

3 июня 2015 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист, Москва
(+7 495) 795-3677

Дмитрий Долгин

Старший аналитик, Москва
(+7 495) 780-4724

Российская экономика крупным планом

Назад к таргетированию валютного курса?

Курс рубля укрепился на 20% в марте-апреле. В конце 2014 г. рубль был сильно перепродан относительно валют других развивающихся рынков и нефтяных валют, но в марте-апреле произошло обратное движение, и этому способствовали три события: рост цен на нефть с \$55/барр. в середине марта до \$65-70/барр. в начале мая; прохождение пика погашения внешнего долга (\$30 млрд) в февралю-марте; ослабление геополитической напряженности. Эти факторы создали благоприятное поле для иностранных инвестиций в высокодоходные российские активы, тогда как население, по отдельным сообщениям в СМИ, начало продавать валюту.

Налоговый период создал ожидания дальнейшего укрепления до 45-50 руб./\$... Дополнительным краткосрочным фактором укрепления рубля был сезон налоговых платежей. В марте-апреле компании выплачивают годовые налоги и для этих целей более активно продают валюту на рынке. Обычно календарный фактор способствует укреплению курса в этот период. Исходя из всех вышеизложенных факторов, мы ожидали, что курс рубля будет находиться в диапазоне 45-50 руб./\$ в апреле-мае.

...но ЦБ активно препятствовал укреплению, даже возобновив дневные интервенции объемом \$200 млн. Наши ожидания дальнейшего укрепления основывались на предположении, что ЦБ сохранит приверженность свободному плаванию рубля. Однако в апреле ЦБ пытался предотвратить укрепление рубля, пытаясь удержать курс в пределах его фундаментальной стоимости, которая при текущей цене на нефть составляет 50-55 руб./\$. В середине апреля, когда рубль укрепился до 50 руб./\$, ЦБ провел словесные интервенции, в которых указал на потенциал его ослабления. Он также сильно повысил ставки по валютному репо и отменил новые аукционы годового репо с середины мая. Затем ЦБ оказал давление на валютный рынок, понизив ключевую ставку до нового минимума 12,5% к концу апреля. Так как эти факторы оказали лишь ограниченное давление на рынок, в середине мая ЦБ возобновил прямые валютные интервенции, изначално планируя покупать \$100-200 млн ежедневно, но затем заявил о возможности наращивания объемов.

ЦБ посылает негативные сигналы в отношении рубля, дезориентируя рынок. На наш взгляд, непоследовательность нынешней политики ЦБ проявляется по двум направлениям: 1) при высокой инфляции (16% г/г), сильно превосходящей заданный ориентир 4%, складывается впечатление, что ЦБ смещает фокус своей политики в сторону управления валютным курсом, не достигнув успеха в таргетировании инфляции. 2) ЦБ комментирует в какой степени укрепление рубля, по его мнению, представляет угрозу финансовой стабильности, что также делает интервенции неоправданными. На наш взгляд, текущий диапазон 50-55/\$ соответствует фундаментальной стоимости рубля, и воздействие на валютный курс со стороны ЦБ в этой ситуации представляется излишним – особенно после того как ЦБ допустил ослабление рубля до 80 руб./\$ в конце 2014 г. В итоге уверенность рынка к независимости ЦБ снижается, и теперь распространяется мнение, что ассиметричный подход ЦБ к управлению курсом проводится в интересах бюджета, который выигрывает от слабого рубля.

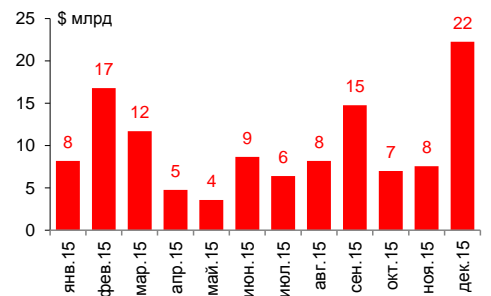
Долларизация корпоративных счетов достигла высокого уровня 40-45% и может расти далее. Мы полагаем, что смещение акцентов в политике ЦБ приведет к тому, что экономика начнет подготовку к продолжительному периоду ослабления рубля. На практике это будет означать рост долларизации сбережений. Доля валютных корпоративных депозитов уже высока и составляет 40-45%, а в розничном сегменте долларизация выросла до 20-25%. Однако если опасения, связанные с санкциями и слухами о введении ограничений на движения капитала, снизятся, то уровень долларизации может вырасти еще сильнее. Мы подтверждаем свой ориентир по курсу рубля на уровне 55 руб./\$ на конец года, но не исключаем, что решение ЦБ может создать самораскручивающиеся ожидания ослабления курса рубля.

Индекс нефтяных валют к доллару, январь 2011=100, и цена на нефть



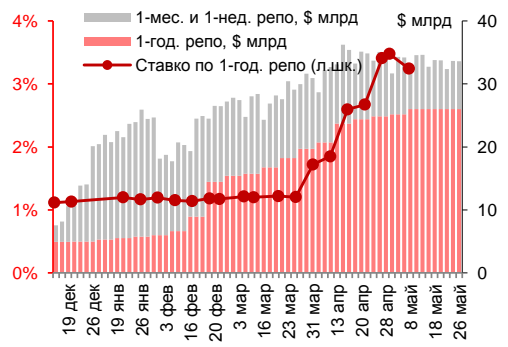
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

График погашения внешнего долга, \$ млрд



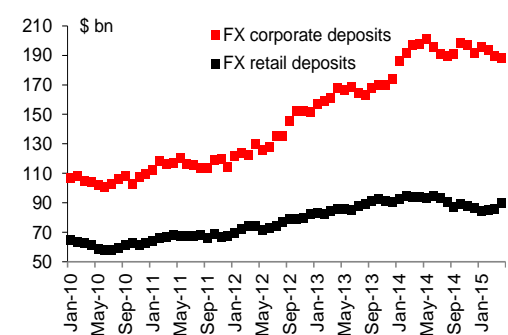
Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Объем валютного репо ЦБ и процентные ставки



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Объем валютных депозитов в российских банках



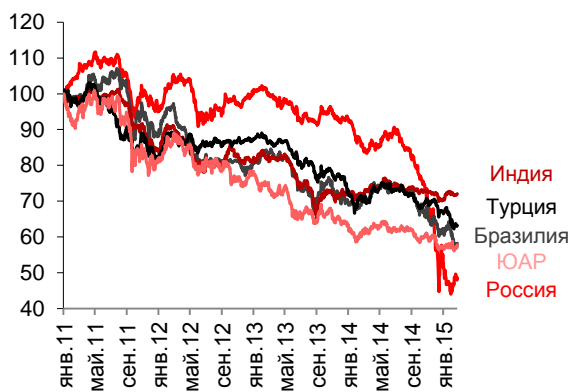
Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Назад к таргетированию курса?

Рубль укрепился на 20% в марте-апреле после периода сильной перепроданности; иностранные инвесторы возвращаются; население продает валюту

После периода перепроданности в самом конце 2014 г., в марте 2015 г. в рубле произошло обратное движение, оправдав наши ожидания, которые мы озвучили в своем мартовском обзоре “Рубль в 2015 г.: На пути к укреплению”. Наша позиция заключалась в том, что сильная перепроданность рубля относительно валют других развивающихся рынков и нефтяных валют должна была смениться укреплением. В марте-апреле рубль укрепился к доллару США на 20%, так как настроения по отношению к России улучшилось. Иностранные инвесторы постепенно возвращались на долговой рынок и на рынок акций. Доходность российских 10-летних рублевых гособлигаций снизилась с 13,0% в середине марта до 10,5% в конце апреля, еврообондов “Россия 30” – с 5,5% до 3,8%, а индекс РТС вырос на 25% – с 800 до 1000 пунктов. По отдельным свидетельствам в СМИ, в марте население продавало валюту.

Илл. 1. Валюты развивающихся стран к USD (январь 2011=100)



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Илл. 2. Нефтяные валюты к USD (январь 2011=100) и Brent, \$/барр.



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

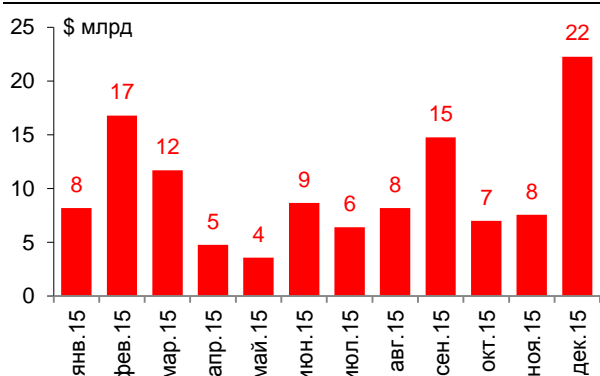
Улучшению настроения способствовали рост цен на нефть, прохождение пика погашения внешнего долга (\$30 млрд) и некоторое ослабление геополитической напряженности

Мы считаем, что улучшению настроений по отношению к рублю способствовали три события. Во-первых, цены на нефть восстановились с \$55/барр. в середине марта до \$65-70/барр. в начале мая. Во-вторых, был пройден пик погашения внешнего долга в феврале-марте: по данным ЦБ, Россия должна была выплатить почти \$30 млрд за эти месяцы. Таким образом, в апреле исчезло, по крайней мере, психологическое давление. Наконец, в апреле появились и первые признаки возобновления международного диалога по Украине в ходе минских переговоров. Хотя улучшения были весьма скромными, они поддержали благоприятный настрой в отношении курса рубля.

Сезон налоговых платежей стимулировал укрепление рубля; мы прогнозировали 45-50 руб./\$ на апрель-май

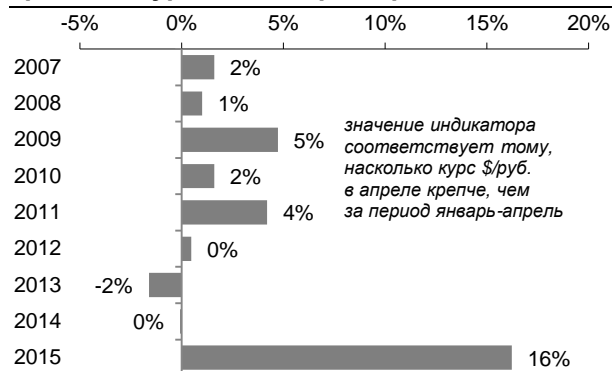
Кроме того, краткосрочным фактором укрепления рубля был и сезон налоговых платежей. В марте-апреле целый ряд компаний и физлиц обычно выплачивают годовые налоги и для этих целей более активно продают валюту на рынке. Обычно календарный эффект способствует укреплению курса в этот период. Исходя из всех вышеизложенных факторов, мы ожидали, что курс рубля будет находиться в диапазоне 45-50 руб./\$ в апреле-мае.

Илл. 3. График валового погашения внешнего долга, на 1 января 2015 г.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 4. Курс руб./\$ в апреле относительно среднего курса за январь-апрель



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Мы недооценили сопротивление ЦБ укреплению рубля – он провел словесные интервенции, повысил ставки валютного репо...

...продолжил снижать ключевую ставку в рублях, понизив ее до 11,5%...

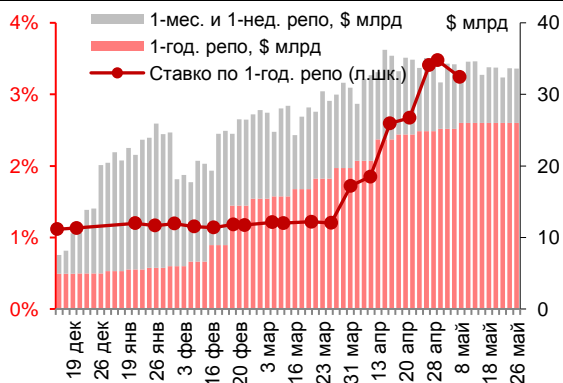
...и, наконец, решил возобновить прямые валютные интервенции, изначально планируя покупать \$100-200 млн ежедневно, но затем заявив о возможности наращивания объемов

Наши ожидания дальнейшего укрепления основывались на предположении, что ЦБ сохранит приверженность свободному плаванию рубля, однако этого не произошло. Последние 4-6 недель ЦБ пытался предотвратить укрепление рубля, пытаясь удержать курс в пределах его фундаментальной стоимости, которая при текущей цене на нефть, по мнению регулятора, составляет 50-55 руб./\$. Во-первых, в середине апреля ЦБ провел словесные интервенции, указав на потенциал ослабления курса. По словам первого зампреда ЦБ К. Юдаева, он может материализоваться в случае разворота восходящего тренда цен на нефть. Во-вторых, ЦБ начал стимулировать спрос на валюту на рынке через двухэтапное повышение ставок валютного репо – с LIBOR+100 б. п. в конце марта до LIBOR+250 б. п. в конце апреля. Тем не менее, эти усилия не увенчались успехом: несмотря на повышение ставки, общий объем валютного репо с ЦБ вырос в апреле с \$31 млрд до \$34 млрд, так как банки восприняли повышение ставок как знак скорой отмены этого инструмента. Эти ожидания оказались самооправдывающимися: ЦБ в мае отменил 2 аукциона годового репо, не объявив официально о закрытии этого инструмента. Мы считаем, что со временем ЦБ полностью отменит этот инструмент.

В-третьих, помимо попыток заставить рынок удовлетворять спрос на валюту без помощи резервов, ЦБ попытался снизить приток иностранного капитала на рынок – он понизил ключевую ставку, снизив, тем самым, привлекательность подешевевших рублевых активов. В самом конце апреля, несмотря на все еще высокую инфляцию (16-17%), ЦБ понизил ставку еще на 150 б. п. до 12,5% (на 450 б. п. с начала года). В контексте этих действий мы не исключаем еще одного понижения ставки на 100 б. п. на заседании совета директоров ЦБ 15 июня.

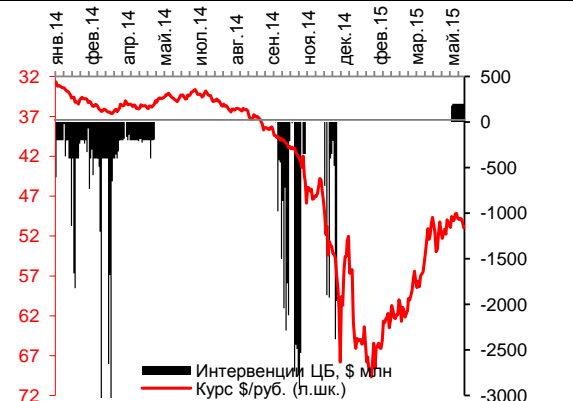
Как мы говорили в своем декабрьском обзоре “Российская экономика крупным планом: Денежная политика при плавающем курсе”, межстрановые исследования показывают, что изменение ставки совсем не всегда является наиболее эффективным способом управления курсом. В связи с этим для нас не стало сюрпризом, что попытки ЦБ не увенчались успехом, и рубль по-прежнему торговался близко к 50 руб./\$, и даже предпринял несколько попыток к дальнейшему укреплению. Судя по всему, именно поэтому ЦБ в середине мая пошел на очень неожиданный шаг, возобновив валютные интервенции. Изначально регулятор планировал покупать \$100-200 млн ежедневно, но затем заявил о возможности наращивания объемов. Мы считаем, что это решение ставит под сомнение способность ЦБ сохранять приверженность курсу на таргетирование инфляции.

Илл. 5. Структура валютных репо ЦБ, \$ млрд и ставки по годовым аукционам, %



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 6. Курс руб./\$ и валютные интервенции ЦБ, \$ млн



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Возврат к валютным интервенциям – негативная новость: цель по инфляции не выполнена, рубль близок к своей фундаментальной стоимости 50-55 руб./\$ и его укрепление не угрожает платежному балансу или финансовой стабильности

Мы негативно воспринимаем смещение акцентов политик ЦБ в сторону валютного рынка – на наш взгляд, это противоречит обязательствам, которые ЦБ дал всего семь месяцев назад, когда отказался от интервенций и даже комментариев в отношении курса. На наш взгляд, непоследовательность нынешней политики ЦБ особенно сильно проявляется по двум направлениям. Во-первых, возврат к валютному регулированию был бы оправдан только после достижения ранее заявленного ориентира по инфляции. Однако при высокой инфляции (16-17% г/г), которая сильно превосходит амбициозный ориентир 4% на 2017 г., ЦБ, судя по всему, смещает приоритеты, не выполнив ранее намеченных обещаний. Во-вторых, хотя ЦБ сохранил за собой право возвращать на валютный рынок в случае угрозы финансовой стабильности, сейчас он не комментирует масштаб угрозы, созданной недавним укреплением рубля. Мы считаем, что при нынешнем курсе 50-55 руб./\$ величины профицита текущего счета будет достаточно для финансирования чистого оттока капитала (примерно \$90-100 млрд в этом году), и решение ЦБ влиять на рыночный курс рубля, когда он близок к своей фундаментальной стоимости, представляется излишним – особенно после того как регулятор допустил свободное падение рубля до 80 руб./\$ в конце 2014 г.

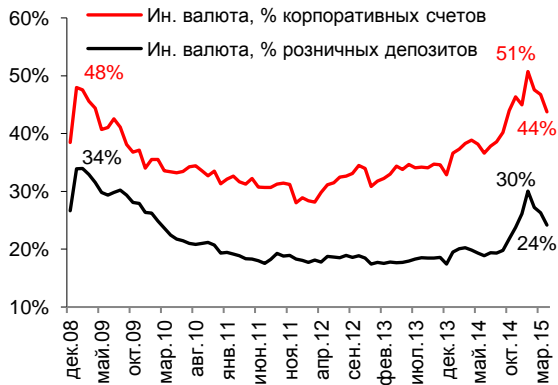
Рынок дезориентирован и считает, что действия ЦБ продиктованы интересами бюджета

Изменение позиции ЦБ подрывает доверие к регулятору и дезориентирует рынок. Во-первых, рынок считает, что решение ЦБ продиктовано интересами бюджета, который выигрывает от слабого рубля – на нефтяные доходы, которые привязаны к курсу доллара, приходится 50% доходов федерального бюджета. Таким образом, сейчас уверенность рынка в независимости ЦБ снижается. Кроме того, возврат к практике регулярных интервенций предполагает, что ЦБ *de facto* проводит политику таргетирования курса, при этом продолжая заявлять о приверженности таргетированию инфляции, что представляет собой противоречивые сигналы рынку. Наконец, хотя объема интервенций явно недостаточно для того чтобы восполнить резервы ЦБ (они снизились до \$361 млрд с \$510 млрд в начале 2014 г.), а позитивный эффект на экономический рост в случае удержания курса в диапазоне 50-55 руб./\$ будет весьма незначительным, рынок все же будет склонен переоценивать важность этих факторов при принятии решений.

Долларизация подскочила до 45-50% корпоративных счетов и 20-25% розничных вкладов к 2015 г.; ориентация ЦБ на слабый рубль может привести к ее дальнейшему росту

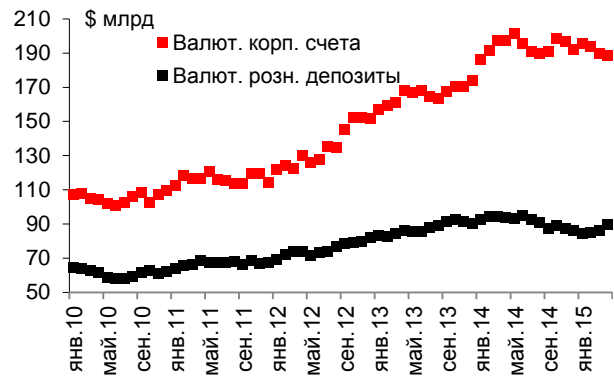
Мы считаем, что переориентация политики ЦБ в сторону валютного курса приведет к тому, что экономика будет готовиться к длительному ослаблению рубля. На практике это можно будет наблюдать через рост долларизации. До 2014 г. объем валютных корпоративных счетов в российских банках составлял \$150-170 млрд, а сейчас эта цифра выросла до \$190-200 млрд. Доля валюты в общем объеме корпоративных счетов подскочила до 45-50%, тогда как до 2014 г. сохранялась в районе 30%. Валютные вклады физлиц в российских банках все еще составляют порядка \$90 млрд, или 20-25% совокупных розничных вкладов; примерно \$20 млрд в год уходит из России через трансграничные операции. Мы считаем, что решение о возобновлении интервенций предотвратит снижение доли валютных сбережений в России.

Илл. 7. Долларизация депозитов, %



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Илл. 8. Объем валютных вкладов, \$ млрд



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Опасения по поводу санкций сдержали скачок роста долларизации в 2014 г.; по мере их исчезновения долларизация может вырасти

Кроме того, важно отметить, что хотя уровень валютных вкладов может показаться слишком большим, в условиях отсутствия санкций или опасений по поводу введения ограничений на движение капитала он мог бы оказаться еще выше. Таким образом, если нормализация международных отношений приведет к снижению опасений по поводу заморозки активов или валютных вкладов, то в условиях давления ЦБ на рубль потенциал роста долларизации, особенно в розничном сегменте, вырастет. В итоге мы подтверждаем свой ориентир по курсу рубля 55 руб./\$ на конец года, но не исключаем, что решение ЦБ может создать самораскручивающиеся ожидания ослабления курса рубля.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Директор по продажам и торговле акциями
Телефон/Факс

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Макроэкономика
Нефть и Газ
Банковский сектор, Медиа, Телекоммуникации
Розничная торговля, Недвижимость, Транспорт
Металлургия, Горная добыча
Рынок долговых инструментов
Аналитическая поддержка российских клиентов
Редактор
Перевод

Торговые операции и продажи

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

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

(7 495) 795-3676
Наталья Орлова, Ph.D, Дмитрий Долгин, Сергей Егиев
Александр Корнилов, к.э.н., CFA
Марина Карапетян
Андрей Никитин
Дмитрий Глушаков
Екатерина Леонова
Гельды Союнов, Алан Казиев
Эндрю Маллиндер
Анна Мартынова

(7 495) 223-5500, (7 495) 223-5522
Дмитрий Матюхин
Дмитрий Демченко
(7 495) 795-3680
Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев

© Альфа-Банк, 2015 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 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-груп, 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.