

Российская экономика: крупным планом

Рубль: перспективы не безоблачны

Рубль не выбивается из общемирового тренда. В конце мая, под влиянием комментариев ФРС, рубль, как и валюты других развивающихся рынков, оказался под давлением. Однако, несмотря на его снижение на 4% к бивалютной корзине и на 5% к доллару с конца мая, он показал результат не хуже других сырьевых валют. Мы считаем, что одной из основных причин такого поведения российской валюты является весьма скромное присутствие иностранного капитала на российском долговом рынке.

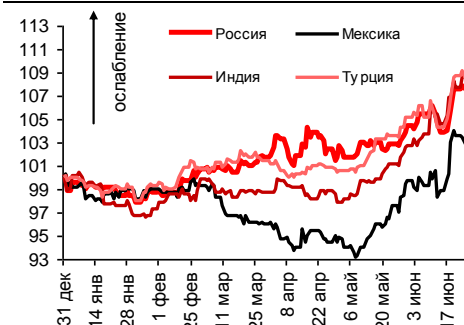
Отток капитала – по-прежнему угроза для рубля. Так как недавнее снижение аппетита к риску не привело к бегству в долларové активы, судя по выходу инвесторов из казначейских облигаций США, мы видим риск дальнейшего ослабления рубля, возможно усиленный оттоком капитала, который уже составил \$38 млрд за 5M13 и продолжается по причинам фундаментального характера. На сбережения в валюте пока еще приходится значительная часть российских вкладов: 18% депозитов физлиц и 33% корпоративных счетов. Вклады в валюте обеспечили более 50% совокупного роста депозитов за 5M13, тогда как годом ранее – лишь 30%.

Цены на нефть не поддерживают рубль. Восприятие рубля как нефтяной валюты может сыграть против него. Сейчас, при цене на нефть \$100 за барр. курс рубля к доллару лишь на 10% крепче, чем в марте 2009 г., когда он находился на минимуме 36 руб. за доллар при цене на нефть \$40 за барр. Потенциал падения цен на нефть сильнее, чем потенциал роста, из-за чего инвесторы с осторожностью относятся к долгосрочным перспективам рубля.

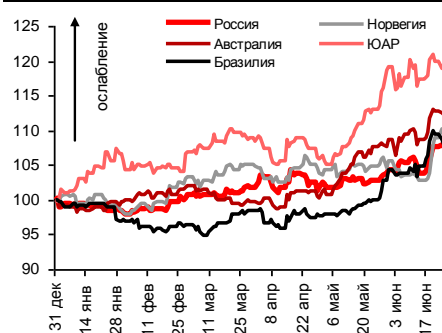
Словесные интервенции правительства усилили давление на рубль. Последние комментарии министра финансов Антона Силуанова усилили опасения по поводу ослабления рубля. Мы считаем, что возможности Минфина влиять на обменный курс ограничены, так как покупки валюты в составят максимум \$20-30 млрд в год при среднесуточном объеме торгов валютного рынка \$8-10 млрд. Тем не менее, комментарий по поводу ослабления рубля нагнетает пессимизм.

Из-за высокой инфляции и низких темпов роста ЦБ не может использовать процентную политику для стабилизации рубля. Хотя некоторые страны-аналоги могут повышать процентные ставки для стабилизации своих национальных валют, очень слабый рост российского ВВП на 1,8% г/г за 5M13 и инфляция 7,4% г/г в мае ограничивают возможности ЦБ для маневра. Даже в случае замедления инфляции в ближайшие месяцы, риск волатильности рубля исключает понижение учетной ставки.

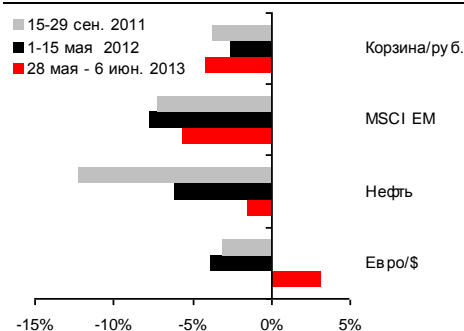
Мы подтверждаем наш прогноз 32 руб./\$ в конце года, но впереди зона турбулентности. Наш прогноз 32 руб./\$ в конце года находится под угрозой из-за внешних факторов и внутренних рисков. Однако в данный момент мы не ожидаем, что высокая волатильность повлияет на курс в конце года. С другой стороны, ослабление аппетита к риску в мире и слабый внутренний рост говорят в пользу нашего мнения о том, что рубль в долгосрочной перспективе будет сдавать позиции.

Курс валют EM к доллару США


Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Курс сырьевых валют к доллару США


Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Динамика ключевых индикаторов в периоды глобального бегства от рисков


Источник: Bloomberg, Альфа-Банк

Ключевые макроиндикаторы: фактические результаты и	Макрокалендарь				
	Апр. 13	Май. 13	Июн. 13П		
Промпроизводство, % г/г	2,3%	-1,4%	1,6%	1-4 июля	Платежный баланс 2К13; ВВП 1К13
Инвестиции в ОС, % г/г	-0,7%	0,4%	1,0%	4-5 июля	ИПЦ (июнь)
Розничная торговля, % г/г	4,1%	2,9%	3,5%	5-12 июля	Ставки ЦБ РФ
Реальный РД, % г/г	7,3%	-1,3%	3,0%	10-11 июля	Статистика по бюджету (июнь)
Безработица, %	5,6%	5,2%	5,2%	11-15 июля	Банковская статистика (июнь)
ИПЦ, % г/г	7,2%	7,4%	7,1%	15-16 июля	Промышленное производство (июнь)
Корп. кредиты, % м/м	2,1%	0,7%	1,0%	17-18 июля	Основные макроиндикаторы (июнь)
				22-26 июля	ВВП июнь

Курс рубля: перспективы не безоблачны

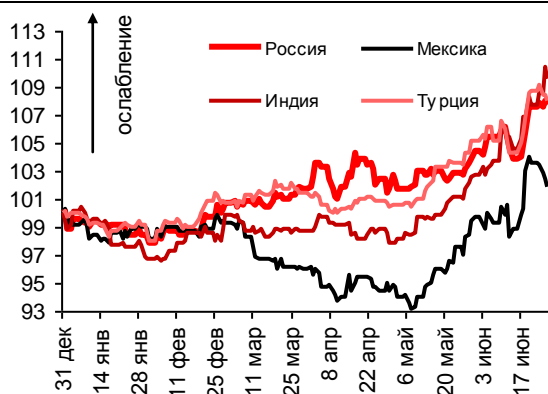
Ослабление рубля – реакция на комментарии ФРС и опасения по поводу роста в Китае

С конца мая рубль, как и валюты других стран мира, переживает период нестабильности, вызванной сменой настроений на глобальных рынках капитала. Главной причиной подобных колебаний являются внешние факторы. С одной стороны, в мире доминируют опасения по поводу ужесточения кредитно-денежной политики США: более жесткий тон выступления г-на Бернанке повлиял на ожидания по всему миру. Впрочем, не на руку национальным валютам оказались и разочарования, связанные с перспективами экономического роста на развивающихся рынках: негативные новости из Китая неблагоприятны для производителей сырья, вызывая опасения по поводу дальнейшего распространения негативного эффекта.

Ослабление рубля в июне не выбивается из тренда; рубль смотрится достаточно крепко на фоне других сырьевых валют

С другой стороны, ослабление рубля на 5% к корзине валют и на 4% к доллару с конца мая не выделяет его среди валют-аналогов. На самом деле, рубль отделился от валют-аналогов в апреле из-за кризиса на Кипре и к маю он считался перепроданным. С этого момента, хотя он и был в числе наиболее пострадавших валют на развивающихся рынках из-за недавнего оттока капитала, его поведение заметно не ухудшилось в сравнении с аналогами. В сравнении с валютами других стран-экспортеров сырья рубль оказался поразительно стабилен.

Илл. 1. Динамика курса валют развивающихся стран к доллару США



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 2. Динамика курса сырьевых валют к доллару США

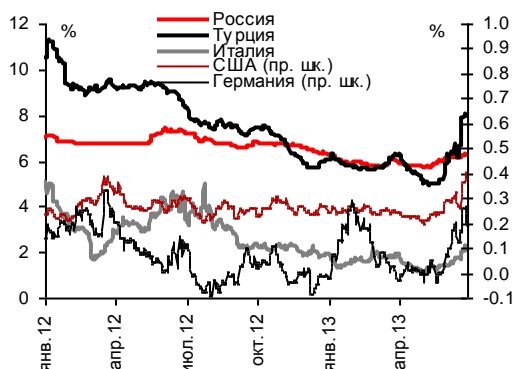


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Относительная устойчивость рубля объясняется ограниченным присутствием на российском рынке, что подтвердилось умеренным ростом доходностей

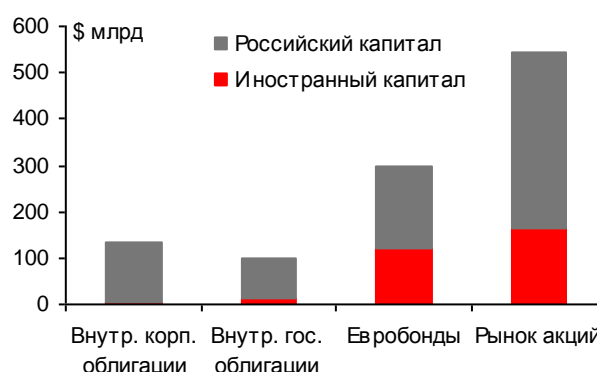
На практике же относительная устойчивость рубля в сравнении с валютами стран-аналогов в период недавнего снижения аппетита к риску объясняется в значительной мере тем, что степень участия иностранного капитала на финансовых рынках в России невелика. Недавнее бегство иностранного капитала с развивающихся рынков проходило одновременно с ростом доходностей долгового рынка. Тем не менее, российский долговой рынок был относительно устойчив, и доходности двухлетних гособлигаций выросли лишь с 6,0% до 6,3% в июне, что указывает на весьма умеренное присутствие нерезидентов в этом сегменте. На иностранных инвесторов приходится лишь 4-15% рынка внутреннего долга и 40% рынка еврооблигаций, тогда как ключевыми игроками обоих сегментов являются госбанки. Аналог российского рынка – турецкий рынок – отчасти из-за роста социального напряжения, сильнее отреагировал на сложившуюся ситуацию, и доходности сопоставимых бумаг подскочили с 5,5% до 7,5%. На российском рынке акций с начала года под влиянием негативных новостей, связанных с корпоративным управлением, наблюдался отток капитала из фондов, инвестирующих в акции. Сейчас на долю иностранных инвесторов приходится лишь 30% этого рынка, благодаря чему он менее уязвим к мировой конъюнктуре.

Илл. 3. Доходность суверенных облигаций за два года



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 4. Присутствие иностранного капитала на российском рынке



Источники: Cbonds, PTC, Альфа-Банк

Риск в дальнейшем связан с оттоком капитала, который составил \$38 млрд за 5M13...

Между тем, есть опасение, что в дальнейшем положение рубля относительно сопоставимых валют может ухудшиться, и на это есть две причины. Первая связана с продолжающимся оттоком капитала. С 2009 г. размер чистого оттока из России по официальным маршрутам и непрозрачным схемам составляет примерно 3-4% ВВП ежегодно. Согласно данным бывшего главы ЦБ Сергея Игнатьева, в 2012 г. Россия потеряла примерно \$10 млрд через фиктивные схемы импорта из Казахстана и еще \$15 млрд – через фиктивный импорт из Белоруссии. Напомним, что обе страны являются членами Таможенного союза. Так как в России нет контроля над движением капитала, его утечка по фиктивным схемам бессмысленна с точки зрения валютного рынка и, следовательно, скорее всего, отражает непрозрачные доходы. В сочетании с отсутствием инвестиционных возможностей это приводит к устойчивому чистому оттоку капитала, который составил \$38 млрд с начала года против \$45 млрд за 5M12.

...несмотря на продолжающийся рост внешнего долга

Опасение вызывает не только масштаб оттока, но и тот факт, что он происходит на фоне роста внешнего долга. С момента открытия внешних рынков для России в 2010 г. корпоративный сектор активно привлекал внешний долг, который составил \$614 млрд на 1K13. Цифра выросла на \$75 млрд в 2012 г. и еще на \$46 млрд в 1K13, тогда как чистый отток капитала за эти периоды составил соответственно \$54 млрд и \$25 млрд. Увеличение внешнего долга не приводит к ускорению экономического роста, но создает риск продолжения оттока в будущем.

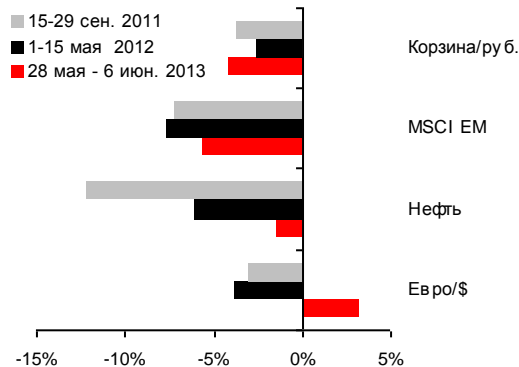
Вклады в валюте обеспечили половину притока депозитов в российские банки за 5M13...

Кроме того, помимо фундаментальных факторов на чистый отток повлияют и ожидания ослабления рубля. Доля российских частных вкладов в валюте последние два с половиной года была устойчивой и составляла 18%, что заметно выше докризисных 13%, подтверждая настороженное отношение к рублю россиян. Корпоративный сектор еще более осторожен: на долю валютных вкладов приходилось примерно 30-33% корпоративных счетов в аналогичный период. За 5M13 валютные вклады обеспечили примерно 50% притока депозитов против 30% годом ранее.

... указывая на ожидания ослабления рубля, которое может усилиться при глобальном укреплении доллара

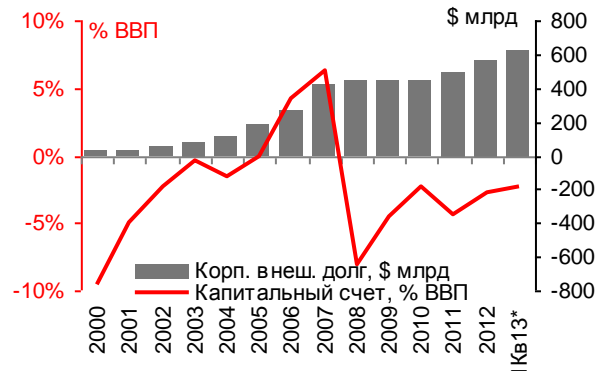
Предпочтение к сбережениям в валюте зависит от динамики обменного курса. Большую часть июня ослабление рубля происходило на фоне относительно слабого доллара на глобальных рынках, который отражал уход инвесторов из казначейских облигаций США и, следовательно, способствовал укреплению евро. Рубль, таким образом, все еще колеблется около уровня, на котором находился последние несколько лет, но в случае ухода глобальных рынков в долларовые активы он будет испытывать дополнительное давление из-за оттока не только иностранного, но и российского капитала.

Илл. 5. Динамика ключевых индикаторов в периоды глобального бегства от риска



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 6. Потоки капитала и внешний долг



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк;
* отток капитала и ВВП за 12 месяцев до марта 2013 г.

Цены на нефть не поддерживают рубль

Кроме того, как оказалось, высокие цены на нефть не являются надежным фактором поддержки рубля. Курс рубля пока не достиг психологически важного минимума 2009 г. 35-36 руб. за доллар. Однако сейчас он близок к минимуму 2012 г. и лишь на 10% сильнее минимума марта 2009 г., хотя цена на нефть на тот момент составляла \$40 за барр., а сейчас равна \$100 за барр. В то же время при цене на нефть \$100 за барр. в марте 2008 г. рубль торговался у отметки 24 руб. за доллар. Это указывает на гораздо большую чувствительность рубля к снижению цены на нефть, чем к ее повышению, что вызывает дополнительные опасения по поводу поведения рубля в случае ухудшения глобальной конъюнктуры. Как текущие цены на нефть, так и курс евро к доллару указывают на то, что потенциал ослабления у рубля пока есть.

Илл. 7. Периоды наиболее сильного ослабления рубля

	3 мар. 09 г.	25 мая. 10 г.	2 сен. 11	21 июн. 12	24 июн. 13
\$/руб.	36,2	31,5	31,3	33,2	32,9
корзина/руб.	40,4	34,8	35,4	37,0	37,4
Нефть, \$/барр.	42	67	108	88	101
EUR/\$	1,26	1,23	1,29	1,25	1,31

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Комментарии Антона Силуанова усиливают давление, несмотря на то, что покупка \$20-30 млрд ежегодно, вероятно, заметно не отразится на валютном рынке

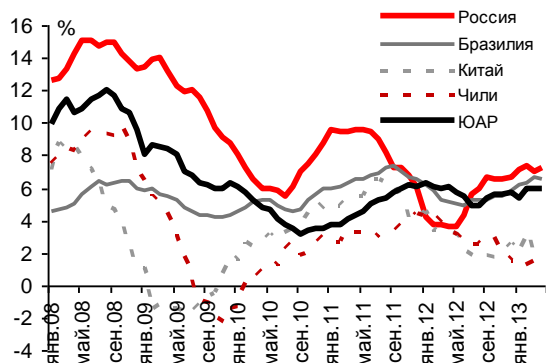
Комментарии официальных лиц не помогли стабилизировать ожидания рынка. Министр финансов Антон Силуанов недавно заявил о том, что правительство имеет предпочтение к ослаблению рубля. Хотя он акцентировал внимание на позитивных последствиях ослабления рубля для бюджета, рынок воспринял его слова как очень важный сигнал. Фактически, в то время как ЦБ пытается упрочить доверие к политике таргетирования инфляции, Минфин в своих комментариях указывает на приоритетную роль рублевого курса в экономической активности в сравнении с инфляцией. Впрочем, комментарии Минфина, являются скорее словесной интервенцией, чем отражением некоего плана таргетирования обменного курса. Потенциальный спрос Минфина на валютном рынке составляет, максимум, \$20-30 млрд в год, т.е. пополнение Резервного фонда предполагает дополнительный спрос на валюту \$2-3 млрд в месяц. Учитывая среднесуточный объем торгов валютного рынка примерно \$6-10 млрд, мы сомневаемся, что увеличение спроса станет ощутимым.

В отличие от стран-аналогов Россия не может повысить ставки для поддержки рубля

Еще одно опасение по поводу рублевого курса связано с тем, что регулятор не способен его защитить. ЦБ, в отличие от центробанков многих других стран-аналогов России, на практике не может использовать ставки для стабилизации курса. Замедление роста в России за 5М13 происходило одновременно с ускорением инфляции, что ограничивает возможности для маневра в кредитно-денежной политике. Хотя инфляция в России близка к историческому минимуму, пока еще она остается самой высокой среди стран-аналогов. Таким образом, в то время как отдельные страны ужесточили свою кредитно-денежную политику в ответ на валютное

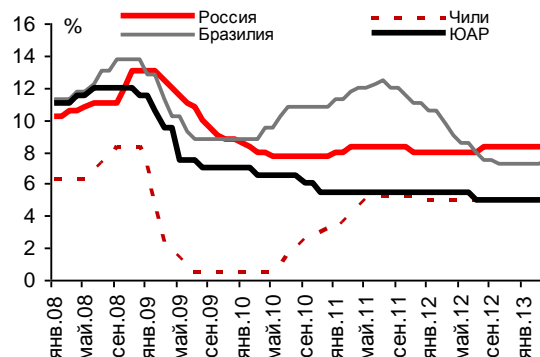
давление, мы сомневаемся, что Россия последует их примеру. Опасения по поводу экономического роста могут усилить негативное отношение к рублю.

Илл. 8. Инфляция в странах-аналогах



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 9. Ключевые процентные ставки



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Текущее ослабление рубля станет проверкой ЦБ на приверженность политике плавающего валютного курса

Наш прогноз 32 руб. за доллар в конце года все еще реалистичен, однако может оказаться под давлением

Кроме того, комментарии правительства заставили рынок сосредоточиться на обменном курсе, который всегда был камнем преткновения в гибком подходе регулятора к обменному курсу. Стоит отметить, что сам ЦБ израсходовал в июне более \$2 млрд в ответ на нервозность на рынке; в случае негативных внешних потрясений регулятор готов повысить объем интервенций. Это усилило опасения рынка по поводу того, что таргетирование инфляции не смогло полностью заменить собой таргетирование валютного курса, что создает негативные инфляционные ожидания и требует повышения ставок.

Краткосрочно мы ожидаем, что в июле валютный рынок нащупает "дно". Таким образом, ближе к концу года можно ожидать некоторого укрепления рубля. Однако мы считаем, что общее разочарование в российских макроэкономических трендах, в частности слабый рост ВВП на 1,8% г/г за 5M13, – главный фундаментальный фактор, который стоит за ожиданиями ослабления рубля и может привести к понижению прогноза рубля на конец года. Таким образом, даже если наш прогноз на конец года подтвердится, ослабление аппетита к риску в мире и слабый рост в России говорят в пользу нашего мнения о том, что в долгосрочной перспективе рубль будет ослабляться.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Директор по продажам и торговле акциями
Телефон/Факс

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Макроэкономика
Нефть и Газ
Банковский сектор
Транспорт, Машиностроение
Энергетика, Телекоммуникации
Металлургия, Горнодобыча
Розничная торговля, Недвижимость,
Фармацевтика.
Сельское хозяйство, Удобрения
Рынок долговых инструментов
Аналитическая поддержка российских клиентов
Редактор
Перевод
Публикация

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам
Группа продаж Альфа-Директ

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс

Продажи

Продажи, торговые операции

Alforma Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс

Продажи

© Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29 01 1998 г.

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Майкл Пиджиолис
(7 495) 795-3712

(7 495) 795-3676
Наталья Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин
Александр Корнилов, CFA, Екатерина Малькова
Джейсон Гурвиц, Марина Карапетян
Андрей Никитин, Владимир Дорогов, CFA
Элина Кулиева, к.э.н.
Барри Эрлих, CFA, Олег Юзефович
Андрей Никитин

Мария Бовыкина
Екатерина Леонова, Татьяна Цилюрик
Гельды Соунов, Алан Казиев
Дэвид Спенсер
Анна Мартынова, Станислава Овчаренко
Алексей Балашов

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Виктория Дубень, Михаил Котов
Илья Лобанов, Дмитрий Демченко, Дмитрий Матюхин
(7 495) 795-3680
Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев
14th Floor, 1 Angel Court, London EC2R 7NJ
(44 20) 7588-8500
(44 20) 7382-4170
(+44 20) 7382 4171
Роберт Сучич (+44 20) 7382-4174
Ян Глуховский (+44 20) 7382-4179
1270 Avenue of the Americas, New York, NY 10020
(+1 212) 421-7500/(+1 212) 421-8633
Джастин Ландау (+1 212) 421-8564

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.