

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Рубль: баланс рисков

В первом квартале этого года рубль выглядел достаточно стабильным, и, хотя весь март курс провел выше отметки USDRUB 90, общая картина выглядит как продолжение бокового движения. Точкой риска воспринимались выборы президента России, но и они особо на динамику курса не повлияли. Если же принять во внимание необходимость снижения инфляции и ухода от зависимости от нефтяного экспорта, то стабильный или крепкий рубль выглядит наиболее предпочтительным и вероятным вариантом несмотря на сохранение давления на него со стороны ускоренного сокращения внешнего долга

Импорт, экспорт и движение капитала

В конце прошлой недели вышел отчет ЦБ РФ по состоянию платежного баланса России в 2023 году (https://www.cbr.ru/statistics/macro itm/svs/p_balance/). В самом начале отмечается, что экспорт сократился на 28.3%, а импорт вырос на 9.7%, в результате чего торговый баланс сократился до USD 120.9 млрд, а счет текущих операций – до USD 50.2 млрд. Относительно рекордного 2022 года эти цифры выглядят скудными, но если сравнивать с другими годам, то это достаточно высокие показатели.

Торговый баланс и счет текущих операций, млрд USD в год



При этом внешний долг России за год сократился на USD 68.2 млрд., из которых на сокращение госдолга пришлось USD 13.4 млрд. Это, кстати, важный момент: объем погашения внешнего долга несколько превысил профицит счета текущих операций. Совокупные иностранные обязательства России сократились на USD 137 млрд

рублей (до USD 697 млрд) при снижении иностранных активов на USD 47.6 млрд (до USD 1 554 млрд).

Сокращение внешнего долга – важнейший фактор слабости рубля в 2023 году. Если компании и банки не могут рефинансировать внешний долг за счет внешних заимствований, то его рефинансирование за счет внутреннего долга или погашение за счет собственных средств требует покупок иностранной валюты. С другой стороны, снижение размера внешнего долга означает и снижение спроса на иностранную валюту в будущем.

*Жесткая политика
ЦБ РФ*

Исторически ЦБ РФ следует очень консервативной политике, снижает ключевую ставку только убедившись, что инфляционные риски находятся на низком и контролируемом уровне. По последним данным и инфляция, и инфляционные ожидания, хотя и развернулись вниз, находятся на повышенном уровне.

В текущих условиях ключевая ставка ЦБ РФ оказывает на рубль очень слабое прямое влияние, так как в отсутствие свободного движения капитала, притоку иностранных инвесторов, стремящихся заработать на высоких коротких рублевых ставках взяться просто неоткуда. Тем не менее, кумулятивный эффект, который проявляется через увеличение сбережений, а также предпочтение российских активов вариантам вложений в иностранной валюте, постепенно набирает силу. Здесь же работает фактор сдерживания импорта (рост сбережение и ограничение потребительского спроса).

Кстати, задача снижения инфляции не имеет решения при серьезном ослаблении рубля, так как оно приведет как к росту цен импорта, так и внутренних цен на экспортируемые товары.

*Структурные
изменения в
экономике*

Несмотря на очень жесткую политику ЦБ РФ, когда ключевая ставка (16%) больше чем на 8% превышает наблюдаемую годовую инфляцию, экономическая активность остается повышенной. Это выражается, например, в очень высоких оценках настроений в промышленности и других оценках опережающих индикаторов. Причем ядром улучшений является обрабатывающая промышленность, причем далеко не только те отрасли, которые завязаны на оборонку.

Индексы промышленного производства РФ (рост к предыдущему году)



Примечательно, что в своих комментариях ЦБ РФ отмечает, что если бы рост экономики носил циклический характер, то инфляционное давление должно было бы быть совсем иными (намного больше наблюдаемого). Поэтому значительная

часть наблюдаемых улучшений экономических показателей – это результат структурных, системных изменений, которые далеко не всегда имеют про-инфляционные последствия.

Впрочем, так как оценить в моменте соотношение циклической и структурной компонент роста невозможно, ЦБ РФ, вероятно, будет сохранять максимально возможно жесткую политику. Что, как показано выше, благоприятно для рубля.

Бюджет и налоги

Прошедшие две недели после выборов президента показали, что опасения рынка по поводу необходимости ослабления рубля после выборов для наполнения бюджета, как-то не находят подтверждения. Хотя определенная нервозность на валютном рынке все равно ощущается. Тем более, что, хотя по итогам первых двух месяцев дефицит федерального бюджета оказался значительно меньше прошлогоднего (1.47 трлн рублей против 2.38 трлн рублей), это все равно достаточно высокий уровень. При этом не-нефтегазовый дефицит снизился скромнее (3.09 трлн рублей против 3.33 трлн).

Если к этому добавить озвученные в последнем послании президента предложения по увеличению расходов бюджета, то вопрос балансирования бюджета остается открытым. И один из способов – ослабление рубля.

С другой стороны, имеем обсуждение повышения НДС (повышение ставки для высоких доходов), а также публикации в СМИ о возможном повышении ставки налога на прибыль (с 20% до 25%). Такие шаги в существующих условиях имеют смысл только при условии снижения нефтегазовых доходов, то есть снижения стоимости экспорта нефти.

Понятно, что снижение экспортных доходов негативно скажется на рубле, если, конечно, не будет уравновешено снижением импорта и/или изменениями на стороне финансового счета. С другой стороны, получаем отсутствие мотивации поддержания слабого рубля для повышения доходов бюджета, что на длинном горизонте будет достаточно весомым фактором.

Кстати, не стоит забывать про рост ВВП и доходов бюджета. Он в России традиционно верстается исходя из очень консервативных прогнозов не только по ценам на нефть, но и по росту экономики. Если в этом году экономика снова удивит своей динамикой (судя по данным по промышленному производству, к этому все идет), то это станет еще одним аргументом против ослабления рубля для пополнения доходов бюджета.

Выводы

1. Стабилизация курса рубля с осени прошлого года – это, конечно, заслуга указа о контроле за выручкой экспортеров. Тем не менее, накопленный эффект жесткой денежно-кредитной политике ЦБ РФ и сильных данных по экономике окажут дополнительную поддержку рублю.
2. При этом есть сильные долгосрочные факторы поддержки рубля, которые в моменте играют против него.
3. Во-первых, давление на рубль идет со стороны финансового счета: ускоренное снижение внешнего долга, а также увеличение иностранных активов из-за задержек расчетов, смещают баланс спроса и предложения против рубля. Но внешний долг конечен, как и потенциальный объем «зависших» средств. В 2024 году этот фактор будет слабее, чем в 2023 г.

4. Во-вторых, поиск правительством источников дохода в виде обсуждений повышения НДФЛ и налога на прибыль говорят о риске снижения доходов от экспорта нефти, что означает и риски для рубля. Вместе с тем, без нефтегазовых доходов нет и мотивации ослаблять рубль (например, через смягчение контроля выручки экспортеров)
5. Решающим обстоятельством в пользу стабильного рубля в обозримой перспективе является вопрос инфляции. Существенное ослабление рубля перечеркнет все, чего ЦБ РФ добивался высокими ставками.

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000 от 30 ноября 2004 года выдана ФСФР России. Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны (495) 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу www.alfacapital.ru. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях и носит исключительно ознакомительный характер. Информация не содержит описания всех рисков, присущих инвестированию на рынке ценных бумаг, равно как и информации не принимаются во внимание личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды каждого конкретного инвестора. Информация не является какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения сделать оферты, не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом, не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на время подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упоминаемые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту».