

1 февраля 2017 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист

(+7 495) 795-3677

Точка зрения

Таргетирование валютного курса возвращается на повестку дня

Курс рубля вновь вернулся к 60-65 руб./\$ на фоне новостей об интервенциях ЦБ по поручению Минфина: Последнюю неделю позитивное настроение, которое поддерживало курс рубля, ослабло, так как на рынке появились опасения по поводу действий властей по предотвращению укрепления курса рубля. Как ожидалось, ЦБ должен был выйти на валютный рынок 1 февраля с целью покупки валюты по поручению Минфина. Это привело к снижению оптимизма рынка по поводу возможности снижения ключевой ставки на этот год и большей убежденности в том, что Минфин сильно заинтересован в ослаблении курса рубля. В ответ на это курс рубля вернулся к отметке 60-61 руб./\$, то есть к уровню, который находится в рамках диапазона 60-65 руб./\$, который мы определяем как равновесное значение курса рубля на этот год.

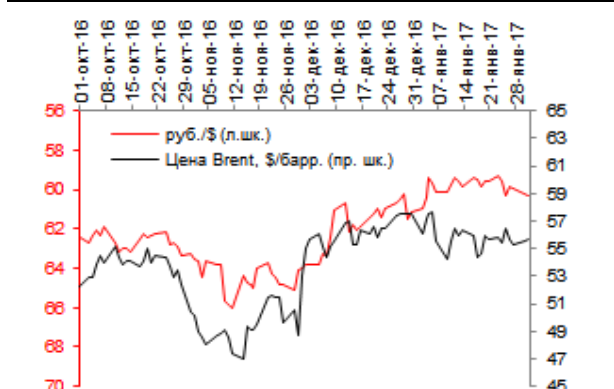
Рынок переоценивает эффект ежемесячной покупки \$2,5 млрд, что доказывает успех вербальных интервенций властей: Мы считаем, что в данный момент движение рубля в целом отражает замешательство на рынке по поводу последствий действия властей. Иными словами, вербальные интервенции правительства оказались очень успешными. На практике масштаб интервенций Минфина не достаточно велик, чтобы сдвинуть курс до 65-70 руб./\$, чего опасается рынок. Правительство всего лишь планирует сберечь дополнительные нефтяные доходы, полученные при цене на нефть выше \$40/барр., исходя из которой проектировался бюджет. При текущей цене на нефть \$55/барр. бюджет получит дополнительные 1,8 трлн руб. нефтяных доходов в год, что эквивалентно 150 млрд руб. в месяц (\$2,5 млрд). Эта сумма не является очень крупной для российского валютного рынка, ежемесячный оборот которого составляет \$40-50 млрд. В годовом выражении решение правительства может вызвать ослабление рубля максимум на 5 рублей за доллар, однако более резкое снижение рубля маловероятно при условии стабильных цен на нефть.

Интервенции Минфина не уменьшают, а повышают вероятность понижения ставки: Еще одно недопонимание связано с тем, что, как считает рынок, интервенции снижают вероятность понижения ключевой ставки в этом году. Мы не разделяем этого мнения. Во-первых, как мы объясняли ранее, ЦБ возвращается на рынок не по собственной инициативе, но от имени Минфина. Во-вторых, интервенции отражают решение правительства сберечь дополнительные бюджетные доходы; в связи с этим риск возникновения дополнительных расходов бюджета снижается, что поддерживает усилия ЦБ по таргетированию инфляции. Таким образом, в целом решение Минфина не уменьшает, а скорее повышает вероятность понижения ставки. Однако российские власти наверняка не будут прояснять эту ситуацию, поскольку иначе приток капитала может опять привести к укреплению валютного курса. Мы рекомендуем следить за комментарием ЦБ, сопровождающим решение по ставке, в эту пятницу, 3 февраля, чтобы понять, ссылаются ли монетарные власти на бюджетную политику для смягчения формулировок в своем комментарии.

Мы пока не считаем решение Минфина бюджетным правилом: На данный момент мы не меняем нашего мнения о том, что ключевая ставка может остаться на уровне 10% на протяжении 2017 г., так как скупка валюты Минфином не имеет под собой прочного фундамента. Мы не разделяем мнения о том, что проведение интервенций является новым бюджетным правилом на этот год. Нет уверенности в том, что текущий подход Минфина будет преобладать весь этот год, ведомство в любой момент может приостановить интервенции. Мы полагаем, что решение покупать валюту всего лишь подтверждает, что (1) в данный момент, когда выборы все еще далеко, Минфин предпочитает аккумулировать дополнительные доходы; и (2) текущий уровень цен на нефть воспринимается как имеющий потенциал снижения, что объясняет решение начать скупку валюты при высокой цене на нефть.

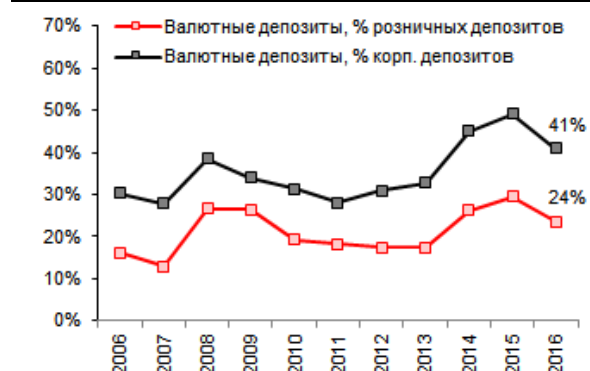
Сдвиг внимания рынка с ключевой ставки на курс рубля – плохая новость для ЦБ: Исходя из текущей рыночной ситуации, мы больше всего опасаемся, что на повестку дня вновь в скрытой форме возвращается концепция таргетирования курса. Российские власти предотвращают укрепление курса рубля ценой ущемления доверия к политике свободного плавания. Ориентир ЦБ по инфляции 4% пока не достигнут, однако уже демонстрируется скрытое предпочтение к курсу рубля ниже 60 руб./\$. Неудивительно, что экономика реагирует на это повышенным уровнем долларизации, который сейчас составляет 24% в сегменте розничных депозитов и 41% – в сегменте корпоративных вкладов по состоянию на конец 2016 г. Даже если ЦБ действует от имени Минфина, его желание повлиять на курс убеждает рынок, что власти остаются в рамках политики таргетирования курса, что сохранит инфляционные ожидания высокими более длительное время, чем можно было ожидать.

Рис. 1. Курс руб./\$ и цена Brent, \$/барр.



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 2. Валютные депозиты, % розничных и % корпоративных депозитов



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратиться к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Телефон/Факс

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

Аналитический отдел

Телефон/Факс

(7 495) 795-3676

Макроэкономика

Наталия Орлова, Ph.D, Валерия Волгарева

Розничная торговля

Александра Мельникова, Евгений Кипнис

Аналитическая поддержка российских клиентов

Гельды Союнов, Алан Казиев

Редактор

Джон Волш

Перевод

Анна Мартынова

Торговые операции и продажи

Телефон

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522

Продажи российским и иностранным клиентам

Александр Зоров

Продажи российским и иностранным клиентам

Кирилл Сильвестров

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев

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

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 АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, в 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 и 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 и 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.