

Нескорая помощь: как правительство может поддержать рубль

Октябрь 2015



Владимир Цупров
Управляющий директор по инвестициям
ТКБ Инвестмент Партнерс (АО)

Очевидно, что рубль зависит от нефти. Предсказывать рубль на один день, месяц – бессмысленное занятие. Однако на длинном горизонте большое влияние на курс национальной валюты оказывает политика государства. В сегодняшних условиях единственный эффективный метод, который есть в распоряжении Правительства РФ, способный поддержать курса рубля на горизонте один–три года, – это сокращение дефицита бюджета. Реформа, модернизация экономики – это все работает в долгосрочной перспективе, но, к сожалению, нет никаких признаков того, что этим кто-то реально озабочен, а поэтому не будем на это реально рассчитывать. На Банк России рассчитывать не приходится. Его возможности повлиять на динамику курса рубля в краткосрочном периоде не будем оспаривать, но фундаментальные причины слабости рубля Центробанк самостоятельно «лечить» практически не способен.

Как Правительство РФ может помочь рублю?

Для начала идентифицируем фундаментальные причины слабости национальной валюты:

- Бюджетный дефицит
- Рост денежной массы, ведущий к инфляции
- Рост зависимости доходов бюджета от «сырьевой ренты». Этот пункт можно раскрыть в целую диссертацию о причинах провала диверсификации российской экономики и низкой производительности труда
- Хронический отток капитала.

Что уже делает Правительство РФ и какие меры, вероятно, будут приняты в будущем:

- Сокращение расходов бюджета с целью уменьшения бюджетного дефицита
- Увеличение налоговой нагрузки (сейчас обсуждается изъятие 1 трлн рублей дополнительных налогов с экспортеров, что может покрыть до 40% прогнозируемого дефицита консолидированного бюджета)
- Улучшение баланса платежей между бюджетом и госкомпаниями: меньше дотаций, больше дивидендов в бюджет
- Давление на снижение инфляции, уменьшение темпов роста денежной массы, индексация зарплат и пенсий существенно ниже уровня инфляции, контроль над сокращением издержек госкомпаний и монополистов
- Финансирование дефицита за счет внутреннего госдолга (пока госдолг находится на очень низком уровне, это оказывает положительное влияние на курс национальной валюты и не несет рисков зарождения финансовой паники).

Какие основные сценарии можно представить?

Оптимистичный. Условия: Правительство РФ идет на **а)** повышение пенсионного возраста, индексацию пенсий в 2016 году на уровне 4%, т.е. существенно ниже и прогнозируемого уровня инфляции, и уровня инфляции в 2015 году; **б)** умеренное повышение налоговой нагрузки на экспортеров (по нашим оценкам, собрать 1 трлн рублей дополнительных налогов невозможно

Нескорая помощь:
как правительство может поддержать рубль
Октябрь 2015

без повышения НДПИ на нефть и газ, но от этого Правительство РФ уже отказалось); **в)** сокращение других статей бюджета, сокращение дефицита бюджета до 0-1% от ВВП; **г)** госкомпании также сокращают расходы, увеличивают выплаты дивидендов в бюджет; **д)** индексацию тарифов чуть выше нуля.

В этом случае темпы роста денежной массы существенно замедляются, нагрузка на резервные фонды минимальна, дефицит бюджета покрывается внутренними неинфляционными источниками. Растет реальная процентная ставка (дефицит рублей приводит к росту разрыва между номинальными ставками и инфляцией), внутренний спрос продолжает сокращаться, экономика под прессом, рубль незначительно номинально укрепляется, инвестиции в рублевые инструменты крайне выгодны и рентабельны. Инфляция будет рекордно низкой, возможно, даже на уровне ожиданий Центробанка (4-5%). Процентные ставки по ОФЗ и ставки по депозитам могут сложиться на уровне 8-10%. Если в этом сценарии начнут расти цены на нефть, то будущий отклик экономики на этот сценарий будет наиболее конструктивным и положительным. Однако, главный риск данного сценария в том, что цены на нефть останутся на низком уровне (меньше 60 долларов США за баррель). В этом случае стоит прогнозировать, что Правительство РФ не сможет продолжать эту политику дальше, в предвыборный год (2017) соблазн напечатать денег и раздать их электорату возобладает, и мы перейдем к другому сценарию.

В этом сценарии, если цены на нефть останутся на уровне 50 долларов США за баррель, то курс рубля, вероятно, несколько лет будет стремиться к диапазону 60-70 рублей за доллар США, но если цены на нефть начнут восстанавливаться до уровня 65-70 долларов США за баррель, то реалистично будет увидеть рост курса рубля вплоть до 40-50 рублей за доллар США. Но Центробанк вряд ли пустит доллар ниже отметки 50, вновь начав пополнение золотовалютных резервов.

Главные риски: **а)** чрезмерное повышение налогов приведет к недоинвестированию в нефтяном секторе и через пять-десять лет приведет к падению уровня добычи и существенному падению доходов бюджета из-за растущей доли добычи на месторождениях с налоговыми льготами; **б)** на фоне падения темпов инфляции будет силен соблазн напечатать денег.

Умеренный (наиболее вероятный). *Условия:* Правительство РФ не сможет существенно сократить дефицит бюджета, будут использованы все возможные источники финансирования расходов по принципу «отовсюду понемножку». В этом сценарии также не верится в возможность собрать дополнительно 1 трлн рублей с экспортеров, а поэтому дефицит бюджета останется значительным – около 2% ВВП.

Невнятная политика государства приведет к неуверенности рынков и сохранению волатильности. Рубль будет и дальше на 100% привязан к цене на нефть, при этом на длинных горизонтах дополнительно плавно девальвируясь по уровню инфляции. Инфляцию удастся «придушить» до однозначной цифры, процентные ставки сложатся на уровне около 10%. Инвестиции в рублевые активы целесообразны только на коротких интервалах, в моменты перепроданности нефти и рубля. 2018 год будет критическим годом, если не придет помощь с рынка нефти. Инфляционные ожидания не «задушили», резервные фонды исчерпали, и эмиссионное покрытие популистских социальных выплат вызовет новый виток девальвации и инфляции. Нечто похожее происходило в Белоруссии в преддверии выборов президента, состоявшихся в декабре 2010 года, и парламента в сентябре 2008 года.

При сохранении цен на нефть на уровне 50 долларов США за баррель, вероятно, вплоть до выборов удастся достичь стабилизации курса рубля на уровне 60-75 рублей за доллар США. Если же нефть нам поможет и подрастет до 60-70 долларов США за баррель, то можно будет увидеть укрепление рубля до 50-60 рублей за доллар США.

Пессимистичный (на данный момент наименее вероятный сценарий, судя по той дискуссии и настроениям, которые царят в Правительстве РФ).

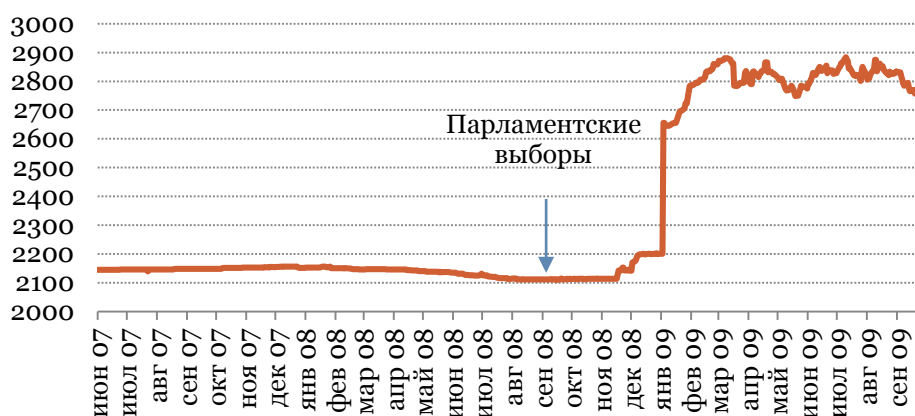
Нескорая помощь: как правительство может поддержать рубль Октябрь 2015

Условия: по сути, не важно, что будет делать Правительство РФ, если это не соответствует тому, что изложено в сценариях, описанных выше.

Краткосрочный прогноз делать бессмысленно, очевидно, что в долгосрочной перспективе случится какое-либо из трех событий: **а)** либо рубль обесценится еще сильнее; **б)** либо цены на нефть вырастут до 100 долларов США за баррель, и это нас неожиданно спасет на несколько лет; **в)** либо введут административные меры в экономике, что откроет путь в сторону полной экономической деградации.

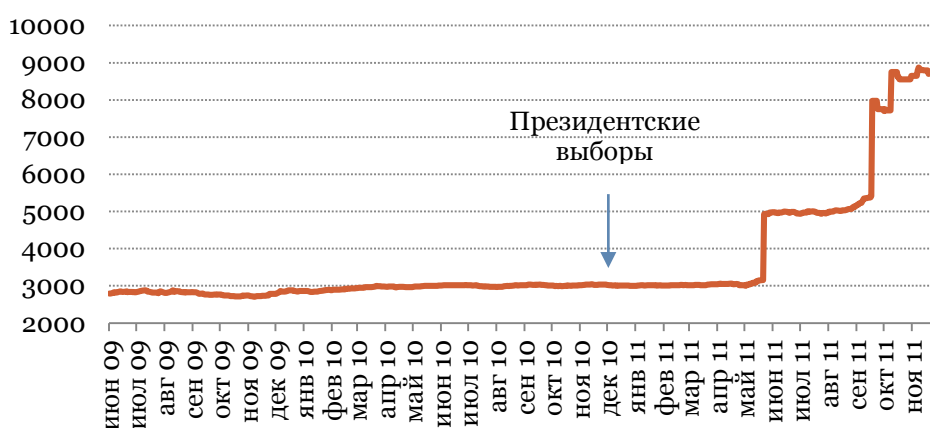
Я думаю, в этом случае, даже если цены на нефть вырастут до 60 долларов США за баррель, у нас будут все шансы увидеть курс 100 рублей за доллар США. А 2018 год станет годом неприятных экономических сюрпризов.

График 1: Курс белорусского рубля после парламентских выборов в Белоруссии в сентябре 2008 года



Источник: ЦБ РФ, ТКБ Инвестмент Партнерс (АО), октябрь 2015

График 2: Курс белорусского рубля после президентских выборов в Белоруссии в декабре 2010 года



Источник: ЦБ РФ, ТКБ Инвестмент Партнерс (АО), октябрь 2015

Помощь:
фонды
Нескорая помощь:
фонды рубль
Октябрь 2015

ТКБ Инвестмент Партнерс

(АО)

Тел.: 8 800 700 07 08

(812) 332 73 32

www.tkbip.ru

info@tkbip.ru

Следите за нашими
новостями:



facebook.com/TKBIPRU

как и

Дисклеймер

Данный материал подготовлен ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) (TKB Investment Partners (JSC)).

Этот материал создан исключительно в информационных целях и не является: 1. Офертой или предложением о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов; 2. Информацией, на которую его получатель может полагаться в связи с каким-либо контрактом, соглашением или договором; 3. Финансовым или инвестиционным советом или консультацией.

Любые мнения, включенные в настоящий материал, если прямо не указано иное, даны специалистами ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) в указанное время и могут быть изменены без предварительного уведомления.

ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) оставляет за собой право по своему усмотрению изменять либо не актуализировать информацию и мнения, содержащиеся в данном материале.

Инвесторы должны самостоятельно консультироваться со своими юридическими и налоговыми советниками в отношении любых юридических, бухгалтерских и налоговых вопросов при инвестировании в какие-либо финансовые инструменты для того, чтобы принять самостоятельное решение о соответствии таких инвестиций их собственным требованиям и о последствиях таких инвестиций.

Пожалуйста, обратите внимание на то, что различные виды инвестиций, информация о которых может содержаться в настоящем материале, обладают различной степенью риска, и могут не иметь гарантий по возврату инвестированных средств, могут быть не подходящими либо невыгодными для какого-либо конкретного клиента или потенциального клиента, либо для конкретного инвестиционного портфеля. Принимая во внимание экономические и рыночные риски, может не быть никакой гарантии, что какая-либо инвестиционная стратегия, упомянутая в настоящем материале, достигнет своих инвестиционных целей.

Этот материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов. На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом. Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Стоимость инвестиционного пая может снижаться либо расти. Инвесторы могут не получить назад сумму, которую они первоначально инвестировали. Существует вероятность полной потери изначально инвестированной суммы. Данные о доходности или иных результатах, отраженные в материале, не учитывают комиссии, налоговые сборы и иные расходы.

ТКБ Инвестмент Партнерс (АО) является юридическим лицом, зарегистрированным в соответствии с законодательством Российской Федерации (ОГРН 1027809213596), адрес места нахождения: Российская Федерация, 191119, Санкт-Петербург, ул. Марата, д. 69-71, лит. А, Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами №21-000-1-00069 от 17 июня 2002 года, выдана ФСФР России (срок действия лицензии - бессрочно); Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 078-09042-001000 от 11 апреля 2006, выдана ФСФР России (срок действия лицензии - без ограничения срока действия). Телефон: (812) 332-7332, факс: (812) 324-6557.