

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС И КУРС РУБЛЯ

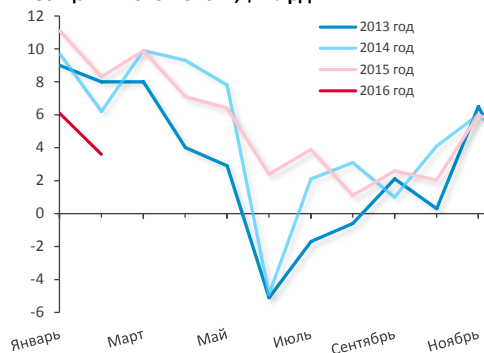
Андрей Кадулин
Andrey.A.Kadulin@bspb.ru

Дмитрий Шагардин
Dmitry.V.Shagardin@bspb.ru

В марте ЦБ РФ опубликовал предварительную оценку основных агрегатов платежного баланса за январь-февраль 2016 года. Эти данные для нас важны, так как платежный баланс отображает спрос и предложение валюты – те основные экономические силы, которые вызывают изменение курса рубля. По оценкам ЦБ сальдо текущего счета за первые два месяца 2016 года составило \$9,7 млрд. против \$19,4 млрд. в прошлом году. С учетом опубликованной ранее оценки за январь – \$6,1 млрд., в феврале текущий счет составил всего лишь \$3,6 млрд. Так ли плохи эти данные?

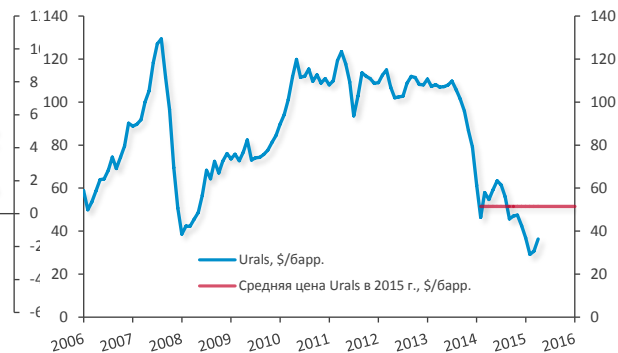
Как видно из графика 1, сезонно текущий счет в январе сильный, а в феврале более слабый. Поэтому снижение в прошлом месяце довольно естественно. С другой стороны, уровень текущего счета пока объективно низкий, но это объясняется достигшими дна в январе и феврале ценами на нефть, из-за чего сокращается объем российского экспорта. Так средняя цена российской нефти Urals в январе составила \$29,1/барр., а в феврале \$30,6/барр. – это минимум за последние 10 лет. Поэтому, конечно, текущий счет в январе-феврале был слабым, но он соответствует внешним условиям, хоть и ниже наших ожиданий.

График 1. Сальдо текущего счета платежного баланса по месяцам в 2013-2016 гг, \$ млрд.



Источник: данные ЦБ РФ, собственные расчеты.

График 2. Среднемесячная цена нефти Urals



Источник: Reuters.

Россия – страна экспортер, поэтому исторически мы имеем положительный торговый баланс и текущий счет, т.е. по итогу всех экспортных и импортных операций мы получаем чистый приток валюты. Но это положительное сальдо текущего счета нивелируется оттоком по финансовому счету платежного баланса, так как мы являемся нетто-импортером капитала. Раньше при валютных интервенциях Центральный Банк удовлетворял излишний не компенсирующийся текущим счетом спрос на валюту или, наоборот, изымал излишек. Но конца 2014 года на рынке действуют только законы свободно плавающего валютного курса, и платежный баланс «сходится» при определенном курсе рубля, сложившегося под влиянием спроса и предложения.

При прогнозировании мы опираемся на нашу математическую модель платежного баланса, так как она описывает фундаментальные факторы. Поэтому оценка финансового счета становится особенно важным. Раньше казалось, что в условиях санкций против России, финансовый счет будет соответствовать погашениям внешнего долга, график которых публикуется на сайте ЦБ, так как не будет возможности этот долг рефинансировать. Но прошедший год показал, что ситуация развивалась по несколько иному сценарию: компании реального сектора смогли рефинансировать свой долг, а банки для погашения долгов продавали свои внешние активы. Это усложняет прогнозирование финансового счета и добавляет неопределенности в модель платежного баланса.

СЦЕНАРИИ ПО КУРСУ РУБЛЯ

В своем прогнозе на 2016 год мы закладываем отток в \$60 млрд., в чем солидарны с прогнозом Банка России конца прошлого года – тогда регулятор ожидал отток в \$56 млрд. При этом не исключено, что при росте цен на нефть, отток капитала будет даже больше. Как мы уже писали ранее, мы рассматриваем несколько сценариев, в зависимости от изменения цен на нефть. Если говорить о конкретных цифрах, то в

базовом сценарии мы предполагаем стабилизацию цены нефти по российской марке URALS на уровне \$36/барр. до конца 2016 года, а среднегодовая цена в таком случае составит \$35/барр. В позитивном сценарии предполагается средняя цена в \$40/барр. во втором квартале и \$50/барр. во втором полугодии, среднегодовая цена составит \$43/барр. В негативном сценарии мы предполагаем, что цены останутся на уровне \$30/барр. до конца года. Так, исходя из нашей модели платежного баланса, в базовом сценарии средний курс доллара составит 71 руб./долл., в позитивном - 64 руб./долл., а в негативном 75,3 руб./долл.

При этом, как мы видим, в последнее время курс доллара находится на более высоком уровне, чем «справедливый» курс, рассчитанный по платежному балансу. Этому есть несколько причин. Во-первых, рынок ожидает принятия решения по бюджету (с точки зрения бюджета слабый рубль - это дополнительный источник доходов). Во-вторых, сохраняются внешние политические риски, связанные с Украиной, а до недавнего времени и с военной операцией в Сирии. В-третьих, падение цен на нефть было довольно резким, что сформировало еще более негативные ожидания на будущее (сразу вспоминаются многочисленные прогнозы по нефти на уровне \$15-20/барр.). Но когда цены начали быстро восстанавливаться (+50% с 20 января), участники рынка воспринимали это с определенной долей скепсиса. Тем не менее, мы ожидаем, что постепенно эта премия будет сокращаться, а временные отклонения («овершуты») от «справедливого» курса неизбежны и совершенно нормальны в условиях плавающего курса.

ОБНОВЛЕННЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

18 марта на заседании Центрального Банка было принято решение о сохранении уровня ключевой ставки и опубликованы обновленные данные макроэкономического прогноза. Теперь в базовом сценарии ЦБ предполагает, что средняя цена нефти марки Urals сохранится на уровне \$30/барр. в 2016 году, хотя еще в декабре этот вариант рассматривался как негативный. Учитывая специфику прогнозирования нефти, для нас гораздо интереснее изменение ожиданий регулятора по оттоку капитала. В обновленном прогнозе стоит значение в 1,5 раза меньше - \$40 млрд. ЦБ, конечно же, обладает большими возможностями и источниками информации для прогнозирования финансового счета, но нам такая оценка кажется заниженной. Исходя из предпосылок \$30/барр. и \$40 млрд. оттока, по нашим оценкам рубль должен быть слишком «крепким» для такой нефти - 66,4 руб./\$ в среднем в 2016 году. Наш прогноз по оттоку капитала пока остается прежним - \$60 млрд.

Таблица 1. Платежный баланс в 2014-2015 гг. (факт) и обновленный прогноз ЦБ РФ на 2016 год от 18 марта, \$ млрд.

Платежный баланс, \$ млрд.	2014 г.	2015 г.	прогноз ЦБ 2016
Счет текущих операций (СТО)	58	65	40
Торговый баланс	190	145	106
Экспорт	498	339	250
Импорт	308	195	144
Баланс услуг	-55	-37	-23
Экспорт	66	50	43
Импорт	121	87	66
Баланс первич. и вторич. доходов	-76	-43	-43
Счет операций с капиталом	-42	-	-
Финансовый счет кроме резервных активов (с учетом пропусков и ошибок)	124	62	40
Резервные активы	-108	3	0
Нефть URALS, \$/барр.	98	52	30
USDRUB	38,6	61,2	

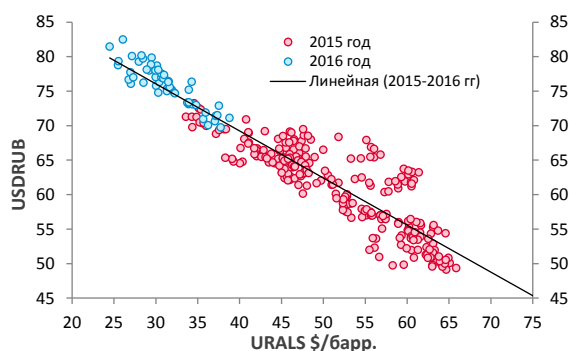
Источник: ЦБ РФ.

ЗАВИСИМОСТЬ РУБЛЯ ОТ НЕФТИ

После отказа от механизма валютных интервенций взаимосвязь рубля и нефти резко выросла. С начала прошлого года изменения в рубле на 87% объяснялись изменением нефтяных котировок. Как видно на графике 3, в 2015 году зависимость рубля от нефти была близкой к линейной, но в 2016 году курс доллара вырос сильнее, чем того можно было ожидать при таких ценах на нефть. В этом году, когда цена нефти по марке Brent превысила \$40/барр., курс доллара оставался выше 70 руб./долл, что явно выше нашей оценки по платежному балансу. Но в данном случае необходимо учитывать те факторы, которые мы описали

ранее, и которые не дают укрепиться рублю еще больше. Кроме того, мы строим свой прогноз платежного баланса, опираясь на более важную для российской экономики нефть марки Urals, которая исторически дешевле марки Brent в среднем на \$2/барр.

График 3. Регрессионная зависимость рубля от нефти



Источник: данные ЦБ РФ, Reuters, собственные расчеты.

Таблица 2. Сценарии изменения курса USDRUB, при различных методах расчета

	Средняя цена URALS в 2016 г., \$/барр.	Курс USDRUB по регрессии	Курс USDRUB по платежному балансу
Негативный сценарий	30	76,1	75,3
Базовый сценарий	36	72,0	71,0
Позитивный сценарий	43	67,2	64,0

Источник: данные собственные расчеты.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**ПАО «Банк «Санкт-Петербург»**

195112, Санкт-Петербург, Малоохтинский пр. д.64. лит. А
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

Аналитическое управление**Дмитрий Шагардин**, начальник Аналитического управления

email: Dmitry.V.Shagardin@bspb.ru

phone: +7 (812) 332-79-23

Ольга Лапшина, зам. начальника Аналитического управления

email: Olga.A.Lapshina@bspb.ru

phone: +7 (812) 325-36-80

Андрей Кадулин, аналитик

email: Andrey.A.Kadulin@bspb.ru

phone: +7 (812) 329-50-00 доб. 8378

Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ПАО «Банк «Санкт - Петербург».

Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:

1. Не является рекламой;
2. Не носит характер любой оферты (предложения);
3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;
4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;
5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;
6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;
7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.

Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.

Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ПАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась и ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.

Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ПАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ПАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.

ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.

Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.

Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ПАО «Банк «Санкт-Петербург». ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.

© 2015 ПАО «Банк «Санкт-Петербург».