

## Платёжный баланс и курс рубля

В обзоре мы разберем факторы, которые влияли на стоимость российского рубля в первом полугодии 2016 года, уделив внимание не только динамике цен на нефть, но также изменениям в платёжном балансе России. Используя полученные результаты и добавив несколько предположений относительно внутренних и внешних экономических факторов, мы дадим оценку перспектив рубля в пределах одного года, которая найдёт отражение в базовом сценарии.



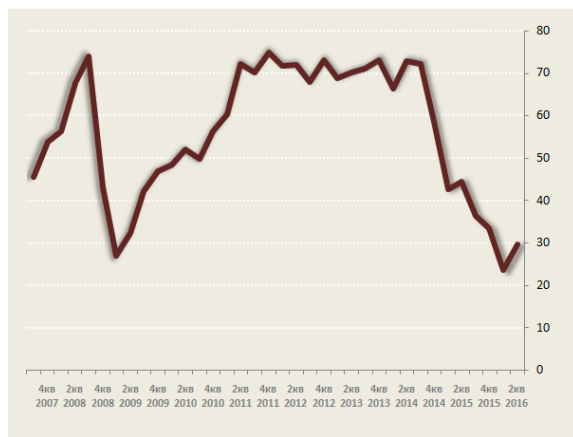
данные Thomson Reuters, Доходъ

### Торговля

Рост цен на топливном рынке во втором квартале года внёс решающий вклад в положительную динамику российской валюты относительно доллара. Увеличение экспорта нефти и нефтепродуктов в долларовом выражении составило 25% за квартал с минимального за десятилетия уровня в \$23 млрд в первом квартале года. Отметим, что нефть остаётся главным фактором влияния на рубль - корреляция недельных доходностей активов относительно доллара все еще составляет рекордные в истории 0,8.

Экспорт нефти и нефтепродуктов из России, \$млрд

Д



данные Thomson Reuters, Доходь

Сохранение высокой зависимости рубля от нефти обеспечивается тем, что прочие категории товарного экспорта также продолжают снижаться. В первом полугодии нет восстановления ни по одной значимой статье, за исключением экспорта пшеницы, влияния которого, безусловно, недостаточно, чтобы оказать значительный эффект на рубль.

Экспорт России в 1 полугодии 2016г

Д

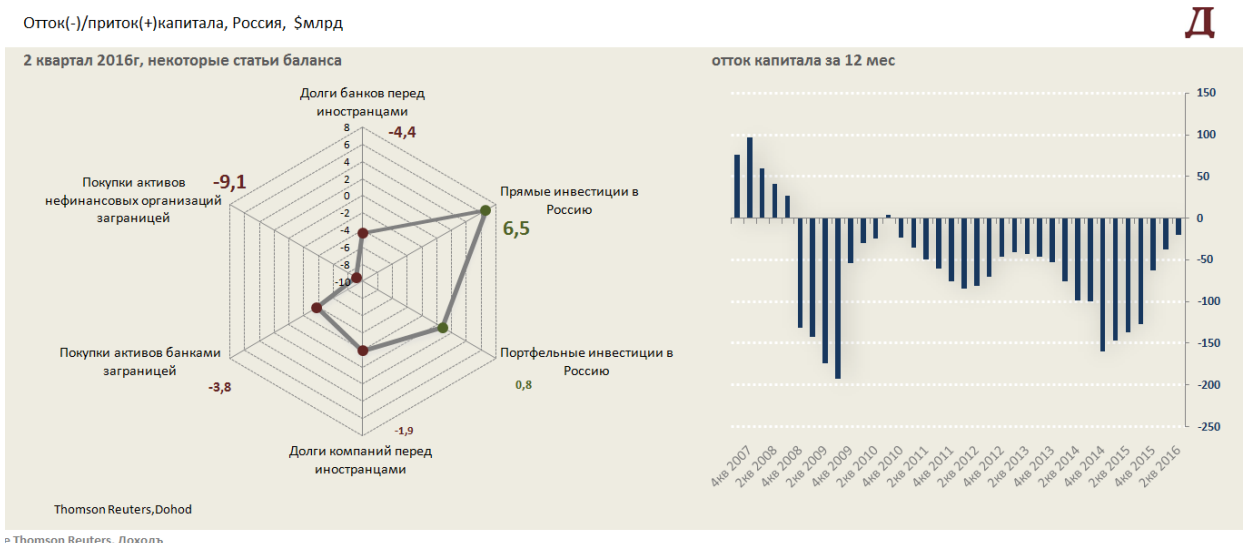
избранные статьи

	\$млрд	г/г	доля
сырая нефть	32.9	-31.6%	25.1%
нефтепродукты	21.1	-46.2%	16.1%
природный газ	15.0	-31.4%	11.4%
оборудование	9.1	-22.3%	7.0%
чёрные металлы	6.4	-22.4%	4.8%
уголь	4.1	-18.7%	3.1%
алюминий	2.5	-24.5%	1.9%
СПГ	1.7	-33.9%	1.3%
пшеница	1.6	34.1%	1.2%
удобрения разные	1.4	-16.7%	1.1%
азотные удобрения	1.2	-12.0%	0.9%
калийные удобрения	1.1	-41.2%	0.9%

данные Thomson Reuters, ФТС, Доходь

## Финансовые потоки

Как мы и предполагали в базовом сценарии предыдущих прогнозов, в 2016 году в России наступила нормализация оттока капитала, что благоприятно сказывается на российской валюте. По нашей оценке показатель за второй квартал составил \$1,6млрд, за последние 12 месяцев он на рекордно низком уровне с 2010 года.



Расчитанный нами индикатор баланса спроса/предложения на рубль на основе данных торговли и операций с капиталом показывает сохранение благоприятных макроэкономических условий для российской валюты. Вероятно, это объясняет, почему российская валюта сейчас является значительно менее волатильной, чем нефть.

Наша оценка баланса спроса/предложения на рубль  
Значения >1 – негативный эффект на рубль, <1 – позитивный

2 кв 2016	0.95	3 кв 2013	0.97	4 кв 2010	1.00
1 кв 2016	0.93	2 кв 2013	1.00	3 кв 2010	0.98
4 кв 2015	0.99	1 кв 2013	0.98	2 кв 2010	0.99
3 кв 2015	1.00	4 кв 2012	0.95	1 кв 2010	0.88
2 кв 2015	0.98	3 кв 2012	0.97	4 кв 2009	0.98
1 кв 2015	0.98	2 кв 2012	1.05	3 кв 2009	1.04
4 кв 2014	1.43	1 кв 2012	0.90	2 кв 2009	0.88
3 кв 2014	0.99	4 кв 2011	1.01	1 кв 2009	1.21
2 кв 2014	1.02	3 кв 2011	0.97	4 кв 2008	0.95
1 кв 2014	1.07	2 кв 2011	0.96	3 кв 2008	0.95
4 кв 2013	1.00	1 кв 2011	0.95	2 кв 2008	0.99

данные Thomson Reuters, Доходъ

Далее мы представим факторы, которые на наш взгляд будут влиять на ценообразование российского рубля в ближайший год. В первую очередь, нас будут интересовать прогнозы по рынку нефти и прочим биржевым товарам, кроме того, мы постараемся дать оценку составляющим потенциального притока/оттока капитала.

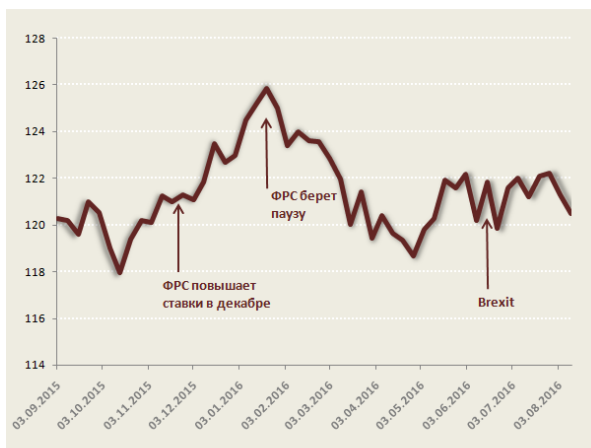
### Внешние факторы. ФРС и нефть

Цена любого актива в долларах будет зависеть не только от спроса и предложения на него, но и от глобальной стоимости самого доллара. Ослабление относительно американской валюты в 2014 и 2015 годах и восстановление в первой половине 2016г было характерно не только для российского рубля, но и для большинства валют развивающихся рынков, евро, йены, цен на многие биржевые товары.

Связано это было с изменениями в денежной политике ФРС, которая напрямую влияет на стоимость доллара. Сворачивание программы количественного смягчения и первое за много лет повышение ставки стало прямой причиной ралли американской валюты. Еще в конце прошлого года от ФРС аналитики ожидали 3-4 повышения процентной ставки в 2016 году, однако американский регулятор взял продолжительную паузу, ослабив давление сильного доллара на мировую экономику.

Индекс доллара относительно 26 валют

**Д**



данные Thomson Reuters, Доходь

Мы полагаем, что отсутствие значительных последствий Brexit, негативных сигналов с финансовых рынков Китая и относительно хорошая макростатистика из США вновь вернёт ФРС к обсуждению ужесточения денежной политики во второй половине года. В базовом сценарии мы ставим на одно повышение ставки, которое приведёт к укреплению индекса доллара, которое, впрочем, будет не таким внушительным, как в прошлые годы.

При прочих равных факторах, это должно оказать негативное влияние на топливные рынки в краткосрочной перспективе. Взаимосвязь между стоимостью доллара и ценой на нефть была не всегда, но после 2008 года резко выросла, сохраняясь на значительном уровне. Корреляция месячных изменений индекса американской валюты и барреля Brent сейчас составляет -0,6.

Приоритет влиянию на нефть в среднесрочной и долгосрочной перспективе мы отдаем фундаментальным факторам спроса и предложения. Полагаем, что значительного снижения добычи нефти США, неожиданно высокого роста спроса в Индии, и оживления китайской экономики в первом полугодии может быть достаточно, чтобы устранить "избыток" предложения, сложившийся в отрасли. Кроме того, мы ждем снижения запасов в результате сокращения контанго в нефтяных фьючерсах.

Учитывая наши ожидания по изменению стоимости доллара, действиям ФРС и долгосрочного соотношения отраслевого спроса и предложения, в базовом сценарии мы сохраняем прогноз стоимости барреля Brent в \$44 к концу 2016 года. В 2017 году в базовом сценарии по-прежнему ждём роста на уровень в \$55 и даже выше.

В конце обзора в базовом прогнозе мы традиционно даем прогноз курса рубля не только относительно доллара, но и относительно евро. Для этого нам требуется определение соотношения стоимости американской и единой европейской валюты. Мы полагаем, что расхождения в денежной политике ФРС и ЕЦБ (который продолжает попытки снизить процентные ставки) еще проявятся на курсе евро. С повышением ставки в США пара EUR/USD вновь уйдёт ниже уровня 1,1 к четвёртому кварталу текущего года, ждем соотношения около 1,06 в будущем году.

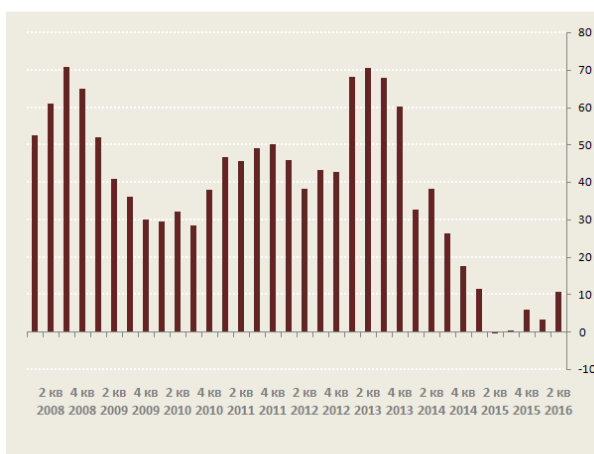
### Внутренние факторы. Санкции, денежная и бюджетная политика

Гигантский отток капитала в предыдущие два года был важным фактором избыточного ослабления рубля. Во многом он был вызван санкциями, из-за которых российские компании оказались вынуждены погашать задолженность перед иностранными банками. Как мы и ожидали, в 2016 году фактор ослабил своё влияние, приведя к снижению волатильности рубля.

Отметим, что отрицательные ставки в Европе, мягкость денежной политики в США и относительная нормализация внешнеполитической обстановки позволило России ощутить максимальный с начала 2014 года приток прямых иностранных инвестиций. Кроме того, впервые с 2011 года наблюдался рост портфельных инвестиций в России. без фактора санкций показатели, скорее всего, были бы еще выше, но нельзя не отметить значительные улучшения для рубля в состоянии финансового счёта для рубля, которые, как мы рассчитываем в базовом сценарии сохранятся на ближайший год.

Прямые иностранные инвестиции в Россию, за 12 мес, \$ млрд

**Д**



данные Thomson Reuters, Доходь

Помимо санкций, во внутренних факторах мы рассматриваем влияние денежной и бюджетной политики России. Увеличение объёма финансирования Центральным банком коммерческих банков и быстрое снижение ставок мы рассматриваем как мягкую денежную политику. Поддержание большого дефицита бюджета (в % от ВВП), который финансируется, например, через привлечение кредитов на внутреннем рынке от государственных банков является примером мягкой бюджетной политики. Оба подхода, по нашему

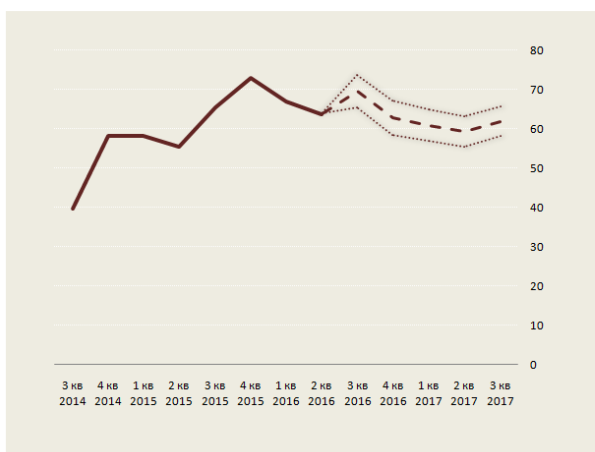
мнению, в российских условиях могут вести к неоправданному росту импорта и оттоку капитала (например, покупке наличной валюты), поэтому являются негативными факторами, увеличивающими предложение рублей на валютном рынке.

На наш взгляд текущие действия Центрального банка и правительства следует признать консервативными и незначительно влияющими на оттоки капитала в платёжном балансе. Опасения в будущем может вызывать бюджетная политика, которая после того, как закончатся средства Резервного фонда, может привести к финансированию дефицита нерыночными способами. Тем не менее это проблема, скорее всего, достанется правительству на следующий год. В этом году дефицит в 3-3,4% ВВП не должен оказать негативного эффекта на платёжный баланс и курс рубля.

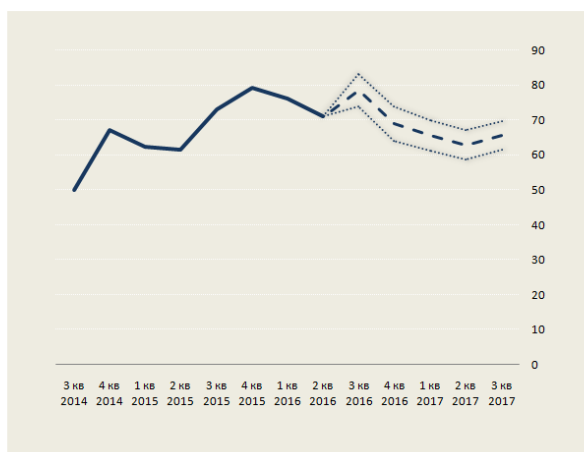
### Базовый сценарий

В базовом сценарии мы рассматриваем снижение цен на нефть в 4 квартале 2016 года до в среднем \$44 за баррель, рост к \$55 через год. Учитывая наши оценки влияния санкций, денежной и бюджетной политик, мы понижаем прогноз оттока капитала по итогам 2016 года с \$35млрд до \$30млрд., в результате баланс спроса и предложения будет находится на комфортных для рубля уровнях, позволит сохранить ему невысокую волатильность.

Базовый сценарий, рублей за доллар



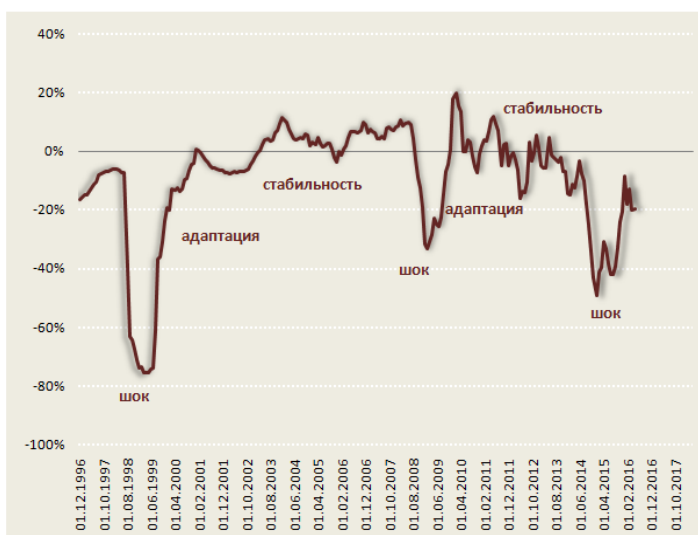
Базовый сценарий, рублей за евро



В этом базовом сценарии мы ждем курс рубля на уровне в среднем 69 рублей за доллар к концу 2016 года и роста до 61 рубля в перспективе одного года. Соответствующие курсы европейской валюты составят 76 и 62 рублей за евро

В перспективе нескольких лет мы ожидаем в каком-то смысле повторения сценария, происходившего после валютных кризисов 1998 и 2008 годов, когда после шока происходила адаптация экономики к новым курсам, затем наступал продолжительный период стабилизации. Весьма вероятно, что после двух лет сверхволатильности несколько лет рубль не будет показывать годовых изменений относительно доллара, превышающих 10-15%.

Курс долларов за рубль, г/г, %





## Контактная информация

### Отдел по работе с клиентами

Ирина Ларионова 635-68-65

### Аналитическая Служба

Всеволод Лобов (руководитель) 635-68-62 (доб 107)  
Владимир Киселев



### Адреса:

### Санкт-Петербург

### Главный офис

наб. канала Грибоедова, д. 6/2,  
лит. А

ст. м. "Невский проспект"

Телефон: (812) 635-68-62

Факс: (812) 635-68-64

e-mail: [info@dohod.ru](mailto:info@dohod.ru)

Настоящий бюллетень подготовлен специалистами аналитической службы Финансовой группы «ДОХОДЪ», является интеллектуальной собственностью Компании и предназначен для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке бюллетеня были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом бюллетень предназначен исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и является выражением частного мнения специалистов аналитической службы Компании. Не взирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к составлению бюллетеня, Компания не дает никаких гарантий в отношении достоверности и полноты содержащейся в бюллетене информации. Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать бюллетень или содержащуюся в нем информацию в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием информации, содержащейся в бюллетене. Информация, содержащаяся в бюллетене, действительна на момент его публикации, при этом Компания вправе в любой момент внести в бюллетень любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование бюллетеня или какой-либо его части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, работники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в бюллетене, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг. Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.