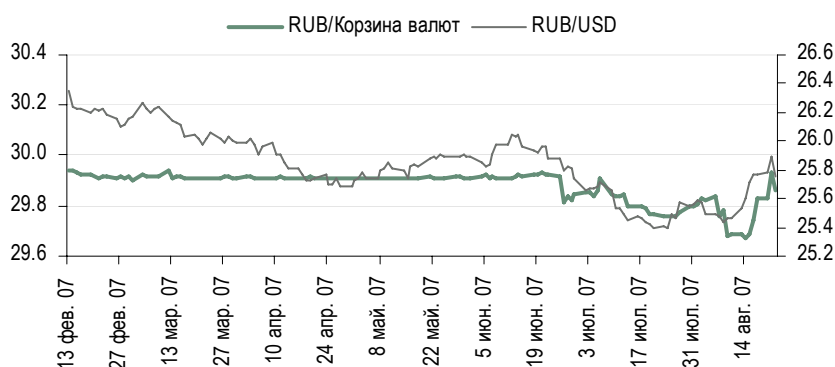


Рубль и рублевая ликвидность Неприятность эту мы переживем

- Несмотря на нестабильность рыночной ситуации, мы сохраняем свой прогноз валютного курса на конец года на уровне 25.0 рублей за доллар США. По нашему мнению, фундаментальные факторы по-прежнему играют важную роль на рынке USD/RUB.
- Нынешнее ослабление рубля и скачок ставок денежного рынка связаны с оттоком краткосрочного инвестиционного капитала нерезидентов (так называемых «горячих» денег).
- Чистый ввоз капитала частным сектором в первом полугодии достиг USD67 млрд, но в этом объеме доля «горячих» денег не превышает трети, и большая часть их уже выведена с российского рынка.
- По нашей оценке, объем средств, которые еще могут быть уведены с российского рынка, сейчас не превышает USD 5-7 млрд. Если это произойдет, рубль испытает краткосрочное давление, которое, впрочем, вскоре прекратится.
- Спекулятивный капитал наводнил российский рынок после снятия ограничений на проведение валютных операций с первого января нынешнего года. Денежный рынок отреагировал снижением ставок, курс рубля укрепился, а золотовалютные резервы возросли. Отток капитала означает лишь возврат к состоянию, имевшему место до либерализации рынка.
- Без портфельных инвестиций из-за рубежа укреплению рубля будут способствовать активное сальдо счета текущих операций и приток прямых иностранных инвестиций. Именно эти факторы стимулировали рост курса национальной валюты в прошлом году и ранее.
- Инфляционное давление, как и прежде, вызывает опасения, поэтому Банк России будет вынужден пойти на укрепление рубля в номинальном выражении, чтобы удержать инфляцию в рамках установленного ориентира на текущий год.
- В следующем году, однако, профицит счета текущих операций скорее всего сократится, что обусловит стабильный курс рубля относительно корзины валют.

Рисунок 1. Динамика валютного курса



Источник: Банк России

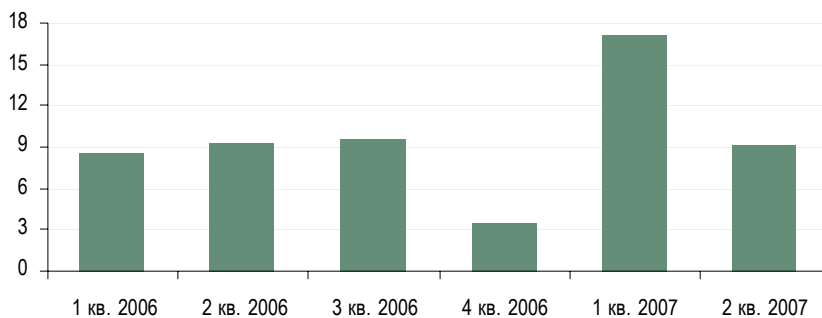
На первый взгляд, нынешний глобальный кризис кредитных рынков имеет весьма отдаленное отношение к рынку российскому и, в частности, к динамике курса USD/RUB. Однако в условиях глобализации рубль успел занять свое место среди валют международного рынка и более не может оставаться в стороне от мировых событий.

Следует обратить внимание на два важных фактора, от которых в среднесрочной перспективе будет зависеть динамика курса USD/RUB. Во-первых, в результате интеграции российский денежный рынок стал неотъемлемой частью глобального движения денег (см. отчет «Рубль и рублевая ликвидность – давление повышается» от 21 мая 2007 г.). Во-вторых, сейчас наблюдается стремительное ухудшение динамики счета текущих операций России. Однако на данном этапе мы воздержимся от пересмотра своего прогноза валютного курса на конец нынешнего года (25.0 рублей за доллар США).

В прогнозировании курса валют мы основываемся на фундаментальном анализе. По нашему мнению, в случае развивающихся рынков динамика валютного курса главным образом зависит от сальдо счета текущих операций и объема прямых иностранных инвестиций (ПИИ). С точки зрения этих базовых факторов ситуация в нынешнем году остается исключительно благоприятной для рубля, однако в дальнейшем возможно серьезное ухудшение.

По сравнению с другими странами с переходной экономикой Восточной Европы в России бурный рост начался гораздо позже. Приток ПИИ лишь недавно стал набирать обороты, и постоянно появляются сообщения о новых инвестиционных проектах. В том, что касается ПИИ, принципиальное значение имеет фаза цикла, поскольку репатриация доходов на более позднем этапе может оказать существенное давление на курс национальной валюты. Очевидно, что Россия пока не подошла к этой стадии, поэтому увеличение ПИИ продолжает оказывать поддержку рублю (рис. 2).

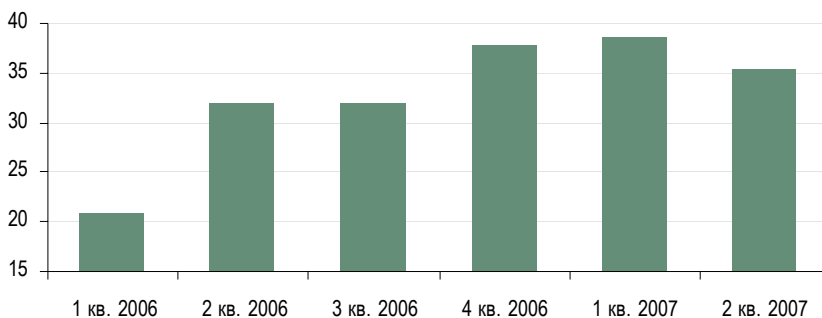
Рисунок 2. Объем прямых иностранных инвестиций в России, USD млрд



Источник: Банк России

С иностранными инвестициями не все так просто. Значительная часть прямых инвестиций оборачивается импортом оборудования, и следовательно, отчасти нейтрализуется увеличением импорта, отражаемого по счету текущих операций. В последнее время эта проблема стала весьма заметной (рис. 3).

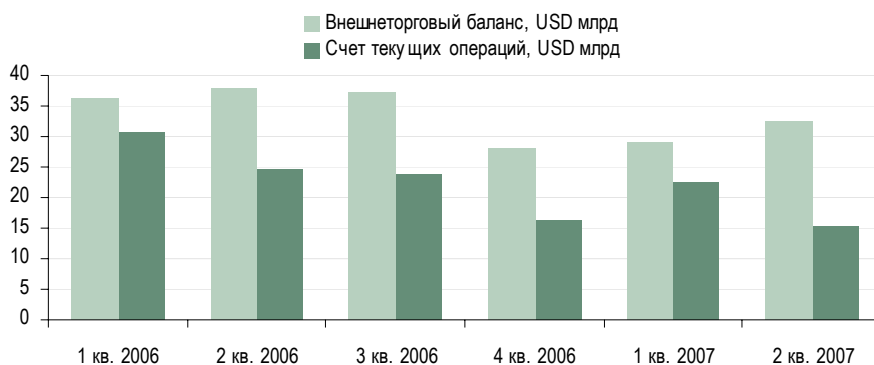
Рисунок 3. Годовые темпы роста импорта, %



Источник: Банк России

Ключевым фактором укрепления рубля в течение длительного времени было значительное активное сальдо счета текущих операций, но сейчас ситуация меняется, причем быстрее, чем мы предполагали. Хотя обстоятельный анализ счета текущих операций и прогноз его состояния выходят за рамки настоящего отчета (мы планируем отдельную публикацию совместно с нашими экономистами), уже сейчас очевидно, что рост бюджетных расходов (инвестиции и расходы на содержание бюджетной сферы) в сочетании с облегченным доступом к кредитам для населения и частного сектора привели к взрывному росту импорта потребительских и инвестиционных товаров. Как следствие, еще недавно казавшийся неизбежно устойчивым профицит может сойти на нет уже к концу следующего года (рис. 4).

Рисунок 4. Сальдо внешнеторгового баланса и счета текущих операций



Источник: Банк России

Исходя из вышесказанного, можно предположить, что время, когда тенденция укрепления рубля относительно доллара не вызывала сомнений, подходит к концу. По мере ослабления повышательного давления на курс рубля со стороны профицитного счета текущих операций повышается вероятность того, что Банк России в конечном итоге осуществит давно заявленные намерения и откажется от политики управления валютным курсом в пользу более традиционного управления процентными ставками. При этом курс рубля к корзине валют будет относительно стабильным, а динамика курса USD/RUB будет определяться колебаниями в паре USD/EUR.

Впрочем, речь сейчас идет о более отдаленной перспективе, а пока мы уверены, что наш прогноз валютного курса на конец текущего года сбудется. Сальдо счета текущих операций до конца года останется в зоне положительных – и немалых – значений, а приток ПИИ продолжится (по крайней мере в рамках уже заявленных проектов). Истинная причина ухудшения ситуации на денежном рынке и нынешнего ослабления рубля кроется в оттоке краткосрочного капитала с российского денежного рынка, что вновь подводит нас к теме глобализации.

Зарубежные инвесторы в полную силу развернулись на российском денежном рынке после снятия валютных ограничений первого января 2007 г. Никто не сомневался в укреплении рубля, что в сочетании с подчас высокими ставками на местном денежном рынке привело к массовому притоку портфельных денег через счет движения капитала. В значительной степени этот приток объясняется проведением аукционов по продаже активов ЮКОСа, размещением акций Сбербанка и ВТБ и заимствованиями российских банков и компаний для финансирования роста. Однако еще одной важной составляющей стало движение средств на денежном рынке. Оценить долю денежного рынка в потоках капитала на данном этапе затруднительно, поскольку данные за второй квартал представлены не в полном объеме. Согласно расчетам Банка России, в первом полугодии чистый ввоз капитала частным сектором достиг USD67.1 млрд. Реальный сектор экономики и население привлекли USD38 млрд, причем данная сумма включает чистые ПИИ и предоставленные корпорациям кредиты, которые вряд ли использовались для спекуляций на денежном рынке. Остальной капитал (USD39 млрд) был ввезен банками. Вместе с тем, ввоз капитала банковской системой включает средства, привлеченные местными банками через размещение акций и облигаций и посредством синдицированных

кредитов для наращивания розничного и корпоративного ссудного портфеля, а значит, мы также должны исключить их (по нашей оценке, не менее USD15 млрд). Таким образом, суммарные инвестиции на российский денежном рынке не превышают USD 24 млрд. Возможность для более точных расчетов появится только после публикации детализированного платежного баланса за второй квартал.

Для перепроверки допущений рассмотрим возможные сферы вложения денег – выпуски облигаций корпоративными эмитентами первого эшелона, банковские депозиты и корреспондентские счета в Банке России. Как видно из рис. 5, уровень «нерабочей» рублевой ликвидности (наиболее вероятный объект инвестиций на денежном рынке) с начала второго квартала резко пошел в гору, и к середине июня «праздник ликвидности» обеспечил приток в размере почти USD50 млрд. Конечно, немалую его часть составили депозиты, открытые в связи с уже упоминавшимися аукционами по продаже активов ЮКОСа и размещениями акций банков, но, что примечательно, сейчас совокупный объем ликвидности лишь на USD5 млрд превышает уровень марта, когда поступление средств активизировалось.

Рисунок 5. Показатели рублевой ликвидности



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

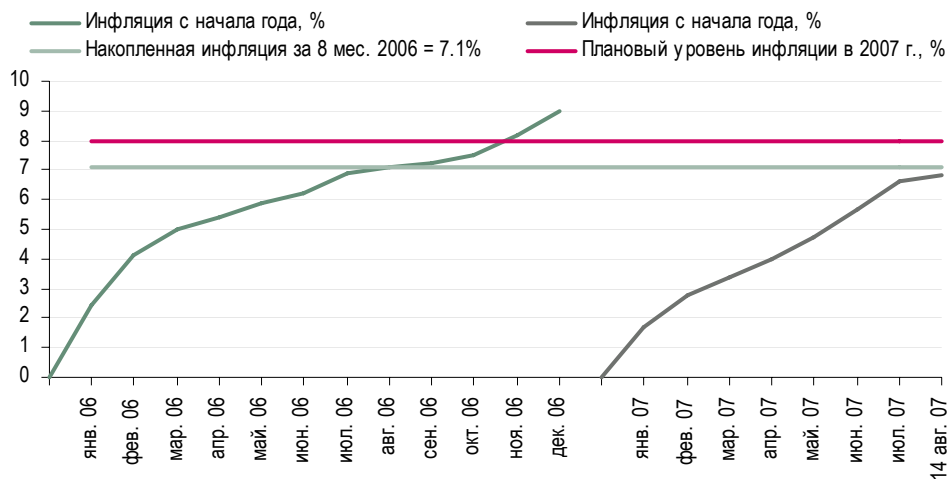
Таким образом, можно предположить, что после нескольких дней массового вывода средств с российского денежного рынка остаток «горячих» денег, которые могли бы уйти с местного рынка, не превышает USD5 млрд. Следует принять во внимание также средства, инвестированные в другие инструменты (например, облигации первоклассных заемщиков), но исходя из представленных выше расчетов и масштабов вывода денег с российского рынка за последнюю неделю мы полагаем, что отток не превысит USD 7 млрд. Такой объем ликвидности может покинуть рынок в ближайшие несколько дней.

После того как отток спекулятивного капитала завершится, жизнь вернется в нормальное русло – сальдо счета текущих операций и приток ПИИ продолжают оказывать повышательное давление на курс рубля. При незначительных потребностях в рефинансировании это давление сохранится, даже если портфельные инвестиции не вернуться на российский рынок, а рынки капитала останутся закрытыми до конца года.

Банк России, однако, вынужден решать еще одну проблему. Как известно, рост ИПЦ с начала года уже достиг 6.8% при заявленном годовом максимуме в 8.0% (рис. 6). Мы также неоднократно писали, что в год выборов задачи по сдерживанию инфляции должны быть выполнены в обязательном порядке, а Банк России может бороться с инфляцией, только допуская повышение курса национальной валюты. Напрашивается вывод: укрепление рубля все-таки произойдет и, возможно, совсем скоро, причем Банк России, как обычно, постарается сделать это максимально неожиданно. Заметим, что наши партнеры по совместному предприятию из Royal Bank of Scotland прогнозируют на конец года курс USD/EUR на уровне 1.39, что также должно способствовать восстановлению тренда укрепления рубля. Даже движения в соответствии с динамикой валютной пары USD/EUR будет достаточно

для того, чтобы российская валюта укрепилась до уровня 25.4 рубля за доллар США. Не вызывает сомнений и дальнейшее усиление позиций рубля относительно бивалютной корзины.

Рисунок 6. Показатели инфляции



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

В заключение еще раз подтвердим свой прогноз на конец 2007 г. на уровне 25.0 рублей за доллар США; однако в последующие годы мы, возможно, уже не будем наблюдать укрепление рубля.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Компании второго эшелона + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев
Виктор Дима

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Oванес Оганисян

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электрэнергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Склиар

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбег
Akazbegi@rencap.com
Дэвид Фергусон
Иван Ким

Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова
Владислав Носик

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Дмитрий Поляков
Наргиз Садыхова

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Трэвис Джонс

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100