бы лишь отметить, что, с точки зрения теории, рецептов по выходу из кризиса не так уж и много, вследствие чего американские власти, как и любые другие, просто стараются принимать наиболее разумные решения в конкретной ситуации. Какие меры предпринимаются? Осознав недостаточность одного лишь монетарного импульса (снижения ставки до 0), американская администрация в дополнение предлагает использовать фискальный стимул. Параллельно ФРС делает все, чтобы стабилизировать финансовую сферу, не допустить коллапса банковского сектора. Тут важно отметить, что ситуация в США имеет несколько положительных отличий от ситуации в России: низкие цены на нефть являются для Америки стимулом роста, а не тормозом, как у нас; репатриация капитала поддерживает национальную валюту; низкая инфляция делает монетарный импульс эффективным, тогда как в России, накачивая экономику рублями, мы рискуем очутиться в ситуации первой половины 90-х годов с гиперинфляцией и высокими темпами девальвации рубля; демографическая ситуация в Америке коренным образом лучше российской, что означает гораздо меньшую удельную нагрузку на экономику со стороны неработающего населения. Конечно, главным негативным отличием американской экономики от нашей является ее общая высокая закредитованность, в том числе очень большой объем государственного долга. Однако последний номинирован в собственной валюте, поэтому во многом кредиторы являются заложниками США, а не наоборот. Суммируя сказанное, я просто хотел бы подчеркнуть, что вероятность реализации в Америке апокалиптических сценариев остается ниже, чем представляется многим в России.

Какие макроэкономические показатели в данный момент выходят на первый план в США и Европе, в России?

Нам кажется, что в США продолжает иметь очень большое значение динамика сектора недвижимости, поскольку именно рост активности в нем укажет экономистам, что пик кризиса пройден. Помимо этого, определяющими для текущей конъюнктуры остаются ежемесячные данные рынка труда. В Европе, особенно в производящих и экспортирующих странах, вроде Германии, большое значение уделяется индексам экономической активности — например, ZEW. В России же основополагающей величиной в этом году будет цена на нефть.

Как, по вашей оценке, будет развиваться в первом полугодии 2009 года рынок труда в США и Европе? Что будет происходить с этим рынком в России?

Рынок труда очень чутко, практически без задержки реагирует на изменение экономической ситуации, поэтому ответ на поставленный вопрос равнозначен предположению о том, когда в соответствующем регионе возобновится экономический рост. Экономика РФ, принадлежа к категории «развивающихся», по определению является более подвижной и волатильной, чем экономики США и Евросоюза. Именно поэтому мы в сентябре-октябре 2008 года пережили более глубокий шок. Однако это же дает нам надежду на опережающее движение вперед при улучшении ситуации. Являясь оптимистом, я продолжаю надеяться, что вторая половина 2009 года будет существенно лучше первой. Добавим к этому также слабую российскую демографию, то есть систематический недостаток в стране рабочих рук, и получим, что ситуация с занятостью в России в 2009 году будет в среднем лучше, чем в развитых странах. При этом существенного оживления рынка труда по сравнению с сегодняшним состоянием можно будет ожидать не позднее конца сентября.

Насколько сильные изменения претерпел финансовый сегмент рынка труда в России? Какие еще и насколько глобальные изменения его ждут в нынешнем году?

Я не вижу предпосылок для заметного изменения ландшафта финансовой отрасли в нашей стране. Рынок финансовых услуг в РФ находится на стадии формирования, и большинство продуктов на нем до самого последнего времени были очень простыми. Место для них останется и после кризиса. Конечно, в настоящее время спрос, например, на организацию IPO является минимальным, однако есть смежные отрасли, где специалисты IB находят себе применение — корпоративное консультирование, M&A.

Как сильно изменится ВВП России и других развивающихся стран за 6 месяцев 2009 года?

Мне кажется, что российская экономика вполне способна удержаться от падения даже в первой половине 2009 года.

Об этом свидетельствуют некоторые, пока разрозненные данные об улучшении конъюнктуры в отдельных отраслях (например, в металлургии) в декабре. Наш прогноз роста ВВП РФ на 6 месяцев 2009 года — 0% и небольшой рост (1–2%) во второй половине года.

Насколько сильно коррелирует, на ваш взгляд, политика Банка России по поддержанию курса национальной валюты с ситуацией на рынке нефтяных фьючерсов? Будет ли ЦБ РФ и дальше проводить плавную девальвацию рубля в случае стабилизации цен на нефть, скажем, на уровне в $38–40 за баррель?

Очевидно, что низкая цена на нефть является основной причиной «плавной» девальвации рубля, проводимой ЦБ РФ. Ситуация здесь подчиняется простой математической логике: (а) вследствие снижения цены на нефть сокращается российский экспорт, и требуется привести импорт в соответствие этому новому уровню, если мы не хотим, чтобы отрицательный счет текущих операций вымывал у страны международные резервы; (б) правительство имеет очень большие бюджетные обязательства на 2009 год, зафиксированные в рублях, и снижение курса национальной валюты помогает их выполнить. К сожалению, зависимость объемов импорта от курса рубля не является линейной, да и вообще маловероятно, чтобы ее кто-то знал наперед. Соответственно, точное вычисление необходимых масштабов девальвации является трудной задачей. Недавно мы увидели прогноз МЭРТ на 2009 год, согласно которому при цене на нефть порядка $40 за баррель курс рубля в среднем ожидается на уровне 35 руб./$. Я не думаю, что у участников рынка есть более надежный ориентир для собственных прогнозов. Хотелось бы особо отметить, что ЦБ РФ в сегодняшней ситуации свободен установить практически любой разумный курс рубля к доллару, поскольку объем резервов Банка России превышает объем, необходимый для непобедимого режима currency board, который требовал бы от РФ порядка $200 млрд валютных запасов. Именно поэтому курс рубля является сейчас объектом экономического выбора, а не функцией ситуации, как это было в 90-х годах.

Насколько сильным может быть ослабление рубля в первой половине 2009 года по отношению к доллару и евро? В каком диапазоне до середины года будут, на ваш взгляд, взаимодействовать евро и доллар?

Поскольку развитые экономики совсем недавно вошли в состояние рецессии, негативные экономические новости, безусловно, еще будут приходить из разных концов света, рождая новые волны «бегства к качеству». Соответственно, потенциал укрепления доллара на ближайшие месяцы сохраняется. Вполне вероятно, что пара доллар-евро протестирует уровень $1.2/евро в первой половине года. Что касается рубля, то, как я уже сказал, ЦБ РФ в сегодняшней ситуации может установить практически любой разумный курс рубля, и единственным реальным ориентиром для участников рынка на сегодня является прогноз МЭРТа.

Как вы оцениваете действия правительства страны и Банка России по преодолению кризиса в 2008 году? Какие меры, на ваш взгляд, должны предпринять власти России для того, чтобы минимизировать вред, который последствия мирового финансового кризиса наносят финансовому сектору страны и ее экономике в целом? Следует ли продолжать повышение ставки рефинансирования ЦБ РФ? И если да, то до какого уровня?

Я бы разделил этот вопрос на две части: инфраструктурную и экономическую. Что касается борьбы за сохранение финансовой системы, принятые меры и их результат

можно оценить положительно. С нашей точки зрения, главное, чего удалось избежать — это развала системы по сценарию 1998 года. Напомню, что 10 лет назад население не просто потеряло депозиты, а вообще не могло пользоваться безналичными денежными средствами — не шли банковские переводы, не обслуживались платежные карты, стояли пустыми банкоматы. Сейчас ситуация значительно лучше — налажена быстрая санация проблемных банков, работает система страхования вкладов. Если отмечать ошибки, то решения по прямой поддержке цен на фондовых рынках были безусловно лишними. Помимо этого, негативное отношение у иностранных инвесторов вызывали долгие остановки торгов на российских биржах. Именно бесперебойное функционирование финансовой инфраструктуры должно быть краеугольным камнем любой антикризисной политики.

Что же касается экономической политики правительства, тут гораздо больше вопросов, чем ответов. Из заявлений ответственных лиц, доносящихся до нас, не ясно, есть ли у властей вообще какое-то экономическое видение на перспективу, не говоря уже о плане стимулирования экономики. Чего мы опасаемся в будущем? По всей видимости, стагфляции — по крайней мере, последний прогноз МЭРТ с ожиданиями по инфляции на уровне 13% говорит именно об этом. Но тогда как мы планируем с ней бороться? В начале «плавной» девальвации рубля ЦБ осуществил очередной подъем ставок, озвучив это как контринфляционную меру, однако затем девальвация превысила все прогнозы, а ставки остаются на месте. Более того, президент Медведев отдельной строкой посетовал недавно на то, как выросла стоимость заимствования для компаний, и председатель ЦБ Игнатьев публично обещал «разобраться» с этим вопросом. Весь рынок облигаций оказался сейчас «заточен» под Ломбардный список, и новые выпуски немедленно оказываются в залоге у ЦБ. Что это, если не кредитная эмиссия?! Обозначенные вопросы являются основной проблематикой, с которой правительство столкнется в 2009 году.

С нашей точки зрения, главной экономической проблемой России в последние годы являлась и является высокая инфляция!!! Помимо того, что она напрямую «съедает» номинальный ВВП, у инфляции выше 10% есть масса других негативных последствий. Так, формируя высокие инфляционные ожидания у населения, рост цен делает неэффективной стимулирующую политику государства. Помимо этого, в инфляционной среде невозможно организовать долгосрочное сбережение населением части зарабатываемых средств. В ситуации отрицательных процентных ставок гораздо эффективнее потреблять, чем сберегать, а это означает, что экономика остается без внутренних инвестиционных ресурсов. К тому же, при стабильной национальной валюте в условиях инфляции покупательная способность населения относительно заграницы быстро возрастает, что и приводит в итоге к лавинообразному росту импорта, который мы наблюдали в 2008 году. Этот рост импорта при любых ценах на нефть в итоге свел бы счет текущих операций к дефициту, что итоге все равно потребовало бы девальвации рубля, просто немного позже, чем это случилось на самом деле.

Соответственно, — да, конечно — ставку рефинансирования нужно поднимать до тех пор, пока реально доступные для населения безрисковые ставки не окажутся выше ожидаемой инфляции. Если мы (согласно МЭРТ) ожидаем, что инфляция в 2009 году составит 13%, то ставка РЕПО ЦБ должна составлять по меньшей мере 14–15%. Ничего страшного в этом нет — в 1980 году ставка ФРС доходила до 20%.

Следует ли продолжать адресную поддержку отдельных компаний, не справляющихся с проблемами?

Этот вопрос связан с социальной проблематикой. К сожалению, так сложилось исторически, что промышленная концентрация в РФ очень велика, и многие предприятия являются либо градообразующими, либо просто дающими работу десяткам тысяч россиян. Даже при самом либеральном экономическом подходе этот факт невозможно игнорировать, поэтому поддержку индустриальных гигантов, безусловно, придется продолжать.

Какова будет, по вашей оценке, динамика инфляции в первом полугодии 2009 года? А в целом в 2009 году?

Как уже говорилось, в этой сфере ничего хорошего ожидать пока не приходится. Существенное снижение темпов роста экономики вполне могло бы помочь удержать инфляцию в 2009 году в пределах 10%, однако мощная девальвация рубля, осуществленная ЦБ, будет главным инфляционным фактором первого полугодия. Попробую осторожно предположить, что рост цен за год может составить около 15%, причем темп будет схожим в первой и второй половине года — сначала из-за девальвации, а затем — из-за сезонных факторов (поскольку инфляция традиционно ускоряется осенью), а также вследствие ожидаемого возобновления экономического роста.

Насколько серьезно пострадает экономика страны, если граждане переведут большую часть своих банковских сбережений в валюту? Насколько сильна угроза возврата к долларизации («евроизации») российской экономики?

Главной угрозой перевода сбережений и части денежного оборота в иностранную валюту всегда является собственно валютный риск! Недооценивать эту угрозу означает просто-напросто не смотреть по сторонам. Именно сейчас огромное количество компаний и граждан с валютными долгами и рублевыми доходами страдают от того, что курс рубля изменился в неудобную для них сторону. Долларизация подвергает экономику воздействию труднопрогнозируемых внешних факторов (если это только не полный переход на расчеты в долларах), а также лишает власти возможности вести независимую экономическую политику. Мы можем только надеяться, что российское правительство и ЦБ осознают опасность полной утраты доверия к рублю и будут учитывать это соображение в своей валютной политике.

Несмотря на высокую степень неопределенности, наиболее вероятным сценарием является сейчас завершение девальвации и возврат к стабильному курсу бивалютной корзины (или просто доллара) в срок до конца февраля, что позволит остудить спекулятивные настроения на валютном рынке. В этой ситуации дальнейший перевод сбережений в валюту не будет иметь особенного смысла.