ДОХОДЪ
ФИНАНСОВАЯ ГРУППА

Справедливы ли исторические минимумы российского рубля с фундаментальной точки зрения?

- Российский рубль недооценен фундаментально, но укрепиться ему мешают политические факторы
- Экспорт сырья по-прежнему оказывает значительное влияние на российскую валюту, что не позволит рублю продолжить падение
- Наиболее вероятный сценарий – укрепление рубля до конца года в результате сокращения темпов чистого оттока капитала в четвёртом квартале

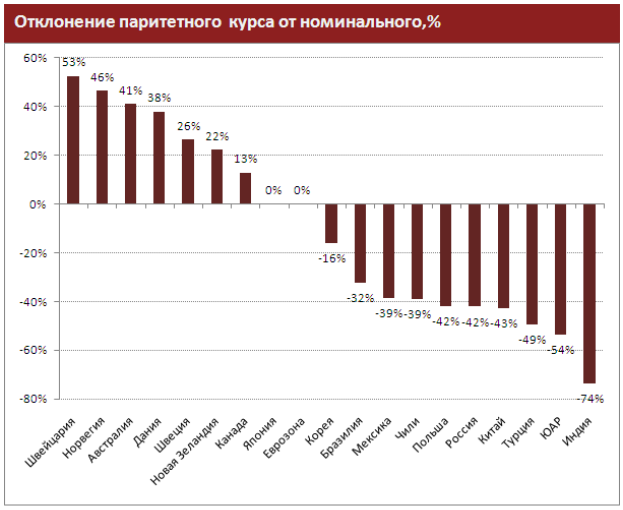
Рост политической напряженности между Россией и западными странами во второй половине лета вновь способствовал значительному ослаблению российской валюты. К началу осени её курс показал исторический минимум, составив 37,4 рубля за доллар. На основе теории паритета покупательной способности мы попытаемся понять, насколько справедлив текущий курс рубля с фундаментальной точки зрения, а также определить возможность его использования для прогнозирования будущих потоков международной торговли с участием рубля. Помимо этого, мы сформируем три сценария поведения российской валюты до конца года, основываясь на потенциальных международных финансовых потоках и прочих данных платёжного баланса.

Паритет покупательной способности в качестве инструмента прогнозирования будущих торговых потоков

Паритет покупательной способности способен помочь в определении будущего спроса на национальную валюту за счет прогнозирования потенциальных торговых потоков между странами. Он основывается на предположении, что реальный обменный курс одной валюты относительно другой должен установиться в зависимости от того, какое количество товаров можно купить на одну денежную единицу в разных странах. Например, если в США на один доллар можно купить две единицы товара, а в России на один рубль - одну единицу, то обменный курс должен составить два рубля за доллар. Если номинальный валютный курс валюты значительно отклоняется от паритета, то появляется возможность для торгового арбитража, так как производитель страны, чья валюта недооценена, может получить дополнительную прибыль от продажи товаров на внешних рынках. Это стимулирует экспорт и, соответственно, спроса на отечественную валюту.

Российский рубль - недооцененная валюта

Наиболее доступными источниками оценки паритета покупательной способности валют являются данные Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)[1], а также индекс Бигмака, рассчитываемый журналом The Economist[2] и сравнивающий стоимость бургера в различных странах мира. Несмотря на то, что первый метод гораздо шире, в отношении рубля они дают примерно схожие результаты. Согласно последним данным ОЭСР, в 2011 году паритетный курс рубля составлял 18 рублей за доллар, с учетом разницы в инфляции между Россией и США сейчас он составляет около 21 рубля за доллар.



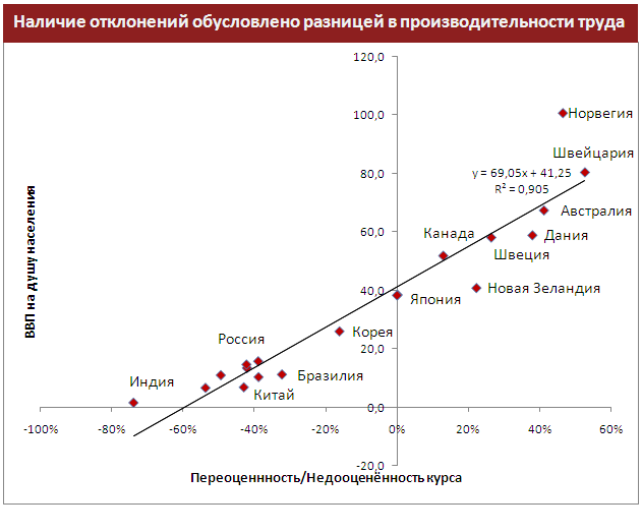
Источник: ОЭСР

При пересчете по номинальному курсу Бигмак в России стоит 2,55$, в то время как в США - 4,55$, это означает, что паритетный курс рубля по данной методике составляет около 19 рублей за доллар. Вне зависимости от способа оценки, согласно теории паритета покупательной способности рубль недооценен относительно доллара на 40-45%.

Разность в производительности и доходах населения стран объясняет наличие отклонений

По мировым меркам 40% это достаточно сильное отклонение, сравнимое с тем, что есть, например, в Китае или Польше. Наибольшая разница между паритетным курсом и номинальным наблюдается в Индии, где она превышает 70%. Наличие подобных отклонений во многом объясняется разницей в производительности труда между странами, которая обеспечивает более высокий ВВП на душу населения. Это ведет к более высоким зарплатам и соответственно более высокому уровню цен в развитых странах. Такое объяснение наличия отклонений подтверждается графиком, показывающего практически линейную зависимость между ВВП на душу населения страны и величиной отклонения паритетного курса национальной валюты от номинального.

[1] http://www.oecd.org/std/prices-ppp/purchasingpowerparitiespppsdata.htm
[2] http://www.economist.com/content/big-mac-index



Источник: ОЭСР, расчёты компании Доходъ

Производители развивающихся стран, в том числе России, имеют конкурентное преимущество в виде более слабой валюты, позволяющее получать дополнительную прибыль при экспорте своих товаров по сравнению с их сбытом на внутреннем рынке. В теории это должно способствовать росту спроса и укреплению валюты развивающейся страны. Однако на практике существует большое количество препятствия для осуществления подобной модели, в том числе в результате наличия торговых барьеров, действий Центральных Банков и прочего вида вмешательств.

Влияние паритета на поведение рубля перекрывается высокой ролью цены на нефть

В случае с российской валютой до 2008 года теория паритета покупательной способности на первый взгляд работала. Рубль после девальвации 90-х годов на протяжении десятилетия укреплялся, сократив отклонение паритетного курса от номинального с 70% до 40%. Однако большую роль здесь имел внешний фактор в виде роста цен на нефть и нефтепродукты, доля которых в экспорте до сегодняшнего момента остается на уровне 70%.

Ориентированные на конечного потребителя производители даже с учетом «слабого» рубля пока не в состоянии конкурировать на рынках развитых стран в силу низкого уровня развития бизнеса, высокого уровня государственной зарегулированности ряда отраслей и неразвитости правовых институтов, поэтому на текущий момент предпосылок для роста ненефтегазового экспорта нет. Это означает, что в случае с рублем теория паритета покупательной способности на данный момент не может служить сигналом его фундаментальной недооценки. В случае если Россия перейдет к росту производительности труда не за счет топливного сектора, правило паритета будет выполняться, а рубль станет перспективной валютой для инвестирования.

Торговые потоки из России говорят о возможности укрепления рубля

В текущих условиях, несмотря на серьёзный рост геополитических рисков, рубль сохраняет серьёзную поддержку со стороны товарных потоков. Основным фактором этого является высокая стоимость нефти, обеспечившая по итогам второго квартала профицит торгового баланса на уровне 54 млрд. долларов, что близко к исторически максимальным уровням.

Причиной ослабления рубля в 2014 году является нестабильность финансовых потоков, которые отображаются в пассивной части платежного баланса страны. Изменение спроса на иностранную валюту в первом квартале во многом было обеспечено населением, которое по пересмотренным данным приобрело её на сумму в 10 млрд. долларов (первичная оценка была на уровне 19 млрд. долларов). Помимо этого значительно выросла статья увеличения депозитов и выдачи новых ссуд российских банков заграницей.

Нормализация политического фактора в июне привела к укреплению рубля относительно доллара и евро к уровням начала года. Обострившаяся война санкций между Россией и ЕС вызвала очередной этап давления на российскую валюту во второй половине лета, поэтому по итогам третьего кварта мы, скорее всего, вновь увидим ускорение оттока капитала за счет покупки иностранной валюты населением.

При прочих равных условиях это означало бы, что у рубля на данный момент есть все шансы повторить поведение первой половины года, то есть укрепиться после спада политического давления. Однако стоит учесть, что если весной санкции были гипотетическими, то в июле они стали реальностью. Потеря источников иностранного финансирования для крупнейших российских банков означает дополнительные 7-10 млрд. долларов оттока капитала до конца года. Любое ужесточение финансовых санкций, например, запрет на кредитование российских государственных компаний в европейских банках, увеличит эту цифру, снижая потенциальную стоимость рубля к концу года.

Сценарии поведения рубля зависят от политических факторов

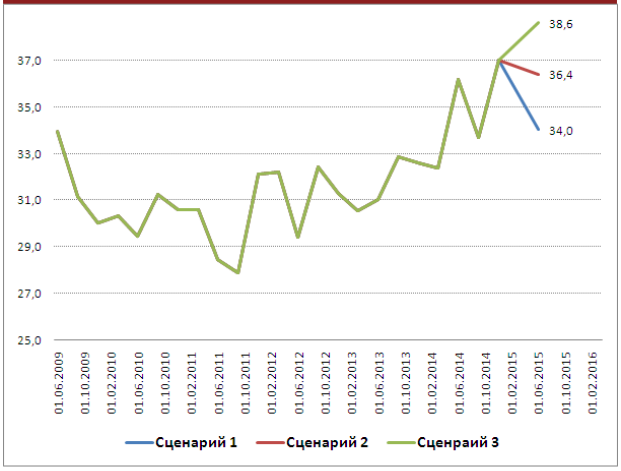
По нашим оценкам отток капитала за третий квартал уже достиг порядка 20 млрд. долларов, однако уход политического фактора в ценообразовании на валюту практически гарантирует его остановку в четвертом квартале. В первом оптимистичном сценарии мы рассматриваем налаживание отношений между Россией и Украиной, предполагающее прекращение любых военных действий, отмену санкций ЕС и США, а также отмену эмбарго на импорт продуктов со стороны России. В этом случае чистый отток капитала по итогам всего года не должен превысить 90 млрд., а курс российской валюты вернется к 34 рублям за доллар и 45,5 за евро.

Второй сценарий, который сейчас выглядит более реальным, предполагает наличие политической напряженности на международной арене, с сохранением текущих санкций, но без падения объёмов экспорта. В этом случае чистый отток капитала по итогам года должен составить до 100 млрд. долларов. Тем не менее, даже такие параметры говорят о чрезмерной недооценке российской валюты – её курс способен укрепиться до 36,4 рублей за доллар и 47,2 за евро

Сентябрь 2014

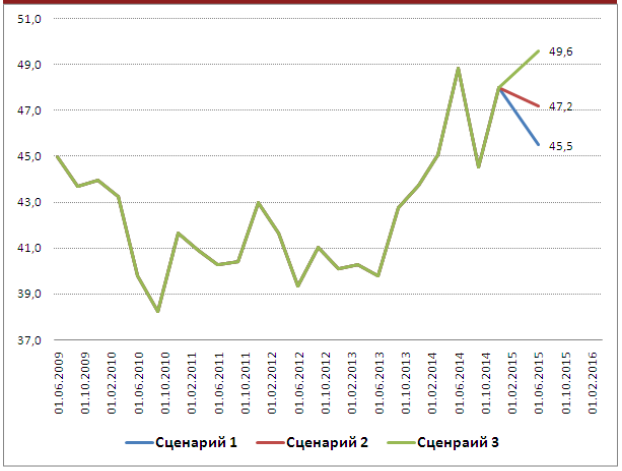
Расширение санкций и ускорение оттока капитала до 110 млрд. долларов по итогам года показывает на наш взгляд крайнюю границу падения рубля. Включив в этот сценарий падение экспорта на 5% в годовом выражении, мы получаем курс в районе 38,6 рублей за доллар и 49,6 за евро. Отметим, что в оценку мы также добавили потенциальное снижение стоимости евро на 5% относительно доллара в результате мер по смягчению денежной политики, предпринимаемых ЕЦБ для стимулирования экономического роста в регионе.

Сценарии для пары USD/RUB



Источник: расчёты компании Доходъ

Сценарии для пары EUR/RUB



Источник: расчёты компании Доходъ

Контактная информация

ДОХОДЪ
ФИНАНСОВАЯ ГРУППА

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

Аналитическая служба

+7 812 635-68-62

Всеволод Лобов, руководитель

Владимир Киселев

Артем Антипов

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

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.