

УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ, РОСТ ИНФЛЯЦИИ, СТАБИЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Вектор движения в 2010 г.

Предстоит укрепление рубля. С фундаментальной точки зрения курс рубля будет, как и прежде, определяться ценами на сырье. После чрезмерной девальвации в 2008–2009 гг. у российской валюты еще остались резервы роста, и мы думаем, что до конца 2010 г. рубль укрепится по отношению к бивалютной корзине на 6,5–7% в номинальном выражении. Основным двигателем роста обменного курса, вероятно, станут усиливающиеся инфляционные ожидания ЦБ и правительства, а процесс укрепления рубля будет сопровождаться значительной внутрисдневной волатильностью. По нашему прогнозу, на конец года рублевая стоимость бивалютной корзины составит 33,9 руб., а курс рубля к доллару достигнет 28 руб./долл. (исходя из прогноза курса доллара к евро, равного 1,43 долл./евро).

Замедление инфляции может оказаться недолговременным. Снижение инфляции в последние 10 месяцев стало скорее результатом кризиса (падение спроса, отток капитала и мировая дефляция), чем следствием изменения долгосрочных фундаментальных факторов ценовой динамики. Хотя в дальнейшем российские власти, вероятно, будут по-прежнему считать замедление роста цен одним из основных приоритетов, не исключено, что действие традиционных факторов инфляции скоро возобновится и к середине года приведет к развороту тренда. Согласно нашему прогнозу, по итогам 2009 г. инфляция потребительских цен составит 9%.

Ставка рефинансирования: снижение, затем повышение. Замедление инфляции позволило ЦБ снизить ставку рефинансирования с 13% в начале 2009 г. до 8,75% год спустя. При этом дефицит ликвидности на первом этапе кризиса и спекулятивный спрос на нее в период «управляемого ослабления» рубля усилили роль ЦБ как поставщика ликвидности на российский рынок. Однако с улучшением показателей торгового баланса спрос на средства ЦБ стал снижаться, и в дальнейшем эта тенденция, вероятно, сохранится. В ближайшие месяцы, по мере замедления инфляции, ЦБ, вполне возможно, опустит ставку еще на 50–75 б.п. Однако в условиях ожидающегося во II полугодии 2010 г. нагнетания инфляционного давления в российской и мировой экономике ЦБ, возможно, будет вынужден вновь прибегнуть к повышению ставок. Мы ожидаем, что к концу 2010 г. ставка рефинансирования окажется на уровне 8,5–9%.

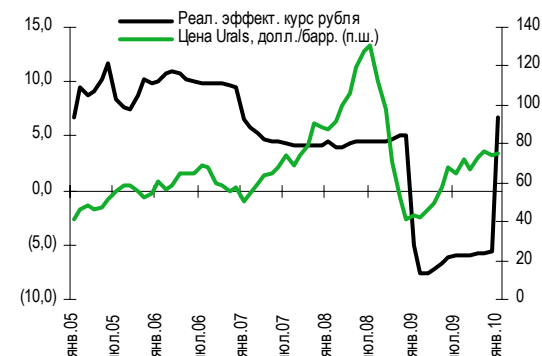
РУБЛЬ: ВСЕ ЕЩЕ «СЫРЬЕВАЯ» ВАЛЮТА

Тенденция к укреплению? Вероятно, да. В конце февраля рубль приблизился к 13-месячному максимуму и котируется в непосредственной близости от нижней границы коридора бивалютной корзины, установленного ЦБ в ноябре прошлого года на уровне 35–38 руб. Подобная динамика рубля сформировалась вопреки общему неприятию риска на мировых рынках и породила вопрос о том, не свидетельствует ли стойкость российской валюты о новом изменении курсовой политики ЦБ. Перспективы рубля стали выглядеть еще лучезарнее, после того как в начале 2010 г. министр финансов Алексей Кудрин и первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев высказались в поддержку сильного рубля.

Обменный курс по-прежнему определяется динамикой платежно-го баланса. Динамика курса рубля традиционно связана с показателями российского платежного баланса. Периоды сильного повышения цен на сырьевые товары обычно сопровождалось увеличением бюджетного профицита и притоком в страну спекулятивного капитала. Это, в свою очередь, усиливало давление в сторону укрепления рубля и в конечном счете вынуждало ЦБ идти на повышение курса. В ряде случаев, например, в 2004 и 2007 гг., ЦБ предпринимал попытки противостоять быстрому укреплению национальной валюты, не в последнюю очередь из-за усиления политического давления со стороны промышленного лобби. Однако результатом этого становилось резкое ускорение роста денежной массы, что, в свою очередь, порождало дополнительное инфляционное давление и в итоге вынуждало регулятора отказываться от попыток ослабления рубля.

Курс рубля определяется ценами на нефть

Реальный эффективный курс рубля и цена на нефть Urals

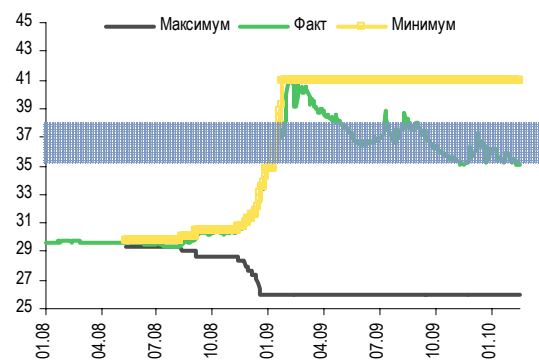


Источники: Bloomberg, ЦБ

Введение валютного коридора... В годы, предшествовавшие кризису, проведение Центробанком курсовой политики существенно осложнялось тем обстоятельством, что регулятор установил чрезвычайно узкий диапазон колебаний курса. Ситуация стала меняться непосредственно перед кризисом, в мае 2008 г., когда ЦБ установил так называемый коридор бивалютной корзины. В ходе управляемого ослабления рубля в конце 2008 г. – начале 2009 г. коридор был существенно расширен и составил уже 26–41 руб. Введение коридора позволило ЦБ сократить объем интервенций на валютном рынке и допустить существенное увеличение внутридневной волатильности курса. В ноябре 2009 г. ЦБ объявил об установлении нового, более узкого диапазона колебаний курса к бивалютной корзине, составившего теперь 35–38 руб., благодаря чему рынка составит более ясное представление о текущих тактических целях ЦБ. Однако границы нового валютного коридора установлены вовсе не навечно – по словам представителей ЦБ, они будут регулярно пересматриваться в ответ на изменения экономической ситуации и рыночной конъюнктуры.

Рубль едва ли выйдет из широкого коридора

Курс рубля к бивалютной (долл./евро) корзине: фактические данные и лимиты ЦБ

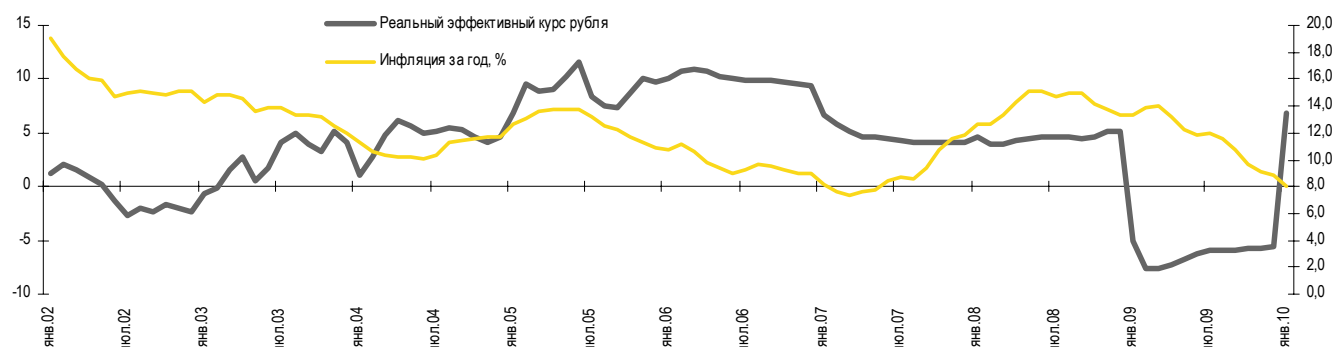


Источники: ЦБ, ММВБ, оценка УРАЛСИБа

...позволяет увеличить волатильность курса. В результате всех этих изменений Россия получила существенно более гибкий, хотя и более волатильный курс рубля. Но, если предсказуемость дневной курсовой динамики уменьшилась, то факторы, определяющие стратегическое направление курса и сложившееся в предыдущие годы, едва ли изменились. Даже после введения широкого диапазона внутридневных колебаний курса ЦБ остается главным игроком российского валютного рынка, и это, по существу, означает, что курс рубля по-прежнему является управляемым, а не плавающим. С фундаментальной точки зрения, судьба рубля по-прежнему сильно зависит от состояния торгового баланса и динамики цен на мировых рынках сырья.

Замедление инфляции компенсирует негативный эффект от ослабления рубля

Реальный эффективный курс рубля и потребительская инфляция, изм. за год в %



Источники: ЦБ, Росстат

ИНФЛЯЦИЯ: СО ВРЕМЕНЕМ РИСКИ ВЫРАСТУТ

Курс рубля может быть привязан к инфляционному тренду... В России инфляционные ожидания давно выступают одним из факторов курсовой политики. Ввиду существенной зависимости страны от импорта потребительских товаров (доля импорта в потреблении той или иной категории товаров колеблется от 5% до 100%, в настоящий момент в страну, например, ввозится около 26% потребляемого продовольствия), значительные изменения курса рубля неизбежно влияют на цены импортных потребительских товаров и динамику инфляции. Использование обменного курса в качестве антиинфляционного инструмента – особенно если рост цен обусловлен быстрым увеличением положительного сальдо торгового баланса и притока частного капитала, – обычно рассматривалось российскими властями как крайняя, но эффективная мера. Поэтому рубль укреплялся самыми высокими темпами в те моменты, когда органы власти, формирующие экономическую и кредитно-денежную политику, выдвигали в качестве главного приоритета борьбу с инфляцией, например, в 2005–2006 гг.

Укрепление рубля, рост инфляции, стабильные процентные ставки]

...а рост денежной массы указывает на инфляционные риски.

Функция обменного курса как антиинфляционного инструмента была искажена в 2008–2009 гг. в условиях кризиса, когда падение экспорта и внутреннего спроса породило дефляционное давление во всем мире. В России замедление инфляции было связано с тем, что положительное сальдо счета операций с капиталом, составившее 72 млрд долл. в 2007 г., быстро превратилось в отрицательное. По итогам 2008 г. был зафиксирован внушительный дефицит капитального счета – 148 млрд долл. Отток частного капитала был обусловлен преимущественно рефинансированием российского корпоративного внешнего долга за счет внутренних кредитных ресурсов, главным образом государственных. В этих условиях радикально изменилась динамика роста денежной массы: после рекордно быстрого ее увеличения в мае 2007 г., когда денежное предложение выросло на 60% относительно уровня годичной давности, рост агрегата M2 замедлился на 1,7% к декабрю 2008 г., а в первые три квартала 2009 г. был и вовсе отрицательным.

Падение спроса в условиях кризиса привело к замедлению инфляции... Последствия кризиса – в том числе устранение давления денежной массы и снижение спроса – нивелировали инфляционный эффект ослабления рубля и тем самым создали возможности для девальвации рубля без разгона инфляции. К апрелю 2009 г. инфляционный эффект девальвации себя исчерпал, не в последнюю очередь потому, что с середины февраля российская валюта стала отыгрывать сданные позиции.

...которое, возможно, будет недолгим. В результате действия факторов, порожденных кризисом (снижение спроса, мировая дефляция), 12-месячная инфляция, составившая 14% в марте 2009 г., замедлилась до 8% в январе 2009 г., что дало российским властям повод для оптимистических заявлений о возможности дальнейшего существенного снижения темпов роста цен. Однако мы по-прежнему предполагаем, что период замедления инфляции может вскоре завершиться.

Фундаментальные факторы инфляции все еще действуют...

Ускорение инфляции возможно как минимум по двум причинам. Во-первых, эффект от ослабления давления денежной массы полностью исчерпал себя к концу 2009 г, когда был зафиксирован рост агрегата M2 на 16% по сравнению с декабрем 2008 г. Это стало результатом увеличения положительного сальдо торгового баланса, а также прекращения оттока частного капитала. Во-вторых, очевидно, что факторы, разгонявшие инфляцию в предшествующие годы, по-прежнему не утратили своего значения. Назовем прежде всего повышение регулируемых тарифов (хотя и меньшее, чем планировалось изначально), рост реальных доходов населения (в последнее время наблюдающийся скорее в бюджетной сфере, чем в частном секторе), низкий уровень конкуренции и монополизация многих секторов экономики.

...и, вероятно, будут способствовать росту цен во II полугодии 2010 г.

Вышесказанное означает, что замедление инфляции может вскоре смениться ее стабилизацией, а затем и постепенным ускорением роста цен. Хотя в ближайшие два-три инфляция, вполне возможно, будет еще замедляться, к середине года рост цен, скорее всего, стабилизируется на уровне приблизительно 7% относительно показателя годичной давности, а затем станет набирать обороты и к концу года достигнет примерно 9%.

Инфляция замедляется, но как долго это продлится?

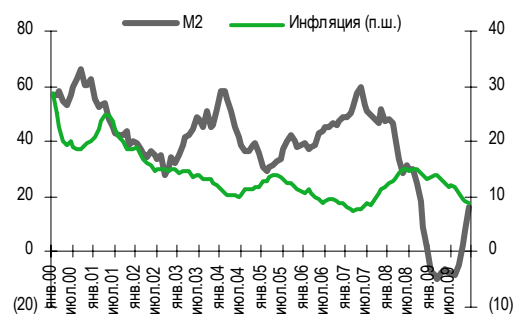
Уровень инфляции: фактические данные и прогноз УРАЛСИБа, изм. за год в %



Источники: Росстат, оценка УРАЛСИБа

Замедление роста денежной массы закончилось

Динамика денежной массы (M2) и инфляции за год, %



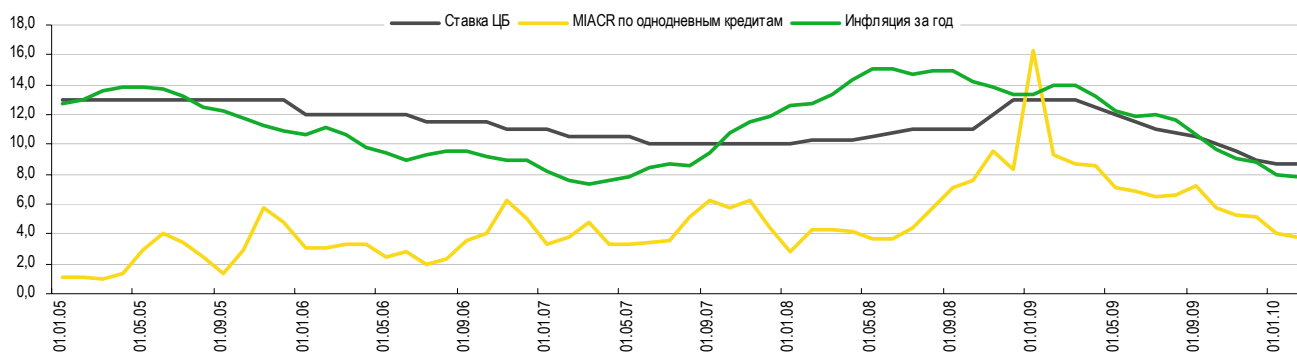
Источники: ЦБ, Росстат, оценка УРАЛСИБа

СТАВКА РЕФИНАНСИРОВАНИЯ: ВОЗМОЖНО ДАЛЬНЕЙШЕЕ СНИЖЕНИЕ, НО ЕДВА ЛИ ЗНАЧИТЕЛЬНОЕ

Ставки ЦБ не определяли стоимость ликвидности... Рынок в течение долгого времени воспринимал ставку рефинансирования лишь как некий общий индикатор приоритетов политики ЦБ, но не как показатель стоимости ликвидности для банковской системы. Причина в том, что в последние двадцать лет страна жила в условиях чрезвычайно высокой инфляции, которая была не столько результатом мягкой денежно-кредитной политики, сколько следствием профицита торгового баланса, экономических дисбалансов и незавершенности рыночных реформ (таких, например, как реформа тарифов). Уровень ликвидности в банковском секторе больше зависел от положительного сальдо торгового баланса, чем от денежно-кредитной политики регулятора, что в значительной мере объясняет, почему в последнее десятилетие, за исключением двух месяцев 2008–2009 гг., ставки по кредитам «овернайт» на межбанковском рынке были обычно существенно ниже официальной ставки рефинансирования.

Несоответствие: коммерческие и официальные ставки vs инфляция

Динамика ставки рефинансирования ЦБ, ставки MIACR по однодневным кредитам и инфляции за год, %



Источники: ЦБ, Росстат, ММВБ

...поскольку банки в изобилии получали короткие деньги из-за рубежа. Это создавало ситуацию, при которой на российском рынке всегда наблюдалось изобилие краткосрочной ликвидности. Однако высокие политические риски и инфляционные ожидания оказывали сильное давление на долгосрочные ставки и, соответственно, стоимость кредитных ресурсов для корпоративных заемщиков и населения. В предкризисные годы это вынуждало многие российские компании привлекать финансирование на мировых кредитных рынках: в 2005 г. внешний долг российского частного сектора вырос на 60%, в 2006 – еще на 50%, в 2007 – вновь на 60%. С января 2005 г. до июля 2008 г. внешний долг частного сектора увеличился почти в пять раз.

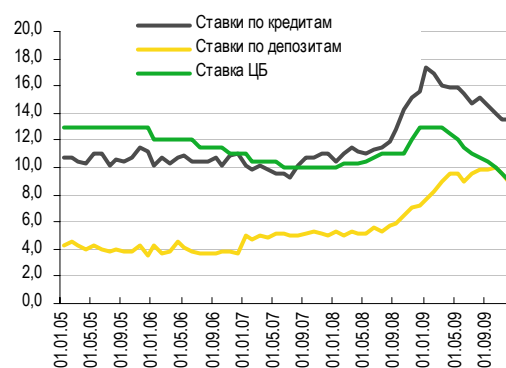
Кризис изменил отношение рынка к ставкам ЦБ... Столь масштабные заимствования за рубежом еще больше увеличили приток иностранного капитала, бывший и без того внушительным в условиях значительного роста торгового профицита. Все это вело к росту объема ликвидности в системе и еще больше отбивало у ЦБ охоту к снабжению банков ликвидностью по приемлемым ставкам. Таким образом, динамика ставок ЦБ до кризиса оставалась вещью в себе: рынок принимал ее к сведению, но она не оказывала почти никакого влияния ни на экономику, ни на ситуацию с ликвидностью.

...поскольку закрылись мировые кредитные рынки. Все это изменилось чуть ли не за один день в конце 2008 г., когда мировые кредитные рынки захлопнули двери перед большинством заемщиков, в том числе российских. Будучи отрезанными от традиционных источников рефинансирования, многие российские банки и их корпоративные клиенты обратились к российскому правительству и ЦБ РФ как к кредиторам последней инстанции. В этой ситуации значение ставок ЦБ и предлагаемых регулятором денежных опционов резко возросло, в немалой степени потому, что именно в этот момент проводилась постепенная девальвация рубля. Это позволило многим участникам рынка, имевшим доступ к средствам ЦБ, получать значительный доход от ежедневных валютных спекуляций.

Замедление инфляции создало возможности для снижения ставок в период после девальвации рубля. И лишь в феврале–

Снижение ставок по кредитам коммерческих банков

Ставка ЦБ, ставки по депозитам и кредитам коммерческих банков, %



Источники: ЦБ

марте 2009 г., когда курс рубля стал стабилизироваться, а затем и расти, на российском рынке ликвидности наметились признаки нормализации. Это сопровождалось ростом котировок на сырьевых и фондовых рынках, а также замедлением инфляции в России и во всем мире. Результатом стало радикальное изменение политики ЦБ в области процентных ставок: с 13% в марте 2009 г. ставка рефинансирования опустилась до 8,75% в начале 2010 г. Однако ставки по кредитам «овернайт» на межбанковском рынке также последовали за этим трендом: с январского пика (16%) они уменьшились вдвое уже в марте 2009 г., а затем продолжали снижаться и к январю 2010 г. упали в среднем ниже 4%.

...однако эта тенденция может и не сохраниться. Если в ближайшие месяцы замедление инфляции продолжится, на что мы рассчитываем, то вполне возможно дальнейшее снижение ставки рефинансирования ЦБ с текущего уровня 8,75% до 8–8,25%. Однако нельзя исключать, что в уже мае–июле 2009 г. замедление инфляции прекратится, а затем начнется постепенный рост потребительских цен, который станет особенно заметным начиная с сентября. Если эти предположения подтвердятся, то примерно в это время можно ожидать пересмотра Центробанком политики процентных ставок. По нашему прогнозу, до конца 2009 г. официальная ставка рефинансирования может подняться до 8,5%–9%.

Бизнес-направление по операциям с акциями ФК «УРАЛСИБ»

Главный исполнительный директор по инвестиционно-банковскому обслуживанию

Марк Темкин, tem_ma@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипенченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru

Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru

Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru

Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редакторская группа

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru (англ. яз.)

Тимоти Холл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru,

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Управление продаж

Москва

+7 (495) 723 7026

Лондон

+44 (0)20 7562 8012

Нью-Йорк

+1 (212) 453 3525

+1 (212) 557 4444

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Эпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Эпитал 2010