

## Capital control: последняя мера поддержки рубля?

На фоне пикирующих цен на нефть курс рубля вплотную приблизился к историческим максимумам декабря 2014 г., что несет в себе угрозы роста инфляционных ожиданий, которые отслеживает ЦБ РФ. Однако текущая ситуация кардинально отличается от событий декабря 2014 г. – сейчас стоимость рубля фундаментально обоснована относительно параметров бюджета, в результате чего ужесточение монетарной политики (и тем более введение capital control) лишь еще сильнее навредит экономике и бюджету. Оперативной реакцией регулятора на текущее ослабление рубля может стать расширение лимитов и снижение ставок по операциям валютного РЕПО. Вместе с тем, в случае резкого повышения спроса на валюту со стороны населения, а также компаний (в рамках платежей по внешнему долгу) не исключаем введения отдельных «мягких» элементов capital control.

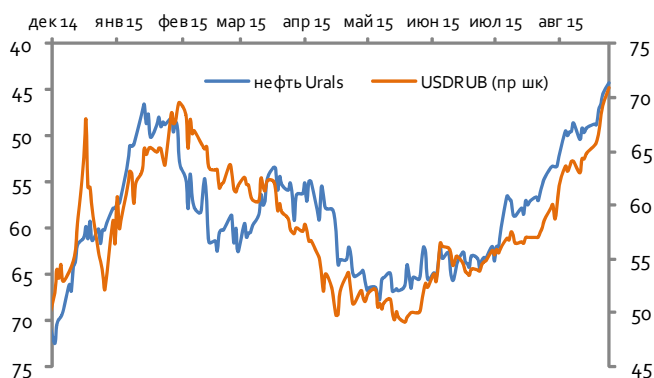
### Рубль: к экстремумам декабря 2014 г.

В понедельник, 24 августа, курс рубля превысил психологический уровень 70 руб. за доллар, вплотную приблизившись к максимумам декабря 2014 г. – января 2015 г. на фоне падения цен на нефть до 43,8 долл./барр. Причины слабости рынка нефти остаются прежними – профицит предложения при сохраняющемся росте количества буровых установок в США, ожидания наращивания добычи Ираном, риски дальнейшей либерализации экспорта нефти из США, а также замедление экономики Китая.

Напомним, что достижение курса доллара уровня 70-80 руб. в декабре прошлого года стало причиной резкого повышения ключевой ставки Центральным Банком с 10,5% до 17% годовых для купирования зарождающихся панических тенденций, как на валютном рынке, так и среди населения (ЦБ к тому моменту фактически отпустил рубль в свободное плавание). Кроме того, регулятор запустил инструменты предоставления валютной ликвидности банкам, а Правительство в рекомендательной форме «попросило» экспортеров продавать на рынке валютную выручку. На текущий момент можно с уверенностью сказать, что данные меры сработали (не без поддержки со стороны цен на нефть) – рубль к маю укрепился до 50 руб. за доллар, оказавшись лидером по динамике с начала года среди валют EM.

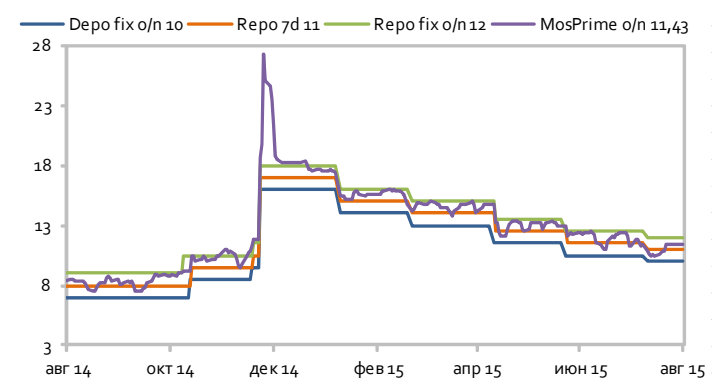
Возврат национальной валюты к значениям конца прошлого года вызывает опасения резкого повышения ключевой ставки ЦБ, а также введения тех или иных ограничений по движению капитала в случае дальнейшего ослабления рубля. Однако текущая ситуация кардинально отличается от событий прошлого года и, на наш взгляд, не требует активного вмешательства регулятора, который может воспользоваться существующими рыночными инструментами.

Нефть Urals и курс рубля



Источник: Reuters, PSB Research

Ставки ЦБ РФ и MosPrime o/n



Источник: Bloomberg, PSB Research

### Рубль и нефть: фундаментальная оценка.

Рубль достаточно давно прямолинейно реагирует на движение котировок нефти – текущая стоимость нефти Urals уже опустилась ниже уровня, обеспечивающего исполнение доходной части российского бюджета в 2015 г. – 3000-3100 руб./барр. (среднее значение с начала года пока несколько выше – 3226 руб./барр.). Фактически национальная валюта, отпущенная Центробанком в прошлом году в свободное плавание, на текущий момент выполняет функции «балансира» бюджета. Стоит отметить, что на фоне негативной динамики сырьевых площадок примеру ЦБ РФ последовал и казахский регулятор, отпустив в августе тенге.

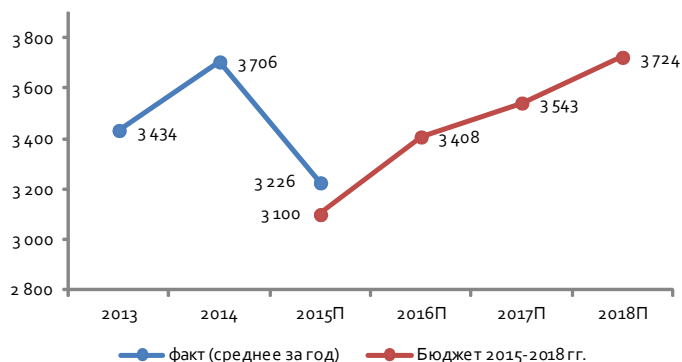
В результате, Банк России и Минфин оказались «заложниками» текущего падения цен на нефть. Напрямую поддерживать рубль в текущей ситуации означает играть против фундаментальной оценки валюты, т.е. фактически впустую тратить оставшиеся ЗВР. Вводить элементы capital control для ограничения падения рубля вслед за нефтью также контрпродуктивно – как в случае прямой поддержки, так и косвенной бюджет недополучит запланированные доходы, а его дефицит придется финансировать теми же накопленными ранее резервами.

Нефть Urals в рублях



Источник: Reuters, PSB Research

Стоимость нефти Urals в рублях



Источник: Bloomberg, Минфин, PSB Research

Монетарный курс рубля



Источник: Bloomberg, PSB Research

В результате, в сложившейся ситуации наиболее очевидным выходом является изменение фундаментальной оценки рубля, исходя из планового бюджета на 2016-2017 гг. Согласно Проекту Основных направлений бюджетной политики на 2016 г. и на плановый период 2017 и 2018 гг. в бюджет закладывается рублевая цена нефти Urals на уровне 3400-3700 руб./барр. При долгосрочном сохранении цен на нефть на уровне ниже 50 долл./барр. новая переоценка бюджетных расходов и доходов, на наш взгляд, неизбежна, однако, учитывая предстоящие выборы в 2016-2018 гг., существенного сокращения расходов не ждем (в частности, на оборону и по социальным обязательствам).

Таким образом, текущие уровни национальной валюты выглядят справедливо: спекулятивная составляющая в котировках рубля, с которой можно бороться монетарными мерами, практически отсутствует. При этом в декабре 2014 г. рублевая цена нефть со среднего уровня 3800 руб./барр. взлетела до 4600 руб./барр., что и потребовало вмешательство ЦБ РФ.

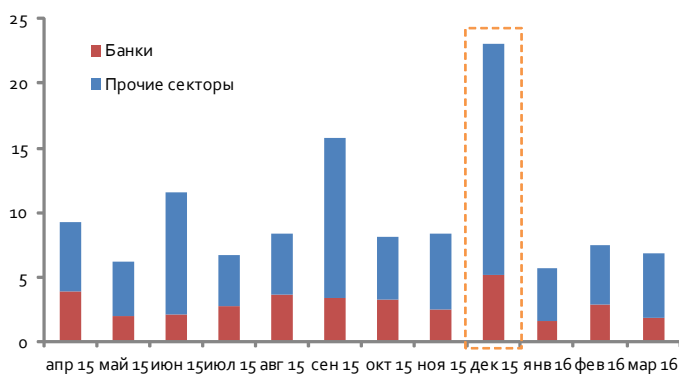
Если оценивать курс рубля относительно монетарных показателей денежных агрегатов к резервам ЦБ РФ, то текущий курс национальной валюты относительно доллара находится ровно посередине диапазона монетарных курсов, что также не предполагает оперативного вмешательства регулятора. Так, в роли верхней границы выступает отношение М2/ЗВР ЦБ и составляет порядка 90 руб./долл., нижней границе – отношение денежной массы в узком определении к чистым резервам Банка России (50,6 руб./долл.).

### Сценарий декабря 2014 г. – есть ли риск повторения?

Напомним, в конце прошлого года мощным фактором ослабления рубля помимо падения цен на нефть стал фактор выплат по внешнему долгу (в декабре 2014 г. объем выплат оценивался на уровне 32,6 млрд долл.).

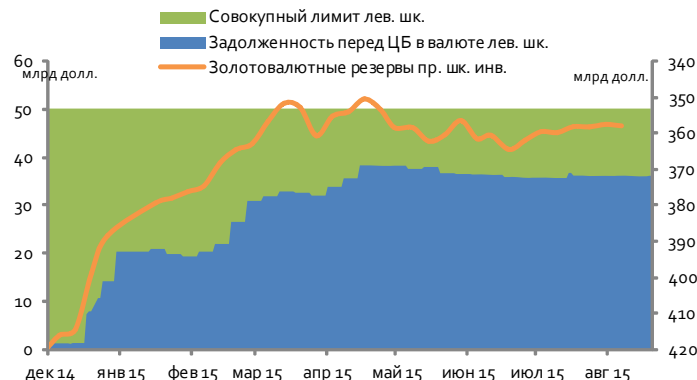
В декабре 2015 г., по данным ЦБ, также ожидается существенный объем платежей – порядка 23 млрд долл. С учетом того, что ожидания пиковых выплат в сентябре и декабре являются дополнительным фактором давления на рубль, ЦБ провел уточняющую оценку данных выплат. Согласно данным ЦБ, существенная часть выплат в сентябре приходится на внутригрупповые займы (по 30 крупнейшим компаниям), однако с декабрьскими выплатами все не столь очевидно. Так, из общего объема платежей в 23 млрд долл. на 30 крупнейших компаний приходится лишь 28% или 14% без учета внутригрупповых выплат, т.е. риски резкого спроса на валюту в конце года по-прежнему сохраняются.

**Выплаты по внешнему долгу, млрд. долл.**



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

**Задолженность по валютным инструментам ЦБ и ЗВР**



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Вместе с тем, Банк России, имея негативный опыт прошлого года, имеет возможность предупредить негативный сценарий. В частности, остается свободный лимит по инструментам предоставления валютной ликвидности в размере порядка 15 млрд долл. В качестве превентивной меры ожидаем от регулятора расширения лимитов и снижение минимальных ставок на еженедельных аукционах валютного РЕПО; в случае нарастания спроса на валюту логичным шагом выглядит повышение совокупного лимита на 10-20 млрд долл.

## Capital control: международный опыт говорит о негативных последствиях

Слухи о том, что российский регулятор рассматривает возможность введения контроля за движением капитала, стали появляться в СМИ в начале октября 2014 г. При этом руководство российского ЦБ опровергало все слухи на данную тему. Наиболее «свежим» упоминанием о возможности контроля за движением капитала стала статья в Bloomberg относительно наличия разных позиций по данному вопросу. В частности, по данным собеседников агентства, новый куратор денежно-кредитной политики ЦБ Дмитрий Тулин считает ошибкой полный отказ от ограничений в 2006 г.

В результате, несмотря на официальную позицию ЦБ РФ о недопустимости введения контроля за движением капитала, мы разобрали кейсы из международной практики возможных мер по введению ограничения на движение капитала: ниже приводятся «классические» ограничительные меры и инструменты, направленные на замедление темпов оттока капитала (и ослабления национальных валют). Данные меры проранжированы по жесткости и силе их воздействия на рынок.

Мера ужесточения	Вероятные последствия
Введение обязательной продажи экспортной выручки (или ее части)	Вместо продажи экспортной выручки для уплаты налогов (как это происходит сейчас) экспортеры могут начать занижать цены в экспортных контрактах и оставлять выручку в офшорах – приток валюты на рынок снизится.
Введение ограничений (временные и налоговые) на репатриацию прибыли от вложений в активы (в т.ч. ценные бумаги)	Привлекательность активов для нерезидентов резко снизится; восстановить доверие инвесторов будет крайне сложно.
Продажа валюты только под импортные контракты, либо ограничения курсовых колебаний (фиксация курса/привязка к ценам на нефть)	Развитие нелегальных схем конвертации и вывода капитала; сегментация валютного рынка с разными курсами для крупных компаний-экспортеров, для безналичных расчетов МСБ и для населения.
Ограничение обменных операций населения	Развитие «черного» валютного рынка, усиление недоверия населения к национальной валюте, бегство вкладчиков и т.п.
Замораживание валютных депозитов / принудительная конвертация в национальную валюту	Расцвет «черного» валютного рынка, полное недоверия населения к национальной валюте.

Рассмотренные нами сценарии введения валютных ограничений, в целом имеют больше негативного влияния на экономику, чем позитивного. Кроме того, мировая практика введения ограничений по движению капитала показывает крайне низкую эффективность данных мер. Так, МВФ в начале 2014 г. опубликовал исследование «Effectiveness of Capital Outflow Restrictions», где рассмотрел 38 попыток ограничений оттока капитала в разных странах, из которых только 2 признал относительно удачными (Малайзия - 1998 г. и Исландия - 2008 г.).

Отметим, что «удачные» примеры Малайзии и Исландии, на которые опирается МВФ, по времени совпали с улучшением ситуации в глобальной экономике, отчасти способствовавшем минимизации негативных последствий. Так, с 1998-1999 гг. наблюдался повышенный спрос на активы развивающихся стран, в число которых попала Малайзия. Поддержку Исландии оказал приток ресурсов от запущенного в 2009 г. первого этапа программы выкупа активов со стороны ФРС и длительный период низких долларовых ставок.

В текущих экономических реалиях – замедления темпов экономического роста в развивающихся странах, снижения цен на нефть, а также структурных проблем в российской экономике – введение ограничений по движению капитала лишь усилит отток капитала, а также окончательно подорвет доверие инвесторов к России.

Вместе с тем, мы не исключаем «мягких» мер capital control. В частности, более пристальное внимание российских регуляторов к продаже валютной выручки госкомпаниями. В случае ухудшения ситуации на валютном рынке (риск достижения рублем трехзначных значений) данная мера может перейти из «рекомендательной» в «обязательную». При этом более жестких ограничительных мер мы не ждем – вероятность негативных последствий для экономики слишком высока по сравнению с кратковременным ослаблением давления на национальную валюту.

ПАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

## PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полюттов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

## ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

Дмитрий Иванов

Ivanovdv@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Сибяев Руслан

sibaevrd@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

Устинов Максим

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 411-5130

### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

## ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.