

Денежно-кредитная сфера России: тенденции и прогнозы

Александр РАКОВЕЦ



Генеральный директор
унитарного предприятия
"Иностранный банк
"Москва — Минск"
кандидат экономических наук

Экономики России и Беларуси тесно взаимосвязаны и во многом дополняют друг друга. Изменения экономической ситуации в Российской Федерации, в том числе инфляционных процессов, динамики валютного рынка и процентных ставок, напрямую затрагивают интересы белорусских предприятий и влияют на результаты их деятельности. Поэтому при планировании торгового баланса, иностранных инвестиций, этапов реализации денежно-кредитной политики Республики Беларусь важным фактором является анализ тенденций и прогнозов состояния кредитно-денежной сферы России.

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики Российской Федерации на 2004 год предельно четко сформулирована ее цель — "ограничение прироста потребительских цен в пределах 8—10 процентов". В 2005 году Центральный банк Российской Федерации предполагает снижение инфляции до 6,5—8,5 процента, в 2006 году — до 5,5—7,5 процента. В то же время Центральный банк по-прежнему намерен придерживаться политики управляемого плавающего валютного курса, хотя "переход к политике таргетирования инфляции, применяемой многими центральными банками, требует отказа от политики управляемого плавающего валютного курса".

Центральный банк Российской Федерации отдает себе отчет в противоречивости заявляемых целей, но в то же время намерен продолжать попытки усидеть на двух стульях. В 2003 году ему это отчасти удалось: инфляция практически совпала с годовыми ориентирами; номинальный курс российского рубля к доллару США за год вырос на 8,9 процента, в то время как номинальный курс российского рубля к евро снизился на 9 процентов. Реальный эффективный курс рубля, рассчитываемый банком к "корзине" валют, по итогам девяти месяцев увеличился лишь на 3,9 процента, и, судя по динамике валютных курсов в IV квартале, его годовое изменение совпадает с планировавшимися 4—6 процентами. Такое укрепление реального курса не представляется опасным для экономики, поскольку компенсируется ростом производительности (по данным Центрального банка, производительность труда в первом полугодии возросла на 8 процентов).

В 2004 году Центральный банк Российской Федерации ориентируется на укрепление реального эффективного курса рубля на 3—5 процентов. При этом предельным значением является 7 процентов. Таким образом, до тех пор, пока рост реального эффективного курса не превышает 7 процентов, приоритетом для банка будет инфляция. В случае если укрепление реального курса российского рубля выйдет за установленные рамки, Центральный банк Российской Федерации, скорее всего, пойдет на ослабление контроля над инфляцией за счет поддержки падающего доллара США.

Интерес вызывает мощный рост спроса на деньги в 2003 году (практически 50-процентный рост по денежному агрегату M2), что не повлекло усиления инфляционных процессов. Причиной данного феномена, ставшего сюрпризом для финансовых властей (Центральный банк ожидал роста M2 на 20—26 процентов), стало изменение предпочтений населения в выборе валюты денежных накоплений в пользу российского рубля. По оценкам Центрального банка Российской Федерации, за девять месяцев 2003 года объем наличной иностранной валюты на руках у населения сократился на 4,8 миллиарда долларов США. Только за счет данного фактора спрос на рубли увеличился на 130 миллиардов (или на 6 процентов к значению M2 на начало 2004 года). Другим фактором увеличения денежного спроса стало общее ускорение развития экономики России. Именно эти факторы обусловили столь сильный, но безинфляционный рост денежной массы. Следует отметить, что и в 2004 году для населения России более предпочтительной валютой сбережения станет рубль. Поэтому высокие темпы

роста денежной массы не должны вводить никого в заблуждение. Резкого ускорения инфляции не произойдет.

Как и в 2003 году, главным антиинфляционным фактором будет оставаться валютный курс. По предварительным оценкам, при ценах на нефть выше 25 долларов США за баррель и слабости доллара на мировых рынках укрепление номинального курса российского рубля против доллара неизбежно. Согласно базовому сценарию (нефть — 25,5 доллара США за баррель) валютный курс доллар/рубль в 2004 году продолжит падение, однако не столь ощутимо, как в 2003 году. Прогноз относительно валютного курса на конец года — 28 долларов, среднегодовой — 28,5 доллара США. Инфляция, скорее всего, вновь будет близка к целевым уровням правительства России и составит 10,5 процента.

Базовый прогнозный сценарий Центрального банка Российской Федерации в 2004 году предполагает среднегодовой уровень цен на нефть 22 доллара США за баррель (уровень, заложенный в расчет доходов бюджета 2004 года). Другими ключевыми предпосылками этого прогноза являются:

- слабость доллара США по отношению к мировым валютам;
- процентные ставки по основным мировым валютам сохранятся на низком уровне.

Как видно, различие с основными предпосылками представленного прогноза только в одном: в ценах на нефть, что приводит к некоторому занижению ключевых макроэкономических показателей (см. таблицы 1, 2).

Для российского рынка корпоративных облигаций 2003 год стал вторым годом стремительного развития. Высокие мировые цены на сырье, изменение баланса мировых валют в сторону ослабления американского доллара и сложившиеся низкие ставки на мировом рынке заимствований предопределили развитие долгового рынка России в целом и корпоративного рынка в частности. Снижение уровней доходности стимулировало к выходу на публичный рынок широкого круга эмитентов. Так, в 2003 году на рынок корпоративных облигаций вышло более 60 эмитентов с общим объемом эмис-

Таблица 1

Базовый прогнозный сценарий Центрального банка Российской Федерации

	2004
ВВП , процентов	5,2
Потребительские цены , процентов	8—10
Промышленность , процентов	4,7
Инвестиции , процентов	8
Реальные располагаемые доходы населения , процентов	8,1
Численность безработных , процентов	8
Розничная торговля , процентов	8,3
Увеличение спроса на деньги (M2) , процентов	19—25
Изменение валютных резервов , млрд домаров США	+12,8
ЦЕНА НЕФТИ (URALS) , в долларах США	22

сии на сумму около 80 миллиардов российских рублей. Число эмитентов субъектов Российской Федерации возросло с 14 до 25. Общий объем рынка российского долга (государственного, муниципального и корпоративного) в 2003 году в долларовом выражении вырос более чем на 17,7 процента (см. таблицу 3).

Процентные ставки на рынке снизились по итогам 2003 года в среднем на 400—500 базисных пунктов. В результате на фоне укрепления рубля рублевые инструменты с фиксированным доходом оказались одним из наиболее доходных объектов для инвестирования. Индексы полной доходности рублевых облигаций выросли в среднем на 19,5 процента годовых.

Макроэкономическими факторами, способствовавшими развитию данного рынка, являются:

- высокие цены на нефть в течение всего года — 27,2 доллара США за баррель;
- укрепляющийся рубль — около 8,1 процента (против доллара США);
- политика Центрального банка Российской Федерации по сдерживанию инфляции в пределах 12 процентов в год;
- определение курса на удвоение ВВП на ближайшие 10 лет;
- рост экономики России и увеличение необходимости заимствования и выхода на публичный рынок заимствования новых эмитентов;

- увеличение объема заимствований на внешнем рынке эмитентов с высоким кредитным рейтингом (объем привлеченных средств через выпуски еврооблигаций составил около 8 миллиардов долларов США).

Дальнейшее развитие российского долгового рынка произойдет при условии, что базовые предпосылки в отношении цены нефти (25,5 доллара США за баррель) и стабильности процентных ставок на мировых рынках будут выполняться. Макроэкономические факторы, которые способствуют поддержке этого рынка, определены Президентом России В. Путиным еще в мае 2003 года. Темпы развития экономики 5—7 процентов в год непременно привлекут на рынок новых эмитентов и повлияют на развитие культуры заимствования на публичном российском финансовом рынке.

Прогнозируется снижение ставок в корпоративном сегменте до 8—10 процентов, в сегменте муниципальных облигаций — до 8—9 процентов и в сегменте государственных рублевых облигаций — до 6—7 процентов годовых. Снижение доходностей в 2004 году будет зависеть главным образом от ситуации на денежном рынке России. Избыточная ликвидность станет хорошим потенциалом для увеличения спроса на рублевые облигации. Девальвация доллара США и высокие цены на нефть смогут привести к дальнейшему укреплению

Таблица 2

Основные показатели денежно-кредитной сферы России

	2000	2001	2002	2003 (оценка)	2004 (прогноз)
ЦЕНЫ НА НЕФТЬ (URALS)					
среднегодовая, долларов США за баррель	26,6	22,9	23,7	27,2	25,5
в процентах к предыдущему году	56,5	-13,9	3,5	14,8	-6,3
ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ, млрд долларов США					
СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ	46,8	35	31,1	40	35
в том числе:					
экспорт товаров	105	101,6	107,3	130	135
импорт товаров	44,9	53,8	61	72	85
ТОРГОВЫЙ БАЛАНС	60,1	47,8	46,3	58	50
ЗОЛОТОВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ					
на конец года, млрд долларов США	27,5	35,9	47,8	74	89
прирост за год, млрд долларов США	16	8,4	11,9	26,2	15
прирост за год, процентов	139,1	30,5	33,1	54,8	20,3
ДЕНЕЖНАЯ МАССА (M2)					
на конец года, млрд рублей	1144,3	1602,6	2119,6	3180	4452
прирост за год, млрд рублей	439,6	458,3	517	1060,4	1272
прирост за год, процентов	62,4	40,1	32,3	50	40
ДЕНЕЖНАЯ БАЗА					
на конец года, млрд рублей	519,6	708,5	940,3	1392	1948,8
прирост за год, млрд рублей	213,6	188,9	231,8	451,7	556,8
прирост за год, процентов	69,8	36,4	32,7	48	40
ДОЛЛАР США/РУБЛЬ					
средний за год	28,08	29,13	31,31	30,8	28,5
изменение	3,7	7,5	1,6	-7,5	
на конец года	28,16	30,14	31,78	29,2	28
изменение, процентов	4,3	7	5,5	-8,1	-4,1
ИНФЛЯЦИЯ					
потребительские цены, процентов	20,1	18,8	15,1	12	10,5
цены производителей, процентов	31,6	10,6	17,5	13	10
РЕАЛЬНЫЙ КУРС РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США (покупательная способность доллара)					
в ценах июля 1998 года (6,24 рубля за доллар США)	9,69	8,73	8,00	6,55	4,91
ИНДЕКС РТС					
средний за год	189,4	199	344,4	470	650
изменение среднего уровня, процентов	88,3	5,1	73,1	36,5	38,3
на конец года	143,3	260,05	359,07	590	770
изменение декабрь к декабрю, процентов	-18,3	81,5	38,1	64,3	30,5
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ (портфель ГКО/ОФЗ)					
средний за год, процентов	32,88	18,08	15,08	8,80	7,00
изменение, базисных пунктов	-4 869	-1 480	-300	-628	-180
на конец года, процентов	23,55	15,97	13,55	8,00	6,50
изменение, базисных пунктов	-4 508	-758	-242	-555	-150

нию российского рубля, обеспечить рублевому долгу высокий спрос со стороны иностранных инвесторов. Итоги выборов Президента Российской Федерации и действия

правительства должны убедить инвесторов в продолжении намеченного курса реформ. В этом случае в страну может хлынуть “лавина” инвестиций и поток “горя-

чих” денег, механизм борьбы с последним уже разрабатывается Центральным банком Российской Федерации.

Увеличение потенциала спроса позволит, как минимум, “переварить” все намеченные на 2004 год выпуски. Тем не менее прогнозы по объемам рынка рублевых облигаций основываются на предпосылке умеренного роста объемов. К концу 2004 года прогнозируется увеличение рынка корпоративных облигаций до 280 миллиардов рублей, рост объема муниципальных облигаций — до 130 миллиардов рублей и рост объема государственных облигаций — с 300 миллиардов до 410—450 миллиардов российских рублей.

Заимствования на внешнем рынке будут представлять интерес для эмитентов с высоким кредитным рейтингом. При выполнении уже названных предпосылок возможен дальнейший рост объемов рынка еврооблигаций до 20—25 миллиардов рублей. Определенные в государственном бюджете заимствования на внешнем рынке в размере 2,3 миллиарда доллара США, вполне вероятно, останутся лишь на бумаге, а Министрство финансов России, как и в 2003 году, предпочтет отказаться от размещения еврооблигаций.

Развитие долгового рынка можно связать с целым рядом факторов, которые для удобства разделяются на институциональные (факторы, определяющие правила и рамки игры на рынке облигаций) и рыночные (факторы, непосредственно влияющие на динамику доходностей облигаций).

Институциональные факторы. Для российского рынка ценных бумаг необходимо снижение налога на эмиссию ценных бумаг с 0,8 до 0,2 процента. Участники данного рынка не раз заявляли о необходимости снижения планки для выхода на него. Существенный налог на эмиссию ценных бумаг, уплачиваемый до размещения, являлся серьезным препятствием для входа на рынок облигаций. Можно прогнозировать существенное увеличение количества мелких выпусков на рынке объемом до 500 миллионов российских рублей. Неизвестные, но быстро развивающиеся компании в рамках развития бизнеса будут рассматривать варианты финанси-

Таблица 3

Параметры российского рублевого рынка облигаций

Сегмент	Объем в обращении по номиналу, млрд рублей				Индикативная доходность, процентов годовых		
	Январь 2003 г.	Декабрь 2003 г.	Изменения, процентов	Прогноз, 2004 г.	Январь 2003 г.	Декабрь 2003 г.	Прогноз, 2004 г.
Корпоративные облигации	108,6	159,8	47,1	280	16,5	12,3	8—10
Муниципальные облигации	35	85	142,9	130	15	10,5	8—9
Государственные облигации	217	293	35	410	13,5	7,9	6—7

вания бизнеса за счет публичного размещения облигаций и формирования публичной кредитной истории.

Рыночные факторы. Внешний рынок заимствований для российских компаний будет оставаться более привлекательным при условии стабильности ставок на мировом рынке и дальнейшей девальвации доллара США относительно мировых валют. В 2004 году крупным заемщиком (эмитентом первого эшелона), как и в 2003 году, вероятно, дешевле занимать средства на внешнем рынке. Объем размещений еврооблигаций в 2003 году составил порядка 8 миллиардов российских рублей. Таким крупным заемщиком, как Газпром и Сбербанк, приходилось выбирать между выходом на внешний рынок и размещением рублевых облигаций. Сложившаяся в прошлом году конъюнктура на рынке не позволила этим структурам разместить рублевые облигации.

Внешний рынок заимствования имеет гораздо больший потенциал спроса на российские долговые бумаги, чем внутренний. Крупные заемщики, привлекая средства на внутреннем рынке, вполне могут дестабилизировать финансовый рынок в условиях недостатка рублевой ликвидности. Для сравнения: объем привлеченных средств в 2003 году 60 российскими корпорациями в долларовом выражении был в 3 раза меньше, чем объем средств, привлеченных от выпуска еврооблигаций дюжиной крупных заемщиков.

Снижение барьеров для выхода на рынок может привести к увеличению на нем доли компаний третьего эшелона и так называемых "Junk Bonds". Тем не менее риск

дефолтов пока остается минимальным. Облигации быстрорастущих компаний будут представлять существенный риск для инвесторов. Оценить и спрогнозировать кредитные риски данных компаний довольно сложно, поскольку рост их бизнеса часто зависит от общеэкономической конъюнктуры. Вполне вероятно, что никому не известные эмитенты предпочтут занимать средства на срок не более года, и в таком случае основной поток погашений мелких эмитентов придется на 2005 год. На сегодняшний день ни один корпоративный эмитент не отказался обслуживать свои обязательства. Рынок еще не имеет опыта дефолтов корпоративных эмитентов и в определенном смысле еще не выработал "иммунитет" к потенциальным дефолтам. Факт дефолта любого заемщика способен серьезно вывести рынок из равновесия и поспособствовать росту доходности. В настоящее время риск дефолтов можно оценить как минимальный, но не исключая возможного отказа от обслуживания имеющих долгов среди эмитентов третьего эшелона.

Стратегия правительства Российской Федерации по управлению государственным долгом на 2003—2005 годы предусматривает, что в 2005 году правительство может поставить вопрос о досрочном погашении части или всего долга МВФ в случае реализации благоприятного сценария экономического развития. Представители власти и Президент России В. Путин неоднократно заявляли о досрочном погашении части государственного долга. Тем не менее нельзя не учитывать такие высказывания как гарантию их последующего претворения в жизнь. В бю-

джете на 2004 год заложен план привлечения еврооблигаций на сумму порядка 73 миллиарда российских рублей, или 2,3 миллиарда долларов США (при курсе 31,3 рубля за доллар — средний курс, заложенный в бюджет).

Другое направление в рамках программы управления государственным долгом предусматривает сокращение доли внешних заимствований и соответствующее их увеличение на внутреннем рынке. Согласно Концепции управления государственным долгом к 2010 году планируется уравнивать внутренний и внешний рынки. В дальнейшем можно прогнозировать увеличение объема государственного долга до 410 миллиардов российских рублей, занимая при этом умеренную позицию по данному вопросу.

Подводя итоги, следует отметить, что в 2004 году можно ожидать снижения инфляционных процессов и процентных ставок в России, укрепления курса российского рубля и экономического роста, что будет способствовать поступательному развитию белорусской экономики за счет расширения спроса и улучшения условий торговли, а также инвестиционной привлекательности. На фоне стабилизации цен на нефть и вышеперечисленных положительных тенденций возможно некоторое улучшение сальдо торгового баланса при увеличении притока иностранных инвестиций.