

Платёжный баланс и рубль: реализован базовый сценарий

Рубль укрепился после сокращения оттока капитала весной, но погашение внешнего долга в конце года может вернуть волатильность на валютном рынке

- Рост нефтяных котировок, сокращение импорта и уменьшение объёмов выплат внешнего долга помогли курсу рубля подняться до максимума с ноября 2014 года
- В конце 2015 года объём выплат по внешнему долгу вновь возрастет, что может привести к падению курса рубля и увеличению процентных ставок
- При средней стоимости барреля на уровне \$65, сохранении санкций и среднем курсе EUR/USD на уровне 1,05, доллар к концу 2015 года будет стоить около 58,2 рубля, евро – 61,1 рубля
- Отмена санкций при сохранении остальных условий позволит даже при стоимости нефти около 65\$ за баррель до конца года курсу доллара снизиться до уровня 45,9 рублей, евро - 48,2 рубля
- Слабый рубль будет сдерживать рост валютного индекса РТС, индекс ММВБ за счёт высокой доли экспортёров способен показать новые четырёхлетние максимумы
- В марте 2015 года инфляция достигла максимума, в базовом прогнозе рост цен составит 12% в декабре 2015 года, 8% - в середине 2016 года
- Доходности облигаций во второй половине года могут вновь вырасти из-за дефицита ликвидности, связанного с финансовыми санкциями. Затем долговые инструменты будут привлекательны к покупке

Реализован базовый сценарий

После двух кварталов ослабления рубль начал долгожданное укрепление, показав с начала года одну из лучших динамик роста относительно доллара среди мировых валют. Восстановление курса рубля совпадает с рядом факторов, имеющих отражение в платёжном балансе. В частности, с прохождением пиковых выплат по внешнему долгу после принятия санкций, ограничивших доступ российских компаний к иностранному финансированию, частичным восстановлением стоимости нефти и резким сокращением импорта.

Случившиеся процессы отражают базовый сценарий нашего предыдущего исследования¹. В весеннем обзоре мы проанализируем изменения, случившиеся с международными торговыми и финансовыми потоками с участием России по итогам первого квартала 2015 года, обозначив их влияние на курс российской валюты. Затем выделим основные факторы, имеющие значение для платёжного баланса и способные повлиять на рубль до конца года. Помимо этого, мы постараемся оценить влияние волатильности валютного рынка на российский рынок акций и облигаций.

Платёжный баланс

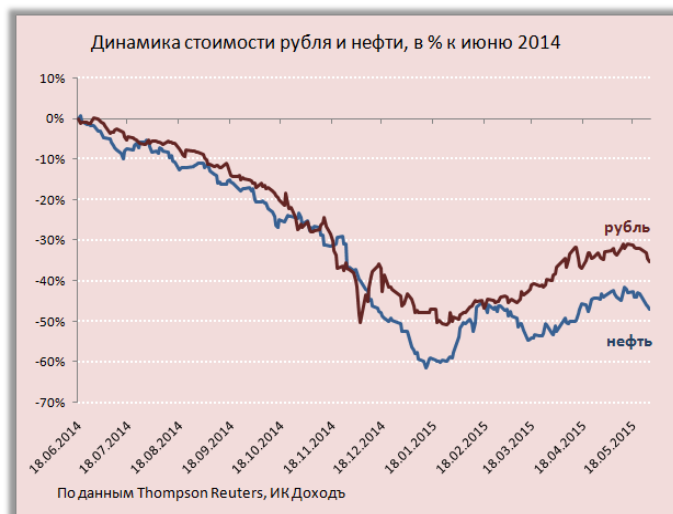
Резкое сокращение внешней торговли

Падение нефтяных котировок в конце прошлого и начале нынешнего года ожидаемо привело к резкому сокращению показателей российского экспорта. По итогам первого квартала индикатор упал на 29,5% в годовом выражении. Доля нефти, газа и нефтепродуктов в товарном экспорте сократилась до 59%, что является рекордно низким значением за более чем десятилетний период. При этом экспорт прочих товаров в годовом выражении не изменился.



¹ http://www.dohod.ru/files/research/pdf/research_54f6cf484ee8a.pdf

При возросшем влиянии финансовых потоков на курс рубля котировки нефти продолжают играть ключевую роль в определении курса российской валюты. Как видно на графике ниже, во второй половине прошлого года падение котировок нефти в процентном выражении практически полностью совпадало с динамикой ослабления рубля. Исключением стал декабрь, когда помимо нефтяного фактора проявилось влияние рекордного за несколько лет оттока капитала из-за санкций и паники населения.



В 2015 году рубль восстанавливается активнее, чем растут котировки нефти. Это происходит во многом благодаря сокращению импорта иностранных товаров и услуг. По итогам первого квартала товарный импорт упал на 35,5% в годовом выражении - темпом даже быстрее экспорта, что послужило немаловажным фактором укрепления рубля. Таким образом, происходит естественный механизм адаптации экономики к новому уровню цен на нефть.

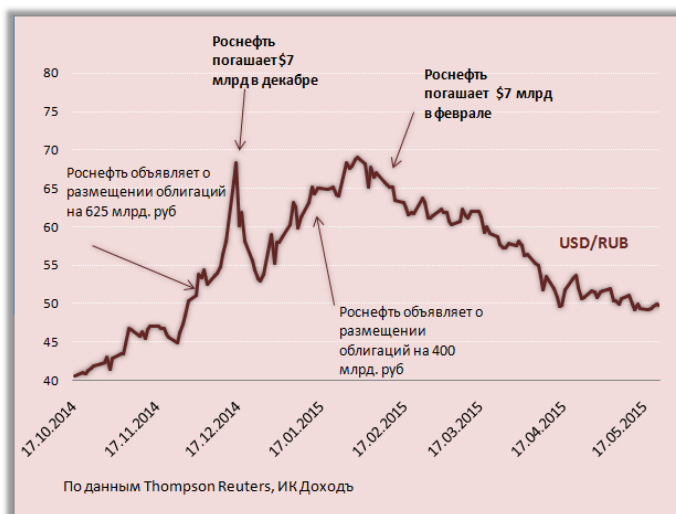
Отметим, что значительно сокращается не только импорт товаров, но и использование иностранных услуг. В первую очередь это выражается в падении расходов на заграничные поездки. Согласно данным ЦБ, в первом квартале 2015 года россияне сократили их (включая транспортные расходы) на 25% - с \$14,4 млрд. до \$10,8 млрд.

Благодаря резкому падению импорта сальдо торгового баланса, несмотря на падение нефтяных котировок, в третьем квартале увеличилось до 40,4 млрд. долларов по сравнению с 37 млрд. долларов кварталом ранее, послужив важным фактором роста рубля в первой весной 2015 года.

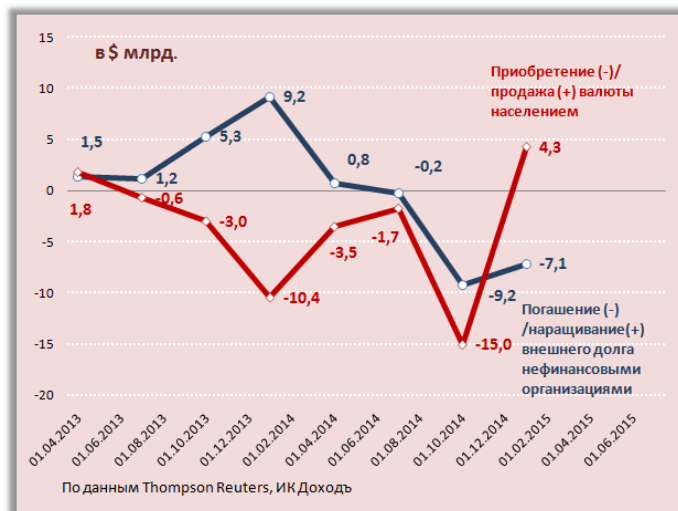
Отток капитала стабилизируется

На данный момент можно сделать вывод, что именно изменения в финансовых статьях платёжного баланса России запустили волну чрезмерного ослабления российской валюты в декабре. Кроме того, в конце января они не позволили показать рублю рост на фоне отскочившей от минимумов за несколько лет нефти.

Причиной этих изменений, стали санкции США и европейских стран, ограничившие доступ крупнейших российских компаний к международным рынкам капитала. Особенно сильно на процесс могли повлиять выплаты внешнего долга Роснефтью, которые сопровождалась «странным» размещением облигаций на сумму в 625 млрд. рублей и 400 млрд. рублей в декабре и январе соответственно. Оба размещения происходили перед погашением бридж-кредитов на общую сумму в \$14 млрд., взятых при покупке ТНК-ВР. Именно в эти периоды рубль испытывал пик волатильности.



Скачки курса рубля, вызванные оттоком валютной ликвидности из российской финансовой системы, привели к панике населения, которая в итоге нанесла не меньший удар по рублю, чем санкции. По итогам четвёртого квартала чистые покупки наличной иностранной валюты превысили \$15 млрд., что больше, чем объем погашенной внешней задолженности нефинансовыми компаниями, отток прямых и портфельных инвестиций в сумме.



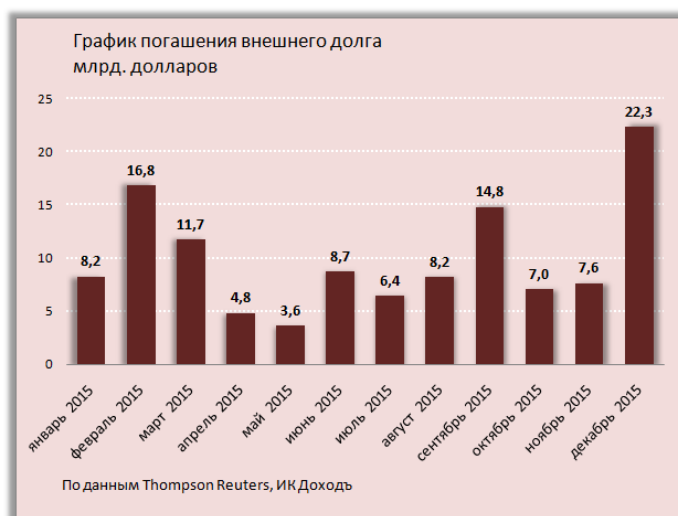
В первом квартале 2015 года мы наблюдали обратный процесс – впервые с 2013 года продажи валюты населением превысили покупки на 4,3 млрд. долларов. За первые три месяца года погашение внешней задолженности нефинансовым сектором снизилось с 9,2 млрд. до 7,1 млрд. долларов, баланс портфельных инвестиций оказался равным нулю, а по прямым инвестициям даже наблюдался приток на 3 млрд. долларов. Это позволило чистому оттоку капитала по оценке ЦБ сократиться до 32,6 млрд. долларов по сравнению с 77,4 млрд. долларов кварталом ранее.

Таким образом, значительную роль в улучшении показателей финансового счёта сыграл спад паники среди населения после нормализации внешнеполитической обстановки. В совокупности с сокращением выплат по внешнему долгу это привело к уменьшению показателей оттока капитала, ослабив давление на российский рубль.

Базовый сценарий. 2015 год

Мощное укрепление рубля весной 2015 года может оказаться недолгим из-за влияния финансовых санкций. Апрель и май являются месяцами, когда необходимость выплат по внешнему долгу является наименьшей – 4,8 и 3,6 млрд. долларов соответственно, что во многом объясняет весеннее спокойствие на валютном рынке. По итогам второго квартала, вполне возможно, что впервые за несколько лет будет наблюдаться совокупный приток капитала.

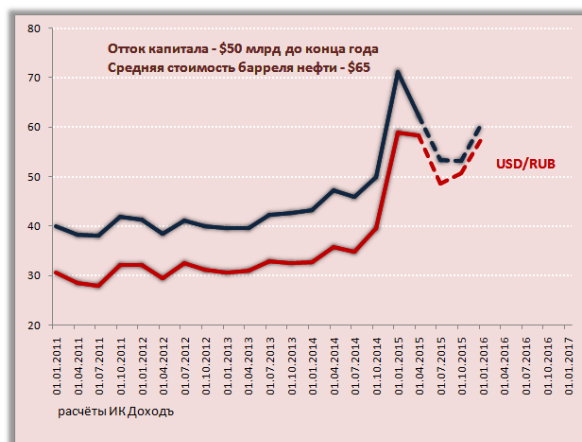
Несмотря на санкции, российские компании в 2015 году стараются вернуться на международный рынок капитала. Наибольшие шансы получить кредит в европейских странах у крупных российских компаний, ориентированных на экспорт, и не попавших под санкции ЕС. Примером в апреле стал Уралкалий, привлёкший 530 млн. долларов у консорциума из 8 банков, в числе которых есть представители Франции, Нидерландов и Швеции. В начале мая был подписан ряд соглашений крупных российских компаний (Сбербанк, ВТБ, МТС) о финансировании с китайскими компаниями.



Оживившийся долговой рынок даёт позитивные сигналы для улучшения платёжного баланса в будущем. Тем не менее, объёмы новых кредитных контрактов пока несравнимы с размером средств необходимых для погашения до конца года. Крупнейшей сделкой за последние месяцы стала кредитная линия Сбербанка от Банка развития Китая, объём которой составил около 1 млрд. долларов. Для сравнения пиковые выплаты по внешнему долгу в 2015 году, которые придутся на сентябрь и декабрь, составят 14,8 и 22 млрд. долларов соответственно.

Кроме того, серьёзное влияние на валютный рынок может оказать ожидаемое в этом году после шести лет сверхмягкой денежной политики повышение ставок со стороны ФРС. В этом случае может начаться отток капитала из развивающихся стран и рынков, где монетарные регуляторы смягчают денежную политику. Процесс скажется не только на ослаблении рубля, но и, например, на единой европейской валюте, поэтому в базовом сценарии мы рассматриваем **средний курс пары EUR/USD на уровне 1,05**.

Если санкции не будут отменены, рубль, скорее всего, не сможет до конца года удержать достигнутые весной уровни относительно доллара и евро. Отток капитала за три квартала в таком сценарии может превысить \$50 млрд., спровоцировав новую волну ослабления российской валюты. Даже при сохранении средней стоимости барреля на уровне \$65, доллар будет стоить около 58,2 рубля, евро – 61,1 рубля.



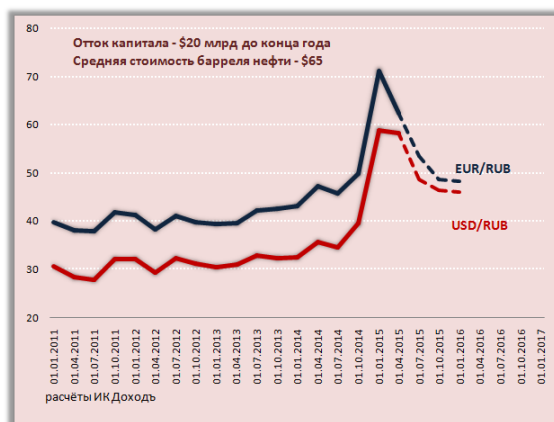
Отметим, что среди компаний нефинансового сектора возглавить процесс выплаты внешнего долга может снова Роснефть. Согласно данным компании, за год ей придется погасить 23 млрд. долларов внешней задолженности, притом, что на пока самую крупную выплату в феврале пришлось лишь 7 млрд. долларов.

Альтернатива - влияние отмены санкций

Главным пунктом антикризисного плана для российской экономики должна быть отмена финансовых санкций. Кредитование за границей – возможность использования сбережений иностранных граждан для функционирования и роста российских компаний. Если денежный поток прекращается, то для сохранения прежнего объема капитала, компании должны обращаться за сбережениями российских граждан. В результате происходит рост процентной ставки и, соответственно, доли сбережений, потребление при этом должно сократиться.

Если процентные ставки удерживаются ЦБ ниже необходимого уровня, то финансовая система испытывает дефицит ликвидности. В конце прошлого года российский регулятор фактически компенсировал выпавшее финансирование, увеличив объёмы финансирования коммерческих банков через операции РЕПО и под залог нерыночных активов. Судя по всему, именно схема с эмиссией рублей для погашения внешнего долга (главным образом Роснефти) привела к особо острой девальвации рубля, поставив под угрозу функционирование российской финансовой системы.

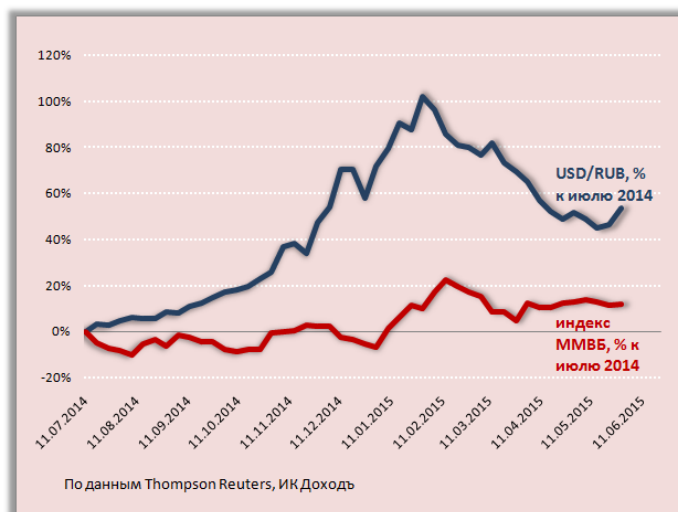
Избежать повторения девальвации во второй половине 2015 года можно, либо сохраняя высокую норму сбережения (которая наблюдается в данный момент), то есть, поддерживая высокие процентные ставки, либо добившись хотя бы частичного рефинансирования крупнейших российских компаний. Очевидно, что для роста экономики второй вариант является гораздо более предпочтительным.



График, представленный выше, наглядно показывает, сколько стоят санкции компаниям, несущим большие издержки в валюте, а также рядовым гражданам. В сценарии с их отменой мы прогнозируем сокращение чистого оттока капитала до 20 млрд. долларов (за второе полугодие). Исключение фактора санкций при сохранении остальных условий позволит даже при стоимости нефти около 65\$ за баррель до конца года курсу доллара снизиться до уровня 45,9 рублей, евро - 48,2 рубля.

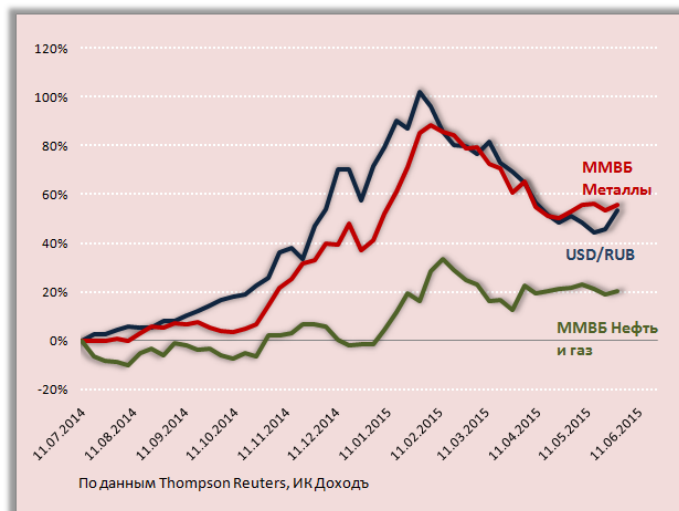
Слабый рубль укрепляет индекс ММВБ

Ослабление рубля негативно ударило по потребительскому спросу, приведя к самому большому падению реальных зарплат за последние полтора десятилетия. Тем не менее, на российский фондовый рынок девальвация оказала благоприятное воздействие, став главным драйвером роста в последние несколько кварталов.

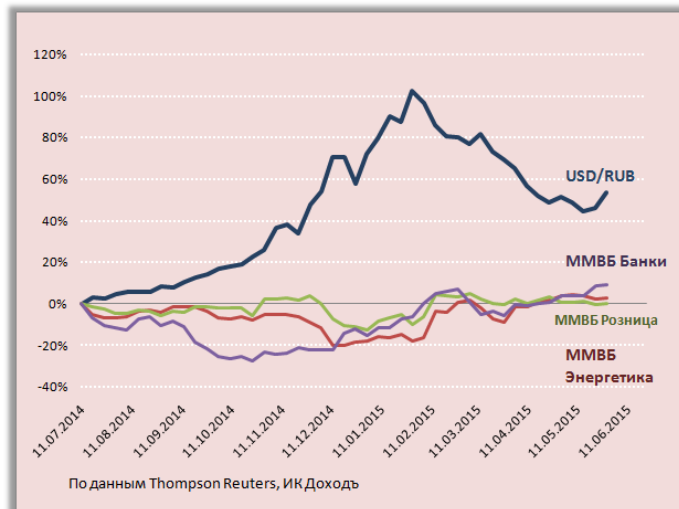


Индекс ММВБ в начале 2015 года, несмотря на очевидный грядущий спад в экономике, достиг максимальных за несколько лет отметок, показав в январе рост более чем на 20%. После начала восстановления рубля оптимизм на рынке сменился боковым трендом.

Локомотивом роста стал несколько лет находившийся в стагнации металлургический сектор. Рост и падение акций компаний отрасли практически полностью совпадает с динамикой поведения курса рубля. Компании нефтегазового сектора демонстрировали схожую тенденцию, но их более выраженному росту помешало падение котировок нефти и санкции, под которые попали ведущие производители. Отметим также рост ориентированного на экспорт сектора удобрений.



Аутсайдерами из-за девальвации ожидаемо стали компании ориентированные на внутренний рынок. С восстановлением рубля началось небольшое оживление в банковской сфере, энергетике, розничной торговле. В итоге по сравнению с серединой 2014 года изменение стоимости акций секторов оказалось близким к нулевому.

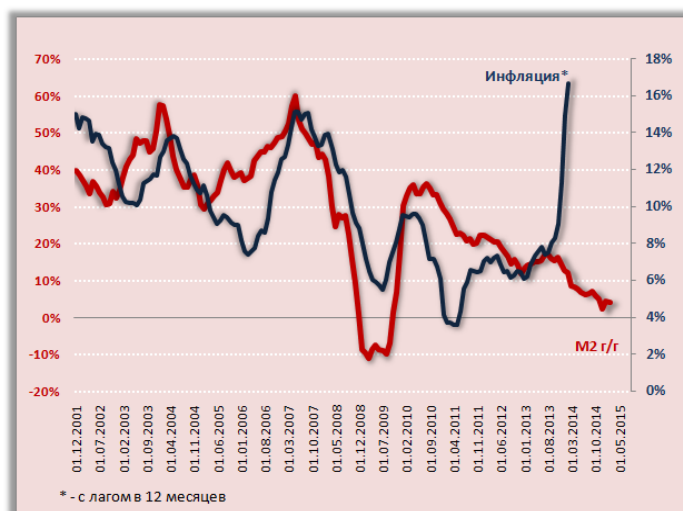


Потенциальный всплеск волатильности и новая волна ослабления рубля во втором полугодии может вновь вывести в лидеры роста акции металлургов и производителей удобрений. При этом они выглядят предпочтительней представителей нефтегазового сектора, так как, ни одна из компаний отрасли не попала под санкции, сохраняя возможность рефинансирования. От отмены санкций наибольшего роста следует ожидать от банковского сектора.

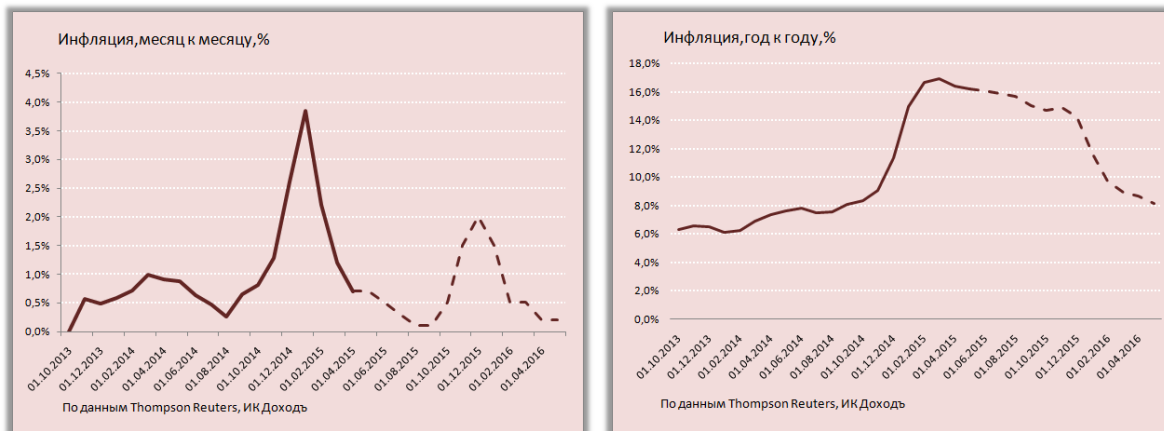
Инфляция – сильный всплеск маловероятен

Стабилизация курса рубля привела к замедлению роста потребительских цен в начале 2015 года. Инфляция в 16,9%, показанная в марте, скорее всего, окажется пиковым значением года. Прогнозируемое ослабление рубля весной и осенью не должно привести к значительному ускорению роста цен в годовом выражении, так как даже при 15% девальвации относительно доллара курс будет на уровне средних значений декабря 2014 года (56,5 руб. за доллар) и ниже уровня января 2015 года (64,1 руб. за доллар).

Монетарные факторы сигнализируют о потенциальном тренде на снижение потребительской инфляции. Падение темпов кредитования в России ведёт к замедлению роста денежной массы, что, в свою очередь, создает условия для падения цен. Как видно на графике ниже, исторически динамика изменения индикатора М2 хорошо предсказывала инфляционные тренды через год. С 2010 по 2014 годы темп годового роста денежной массы сократился с 35% до 12%, а инфляция снизилась с 10% до 6%.



Охлаждение кредитования последних двух лет привело к рекордно низкому темпу роста М2, в начале 2015 года он замедлился до 4-5%. Это означает, что без влияния колебаний валютного курса мы могли бы увидеть инфляцию на уровне ниже 6%.



В месячном выражении рост цен может достичь уровня в 2% в декабре 2015 года, что почти в два раза ниже пика, наблюдавшегося в январе. В результате даже потенциальный негативный эффект девальвации практически не повлияет на ускорение роста цен в годовом выражении. Учитывая монетарные тенденции, годовая инфляция замедлится до 11-12% к концу 2015 года, сократится до 8% в 2016 году.

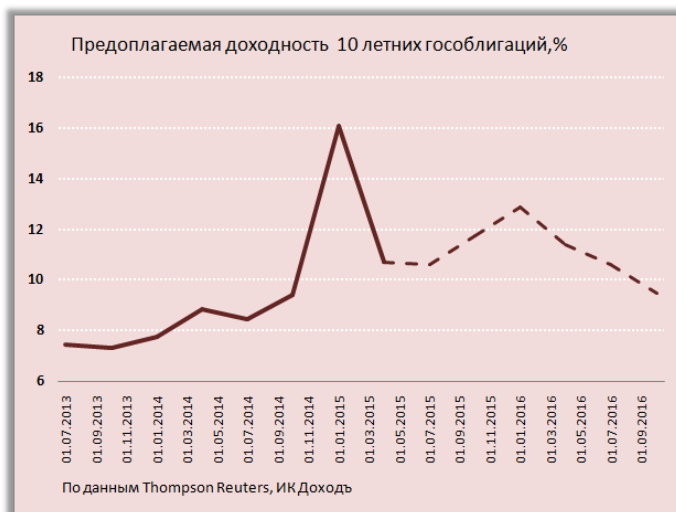
Облигации ждёт рост доходностей

Рост волатильности на валютном рынке и изменения ключевых процентных ставок сделали российские облигации интересным инструментом для торговли в последние кварталы. Например, доходность государственных десятилетних облигаций в последние полгода показывала мощные колебания, повышаясь в конце прошлого года практически синхронно с ослаблением рубля и ростом процентных ставок. Укрепление российской валюты в начале 2015 года и смягчение денежной политики ЦБ повысило стоимость долговых бумаг, снизив доходности до 10,5%, то есть уровня ниже ключевых ставок.

Доходность десятилетних гособлигаций ниже ключевых ставок отражает ожидания участников рынка замедления инфляции и дальнейшего понижения ключевых ставок регулятором. Это означает, что когда ЦБ реально начнет смягчать денежную политику, облигационный рынок будет реагировать менее эластичным снижением доходностей. В результате, даже если ключевая ставка по итогам двух летних заседаний будет снижена на 2-2,5%, мы вряд ли увидим доходности десятилетних государственных облигаций на уровне ниже 9-9,5%.

Основная стадия текущего роста стоимости долговых бумаг, скорее всего, закончена. С увеличением выплат по внешнему долгу во второй половине года

ставки на внутреннем рынке могут вновь пойти вверх, способствуя росту доходностей. При девальвации рубля до уровней около 58-60 рублей за доллар, ЦБ может вновь отреагировать увеличением ставок, а доходности могут вновь вырасти до 12,5-13%.



После потенциального роста доходностей в конце года, долговые инструменты могут вновь стать интересны к покупке. Даже если санкции сохранятся в течение 2016 года, объём выплат по внешнему долгу в следующем году сократится на 43% с 119 млрд. долларов до 67 млрд. долларов. С учётом снижения инфляционных ожиданий это должно помочь доходностям по десятилетним государственным облигациям вернуться на уровень около 9% к середине 2016 года.

Контактная информация



Отдел по работе с клиентами

главный офис

+7 812 635-68-65

Ирина Ларионова, зам.
руководителя отдела

Ольга Михайлова, клиент-менеджер

Елена Фирсова, клиент-менеджер

Адреса:

Санкт-Петербург

Главный офис

наб. канала Грибоедова, д. 6/2,
лит. А

ст. м. "Невский проспект"

Телефон: (812) 635-68-62

Факс: (812) 635-68-64

e-mail: info@dohod.ru

Аналитическая служба

+7 812 635-68-62

Всеволод Лобов, руководитель

Владимир Киселев

Артем Антипов

Настоящий бюллетень подготовлен специалистами аналитической службы Финансовой группы «ДОХОДЪ», является интеллектуальной собственностью Компании и предназначен для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке бюллетеня были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом бюллетень предназначен исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и является выражением частного мнения специалистов аналитической службы Компании. Не взирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к составлению бюллетеня, Компания не дает никаких гарантий в отношении достоверности и полноты содержащейся в бюллетене информации. Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать бюллетень или содержащуюся в нем информацию в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием информации, содержащейся в бюллетене. Информация, содержащаяся в бюллетене, действительна на момент его публикации, при этом Компания вправе в любой момент внести в бюллетень любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование бюллетеня или какой-либо его части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, работники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в бюллетене, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг. Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.