

14 февраля 2019 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист
(+7 495) 795-3677

Валерия Волгарева

Аналитик

(+7 495) 780-4724

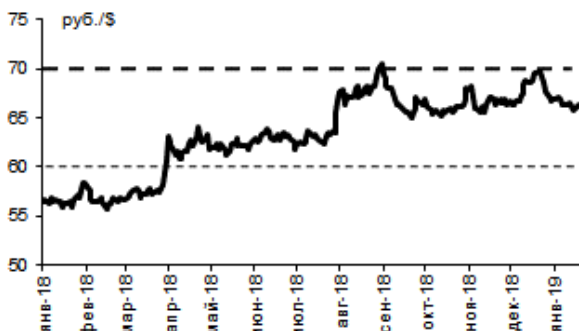
Курс рубля

Осторожность не повредит

Значительное ослабление рубля в прошлом году, казалось бы, дает надежды на разворот рынка в 2019 году, однако, мы советуем сохранять осторожный взгляд на дальнейшую динамику российской валюты по ряду причин. Во-первых, согласно трем из четырех моделей расчета равновесного курса рубля, его значение не укрепилось по сравнению с предыдущей оценкой в 2018 г. Во-вторых, ЦБ РФ имеет весьма ограниченные возможности для снижения ставки, и, соответственно, для привлечения капиталов на российский рынок, что увеличивает зависимость рынка от внешних новостей. В итоге, мы ожидаем, что курс рубля на конец года составит 67 руб./\$.

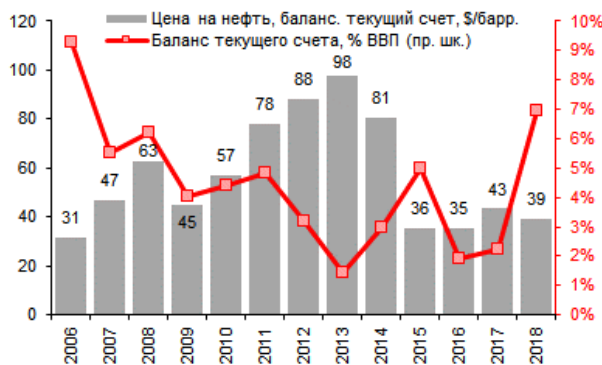
Ослабление рубля на 17% в 2018 г. отражает пессимизм инвесторов и рост оттока капитала, несвязанного с долговыми погашениями: Рубль завершил 2018 г. на уровне 69,5 руб./\$, что означает его ослабление на 17% по сравнению с уровнем 2017 г, когда он составлял 57,6 руб./\$. Хорошая новость заключается в том, что курс рубля не достиг верхней границы диапазона 60-70 руб./\$ (см. Рис. 1), который в августе 2018 г мы определили как интервал равновесной стоимости рубля. Плохая новость, однако, связана с тем, что стабилизация курса произошла не без помощи ЦБ, который в августе приостановил операции на открытом рынке в рамках бюджетного правила, реагируя на риски финансовой стабильности. Несмотря на действия ЦБ, рубль, тем не менее, не смог укрепиться в сентябре-декабре прошлого года, что говорит о негативных настроениях на рынке. Этот настрой заметен по двум фактам. Во-первых, рынок полностью проигнорировал улучшение счета текущих операций в России за 2018 г., то есть факт того, что профицит текущего счета достиг 7% ВВП в 2018 г, что является максимумом с 2006 г., при этом цена на нефть, балансирующая текущий счет, составила всего \$39/барр. (см Рис. 2). Не последовало и соответствующей реакции валютного рынка на решение OFAC исключить Rusal и EN+ из SDN списка – ни в момент появления слухов об этом, ни 27 января, когда это произошло по факту, что в целом указывает на слабую чувствительность рынка к позитивным новостям. Во-вторых, в структуре оттока капитала выросла доля транзакций, не связанных с погашением внешнего долга, что усложняет предсказуемость счета операций с капиталом. Если в 2017 г. весь чистый отток капитала в размере \$25 млрд был связан с погашением частного долга, то в 2018 г. из \$68 млрд чистого оттока капитала на чистое погашение частного долга пришлось всего \$32 млрд. Таким образом, учитывая нестабильность счета операций с капиталом и его чувствительность к внешним новостям, оценка равновесной стоимости рубля на этот год представляется как никогда важной задачей.

Рис. 1: Динамика курса рубля, руб./\$



Источники: Блумберг, Альфа-Банк

Рис. 2: Цена на нефть, балансирующая текущий счет, \$/барр. и баланс текущего счета, % ВВП



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Значение равновесного курса рубля, рассчитанного исходя из доли сырьевого экспорта в ВВП, сместилось с 70 руб./\$ до 65 руб./\$: Первый из четырех подходов, которые мы использовали для определения равновесной стоимости рубля, основывается на оценке доли сырьевого экспорта в ВВП. Исторически доля сырьевого экспорта в ВВП была очень устойчивой и с начала 2000 г. в среднем составляла 16% ВВП. Таким образом, если предположить, что этот индикатор будет оставаться стабильным и в будущем, можно рассчитать курс рубля, который обеспечивает устойчивое соотношение сырьевого экспорта в ВВП. В середине 2018 г. этот подход давал равновесный курс рубля на уровне 70 руб./\$ на горизонте 2019-2020 гг. Однако по итогам 2018 г., сырьевой экспорт оказался лучше ожиданий, составив \$262 млрд в 2018 г. по сравнению с \$194 млрд в 2017 г., отражая, в частности, рост физических объемов экспорта. В результате, данный подход теперь указывает на потенциал укрепления российской валюты на горизонте 2019-2020 гг. до 65 руб./\$.

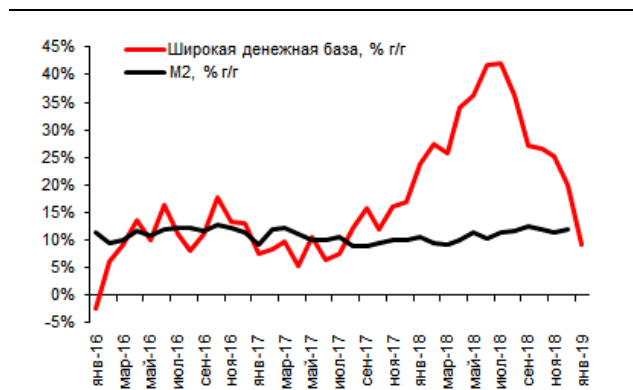
Аналитический отдел research@alfabank.ru

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 обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Оценки по монетарному подходу не изменились – 70 руб./\$ на конец 2020 г.: Второй подход для определения справедливой стоимости рубля опирается на сравнение динамики денежных индикаторов и резервов ЦБ. Ранее данный подход указывал на возможное ослабление рубля до 70 руб./\$ на горизонте до 2020 г. Хотя динамика сырьевых цен в 2018 году была благоприятной для России, данные оценки сохраняются и в текущих условиях по ряду причин. Во-первых, это связано с более быстрым по сравнению с ожиданиями ростом денежной базы – к середине 2018 г. она росла темпами 40% г/г (см Рис 3). Это объясняется тем, что около 2,6 трлн руб. были израсходованы ЦБ на поддержку санируемых крупных частных банков, а также тем, что нестабильность в банковском секторе в 2П18 сместила предпочтения населения в сторону наличных средств: доля наличных денежных средств выросла с 59% широкой денежной базы в 1П18 до 64% в декабре 2018 г. Вторая причина неизменности фундаментального курса в том, что из-за нестабильности на валютном рынке ЦБ в 2П18 не смог купить \$31 млрд для Минфина и, следовательно, был вынужден перевести эту сумму из своих резервов, что, по сути, эквивалентно интервенциям для поддержания курса рубля. В итоге, монетарный подход к оценке справедливой стоимости рубля указывает на уровень 70 руб./\$ на конец 2020 г.

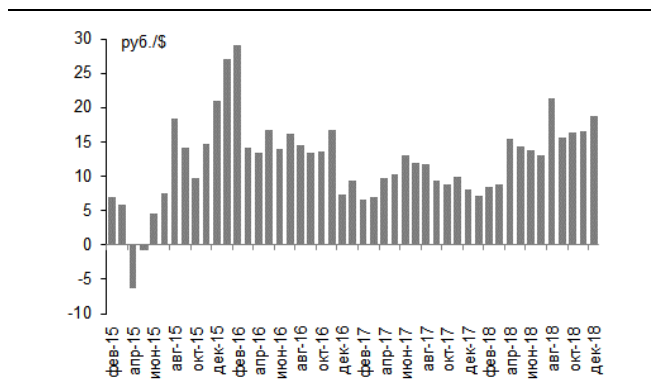
Подход на основе сравнения динамик промпроизводства в США и России дает оценку равновесного курса на уровне 62 руб./\$, без учета премии за санкции, и 69 руб./\$, если учитывать эту премию: Третий подход, который мы используем, основан на сравнении роста промпроизводства в России и США, скорректированного на дифференциал инфляции. Согласно нашим оценкам, в середине 2018 г. равновесный курс рубля к концу 2020 г. ожидался на уровне 58 руб./\$. Однако за последние месяцы произошли некоторые изменения: хотя рост промпроизводства в России оказался сильнее, чем мы ожидали (2,9% г/г за весь 2018 против 2,0% г/г, по ожиданиям), рост промышленности в США также ускорился; кроме того, и инфляция в России ускорилась до 4,3% г/г. В итоге этот подход сейчас оценивает равновесное значение курса рубля в 62 руб./\$ на 2020 г., что в теории указывает на потенциал укрепления. Тем не менее, мы не уверены в том, что данную цифру стоит воспринимать буквально, т.к. с 2014 г. фактический курс рубля устойчиво отклоняется от равновесного, что может говорить о возникновении на рынке постоянной премии за санкции. В период значительного притока капитала в 2017 г. эта премия снизилась до 7 руб./\$; однако с апреля 2018 г. ее размер стал расти, и в отдельные моменты значение достигало уровня в 21 руб./\$ (см. Рис. 4). Таким образом, проблема заключается в том, что даже если оценка равновесного курса через динамику промышленности свидетельствует о значительном потенциале укрепления рубля, премия за риск в 7 руб./\$ нивелирует этот запас, указывая на ориентир курса на уровне 69 руб./\$.

Рис. 3: Темпы роста широкой денежной базы и M2, % г/г



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 4: Премия за санкции, руб./\$



Источники: Bloomberg, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Равновесная стоимость рубля составляет 63 руб./\$ через паритет процентных ставок: Учитывая важность состояния капитального счета, мы использовали четвертый способ оценки равновесного курса рубля, который основывается на анализе паритета процентных ставок. По данным за 2016-2018 гг., взаимосвязь между ставкой и курсом рубля предполагает, что соотношение текущего уровня ставок в США и России соответствует равновесному курсу в 61 руб./\$. В данный момент дифференциал реальных процентных ставок составляет примерно 3 п. п.; к концу 2020 г. он может снизиться до 2,0-2,5 п.п., что может отразиться в ослаблении равновесного курса рубля до уровня 63 руб./\$. Сокращение на 1 п.п. паритета реальных процентных ставок приводит к ослаблению рубля примерно на 3 руб./\$.

Вышеуказанные способы оценки равновесного курса рубля свидетельствуют об ограниченном потенциале его укрепления: Вывод из оценки справедливой стоимости рубля следующий: три из четырех применяемых метрик оценки равновесного курса, а именно монетарный подход, дифференциал промпроизводства и паритет процентных ставок, указывают на то, что справедливый курс рубля на горизонте 2020 года не укрепился по сравнению с расчетами от августа 2018 г. Единственный подход, который указывает на потенциал укрепления, - это равновесный курс рубля, оцененный на основе доли сырьевого экспорта в ВВП. Таким образом, учитывая, что

большинство подходов указывают на ослабление равновесного курса, мы считаем, что рубль с большой вероятностью останется в диапазоне 65-70 руб./\$, нежели укрепится.

Таблица 1. Оценки равновесной стоимости рубля на период 2019-2020 гг., руб./\$

		Предыдущая оценка	Обновленная оценка
Доля нефтяного экспорта		70	65
Монетарное равновесие		70	70
Дифференциал процентных ставок		61	63
Промпроизводство, Россия и США*	вкл. премию за санкции	65	69
	искл. премию за санкции	58	62

Источники: ЦБ РФ, Bloomberg, Альфа-Банк

Рост цены на нефть важен только как фактор влияния на счет операций с капиталом. Хотя мы позитивно смотрим на динамику цен на нефть в 2019 г., учитывая риски ужесточения санкций на Иран и нестабильную обстановку в Венесуэле, высокие цены на нефть окажут весьма ограниченное прямое влияние на курс рубля. В случае если цены на нефть составят \$70/барр., профицит российского текущего счета составит примерно \$110 млрд., но поскольку ЦБ при этом сценарии будет покупать примерно \$58 млрд в рамках бюджетного правила, то на погашение дефицита счета операций с капиталом (мы ожидаем, что чистые платежи по внешнему долгу в 2019 г. составят около \$30 млрд) останется всего \$52 млрд – остаток текущего счета после стерилизации сырьевых доходов по бюджетному правилу. Сценарий цены на нефть в \$80/барр. дает профицит текущего счета в размере \$135 млрд, но с учетом того, что ЦБ должен будет приобрести валюты на сумму \$78 млрд, чистый остаток профицита текущего счета составит всего \$57 млрд (см Таб. 2). Таким образом, любое повышение цены на нефть, вероятно, будет иметь весьма ограниченное прямое влияние на курс рубля.

Повышение ставок в мире и санкции – два фактора, определяющие динамику рубля в этом году. Что касается счета операций с капиталом, то опасения, связанные с санкциями, остаются на повестке дня и продолжают влиять на рынок в 2019 г. Тем не менее, как только завершатся президентские выборы в Украине в марте этого года, нельзя исключать некоторого улучшения настроений относительно России. Но следует иметь в виду, что в отличие от 2016-2017 гг., монетарная политика ЦБ РФ будет минимально влиять на ситуацию на рынке, так как цикл снижения ставок в России завершился. Таким образом, несмотря на то, что госдолг России все еще составляет всего 12% ВВП, и внешний корпоративный долг (компаний и банков) снизился до 24% ВВП в 2018 г., динамика курса рубля будет сильно зависеть от настроений на мировых рынках, в частности от повышения ставки ФРС или от интереса иностранного капитала к странам развивающихся рынков. В результате, тот факт, что российская внутренняя экономическая повестка мало влияет на решения инвесторов, нельзя назвать благоприятной новостью для динамики рубля. Мы ожидаем, что курс рубля в конце этого года составит 67 руб./\$

Таблица 2. Профицит текущего счета и объем покупок валюты по бюджетному правилу при различных сценариях цены на нефть

Цена на нефть, \$/барр.	60	70	80	90
Профицит текущего счета, млрд \$	85	110	135	160
Покупки валюты по бюджетному правилу, млрд \$	38	58	78	98
Профицит текущего счета после покупки валюты по бюджетному правилу, млрд \$	47	52	57	62

Источник: Альфа-Банк

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Аналитический отдел

Телефон/Факс

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

(7 495) 795-3676

Руководитель Аналитического департамента
Макрöкономика

Борис Красноженов
Наталья Орлова, Ph.D, Наталья Лаврова, Валерия
Волгарева

Металлы и горная добыча
Потребительский сектор, Интернет
Банки

Борис Красноженов, Юлия Толстых
Евгений Кипнис, Олеся Воробьева
Евгений Кипнис

Аналитическая поддержка российских клиентов

Гельды Союнов, Алан Казиев

Перевод

Анна Мартынова

Редактор

Джон Волш

Техническая поддержка

Денис Дорофеев

Торговые операции и продажи

Телефон

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

Продажи российским и иностранным клиентам

Константин Шапшаров, Александр Зоров, Светлана

Голодинкина

Группа продаж Альфа-Директ

(7 495) 795-3680

Сергей Рыбаков, Валерий Кремнев, Ольга Бабина

© Альфа-Банк, 2019 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, 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 и 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.