

16 декабря прошлого года, когда курс рубля к доллару США в моменте перевалил за отметку 80, а Банк России экстренно взвинтил базовую ставку 7-дневного РЕПО с 10,5% до 17,0%, мы опубликовали обзор (16.12.14 «Рубль – Ужасный конец»), в котором поставили под сомнение возможности дальнейшего падения курса рубля. С того момента российская валюта уже успела резко укрепиться с 80 до 52 рублей за доллар в декабре и после вновь вернуться на отметку 70. С конца января рубль вновь укрепляется к доллару, и сейчас имеет смысл вновь более подробно рассмотреть ситуацию с национальной валютой с учетом всех изменений экономической среды, прошедших за последние два месяца. Нашей задачей не является пересказ всех событий, повлиявших на поведение рубля. Мы постараемся выделить лишь ключевые факторы, описать их текущее состояние и наметить основные сценарии динамики курса российской валюты.

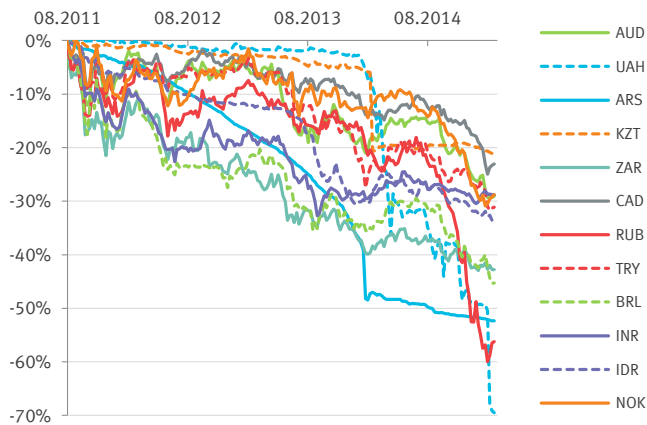
Основные факторы, влияющие на курс рубля в последние годы

Сильный доллар, замедление экономик Китая и ЕС

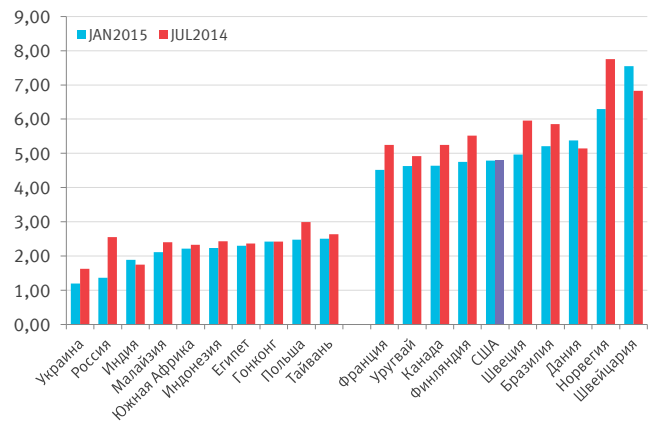
После глобального кризиса 2008 года и резкого восстановительного роста в 2009 году риски в экономиках отдельных стран начали вновь нарастать. Уже осенью 2009 года всплыли долговые проблемы эмирата Дубай, проблемных европейских стран PIIGS. Недостаточно высокий спрос в странах ЕС и переход к потребительской модели вынудил Народный Банк Китая прибегнуть к контролируемому замедлению китайской экономики. Следствием этого в свою очередь стало снижение спроса на продукцию сырьевых и развивающихся стран.

Триггером к началу очередной волны усиленного оттока капиталов с развивающихся рынков послужило первое за 100 лет снижение суверенного рейтинга США агентством Standard & Poor’s в августе 2011 года. Этот шаг привел к началу четырехлетнего «забега» глобальных инвесторов в доллар и новым программам стимулирования экономического роста штатов (Twist, QE3). В условиях неопределенности рисков и ожидания сохранения процентных ставок низкими продолжительное время глобальным инвесторам не имело смысла искать высокие доходности, а достаточно было довольствоваться высоконадежными акциями и облигациями на развитых рынках.

Динамика падения валют основных развивающихся и сырьевых экономик к доллару США с локальных максимумов августа 2011 года



После обвала национальных валют цены на Биг Мак в России и на Украине в долларах США стали самыми низкими из 57 стран, входящих в Big Mac Index



Как следствие с августа 2011 года все основные сырьевые валюты и валюты развивающихся стран начали падение к доллару США. На текущий момент большая часть валют потеряла 30-40% своей стоимости к доллару. Рекордсменами падения оказались российский рубль и украинская гривна, потерявшие с августа 2011 года 60% и 70% своей стоимости за счет взлета в 2014 году специфических рисков (об этом ниже). При этом в январе текущего года стоимость сэндвича Big Mac в России и на Украине уже оказалась минимальной в мире. Это может быть косвенным свидетельством локальной перепроданности валют относительно паритета покупательной способности.

Сейчас же действие фактора сильного доллара на валюты развивающихся стран разворачивается в обратную сторону. Экономика США уже растет, на наш взгляд, предельными для текущего экономического цикла темпами роста (2,5-3,0% г/г). Уровень безработицы падает существенно быстрее ожиданий ФРС. В октябре 2014 года ФРС США полностью свернула программу количественного смягчения QE3, а в декабре дала инвесторам знать, что процентные ставки могут быть повышены в ближайшее время. Котировки опционов на процентные ставки на CME (Chicago Mercantile Exchange) указывают на высокую вероятность старта цикла повышения ставок в США в июле-сентябре. Рост процентных ставок в США и усиление инфляционных ожиданий почти автоматом приведет к исходу инвесторов с рынка облигаций Казначейства США, испытывавшему масштабный приток капиталов за последние пять лет. В первую очередь это касается наибольшего объема краткосрочных бумаг. При этом ёмкость рынка госдолга США сейчас такова, что уход с него инвесторов приведет к выходу значительной части средств из долларовой зоны вообще.

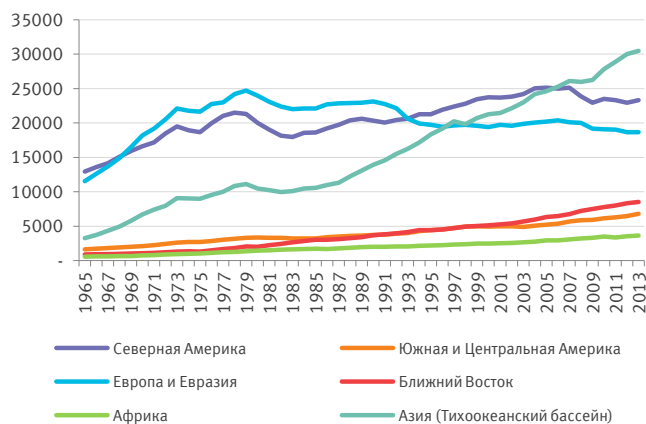
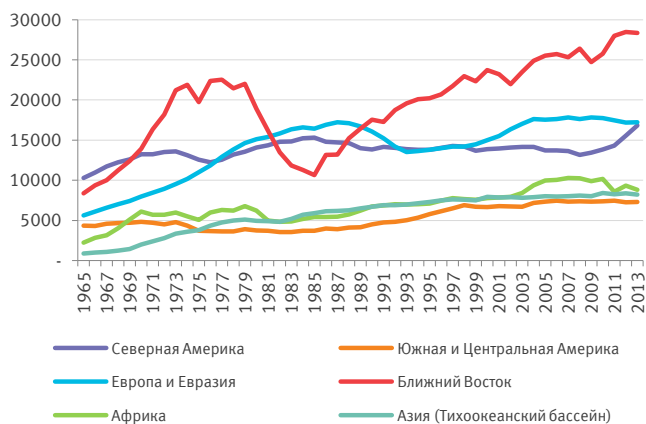
В то же время в других крупнейших экономиках ситуация, наоборот, улучшается. На наш взгляд, здесь можно ожидать ускорения темпов роста. Несмотря на понижение прогнозов, Всемирный банк и МВФ прогнозируют ускорение глобальной экономики в ближайшие годы. Европейские денежные власти, наконец, определились с запуском программы количественного смягчения с марта текущего года. Программа рассчитана на выкуп ЕЦБ активов на сумму около 1 трлн евро, и, по нашим расчетам, позволит ускорить рост ВВП ЕС до 2,7-2,9% г/г на горизонте до двух лет. Экономики двух других экономических гигантов – Китая и Индии также разворачиваются в пользу ускорения экономического роста. Центральные банки этих стран впервые за два года начали сбрасывать процентные ставки, переходя к стимулирующей денежной политике. Таким образом, долгосрочные ожидания инвесторов уже в этом году начнут разворачиваться в пользу дальнейшего ускорения глобальной экономики и перетока капитала из зоны доллара в валюты других стран.

Цены на нефть

Другим наиболее важным фактором, оказавшим давление на рубль в 2014 году, стали традиционно цены на нефть. Несмотря на то, что российская экономика по своей структуре не является сырьевой, на экспорт нефти, газ и нефтепродуктов по-прежнему приходится около 2/3 совокупного экспорта. В таких условиях произошедшее за полгода падение цен на нефть на 60%, безусловно, не могло не сказаться на курсе рубля.

В отличие от 80-х годов сейчас у стран ОПЕК нет резерва свободных мощностей для оказания долгосрочного давления (производство, тыс. баррелей/день)

Китай и Индия являются главными генераторами нового спроса на нефть в мире в последние десятилетия (потребление, тыс. баррелей/день)

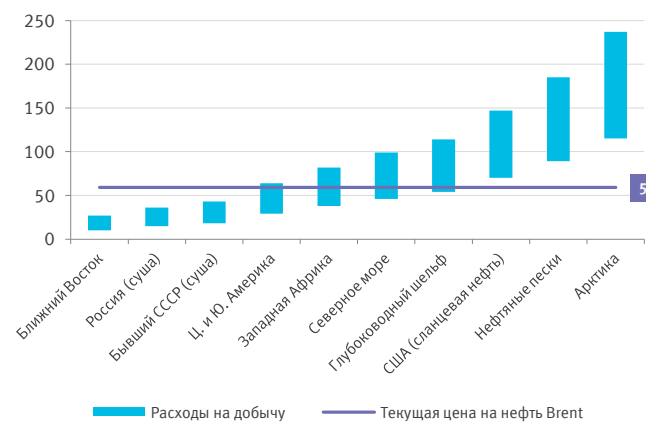
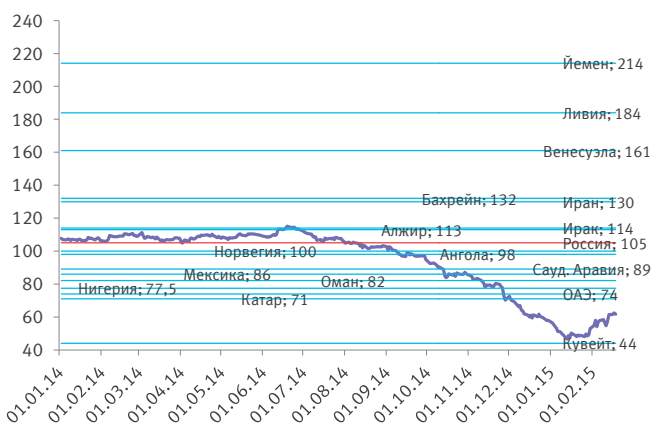


При этом в отличие от падений цен нефти в 1998, 2002 или 2008 годах сейчас падение цен «черного золота» не сопровождается падением глобального спроса, а идет исключительно за счет локального выброса на рынок излишков нефти. Сейчас уже достаточно очевидно, что инициатором такого повышенного предложения является ОПЕК, а основной мотив действий картеля – выдавливание с рынка производителей высокотехнологичной нефти. Действительно за последние годы в первую очередь производители сланцевой нефти в США резко нарастили объемы добычи, а сами штаты по производству «черного золота» вышли на первые места в мире наряду с Россией и Саудовской Аравией. Между тем, такой резкий рост добычи штатов поставил под угрозу долю ОПЕК на глобальном рынке, и картель начал действовать. В 3-4 кварталах 2014 года страны ОПЕК начали выбрасывать на рынок повышенные объемы сырья, обрушивая цены. Как следствие текущие цены на нефть ниже 60 долларов за баррель приводят к убыткам почти все проекты высокотехнологичной добычи нефти в мире. В январе в США уже начались процессы банкротства сланцевых компаний, а число новых нефтяных колодцев добычи сланцевой нефти уже упало за пару месяцев на 20%.

В таких условиях уже можно говорить о том, что ОПЕК постепенно добивается своей цели по вытеснению альтернативных затратных проектов с рынка. Между тем, в отличие от середины 80-х годов, когда ОПЕК также вела ценовые войны, сейчас возможности картеля по ценовому давлению весьма ограничены. В 1985-м году свободные мощности стран ОПЕК составляли около 25% от всех мощностей. Сейчас же свободные мощности составляют лишь 2-3%, при этом половина из них не может быть задействована из политической нестабильности в регионах-производителях.

Падение цен на нефть Brent ниже 70 долларов за баррель приводит к дефициту бюджета почти всех основных производителей нефти

Текущие цены на нефть Brent делают нерентабельными почти все мировые проекты технологичной добычи «черного золота»

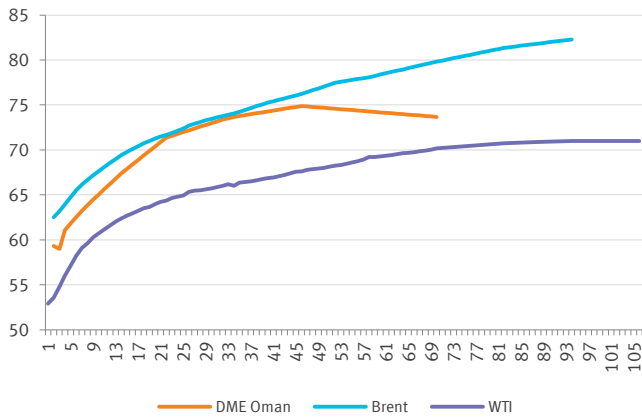


Кроме того, низкие цены на углеводороды приводят к тому, что бюджеты почти всех стран-производителей переходят в состояние дефицита, что грозит уже взрывом инфляционных тенденций и росту социальной напряженности. То есть по сути удержание цен на текущих низких уровнях в длительной перспективе уже несет угрозу политической стабильности в самих странах ОПЕК.

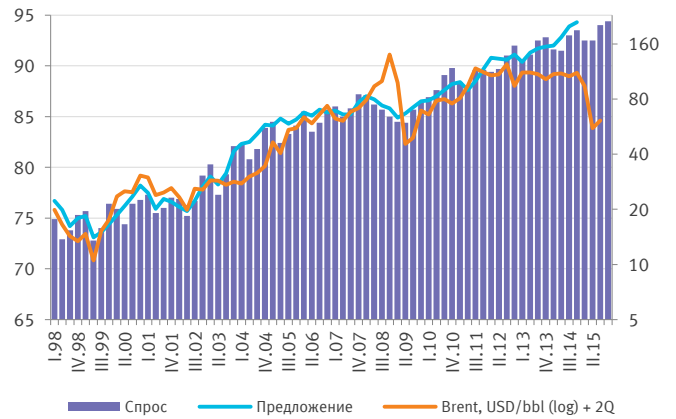
При этом, как мы уже отмечали ранее, прогнозы по ускорению глобальной экономики остаются актуальными, а центральные банки главных генераторов нового спроса на нефть в мире – Китая и Индии, наконец, начали активно стимулировать экономики к росту.

В таких условиях оказывать долгосрочное давление на цены ОПЕК будет весьма проблематично. По сути это приведет лишь к разбрасыванию нефтяных резервов против ветра. В связи с этим мы не ожидаем сохранения низких цен на нефть продолжительное время. При слабом ускорении глобального спроса и сохранении высокого предложения ОПЕК цены на нефть могут остаться на средних уровнях в 55 долларов за баррель в течение года. В то же время мы рассматриваем как более реальный вариант восстановление цен на «черное золото» к середине года до 80 долларов за баррель, после чего цены могут лечь в горизонтальный дрейф до конца года. Модели же спроса указывают на возможность роста цен выше 200 долларов в долгосрочной перспективе. Об угрозе роста цен до 200 долларов уже заявили ряд представителей ОПЕК, а также главы ряда крупнейших энергетических концернов.

После нескольких лет бэквордации форвардные кривые цен на основные сорта нефти развернулись в уверенное контанго (дюрация контрактов в месяцах)



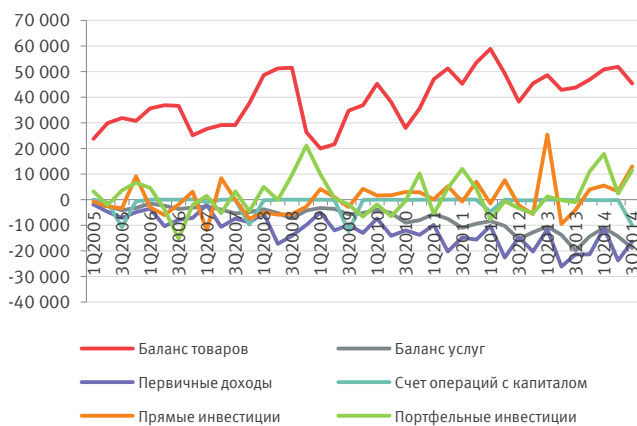
Ожидания усиления роста мирового спроса создают условия для роста цен на «черное золото» выше 200 долларов в длительной перспективе



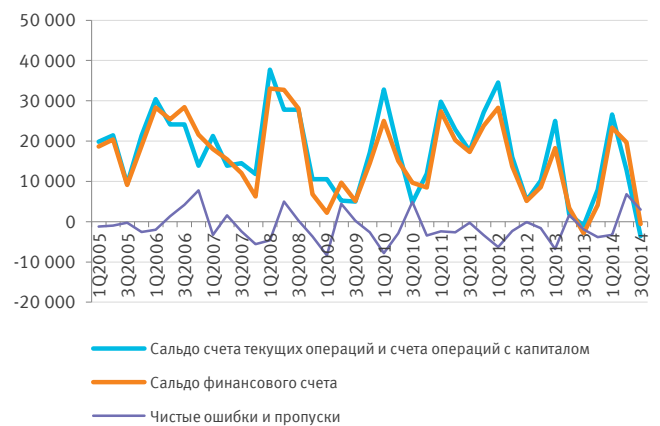
Специфика экономики России и финансовые санкции

Кроме внешних факторов, оказывавших давление на рубль в последние годы, безусловно, высокую роль сыграли и специфические российские факторы. Относительно высокие цены на нефть последних лет и относительно высокий курс рубля сформировали в России потребительскую модель прожигания нефтяной ренты, когда деньги от экспорта сырья и низких переделов все больше направлялись на рост зарплат и усиление импорта технологической продукции и услуг. Хотя по многим товарам мы наблюдали процесс локализации зарубежных производств и замещение импорта, баланс услуг все последние годы стремительно ухудшался. При этом основной статьёй ухудшения баланса стал быстрый рост числа личных зарубежных поездок. Негатива добавлял серый отток капитала и вывод первичных доходов компаний за рубеж. Все эти факторы привели к выпадению российского платежного баланса в минус в 3-м квартале и неизбежности девальвации рубля.

Заметное ухудшение сальдо баланса услуг и первичных доходов последних лет заставило власти опасаться крепкого рубля, несмотря на приток инвестиций



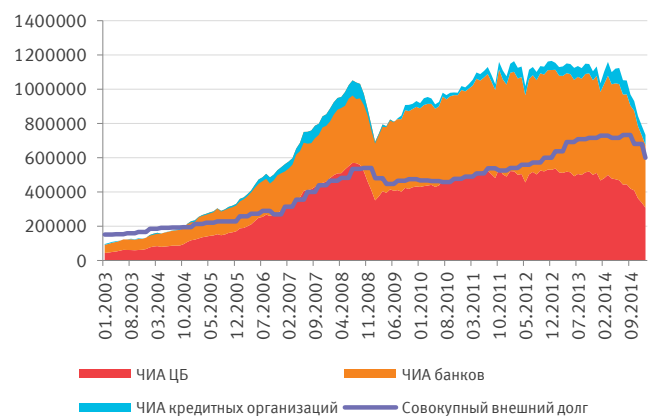
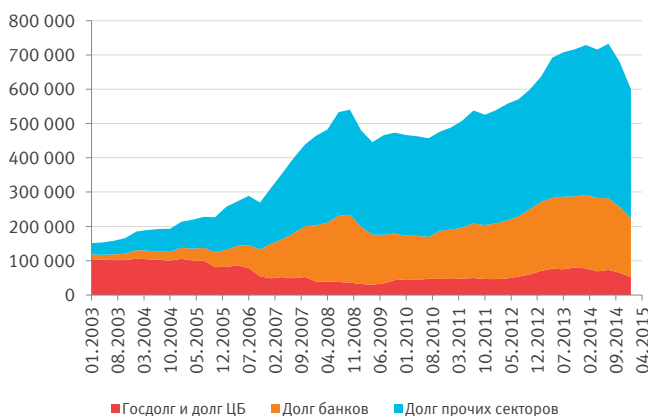
Финансовые санкции и резкое выпадение платежного баланса в отрицательную область в 3-м квартале сделало неизбежным девальвацию рубля



Дополнительным мощным негативом для рубля стал конфликт вокруг Украины и введение финансовых санкций против российских госкомпаний и госбанков летом 2014 года. При этом если до июля прошлого года рубль слабел к доллару умеренно на уровне, например, турецкой лиры или австралийского доллара, то с лета российская национальная валюта завалилась в штопор. Фактическое отключение России от внешних долговых рынков привело к невозможности рефинансирования долгов и необходимости их полного погашения. Как следствие крупные госкомпании и госбанки, попавшие под санкции, вышли на рынок за валютой, а Банк России благоразумно решил не тратить зря валютные резервы и отступил, дав рублю обвалиться.

Ввод финансовых санкций против России привел к приостановке рефинансирования на Западе госкомпаний, госбанков и резкому сокращению внешнего долга

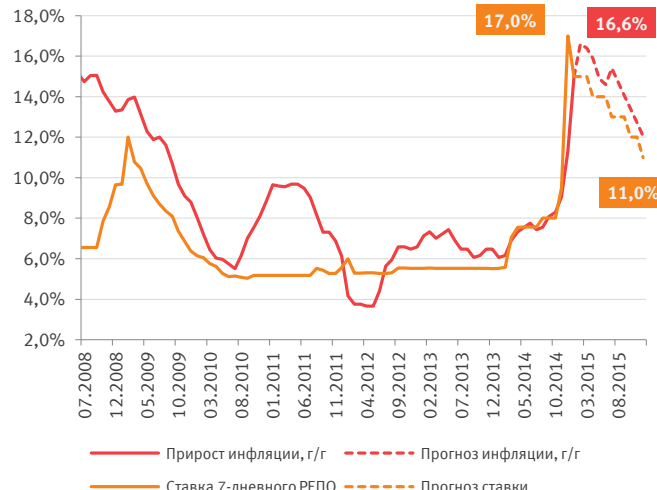
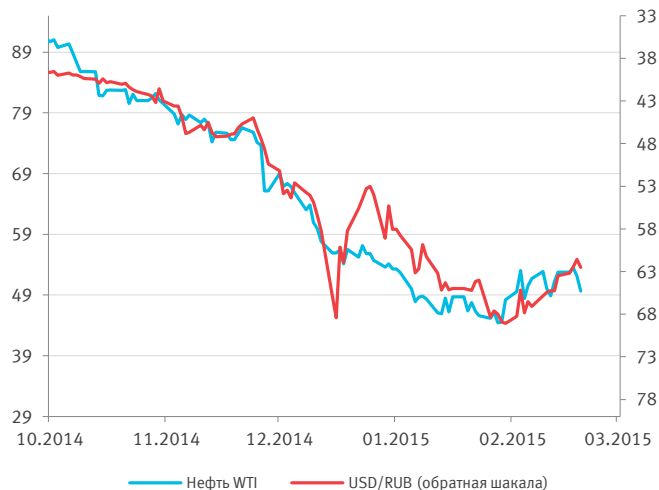
Даже после двукратной девальвации рубля и ввода финансовых санкций чистые иностранные активы финансового сектора превышают все внешние долги



Рассматривая текущее положение вещей можно отметить, что улучшение ситуации с середины декабря, когда мы публиковали последний обзор по рублю, становится очевидным. Российские субъекты хозяйственной деятельности погасили в 2014 году внешних долгов на сумму около 150 млрд долларов, снизив весь внешний долг приблизительно на 18%. В текущем году им предстоит выплатить еще 130 млрд долларов, но эти выплаты уже не будут так сильно давить на рубль из-за выросших запасов валюты на счетах. Стоит отметить, что в прошлом году прошел рекордный отток капитала в России, а покупки наличной валюты населением оказались максимальными с 1996 года. При этом, несмотря на высокий отток капитала, доля «серого» оттока резко обвалилась впервые за десятилетия – сказалась борьба Банка России с банками-прачечными. После кипрских событий 2013 года в России начал усиливаться приток прямых и портфельных инвестиций. Девальвация же рубля и ряд административных мер, на наш взгляд, должны привести к коррекции баланса услуг, хотя это обошлось российской экономике в банкротства крупнейших туроператоров. Единственная статья, по которой вряд ли стоит ждать улучшения – баланс первичных доходов, но его невозможно выправить девальвациями рубля или административными мерами, здесь требуется серьезное улучшение делового климата и меры по защите бизнеса.

Каждый 1% падения цены на нефть в прошлом году приводил к ослаблению рубля на 0,8%. На росте же 1% цены на нефть дает укрепление рубля лишь на 0,33%

30 января Банк России впервые за 2 года снизил базовую ставку 7-дневного РЕПО, а недельные темпы роста инфляции с начала февраля начали падать



После кризиса середины декабря, когда курс USD/RUB в моменте пересек отметку 80, а Банк России резко поднял ставку, мы уже увидели как антикризисные меры поддержки, так и первые положительные отклики в экономике. В середине декабря ЦБ ввел мораторий на переоценку ценных бумаг на балансах банков, была назначена оперативная санация крупных проблемных банков и ликвидация малозначимых банков. Правительство и Госдума одобрили докапитализацию банковского сектора за счет Банка России и средств Агентства по Страхованию Вкладов (АСВ). Был принят пакет антикризисных мер на общую сумму более 2,3 трлн рублей, что сопоставимо с объемами программ помощи экономике в 2008-2009 годах.

Как следствие российская экономика уже сейчас начинает демонстрировать признаки стабилизации. Темпы роста инфляции, достигавшие 0,9% в неделю в декабре-январе, в последние недели февраля уже начали падать до 0,6% и 0,4%. Вполне вероятно, что в случае активного восстановления цен на нефть годовые максимумы по инфляции будут пройдены в феврале в районе 16,6% г/г. При этом уже 30 января Банк России произвел первое снижение базовой ставки – с 17,0% до 15,0%. В отличие от обвала 2008 года рост промышленного производства в России сейчас продолжается. В конце 2014 года он составлял более 2-3% г/г, сократившись в январе до 0,9% г/г.

На российском финансовом рынке после периода стабилизации мы наблюдаем признаки роста – вслед за акциями экспортеров, начиная с декабря, начались покупки акций банков и внутренних секторов. После первого снижения ставки Банком России 30 января инвесторы начали более агрессивно покупать российские акции и облигации, продавая валюту. При этом ЦБ в своем последнем отчете отметил, что денежный регулятор уже полмесяца не продает валюту, то есть можно говорить о том, что курс рубля нащупал равновесные значения и сейчас движется свободно без вмешательств Банка России.

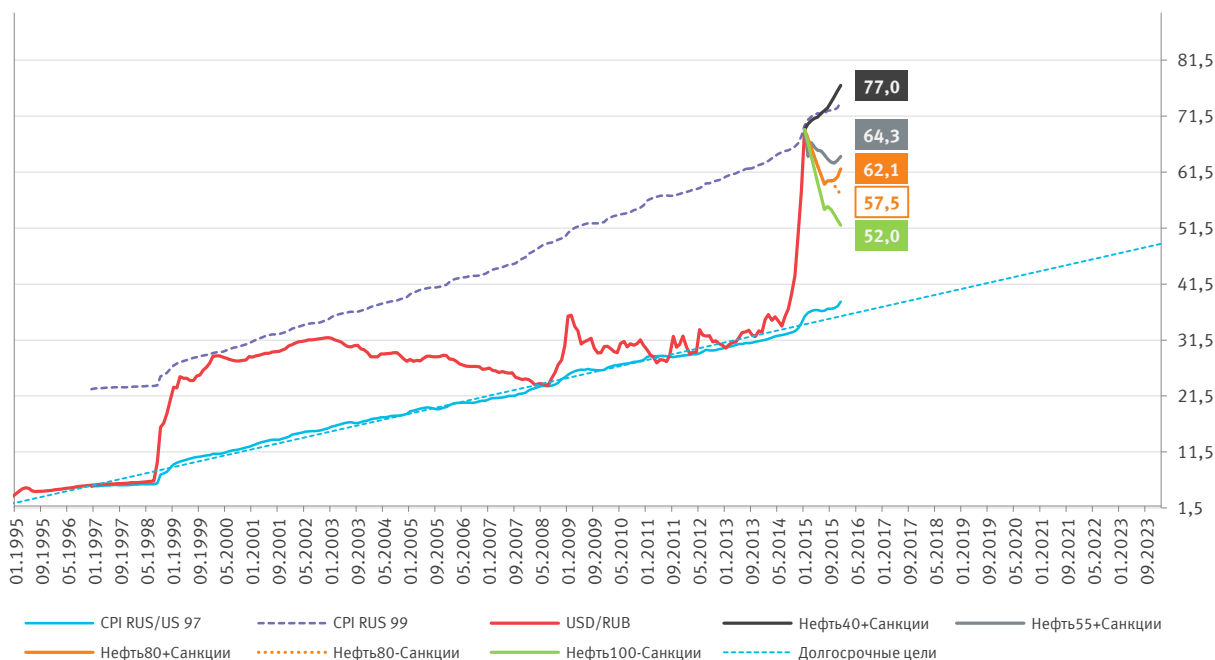
Основные сценарии развития и предполагаемый курс рубля

Все наши сценарии возможных движений курса USD/RUB в 2015 году имеют ряд общих исходных предположений. Предполагается, что с введением антикризисных мер худшее для российской банковской системы уже позади. Мы предполагаем, что пик инфляции в годовом выражении Россия пройдет в 1-м квартале, а Банк России будет поступательно снижать базовую ставку, немного опережая годовые темпы снижения инфляции. Мы не рассматриваем варианты движения цен на нефть в 2015 году ниже 40 долларов и выше 100 долларов как вероятные. При этом в качестве наиболее вероятного сценария мы рассматриваем вариант активного роста цен на нефть до 80 долларов к середине года, после чего можно рассчитывать на высоковолатильный боковик до конца года. Второй по популярности вариант – колебания цен на нефть в районе 55 долларов до конца года. С учетом ожидающихся внешних выплат мы ожидаем, что при укреплении цен «черного золота» на 1% можно будет рассчитывать на рост курса рубля к доллару лишь на 0,25-0,4%. При этом ранее во время активной фазы падения каждый 1% снижающихся цен нефти давал в среднем 0,8% падения курса рубля. Кроме цен на нефть в качестве второго главного фактора мы рассматриваем финансовые санкции, так как именно от последних будет зависеть, восстановится ли финансирование российских компаний за рубежом или делеверидж по внешним долгам продолжится. В качестве базового варианта мы рассматриваем вариант сохранения финансовых санкций в течение всего года. Альтернативный вариант предусматривает сворачивание санкций, начиная с сентября текущего года.

В соответствии с нашими сценариями сейчас мы рассматриваем диапазон курса 57,5-64,3 как наиболее вероятный на конец года.

Сценарий	Описание сценария	30.01.15	30.06.15	30.09.15	31.12.15
Нефть40 + санкции	Сценарий L-образной депрессии на рынке «черного золота». Цены на нефть падают до 40 долларов за баррель и держатся на этом уровне весь год. Финансовые санкции против российских госкомпаний и госбанков сохраняются.		72,0	74,0	77,0
Нефть55 + санкции	Цены на нефть остаются на текущих средних уровнях 55 долларов за баррель до конца года. Финансовые санкции против российских госкомпаний и госбанков сохраняются. Второй по вероятности вариант.		65,3	63,3	64,3
Нефть80 + санкции	Цены на нефть растут до 80 долларов за баррель к лету. Во второй половине года цены продолжают колебания вокруг этого уровня. Финансовые санкции против российских госкомпаний и госбанков сохраняются. Этот сценарий сейчас видится наиболее вероятным.	69,8	60,9	59,9	62,1
Нефть80 - санкции	Цены на нефть отрастают до 80 долларов за баррель к лету. Во второй половине года цены продолжают колебания вокруг этого уровня. Финансовые санкции против российских госкомпаний и госбанков в сентябре снимаются.		60,9	59,9	57,5
Нефть100 - санкции	Цены на нефть устраивают резкое V-образное ралли до 100 долларов за баррель к середине года. Во второй половине года цены продолжают колебания вокруг этого уровня. Финансовые санкции против российских госкомпаний и госбанков в сентябре снимаются.		57,2	54,8	52,0

Курс рубля к доллару США и прогнозы его динамики до конца 2015 года (цены закрытия, monthly)



Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/accounts-products/invest-consultant/>

УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Ближайший офис: <http://www.open-broker.ru/ru/why/geography/>
 +7 (495) 232-99-66
 8 800 200-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Отдел продаж г. Москва
 +7 (495) 223-02-02
 открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
salesoffice@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ**Отдел персонального
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин
 Начальник отдела

Руслан Ситдеков
 Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/accounts-products/invest-consultant/>

Отдел анализа рынков

Константин Бушуев
 Начальник отдела, макроэкономика,
 глобальная стратегия

Алексей Павлов
 Главный аналитик, акции, облигации

Специальные проекты

Андрей Кочетков
 Пульс рынка

Оксана Лукичева
 Аналитик, товарные рынки

Игорь Калязин
 Аналитик, международные рынки

Николай Кужлев
 Аналитик, технический анализ

Павел Зайцев
 Срочный рынок

ОАО «БРОКЕРСКИЙ ДОМ «ОТКРЫТИЕ» © 2015

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены. ООО «Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.