



О некоторых курсовых и финансовых рисках 2016 года

Текст: **Михаил Ершов**, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, доктор экономических наук; (www.ershovm.ru)

Торможение мировой экономики, которое становится все более заметным, сопровождается ростом неопределенности на мировом фондовом рынке и нестабильностью валютных курсов. При этом представляется, что российские регуляторы располагают возможностями для нормализации положения в валютной сфере.

Рост мировой торговли в значительной степени тормозится масштабным провалом внешнеторговых цен (рис. 1), и является следствием сжимающегося спроса в экономиках ведущих стран.

Такое развитие процессов вызывает обеспокоенность, о чем говорилось на встрече министров стран большой двадцатки (G20) в феврале 2016 года. При этом было отмечено, что «только меры монетарной поддержки не могут привести к сбалансированному росту», необходимо также использовать меры фискальной и структурной поддержки(1).

Контуры таких подходов озвучивались и ранее. Так, по ранее высказанным оценкам МВФ, «бюджетные стимулы и либерализация денежно-кредитной политики в Японии ... позволили ей добиться впечатляющего оживления экономической активности»(2). Напомним, при этом, что Банк Японии уже несколько

лет проводит мягкую денежно-кредитную политику для стимулирования роста экономики. Так, только в 2013 году масштаб вливания ликвидности в экономику составил 25% ВВП. Это является беспрецедентным случаем в мире, когда за столь короткий период регуляторы вбросили в экономику столь значительный объем средств.

Нервозность на рынке акций

Негативные тренды наблюдаются также на мировых фондовых рынках. Их неустойчивость и неуверенность участников рынка привела к тому, что в первые дни торгов 2016 года американские фондовые индексы показали самое глубокое снижение более, чем за 80 лет (рис. 2). Значительное падение отмечалось и на других мировых фондовых рынках.

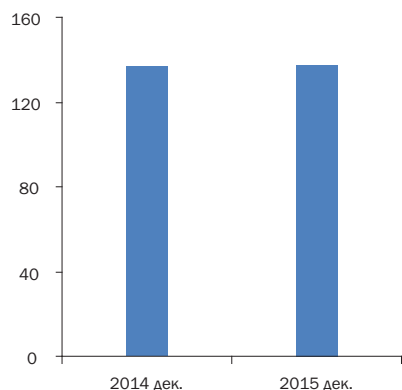
Обращает на себя внимание провал акций европейских банков, мас-

штабы снижения которых за полтора месяца 2016 года выглядят даже хуже, чем в начале 2008-го (рис. 3), когда, напомним, начал развиваться масштабный мировой ипотечный кризис.

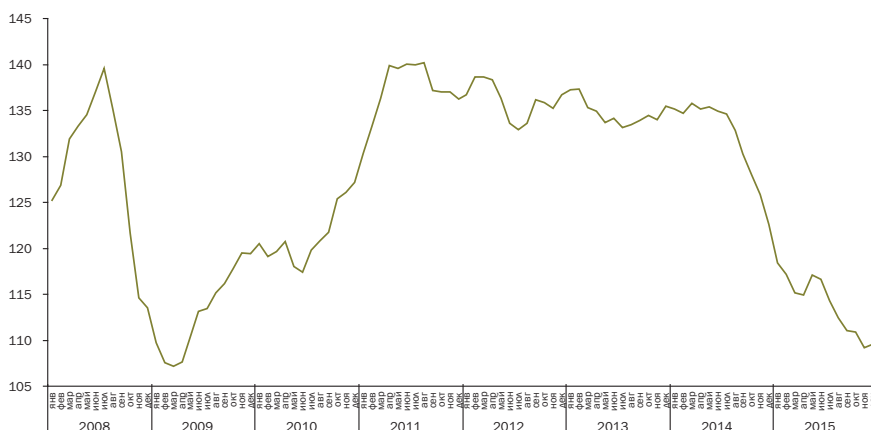
При этом падение агрегированных банковских индексов было даже более глубоким, чем падение фондовых индексов соответствующих стран (STOXX Europe 600, Nikkei 225, S&P 500) (рис.4).

В целом отметим, что оценки по финансовым рынкам выглядят довольно тревожно. «Этот и следующий год будут ужасными для финансовых рынков» - подчеркнул Джим Роджерс в 2015 году(3). Другой известный финансовый аналитик Махмуд эль-Эриан не исключает обвала котировок банковских акций по всему миру(4). Причем многие эксперты считают, что падение рынков может превысить 50% и наступление такого кризиса лишь дело времени,

[Рис. 1] а) Динамика мировой торговли (2005 г. = 100)

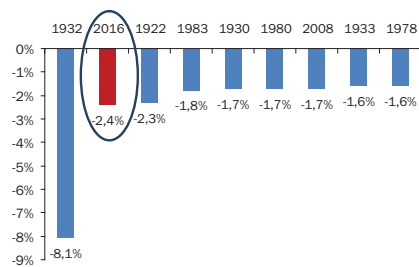


б) Динамика мировых внешнеторговых цен (2005 г. = 100)



Источник: CPB WORLD TRADE MONITOR

[Рис. 2] Масштабный провал индекса S&P в первый день торгов 2016 года



Источник: Bloomberg

поскольку фундаментальные диспропорции не устраняются, а только обостряются.

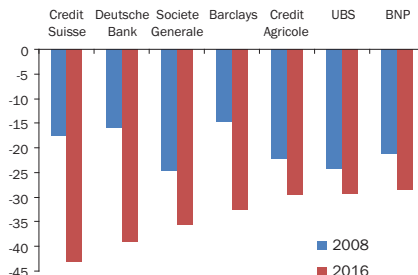
Поэтому выглядит вполне логичным, когда на фоне падения основных фондовых индексов устойчивый рост демонстрирует рынок золота – товара, являющегося страховым активом в условиях нынешней неопределенности (рис. 5).

Валютная нестабильность в России

Неуверенность глобальных инвесторов проявляется и на отдельных рынках. В российской экономике, в частности, сохраняется высокий уровень волатильности курса рубля, который, напомним, сформировался после перехода к режиму свободного плавления рубля осенью 2014 г. (рис. 6).

Очевидно, что и волатильность, и тот уровень масштабной недооценки рубля, который отмечался в настоящее время (по оценкам ОЭСР и Всемирного банка по курсу, рассчитанному на основе ППС, 1 доллар должен стоить 19-23 руб.), являются существенным тормозом экономического развития. Так по опросам РСПП, среди основных факторов, мешающих росту (недостаток оборотных средств – 41%, неплатежи со стороны контрагентов – 38%, недоступность заемных финансовых ресурсов – 31% и др.), наибольшее число респондентов назвали волатильность и слабый курс рубля (44%).

[Рис. 3] Динамика акций с начала года в 2008 году и 2016 году (на 11 февр.), %



Источник: Bloomberg

Действительно, более дешевый рубль ведет к сжатию внутреннего спроса – важнейшего драйвера экономического роста, усилению инфляции, увеличению стоимости обслуживания внешнего долга, а также к затруднению технологического импорта.

В этой связи для повышения устойчивости валютной сферы важно проводить курсовую политику, направленную на обеспечение долгосрочного стабильного реального курса рубля. Предсказуемость курсовых рисков будет способствовать удешевлению и удлинению кредитов для реального сектора.

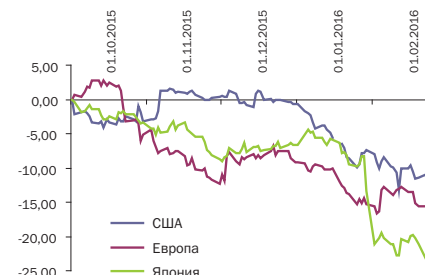
При этом экономика обладает необходимыми для этого рычагами. Регуляторам следует более четко обозначать свои курсовые предпочтения и те возможности по установлению курса, которыми они располагают и которые следовало бы донести до понимания рынка.

Золотовалютные резервы, которые сейчас превышают величину всей рублевой эмиссии (денежной базы) более чем в 2 раза, технически позволяют установить такой уровень валютного курса рубля, какой целесообразен регуляторам для решения задач, стоящих перед экономикой.

При этом часто задается вопрос: сколько понадобится потратить резервов, чтобы стабилизировать курс рубля?

Представляется, что очень мало. Достаточно одного-двух выходов регуля-

[Рис. 4] Индексы банковского сектора относительно фондовых индексов



Источник: BIS, март 2016

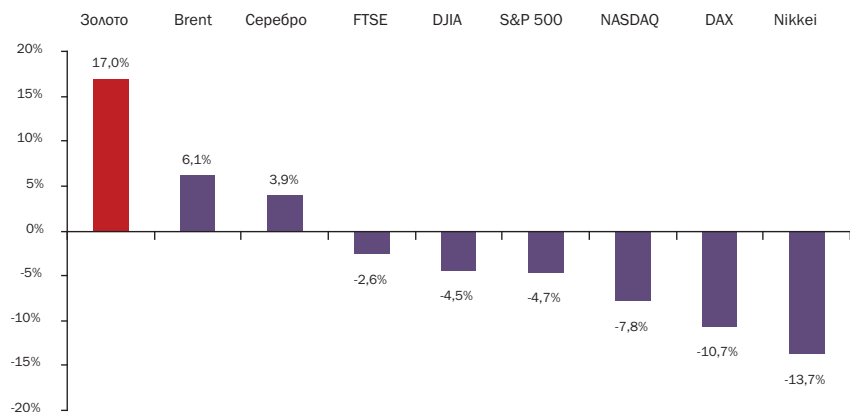
тора на рынок. Как только регулятор покажет всерьез свое присутствие и обозначит свои предпочтения, то рынок перестроится и будет действовать в соответствии с этим.

Когда нам говорят, что рынок играет против регулятора, это, по сути, означает, что рынок играет себе в убыток. Рынок не может переиграть регулятора, учитывая рычаги и возможности последнего. Это возможно лишь когда регулятор самоустранился, и на рынке его нет. Тогда рынок делает, что хочет.

Поэтому, однажды «показав свои мускулы», используя резервы и переломив тренд, дальше регулятору этого не потребуется, т.к. рынок умеет быстро понимать меседжи, которые до него доносят.

Это необходимо более четко довести до понимания рынка, что повысит его стабильность и предсказуемость. И в целом необходим широкий комплекс мер (информационно-разъяснительных, регулятивных и др.), направленных на повышение доверия к рублю.

При этом, хотя регулятор и декларирует о своем невмешательстве, в то же время на рынке есть некое понимание, что в случае, когда рубль начинает менять свой тренд в сторону удорожания, начинают использоваться некие рычаги, чтобы этого не допустить. Так было в середине 2015 года (05.06.2015), когда ЦБ заявил о намерениях наращивать ЗВР, что может трактоваться как буквально, так и с двойным смыслом – имея в виду, что

[Рис. 5] Динамика золота и фондовых индексов в январе-феврале 2016 года

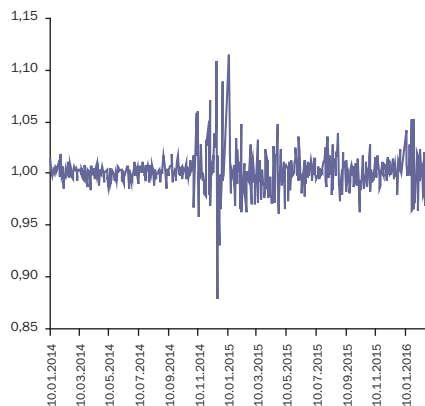
Источник: Bloomberg

при необходимости регулятор будет применять интервенции в поддержку доллара, не допуская удорожания рубля. Аналогичное понимание складывается и в настоящее время.

Можно предположить, что если бы не было целенаправленного вмешательства со стороны регуляторов, то с учетом положительного сальдо торгового баланса, объема ЗВР

и настроений рынка был бы вероятен откат курса к диапазону, более близкому к предкризисному уровню, приближая его к более объективным значениям.

Поэтому коль скоро делаются заявления о невмешательстве регулятора в курсообразование, это должно предполагать, что он не вмешивается как при удорожании, так и при уде-

[Рис. 4] Волатильность курса руб./долл. (индекс к предыдущему дню)

Источник: по данным ЦБ РФ

шевлению рубля. В противном случае рынок абсолютно теряет ориентиры направления развития.

Более того, в случае сокращения объемов ЗВР до пределов, создающих угрозу финансовой устойчивости экономики страны, а также при сохранении спекулятивного давления на рубль, можно на необходимое время вернуться к практике обяза-

тельной продажи части валютной выручки и использовать нормативы валютной позиции (по успешному опыту 1998 года(5)), когда вследствие указанных мер стабильность на рынке удалось сохранить и, после кратковременного «затягивания поясов», эти меры были вновь ослаблены, а экономика вошла в фазу длительного экономического роста (вплоть до начала последнего кризиса 2008 г.). Также могут использоваться лимиты и иные меры, уменьшающие спекулятивный спрос на валютном рынке.

Укажем, что такая мера, как «нулевая валютная позиция по конверсионным операциям» существенно ограничивала нетранзакционный (отличный от обеспечения внешне-торговой деятельности клиентов, бесперебойной работы обменных пунктов и операций с банковскими картами) спрос банков на валюту. Фактически на конец операционного дня участники валютного рынка не могли иметь больше валюты, чем в начале дня (если речь шла о валюте, которая не была связана с обслуживанием внешнеторговых контрактов, а была приобретена чисто как страховой актив или для спекулятивных целей).

При стабилизации положения эти требования могут быть вновь ослаблены.

Напомним, что даже в государствах, объявляющих о своем минимальном присутствии в экономике, в критические моменты регуляторы выходят на рынок и изменяют складывающиеся там негативные тренды в соответствии с теми приоритетами, которые стоят перед экономикой. При этом они не допускают и прова-

лов рынка. Так, например, после событий 11 сентября 2001 г. в первый день работы американских рынков ФРС, помимо снижения ставок и вброса ликвидности через специальные механизмы, только через инструменты рефинансирования увеличила предоставляемые банкам объемы финансовых ресурсов более чем в 200 раз (!) по сравнению с обычными днями. Аналогично, в последний ипотечный кризис финансовые регуляторы США запретили ряду ведущих банков и инвесткомпаний (около 30 структур) на несколько месяцев проведение основного вида спекулятивных операций на фондовом рынке - «коротких продаж», считая, что эти операции дестабилизируют рынок. Когда ситуация нормализовалась, эта мера была отменена. Таким образом, чрезвычайные антикризисные шаги являются распространенным инструментом в современных условиях глобальных рисков.


В этой связи в случае возникновения экономических и политических шоков в мире России также следует быть готовой к созданию механизмов по минимизации таких угроз, а также к использованию иных мер, которые обеспечат ей запас геэкономической и геополитической прочности, необходимый для расширения ее системообразующей роли в новых условиях.

Для минимизации дестабилизирующего использования формируемых рублевых средств (в т. ч. для избежания нежелательного давления на валютный рынок и курс рубля) необходимо предусмотреть комплекс мер, в целом направленных на дестимулирование ухода полученных рублей в валюту. Эти меры должны трактовать

рублевые операции как более привлекательные по сравнению с валютными (по опыту других стран, в частности, Швейцарии, Японии) и должны предполагать использование более льготных нормативов, регулирующих операции с рублями – норм резервирования, достаточности капитала и др.

Поэтому недавно объявленные меры ЦБ РФ по дифференциации нормативов по рублевым и валютным операциям в принципе являются оправданными, хотя более целесообразно было бы достичь указанной «вилки» не путем ужесточения нормативов по валютным операциям, а путем смягчения нормативов по рублевым операциям, что в целом задаст менее жесткие условия для рынка.

В этой связи представляется, что в складывающихся условиях на рынке регулятор располагает необходимым набором инструментов, способствующих минимизации негативных трендов в экономике, которые тормозят развитие бизнеса и на которые указывает опрос РСПП.

Очевидно, что экономике необходимо решать более системные вопросы: уменьшение сырьевой зависимости, развитие внутреннего рынка, улучшение качества экономического роста в целом. Поэтому сами по себе перечисленные выше рычаги и подходы недостаточны для принципиального улучшения ситуации. Однако они могут восстановить стабильность на валютном рынке, увеличить доверие к рублю и улучшат экономический климат в целом, создав в результате условия для решения перечисленных системных задач. А это сейчас крайне важно. 

Сноски:

- (1) Communiqué G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Shanghai, February 27, 2016.
- (2) IMF (2013). World Economic Outlook. October.
- (3) CNN.com
- (4) Finmarket.ru, 17.02.2016.
- (5) Указание ЦБ РФ №367-У от 23.09.98.