

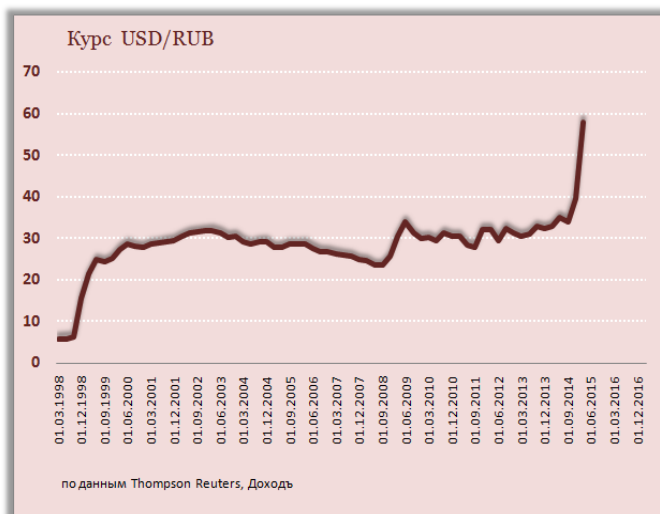
## Платёжный баланс оставляет рублю шанс на укрепление

*Адаптация импорта к новому курсу и сокращение выплат по внешнему долгу помогут российской валюте укрепиться в краткосрочной перспективе. Долгосрочный рост будет ограничен вновь сильным оттоком капитала*

### Худшее падение рубля за 16 лет

Падение цен на нефть в совокупности с резким ускорением оттока капитала в конце прошлого года привело к одному из самых сильных ослаблений российского рубля в новейшей истории. По итогам четвёртого квартала девальвация относительно американского доллара составила 31% (16 декабря в пике достигала 50%), хуже квартальный результат наблюдался лишь во второй половине 1998 года, когда российская валюта потеряла 61% в стоимости.

В январе 2015 года процесс девальвации продолжился, однако, достигнув новых исторических минимумов, рубль начал долгожданное восстановление. Спад напряженности в военном конфликте на юго-востоке Украины, увеличение нефтяных котировок и сокращение импорта могут помочь российской валюте продолжить рост. Тем не менее, действующие финансовые санкции, вынуждающие компании погашать внешний долг, не позволят рублю значительно выйти из зоны перепроданности еще продолжительный период времени. Все основные макроэкономические процессы, влияющие на стоимость российской валюты, находят отражение в платёжном балансе, анализ которого позволяет оценить влияние различных факторов на изменение её стоимость.



## Как показатели платёжного баланса влияли на рубль

### Отток капитала

Один из наибольших вкладов в ослабление рубля с точки зрения платёжного баланса внёс чистый отток капитала, который в четвёртом квартале составил почти \$73 млрд., в годовом выражении превысив \$150 млрд., что оказалось даже больше, чем в 2008 году (\$138 млрд.).

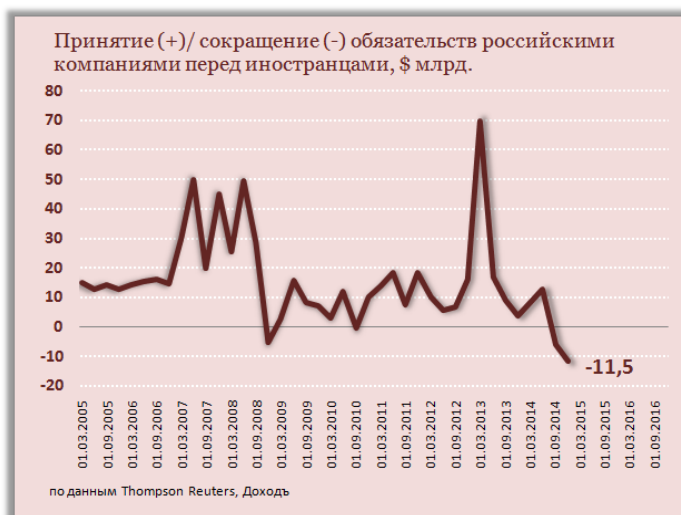


Столь сильный отток капитала сформирован, главным образом, за счёт двух источников. Во-первых, согласно статистике ЦБ<sup>1</sup>, спрос населения на иностранную валюту только в декабре достиг \$20 млрд., что близко к рекордным уровням с момента начала подсчёта показателя. По итогам всего квартала совокупное превышение покупки наличной иностранной валюты над её продажей составило \$ 18,2 млрд. (\$ 26 млрд. в 4 квартале 2008 года).



<sup>1</sup> [http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/Exp14\\_12.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/Exp14_12.pdf)

Во-вторых, бизнес из-за финансовых санкций, отрезавших доступ к рефинансированию, был вынужден погашать внешние обязательства рекордными темпами. Если для банков сокращение задолженности перед иностранцами на \$18 млрд. сравнимо с уровнями последнего кризиса, то аналогичный показатель для компаний нефинансового сектора в \$11,5 млрд. не имеет аналогов за всю историю подсчета показателя. Погашение внешней задолженности на сумму в \$32 млрд. в декабре, скорее всего, стало ключевым процессом, запустившим панику на валютном рынке.



### Цены на нефть

Данные четвертого квартала в полной мере не отражают эффект от двукратного падения цен на нефть, так как средняя стоимость барреля марки Urals за период составила около 75 долларов. Снижение экспорта нефти и нефтепродуктов в четвертом квартале привело к падению общего товарного экспорта на 10%, относительно третьего квартала экспортный спрос на российский рубль сократился на \$13 млрд. Импорт товаров в годовом выражении упал на 6% по сравнению с данными третьего квартала или на \$4,8 млрд. Сокращение торгового баланса до минимума с 2010 года внесло не менее значительный вклад в ослабление рубля, усилив декабрьскую панику.



## Процессы в платёжном балансе в 2015 году

### *Отток капитала продолжится по политическим причинам*

Важным фактором ослабления давления на рубль должно стать уменьшение паники населения, которая не может являться долгосрочным фактором слабого курса рубля. Тем не менее, тяжелая ситуация в политических отношениях России с западными странами не позволяет исключать периодические отклонения курса российской валюты от фундаментально обоснованных.

Действие финансовых санкций продолжит оказывать давление на российскую валюту. Временная структура погашения внешней задолженности говорит о том, что наименьшая нагрузка по погашению внешнего долга придется на второй квартал – в апреле и марте выплаты не превысят \$6 млрд. в месяц. В этот период разумно ожидать укрепления курса рубля, тем не менее, второе полугодие может вновь оказаться тяжелым для российской валюты, так как отток капитала ускорится до \$30 млрд. за квартал. Чистый объём погашения внешнего долга всеми секторами превысит 100 млрд. \$, если не будут ослаблены санкции.



### *Импорт будет падать вслед за экспортом*

Товарный экспорт при средней цене на нефть в первом квартале на уровне 55 долларов упадёт на 30% в годовом выражении, способствуя сокращению спроса на российскую валюту. В абсолютном значении мы ожидаем его падения на \$26 млрд. В тоже время инфляция импортных цен будет способствовать снижению потребления населением иностранных товаров, высокий темп которого обеспечит сокращение предложения российской валюты.

В конце прошлого года граждане России уже начали процесс замещения импорта, сократив расходы на заграничные поездки до \$8,5 млрд., что почти в полтора раза меньше уровней прошлого года.



Однако сокращение товарного импорта в большей степени зависит не от населения, а от бизнеса. На крупнейшие статьи потребительского спроса на импорт (фармацевтика, мясо, предметы одежды и т.д.) приходится лишь около 25%. Основные закупки иностранной продукции делают предприятия, которые на подорожание ответят сокращением инвестиций и производства. По нашей оценке в первом квартале импорт продукции предприятиями придется сократить на \$17-19 млрд. В общей сложности товарный импорт снизится на 22-24 млрд. \$, то есть темпом медленнее, чем экспорт, то есть сальдо торгового баланса продолжит сжатие. Ко второй половине года сокращение импорта должно ускориться за счет адаптации экономики к новому курсу российской валюты.

#### *Падение евро к доллару*

В дальнейших расчётах потенциальной стоимости курса рубля на основе платёжного баланса относительно доллара и евро мы будем учитывать ослабление единой европейской валюты. Мы предполагаем, что процесс, вызванный запуском программы количественного смягчения, продолжится. Относительно доллара евро продолжит дешеветь и средний курс к концу года опустится до уровня 1,1 евро за доллар.

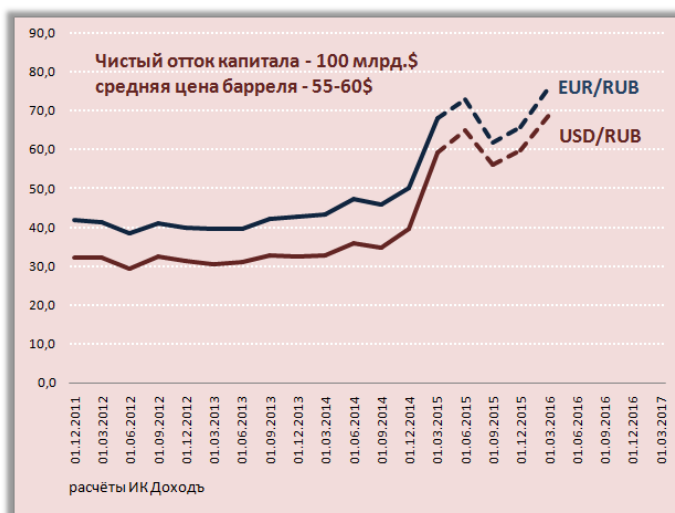
## Как процессы в платёжном балансе отразятся на рубле

Сохранение цен на нефть на уровне 55-60 долларов за баррель приведёт к сокращению стоимости нефтяного экспорта на 40% в первом и втором кварталах, к концу года падение продолжится, но замедлит темп за счёт низкой базы 2014 года. Мы рассчитываем, что девальвация поможет нетопливным российским экспортёрам показать увеличение внешней торговли, в результате чего их экспорт вырастет на 3-4% в долларовом выражении (чёрная металлургия, злаки, удобрения, древесина). Общий товарный экспорт при этом снизится на 28% за год.

Импорт товаров будет падать в абсолютном выражении сначала чуть медленнее экспорта, но затем, подстроившись под новый курс, ускорит относительный темп падения. Мы ожидаем, что во второй половине года он будет падать в среднем на 3-4% быстрее, чем экспорт. При этом сокращение импорта услуг в виде международных поездок в среднем за год сохранится на уровне 30%.

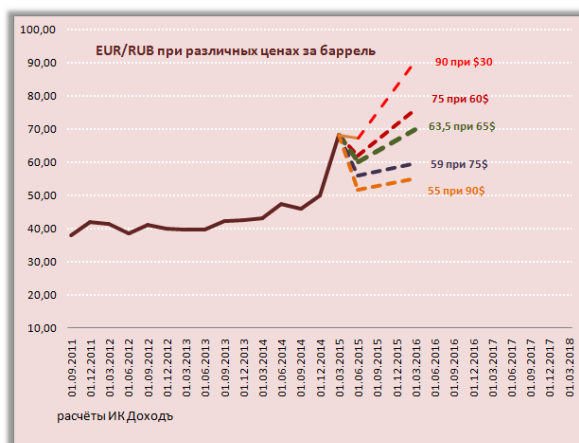
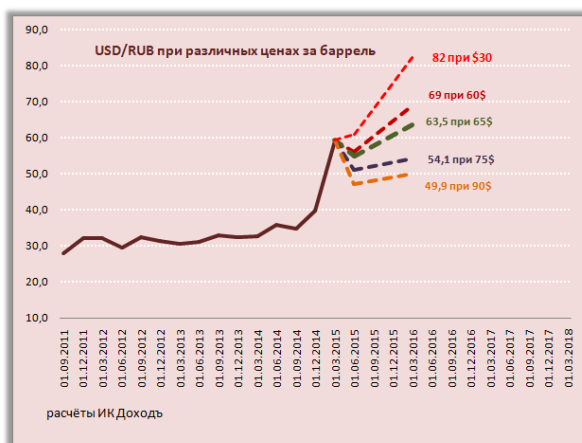
Необходимость чистого погашения внешнего долга на \$105 млрд. не позволит рублю показать значительное восстановление в 2015 году, главным условием для которого является отмена санкций. Без новых политических шоков российская валюта имеет хорошие шансы укрепиться во втором квартале, когда чистый отток капитала будет минимальным.

При таких параметрах к середине года российская валюта может укрепиться до 55-56 рублей за доллар даже без значительного роста цен на нефть, благодаря низким уровням погашения внешнего долга в апреле и в мае. Тем не менее, сокращение импорта к концу года не сможет компенсировать отток капитала на уровне \$30 млрд. за квартал и курс российской валюты может уйти на новые минимумы в 69 рублей за доллар и 75 рублей за евро.



## Укрепление цен на нефть

В конце января и начале января цены на нефть стабилизировались, даже показав небольшое восстановление. Если процесс продолжится, то, естественно, для рубля это будет иметь прямое благоприятное влияние. Расчёт на восстановление нефти позволяет рассматривать альтернативные сценарии проведения российской валюты. Рост стоимости барреля до 65 долларов позволит российской валюте к середине года укрепиться до 56 рублей за доллар и 60 рублей за евро, однако из-за необходимости погашать внешний долг, к 2016 году она может снова ослабеть до 62 рублей за доллар (69 рублей за евро). Ниже на графике приведены значения стоимости барреля нефти и потенциальное увеличение изменения стоимости рубля.

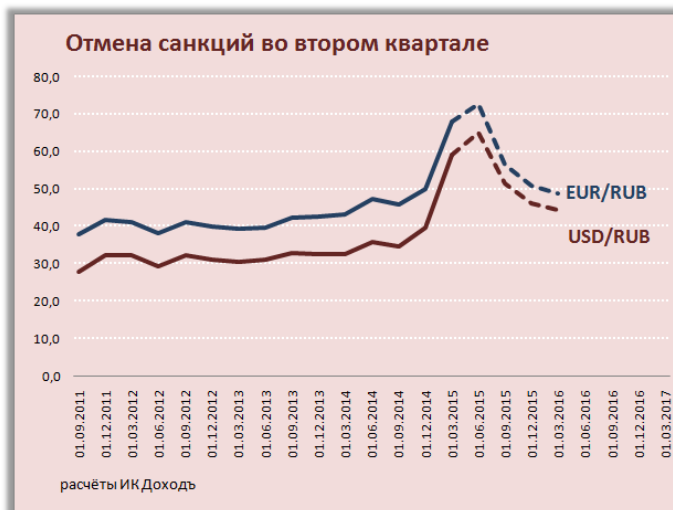


## Отмена санкций

Экономически укрепление рубля может произойти благодаря росту экспорта, так как девальвация делает более конкурентоспособным отечественные товары на мировом рынке. Тем не менее, для замены почти \$100 млрд. выпавшего нефтегазового экспорта понадобится несколько лет действия серьёзных структурных макроэкономических реформ, проведение которых сейчас находится под большим вопросом.

Однако существуют более простые шаги, которые могут помочь снизить давление на рубль на мировом валютном рынке. Речь, безусловно, идет об отмене финансовых санкций, что должно быть первоочередной задачей в политико-экономической повестке дня.

Возможность рефинансирования российских компаний в европейских банках, позволила бы сократить годовой отток капитала до \$50-60 млрд. Даже при текущих ценах на нефть, это привело бы к постепенному укреплению рубля до отметок в 46 рублей за доллар и 48 рублей за евро.





## Контактная информация



### Отдел по работе с клиентами

#### главный офис

**+7 812 635-68-65**

Ирина Ларионова, зам.  
руководителя отдела

Ольга Михайлова, клиент-менеджер

Елена Фирсова, клиент-менеджер

#### 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)

### Аналитическая служба

**+7 812 635-68-62**

Всеволод Лобов, руководитель

Владимир Киселев

Артем Антипов

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.