

Девальвация юаня: причины и последствия

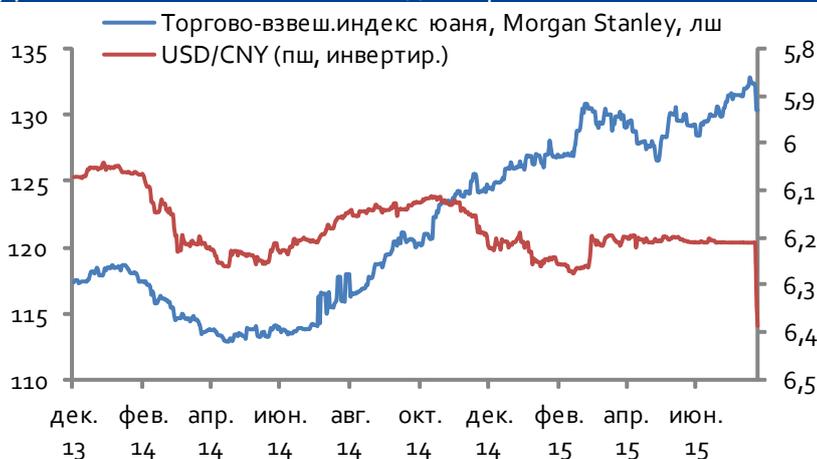
Евгений Локтюхов
loktyukhovea@psbank.ru
Екатерина Крылова
krylovaeva@psbank.ru

Как мы писали в Стратегии на 3 кв. 2015 г., замедления темпов роста Китая не избежать, и прогнозировали, что государство продолжит мягкую политику и дальше, несмотря на очевидное недостижение таргета в 7% по ВВП на этот год. Исходя из негативного опыта прошлых лет (2009-2010 гг.), когда чрезмерное стимулирование спровоцировало коллапс на рынке недвижимости и разрастание теневого кредитования, правительство с 2013 г. для поддержки экономики перешло к мини-стимулам (точечные меры по поддержке экономики - например, инвестиции в инфраструктурные проекты, льготы для МСБ и т.д.). Однако по мере все более очевидного замедления экономики и слабой эффективности мини-стимулов государство с конца 2014 г. стало вновь использовать инструменты ДКП - снижать ставки и резервные требования. Тем не менее, ЦБ всегда позиционировал, что основная его задача – это обеспечить финансовую стабильность в долгосрочном периоде. Соответственно, краткосрочное улучшение экономики не ставилось во главу угла. По этой причине мы прогнозировали, что мягкая политика будет продолжена и дальше.

Однако решение ЦБ Китая девальвировать юань на 1,9% 11 августа и на 1,6% 12 августа стало не только достаточно большим сюрпризом, но и самым сильным изменением курса за более чем 20 лет. Ключевым моментом является то, что теперь официальный курс валюты будет устанавливаться по итогам торгов, т.е. становится рыночным. Напомним, что ранее использовался справочный курс, установленный НБК, от которого юань мог отклоняться в ту или иную сторону не более чем на 2%.

На наш взгляд, новая мера с одной стороны, поможет юаню двигаться в соответствии с рыночными тенденциями, что в целом укладывается в план Китая по либерализации своей валюты, с другой - предотвратит его укрепление к валютам основных торговых партнеров (на 12% за год), что, как мы видим, только ухудшило состояние экономики.

Динамика юаня относительно доллара



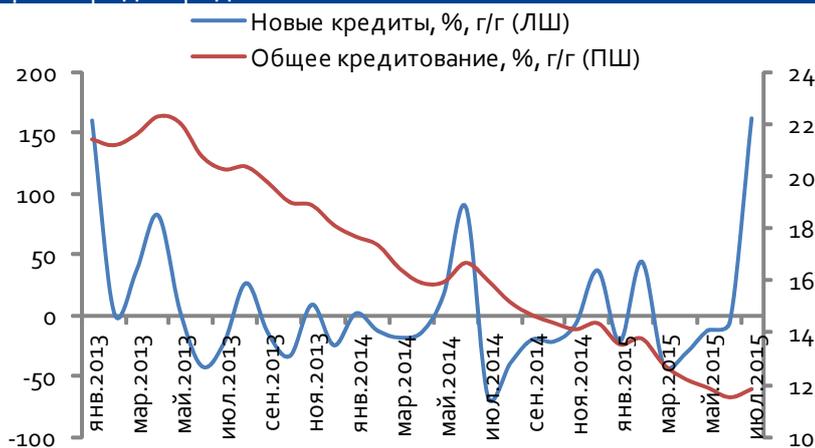
Источник: Bloomberg

Причиной для девальвации юаня может служить сочетание таких факторов как:

1) Гораздо более серьезное замедление темпов экономического роста в стране, чем ожидалось.

Так, несмотря на активно защищаемый ЦБ Китая ориентир по темпам роста ВВП на этот год в 7%, вся выходящая статистика в последние 2 года свидетельствует об обратном. Здесь можно выделить и серьезный спад в кредитовании, и коллапс промышленного производства в купе со снижением розничных продаж и деловой активности.

Делеверидж продолжается



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика пром. производства и розн. продаж в КНР, в %, г/г

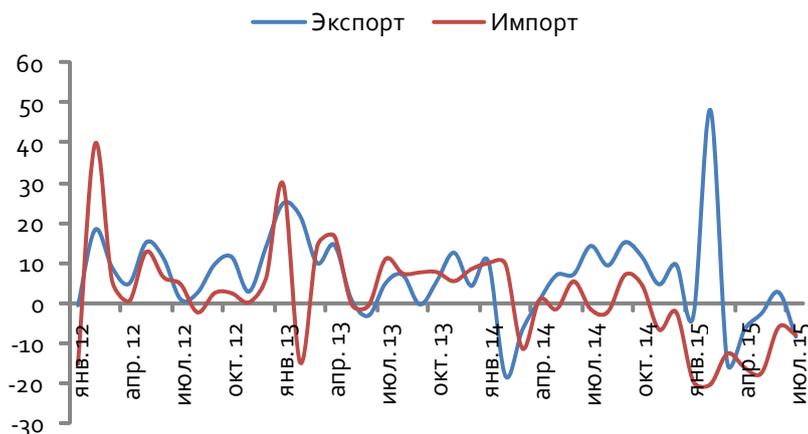


Источник: Bloomberg

2) Недостаточность предпринятых мер с одной стороны и невозможность усиления стимулов с другой стороны.

Смена парадигмы в Китае (переориентация на внутренний спрос) должна была стать драйвером для экономики - это была ключевая идея нового правительства в Китае и ставилась как первоочередная задача в 5-летнем плане развития, однако предпринимаемые меры так и не сработали.

Динамика экспорта-импорта КНР, %, г/г



Источник: Bloomberg

С одной стороны, можно говорить о недостаточности предпринимаемых мер, хотя эффект от них был, пусть и слабый (достигнуто некоторое улучшение на рынке недвижимости), с другой - невозможно было наращивать стимулирование, как в 2009-2010 гг., т.к. существовали риски надувания очередных «пузырей», которые способствовали еще более драматическому снижению темпов роста экономики Китая. Таким образом, ЦБ Китая, по сути, оказался загнан в угол и принял, на наш взгляд, кардинальное решение - ослаблять свою валюту, **чтобы вернуться к прежней парадигме - экспортно-ориентированной модели.**

Также это совпало с недавним решением МВФ отложить признание юаня одной из резервных валют для включения в состав корзины SDR (специальные права заимствований) как недостаточно привязанный к рынку. Учитывая, что Китай несколько лет пытался сделать юань резервной валютой МВФ в качестве одного из этапов на пути либерализации юаня, это могло стать еще одним поводом для столь резкого решения.

Каковы возможные перспективы девальвации?

Тут возможны 2 сценария.

1-го сценария (пока) придерживаются ведущие инвестдома (например, Morgan Stanley). Он состоит в том, что **девальвация будет умеренной**, в пределах, грубо 5% от уровней последних 2-х месяцев. Т.е. вскоре Народный Банк Китая сумеет сдержать волатильность и юань останется в пределах 6,4-6,8 к доллару.

2-й сценарий, которого придерживаемся мы, состоит в том, что более рыночное формирование курса приведет к более сильной девальвации, по экономическим соображениям. Действительно, так как, по нашему мнению (см. выше), КНР исчерпал внутренние драйверы для экономического роста, то девальвация юаня снижая внутренний экономический потенциал и вынуждая отток капитала, стимулирует экспортные отрасли, позволяя использовать налаженные и работоспособные механизмы поддержания экономического роста (спорные, учитывая общемировую конъюнктуру). По нашим оценкам, для этого достаточно девальвировать юань на 10-15%. Что позволит обеспечить 6,5-7% рост ВВП в ближ. год-два.

Мы отмечаем, что в любом из сценариев подразумевается дальнейшее ослабление юаня. Кстати, и участники китайского рынка «ставят» на это, судя по спредам между котировками юаня и оффшорного (котируемого в Гонконге) юаня.

Спрэд официального и оффшорного юаня



Источник: Reuters, PSB Research

Влияние девальвации юаня на нефть

Поднебесная не просто ведущий потребитель энергоносителей: рост импорта нефти в страну последние годы обеспечивает рост мирового спроса на нефть; развитые страны после 2009 г. спрос на нефть в целом не наращивали ввиду смены энергетической парадигмы. И, по-хорошему, не в последнюю очередь и непредвиденное рынками **замедление темпов экономического роста Китая привели к сильному профициту предложения «черного золота»**, а в совокупности с развитием новых технологий и низким уровнем жизни и слабым внутренним спросом, сделали туманными перспективы ускорения потребления нефти в Китае за счет повальной (как прогнозировалось рядом инвестдомов) автомобилизации и отказа от угля в пользу газа и нефти.

В настоящее время доля Китая на рынке нефти составляет примерно 12% и постепенно растет. Страна, как мы полагаем, останется ключевым игроком на рынке нефти в обозримой перспективе, но чудес тут ждать не стоит. Мы считаем, что девальвация юаня в пределах 2-5% от уровней прошлой недели существенно не изменит данный тренд, а вот **более сильная девальвация (на 10-15%) может повлиять на темпы автомобилизации**, затормозив их, по нашей оценке, как минимум на 2-3 года. Таким образом, **сильная девальвация несет риски дальнейшего замедления темпов роста спроса на нефть** (за счет более слабого спроса со стороны домохозяйств), учитывая активное развитие электромобилей. И, соответственно, может затянуть период усваивания избыточного предложения.

Что касается непосредственного влияния на цены девальвации юаня, то оно, скорее носит характер настроенческий, т.е. зависит от оценок рынков по изменению спроса на нефть в КНР. Что более значимо и стоит принимать во внимание, так это валютный фактор. **Девальвация юаня ведет к укреплению доллара и ряда других валют торговых партнеров Китая, что, в свою очередь, повлияет на нефть.**

Исходя из взаимосвязей торговых индексов, **девальвация юаня, скажем, на 15%, может привести к укреплению доллара на 2,5-3%, соответственно, со снижением цен на нефть на 5-8%**. Это, в целом небольшое снижение нефтяных котировок, может оказать, как минимум локально, негативное влияние на нефтегазовую отрасль, учитывая тот факт, что текущие уровни цен (район 50 долл./барр. по Brent) у уровня средних предельных издержек сланцевых производителей на 2-й квартал.

Влияние девальвации юаня на риски по долларovým ставкам?

Мы считаем, что ФРС в оставшиеся до конца года заседания будет сложнее принять решение о начале повышения ставки. Дело в том, что существенная девальвация юаня, негативно повлияет на инфляционные перспективы (через курсообменные механизмы). Так, **если юань девальвируется на 10-15%, отрицательный вклад этого в годовые темпы потребительскую инфляцию теоретически может составить 0,4% г/г**. Таким образом, начало фазы восстановления инфляционного фона может быть затянуто. Однако, по нашему мнению, Федрезерву все-таки пора уже переходить от слов к делу. Во-первых, ситуация на рынке труда США (занятость и динамика оплаты труда) и состояние американской экономики и финрынков говорят о ценовых рисках, во-вторых, влияние китайской истории будет, очевидно, разовым, а европейские риски (Греция) - сняты.

Поэтому по-прежнему убеждены в необходимости небольшого цикла повышения ставки и ждем его начала в этом году. **Пока мы сохраняем наш прогноз по ставке ФРС (повышение в сентябре, но небольшое, 1/8 п.п.),** не исключая, впрочем, того, что первое повышение может состояться и в октябре-декабре.

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14
Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полютков PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86
Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12
Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35
Константин Квашнин Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69
Сибяев Руслан sibaevr@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18
Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96
Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34
Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34
Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33
Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.