

Динамика курса национальной валюты, а именно — ее укрепление, в 2003 году напрямую зависела от денежной политики Центрального Банка.

Александр ХАНДРУЕВ,
Андрей ЧУМАЧЕНКО

Удвоение ВВП угрожает рублю

Укрепление рубля продолжается с февраля текущего года. Правда, признаки того, что национальная валюта прекратит обесцениваться прежними темпами, появились уже в декабре прошлого года. Причин тут несколько. Во-первых, Центробанк уже три года устанавливает определенную планку по инфляции. Причем этот ориентир расценивается всеми не как прогнозный, а как обязательный к выполнению. Бизнес-сообщество четко уловило сигнал о том, что приоритетом ЦБ является удержание инфляции в рамках заявленного диапазона и регулирование процентных ставок. Переход же к процентной политике прежде всего означает, что акцент переносится на инструменты рефинансирования. Операции ЦБ на валютном рынке так или иначе должны были отодвинуться на второй план.

Совокупность этих факторов повлияла на корректировку ожиданий. Банки точно знали, что курс рубля, существовавший прежде, был занижен. А что нужно делать, когда ожидается укрепление нашей валюты? Естественно, покупать ее, избавляясь от долларов. Этими ожиданиями и объясняется дополнительный всплеск интереса к рублю: уже не только экспортеры продавали выручку в объективно нужных им объемах (для выплаты налогов и зарплаты), но и банки стали активнее кредитовать и больше средств держать в рублях. Тем более что доходность по рублевым инструментам оказалась более привлекательной. Стало выгоднее иметь рубли, нежели держать деньги в валюте на



корсчетах или на депозитах в иностранных банках, особенно с учетом той конъюнктуры процентных ставок, которая сохраняется на мировых финансовых рынках. Словом, все сыграло на то, чтобы в первом полугодии средств переводились в рубли.

Вот мы и получили устойчивую тенденцию укрепления рубля. Другое дело, что уже III квартал этого года показал: рынок достиг некоего равновесия. Такое впечатление, что банки удовлетворены сложившейся структурой своих активов, экспортеры тоже больше средств стали держать на своих текущих валютных счетах, сохраняя при этом некоторую потребность в рублях. В целом же сложился баланс спроса и предложения валюты, и прогнозировать появление какой-либо ярко выраженной тенденции — дальнейшего укрепления или, наоборот, обесценения — пока нет оснований.

На укрепление рубля повлияла и хорошая внешняя конъюнктура. Прежде всего — высокие цены на нефть. Гипертрофированное развитие сырьевого сектора оце-

нивается рядом экспертов как «дурной тон». Но, видимо, пришла пора изменить снисходительные и даже уничижительные оценки этой данности. Возможно, было бы лучше, если бы мы производили, скажем, самые качественные в мире телевизоры и основной объем экспортной выручки получали от их продажи. Однако российским «коньком» остается нефть. Но с точки зрения реакции на курс валюты, эти экспортные товары равноценны. Рынок измеряется в деньгах, а не в телевизорах или нефти. И именно последняя обеспечивает России конкретный денежный поток.

Безусловно, уязвимыми характеристиками этого основного источника доходов является нестабильность нефтяных цен, а также их сильная зависимость от политической конъюнктуры. Другое обвинение в адрес «трубы» состоит в том, что доходы от нефтяной отрасли — это, по сути, рента. Экономика «стрижет купоны» с природных ресурсов и не развивает более технологичное производство. Как известно, обраба-



Александр ХАНДРУЕВ,
руководитель
консалтинговой
группы «БФИ»



Андрей ЧУМАЧЕНКО,
ведущий консультант
консалтинговой
группы «БФИ»

тывающие отрасли с огромным трудом получают финансирование в достаточном объеме: рыночные ставки, по которым предлагаются ресурсы, не соответствуют уровню рентабельности этого сектора.

А нефтяная отрасль способна не только сама себя финансировать, но всегда может получить средства со стороны. В том числе и внешние. Так или иначе, все ресурсы, и прежде всего капиталы двигаются в сторону нефти. В итоге мы воспроизводим сырьевую структуру.

Все эти упреки в значительной части справедливы. Однако мы должны учитывать тот факт, что нефтяная отрасль не является обособленным анклавом нашей экономики, который зарабатывает легкие деньги и тратит их сам на себя. Нефтянка является заказчиком многих машиностроительных производств, а машиностроение — самая крупная по числу занятых отрасль промышленности, здесь работает около четырех миллионов высококвалифицированных рабочих. Крупными потребителями выпуска отечественного машиностроения, помимо нефтяной отрасли, выступают и другие сырьевые производства — черная и цветная металлургия. Так что развитие добывающего и сырьевого секторов тесно связано с другими отраслями экономики. Не пересекается оно лишь со сферой производства потребительских товаров, отчего легкая промышленность пребывает в явной стагнации. Но экономика и не может быть успешной во всех секторах, развиваться фронтально.

Укрепление рубля повлекло и целый ряд прикладных последствий. Это, безусловно, выигрыш России в обслуживании внешнего долга, номинированного в долларах (2/3 от всего объема).

Накопили жирок и банковские институты. Уровень капитализации банковской системы в реальном выражении вырос на 7% (официальная статистика называет другую цифру — около 19%, но при ее расчете не был учтен целый ряд важных обстоятельств). То есть темпы роста этого показателя выше темпов роста ВВП. Кроме того, у банков в этом году очень хороший финансовый результат: по итогам восьми месяцев зафиксирована прибыль почти в 90 млрд. руб. Для сравнения: за весь прошлый год этот показатель составил 93 млрд. рублей.

Кроме того, укрепление рубля повлекло изменение банковской стратегии в широком понимании этого слова. В первом полугодии банки активно занимали на международном рынке и сильно нарастили задолженность перед внешними кредиторами. Эти деньги они использовали и для краткосрочной спекулятивной игры, и для кредитования. По сути, это были арбитражные операции. На данный момент банки сократили свою внешнюю

задолженность (согласно статистике платежного баланса за первое полугодие 2003 года, чистый приток капитала в российский банковский сектор составил \$3,6 млрд., что было достигнуто в первую очередь за счет увеличения иностранных пассивов на \$4,1 млрд.; в то же время в III квартале вывоз капитала банковским сектором был равен \$3,9 млрд. за счет увеличения иностранных активов на \$2,7 млрд. и сокращения внешних обязательств на \$1,3 млрд.). Это достигнуто за счет того, что они погасили часть



займов и прекратили дальнейшее интенсивное наращивание долгов, а также вновь восстановили значительную часть иностранных активов. Показательным можно считать увеличение за июль–август 2003 года объема кредитов, депозитов и иных средств, предоставленных банкам–нерезидентам, — с 138,9 млрд. руб. до 191,8 млрд. руб., в то время как в начале года он составлял 171,5 млрд. руб. И если прежде банки предпочитали держать свои средства на корсчетах в ЦБ (особенных альтернатив для вложений не было), то сейчас — в валютной форме: после снижения в июле норматива обязательной продажи валютной выручки до 25% в значительной степени начинают срабатывать спекулятивные приоритеты. Ведь когда отменена «обязаловка», экспортеры и банки в большей степени вольны, исходя из собственных ожиданий, принимать решение о том, продавать валюту на внутреннем рынке или оставить ее, скажем, на счете в каком-нибудь иностранном банке. При этом средства находятся, что называется, под рукой. Осенью, например, банки активно отыгрывали ситуацию присвоения России инвестиционного рейтинга и, следовательно, ожидания большого притока средств в страну. В итоге валютный рынок стал более чувствительным к спекулятивным мотивам.

Укрепление рубля отразилось и на кредитных ставках. Весной и летом прошла ощутимая волна снижения ставок по всему спектру. Можно даже говорить о том, что по коротким кредитам ставки в реальном выражении были отрицательными (около 12% — по операциям кредитных организаций на все сроки до года по России в целом без учета Сбербанка), в то время как годовая инфляция колебалась в диапазоне 13–14%. Предложение банковских кредитов было сбалансировано адекватным спросом. Экономика объективно растет, у компаний есть заказы, а следовательно, увеличивается их выручка. Поэтому предприятия готовы брать кредиты по ставке, которую еще год назад не смогли бы потянуть.

О росте кредитоспособности предприятий можно судить по уровню процентных ставок, которые они готовы платить по своим корпоративным облигациям. Крупные заемщики, например «Газпром» и «Транснефть», у которых есть возможность выбрать, отказались от размещения своих рублевых бумаг, как только ставки по ним на рынке выросли. Они предпочли привлекать более дешевые западные средства. У заемщиков помельче особого выбора не было, но они не стали ждать изменений конъюнктуры и решились занимать деньги по достаточно высокой цене (доходность по облигациям второго эшелона колеблется вокруг отметки 15%). Очевидно, что в самом нефинансовом секторе перспективы дальнейшего роста оценивают достаточно позитивно.

Чего следует ожидать на валютном рынке? Пока сложилась несколько неопределенная ситуация с перспективами притока иностранного капитала. И похоже, что после бурного октября мы возвращаемся к тенденциям III квартала: балансировка спроса и предложения на валютном рынке есть, но отсутствует сколько-нибудь выраженный тренд. Курс скорее всего будет вести себя, как и сейчас: колебаться в зависимости от стандартных факторов, в первую очередь от спроса на короткую ликвидность в конце месяца. Если, конечно, Центробанк не будет предпринимать направленных усилий на обесценение рубля. Такие опасения возникают, как только начинают повторяться заклинивания об удвоении ВВП. Если правительство решится на указанный вариант курсовой политики, неизбежна дополнительная эмиссия. Этот способ эффективен, если экономике есть на чем расти. Но он может иметь самые негативные последствия, когда в принципе, по технологическим причинам, более высокие темпы развития невозможны: производственные мощности загружены, что называется, под завязку. В этом случае монетарное стимулирование может привести только к инфляции.