

Евгения Обухова

Видишь спекулянта? — Нет. — И я нет. А он есть

Рубль имеет серьезные шансы на укрепление: об этом говорят как фундаментальные, так и чисто технические факторы. Однако российский валютный рынок продолжает привлекать спекулятивный капитал, что ставит рубль в уязвимое положение

Конечно, ожидаемый угрозой для рубля может быть не только внешний политический фактор, но и внутренние. В частности, это может быть связано с тем, что в ближайшее время в России могут произойти значительные политические изменения, которые могут отрицательно сказаться на курсе рубля. Поэтому важно следить за новостями из России и не перебарщивать с прогнозами.

Однако, если говорить о спекуляции, то она может быть связана с тем,



ИГОРЬ ШАТУНОВ

Среднедневной оборот торгов по паре доллар/рубль в минувшем январе поставил рекорд — он достиг 9 млрд долларов, это самый высокий показатель со времени октябряской паники 2014 года. Для сравнения: среднедневной оборот по паре доллар/рубль расчетами tomorrow в 2015 году немногим превышал 4 млрд долларов, средний дневной оборот рынка корпоративных облигаций — около 20 млрд рублей. Аналитики Sberbank CIB полагают, что причина тому — активность иностранных фондов. «Мы наблюдаем высокий приток активных средств иностранных фондов на локальный валютный рынок», — отмечается в обзоре Sberbank CIB. — Это вызывает некоторое удивление с учетом продолжающегося оттока средств из фондов акций и облигаций развивающихся рынков». Иными словами, иностранцы покупают рубли не для того, чтобы потом купить российские ценные бумаги. Похоже, пока их цель — просто игра на валютном рынке, и это неудивительно. «Россия обеспечивает более высокий доход carry trade (операции, представляющие собой заимствования в низкодоходных валютах иложения в высокодоходные валюты. — «Эксперт»), чем другие развивающиеся рынки, и имеет более прочные фундаментальные экономические характеристики (в числе которых положительное сальдо счета текущих операций, высокие золотовалютные резервы и политическая стабильность), — добавляют эксперты Sberbank CIB. — ...Продажи валюты экспортерами значительно сократились, так же как активность локальных участников рынка, которые раньше задавали основной тон».

Эти оценки подтверждают тот факт, о котором давно говорят многие экономисты и уже писал «Эксперт» (см. «Курс в лихорадке», № 40 за 2015 г.): рубль пользуется пристальным вниманием спекулянтов, которым выгодна высокая волатильность. Игроки такого типа рассматривают рубль просто как актив для торговых операций, без привязки к его фундаментальной стоимости. Поскольку движение рубля вверх ограничено (даже в годы высочайших цен на нефть рубль практически не дорожал по отношению к доллару), то спекулятивным капиталам выгоднее, чтобы рубль падал, поскольку у падения, в принципе, пределов нет. И хотя сегодня консенсус скорее говорит о скором укреплении рубля, оно может оказаться недолгим.

Вспомнили о фундаменте

Январские данные по объему торгов на валютном рынке идут вразрез с тенденцией минувшего года, характерной для всей экономики в целом: по подсчетам заместителя начальника Центра экономического прогнозирования Газпромбанка

Максима Петроневича, за 2015 год спрос на валюту упал более чем вдвое (см. график 1). «Сложно разделить приобретение валюты с целью долгосрочных вложений и непосредственно спекулятивную игру, но объемы приобретения валютных активов, включая наличную валюту, в четвертом квартале упали в девять раз по сравнению с четвертым кварталом 2014 года», — говорит аналитик. Это падение спроса связано с несколькими факторами, отмечает г-н Петроневич: во-первых, риск курса рубля реализовался практически в полном объеме, во-вторых, рынок стал узким и любая сколько-нибудь значимая покупка валюты сдвигает курс доллара вверх, что привлекает внимание и снижает доходность от спекуляций, и в-третьих, если до 2014 года многие предприятия пользовались ситуацией низких рублевых ставок и переводили с помощью свопов (производных инструментов, основанных на продаже валюты в текущий момент и обязательстве купить ее в будущем. — «Эксперт») внутренние рублевые кредиты в валютные, получая очень низкую (0–2% годовых) эффективную ставку по валютным кредитам, то сейчас рублевые ставки высоки, и эта схема не пользуется спросом.

«Кроме того, сейчас происходит резкий пересмотр перспектив роста развивающихся экономик, и на этом фоне российский рубль, в отношении которого ранее реализовались большинство рисков, выглядит все лучше и лучше. Валютные риски смешены в сторону укрепления, при этом оно может быть существенным», — резюмирует Максим Петроневич.

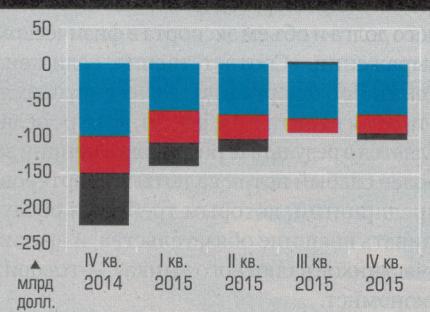
Практически все опрошенные «Экспертом» экономисты сходятся в том, что сегодня курс рубля уже в значительной степени «отвязался» от нефти и на первый план для него выходят традиционные фундаментальные факторы. Главный аналитик Сбербанка Михаил Матовников объясняет это тем, что логика, в которой двигался валютный курс, когда нефть находилась в районе 40–60 долларов за баррель, была совершенно иной, чем та, которая определяет курс, когда нефть стремится к 25 долларам: в последнем случае идеябалансировать бюджет за счет курса просто не может быть реализована, и правительству придется применять другие инструменты. Вообще говоря, отмечает Матовников, курс балансируется платежным балансом, а не бюджетом, а платежный баланс у нас профицитный и будет таким за счет адаптации импорта, к тому же серьезно сокращается отток капитала. Все это дает рублю шанс укрепиться.

Среднесрочные перспективы курса определяются платежным балансом: текущим и финансовым счетами, соглашается Александр Исаков, экономист по России и СНГ «ВТБ Капитал», но надо понимать,

что в составе этих показателей есть некие в известном смысле фиксированные части: например, объем погашения внешнего долга и объем экспорта в физическом выражении. «Соответственно, если цена единицы экспорта в долларах снижается, а приток капитала не растет, то курс ослабляется в результате роста конкуренции за более слабый поток валюты импортеров, предприятий, которым требуется обслуживать внешние обязательства, и других участников валютного рынка», — говорит экономист.

Не секрет, что девальвация рубля оказалась сильнее, чем девальвация валют других стран — экспортеров нефти: скажем, в Кувейте с начала 2014 года по сентябрь 2015-го национальная валюта подешевела менее чем на 10% (рубль за это время обесценился примерно вдвое), хотя доля экспорта нефти в ВВП Кувейта составляет целых 60%, а не менее 20%, как у нас. «Существенное ослабление рубля в 2014–2015 годах в сравнении с валютами других стран-нефтеэкспортеров стало следствием открытости рынка капитала — существенных внешних заимствований и относительно свободного режима управления капиталом», — говорит Максим Петроневич. — Во многом девальвация рубля была вызвана не падением цен на нефть и поступлений валютной выручки в страну, а реакцией экономических агентов на ожидаемое падение цен на нефть и закрытие рынков капитала. Платежи по краткосрочному внешнему долгу, которые в режиме открытого рынка по большей части рефинансируются, были выплачены в существенном объеме: только за четвертый квартал 2014 года было выплачено 52 миллиарда долларов (в 2016-м за весь год ожидаются платежи в размере 58 миллиардов долларов). Валютизация активов населения и предприятий за этот период тоже возросла до пиковых значений 2009 года (35 процентов активов). Дополнительную стремительность процессу придали непокрытые валютные свопы на рынке деривативов. Таким образом, отток капитала вырос на 60 миллиардов долларов. Резервы Банка России, которые по всем метрикам были достаточны для абсорбирования шока счета текущих операций (падения доходов от экспорта нефти), оказались не вполне значительными, чтобы Банк России мог уверенно отразить более значительный, новый для России шок капитального счета. По большому счету, по этой причине заблаговременный переход к плавающему курсу был вынужденным». Экономист отмечает, что в Норвегии, например, значительная часть сверхдоходов от экспорта нефти зачисляется в государственный пенсионный фонд и тут же размещается за рубежом — то есть валюта не заходит на внутренний рынок, поэтому и

Спрос на валюту со стороны экономики серьезно снизился



- Импорт товаров и услуг
- Чистое погашение долга, проценты, депозиты
- Отток капитала (приобретение активов)

Источник: Газпромбанк

курс кроны защищен от колебаний цен на нефть. В России за счет нефтяных доходов финансируется существенная доля госрасходов, поэтому волатильность нефтяных цен проникает во внутреннюю экономику, констатирует Максим Петроневич.

В декабре 2015-го — январе 2016-го Банк России не вмешивался в курсообразование — он воздержался от валютных интервенций в защиту рубля, тем самым неявно дав понять, что не видит рисков для финансовой стабильности. Несколько дней спустя ряд высокопоставленных представителей ЦБ заявили, что текущие значения курса близки к фундаментально обоснованным. Похоже, и впредь валютные интервенции Банка России будут исключительно вербальными — но тем не менее довольно четко обозначающими границы курса. Главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов **Михаил Ершов** напоминает, что в начале июня прошлого года ЦБ заявлял о намерении наращивать золотовалютные резервы (глава Банка России **Эльвира Набиуллина** тогда сообщила, что «ситуация позволила начать восстановление золотовалютных резервов. Мы покупаем на рынке валюту, за май–июнь купили чуть более трех миллиардов долларов»). «Эти заявления могут трактоваться как буквально, так и двойным смыслом — что при необходимости регулятор будет применять интервенции в поддержку доллара, не допуская удорожания рубля», — полагает Михаил Ершов.

Явный разворот

Как известно, на биржевом рынке стоимость ликвидных активов определяется не только с помощью оценок их фундаментальной, или справедливой, стоимости, но и с помощью технического анализа — прогнозирования цены с помощью ее движений в прошлом. От теханализа отмахиваться не стоит хотя бы потому, что самые явные сигналы приобретают свойство самосбывающегося прогноза — боль-

Рубль может укрепиться до 70 рублей за доллар



Источники: Finam.ru, расчеты «Эксперта»

шая часть игроков начинает открывать соответствующие позиции. Такой яркий сигнал по рублю стал очевиден в конце января: график доллара пробил сверху вниз 20-дневную скользящую среднюю по доллару (среднее арифметическое цены доллара за 20 торговых дней) — что означает разворот тренда и укрепление рубля. Ближайшая цель для российской валюты, согласно теханализу, 70 рублей за доллар (см. график 2).

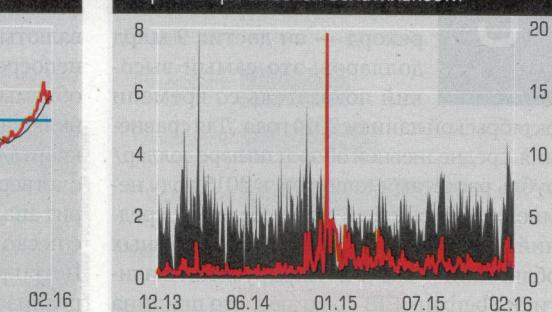
Частный трейдер и руководитель независимого аналитического проекта «Аленка капитал» **Элвис Марламов** уверен в скором укреплении рубля. «Резервы крепки (ЦБ ни цента не отдал), сальдо есть, сырье перепродано, доллар может начать слабеть к корзине валют, — перечисляет трейдер. — Плюс было экспоненциальное движение вверх под самый занавес, обозначающее закрытие коротких позиций, то есть кто-то, долго ставивший на укрепление рубля, проиграл, и для него «игра закончена». Обычно после этого рынок наконец идет в нужную сторону — то есть в нашем случае рубль начинает укрепляться. Элвис Марламов также предлагает ориентироваться на условный «индекс страха»: он выражается в том, что тема доллара становится особенно популярной на специализированных ресурсах и в СМИ.

Аналитик ГК «Финам» **Богдан Зварич** полагает, что текущая коррекционная волна может привести доллар даже в район 65 рублей. «Потом возможен еще один заход вверх, целью которого могут стать 90–95 рублей, — предупреждает аналитик. — После этого, уже во второй половине года, когда пойдет планомерное восстановление цен на рынке энергоносителей, а нефть марки Brent направится к 50–55 долларам за баррель, рубль начнет планомерное укрепление, в результате чего к концу года доллар окажется в районе 60 рублей».

Кто пришел на рынок

Пожалуй, самый сложный и важный вопрос для рубля сегодня даже не его пер-

Обороты по доллару в январе выросли при высокой волатильности



Источники: Finam.ru, расчеты «Эксперта»

спективы, а влияние на него спекулятивной составляющей. Мнения по поводу ее наличия сильно расходятся. «Объем торгов на российском биржевом валютном рынке сейчас находится в пределах 30 триллионов рублей за месяц. При этом ежемесячные объемы платежей России по внешним долгам и ежемесячный объем импорта в среднем за месяц составят порядка 30–35 млрд долларов. Учитывая, что около 20 процентов внешних долгов — рублевые, а также что часть долгов приходится на внутригрупповое финансирование и может быть пролонгирована, то итоговая сумма платежей по внешним долгам будет меньше. За вычетом этих объемов оставшаяся сумма приходится на “прочие” операции. Нужно учитывать и другие сегменты — в первую очередь валютные биржевые и небиржевые деривативы (по методологии BIS их объем составляет около 700 млрд долларов). Но здесь учитываются как спекулятивные операции, так и операции по покрытию рисков. Более точно ответить сложно», — рассуждает Михаил Ершов. Экономист также отмечает, что чисто спекулятивные операции сейчас не очень большие, и основную часть составляют покупки и продажи валюты сектором домашних хозяйств и корпорациями, которые делают это в рамках своей текущей «экономической стратегии». «При этом их операции могут иметь большие объемы. Учитывая незначительную глубину валютного рынка, дестабилизировать его можно и не очень значительными суммами», — говорит Михаил Ершов.

По мнению Богдана Зварича, объем именно спекулятивных операций сейчас невелик: доллар и евро уже отыграли большую часть своего роста, а значит, чем выше они находятся, тем больше риск разворота и начала тренда на укрепление российской валюты. «В связи с этим интерес к среднесрочным валютным операциям, проводимым с целью заработать на падении рубля, ослабел, — говорит аналитик «Финама». — На мой взгляд,

сейчас привлекательность облигаций по соотношению риска и доходности выше. В результате основные стратегии стали краткосрочными и проходят на малом объеме сделок. Кроме того, большую часть 2015 года на рынке наблюдался дефицит ликвидности, что не позволяло банкам активно участвовать в спекулятивных операциях на валютном рынке».

Исключить банки из «списка подозреваемых» в валютных операциях предлагают и Александр Исаков: он отмечает, что норматив для банков по открытой валютной позиции — один из самых жестких, вследствие чего банки практически всегда занимают по валюте позицию, близкую к нейтральной. «Банковские операции на валютном рынке не носят спекулятивного характера: игра на курсе — это не бизнес банков», — уверен аналитик «ВТБ Капитала».

Но волатильность курса рубля продолжает оставаться высокой (см. график 3) — это, с одной стороны, является следствием высокой волатильности цен на

нефть, но с другой стороны, эту волатильность «переносят» на рубль конкретные трейдеры и зарабатывают на ней тоже конкретные игроки. Ведущий аналитик Промсвязьбанка Алексей Егоров, как и аналитики Sberbank CIB, предлагает обратить внимание на повышенный оборот торгов на валютной секции Московской биржи, который поддерживается с начала года. «Объемы торгов в среднем на 20–40 процентов превышают средние обороты ноября–декабря 2015 года. При этом можно отметить, что спрос на валюту со стороны импортеров в январе, как отмечают участники рынка, снизился. Сейчас ключевые участники рынка — экспортёры, банки, а также спекулянты. При этом иногда сокращение объемов продаж валюты экспортёрами позволяет спекулянтам доминировать на рынке, отличный пример — период, когда курс доллара достигал 86 рублей. В целом, сохранение высокой волатильности на локальном валютном рынке является привлекательной для спекуляций», — констатирует аналитик. А Элвис

Марламов добавляет к этому данные по срочной секции, обороты на которой тоже бьют рекорд за рекордом.

В принципе, текущее повышение биржевых оборотов не так уж велико — в начале 2014 года пара рубль/доллар торговалась куда активнее. Но во-первых, спрос на валюту, как говорилось выше, за 2015 год упал в разы — а объем торгов по-прежнему сопоставим с объемом 2014 года. Это означает, что значительная часть оборота валютного рынка теперь может обслуживать именно спекулятивные интересы. А во-вторых, пугает именно сохраняющаяся высокая волатильность российской валюты. Вполне логично, что иностранные деньги сейчас активно заходят на российский валютный рынок: они хотят успеть поучаствовать в укреплении рубля. Проблема в том, что такие капиталы непостоянны: как только они решат, что заработали достаточно — или что тренд опять разворачивается — они покинут наш рынок или развернутся и начнут играть уже на понижение рубля.

Замечания о курсе рубля

Не составляет большого труда получить оценки курса рубля на год вперед, используя модель, в которой курс считается от торгового баланса с учетом сложившихся зависимостей импорта от изменения реального обменного курса и экспортной выручки от цены нефти.

Так, на основе указанных зависимостей экспорта и импорта, оцененных в интервале с 1997 по 2015 год и исходя из предположений о структуре платежного баланса на 2016 год, сформулированных в базовом сценарии последнего прогноза ЦБ (декабрь 2015 года), и годовой инфляции в 7,5%, получаем следующие оценки курса на конец текущего года в диапазоне цен нефти от 30 до 80 долларов за баррель (см. таблицу).

В общем, если речь идет о совсем коротком периоде, когда сдвигами в структуре платежного баланса, влиявшими на связь курса рубля с нефтью, можно пренебречь, то можно просто экстраполировать зависимость курса от цены нефти (и от времени).

Еще одно замечание, уже не относящееся к прогнозу, касается роли спекулянтов в движении курса, которая всегда всплывает, когда он пробивает какой-то психологический рубеж. Понятно, что в условиях плавающего курса и его привязки к непредсказуемым колебаниям цены нефти открытие длинной спекулятивной позиции в долларах с «зеркальным» шортом в рубле — очень рисковое дело; пожалуй, можно было бы сказать, что валютные спекулянты сейчас не более чем миф. Переход к свободному курсообразованию в ноябре 2014 года сделал бессмысленным накопление валюты против рубля, посколь-

ку краткосрочные колебания малопредсказуемы, а тренд обесценения, связанный с рублевой инфляцией, компенсирует разницу в процентных ставках.

Конечно, и сейчас речь может идти о высокочастотном «скользивании» валютного рынка профессиональными или, напротив, наивными игроками, что объясняет огромные объемы сделок с валютными инструментами на Московской бирже. Почему бы им не быть на совсем коротких внутридневных тенденциях? Но как это может влиять на средний курс сделок хотя бы в расчете на день? Графики цены нефти и курса практически неразличимы, и углядеть, где тут может сказываться влияние спекулянтов, затруднительно.

Еще одно замечание: какая доступная на момент заключения сделок информация становится курсом, другими словами, на какую цену нефти ориентируются игроки валютного рынка? Цена спот по фактическим сделкам становится доступной с задержкой в день-два (во всяком случае, из общедоступных источников). Наблюдаются в реальном времени котировки фьючерсов, где, как известно, присутствует определенное контанго силой примерно 2% в месяц (по коротким фьючерсам). То есть мартовский фьючерс в начале ноября был на 6–7% дороже цены спот, и это также могло формировать добавочные представления о снижении цены нефти у следящих за ней (хотя бы в течение месяца) по динамике конкретного фьючерса. Поскольку к дате экспирации (в данном случае это было 1 февраля) его цена сближалась с ценой спот.

С другой стороны, апрельский фьючерс, ставший наиболее близким после этого, — на 2% дороже мартовского. Это, в свою очередь, может создавать иллюзию роста цены и, соответственно, укрепления рубля вблизи точки экспирации. Что и можно было наблюдать в конце прошлой — начале нынешней недели.

Сергей Журавлев

Модельный прогноз курса рубля к доллару США на конец 2016 года в зависимости от цены нефти

Дата	Цена нефти, долларов за барр.	Экспорт товаров и услуг, млрд долл.	Сальдо текущего счета*, млрд долл.	Баланс доходов*, млрд долл.	Товары и услуги, млрд долл.	Импорт товаров и услуг, млрд долл.	Реальный курс рубля к доллару*, 2008 г. = 100	То же, IV кв. 2015 г. = 100	Номинальный курс рубля к доллару, IV кв. 2015 г. = 100	Среднеквартальный курс доллара, руб.
IV кв. 2015 г. (факт)	44,1	86,4	13	-9,24	22,2	64,2	64,8	100	100	65,9
IV кв. 2016 г. (прогноз)	80	139,6	14	-10,25	24,25	115,3	89,0	137	130	51
	60	113,9	14	-10,25	24,25	89,7	72,3	112	106	62
	50	100,2	14	-10,25	24,25	75,9	63,0	97	92	71
	40	85,6	14	-10,25	24,25	61,4	52,9	82	77	85
	30	69,9	14	-10,25	24,25	45,6	41,4	64	61	109

* С учетом сезонного сглаживания. Источник: расчеты С. Журавлева по данным Банка России