

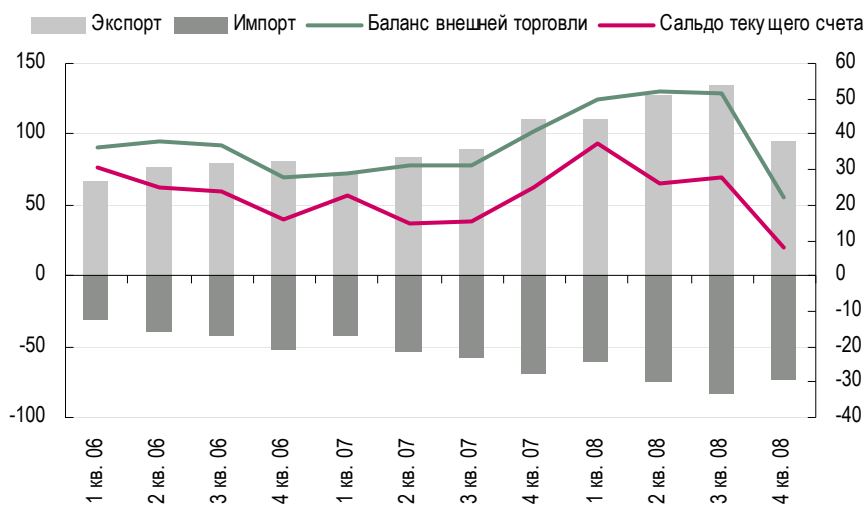
Платежный баланс России за 2008 г. Корректировка валютного курса неизбежна

- По данным Банка России, профицит платежного баланса в 2008 г. увеличился до USD98.9 млрд, что стало возможным главным образом благодаря активному сальдо внешней торговли в USD154 млрд, зарегистрированному по итогам девяти месяцев года. Сальдо счета текущих операций в четвертом квартале осталось активным (USD8 млрд) при средней цене на нефть USD55 за баррель и среднем курсе рубля к доллару США 27.4.
- Чистый отток капитала из России в четвертом квартале 2008 г. в размере USD130 млрд резко контрастирует с объемом поступлений капитала в 2007 г. (USD83 млрд).
- Ослабление рубля относительно доллара США на 11%, зафиксированное в четвертом квартале, не остановило отток спекулятивного капитала, но замедлило рост импорта. Дальнейшее снижение курса рубля будет иметь такие же последствия, если Банк России не откажется от проводимой сейчас политики поэтапной девальвации.
- В то же время, существуют структурные ограничения, сдерживающие сокращение импорта вследствие девальвации, следовательно, уменьшение золотовалютных резервов Банка России будет неизбежным в связи с выплатой долгов (если только цены на нефть не начнут быстро восстанавливаться).
- В настоящем отчете мы приводим расчет соотношения равновесной стоимости российской валюты (при которой счет текущих операций будет сбалансированным) и цен на нефть, а также оценку отклонения равновесного курса при проведении политики сглаженного изменения валютного курса. Согласно нашим расчетам, при средней цене на нефть на уровне USD40 за баррель доллар должен стоить 37 рублей.
- Мы по-прежнему считаем, что осуществляемая Банком России политика постепенной девальвации усиливает давление на рубль практически безотносительно фундаментальных факторов и, следовательно, может привести к избыточному ослаблению национальной валюты.
- Поскольку отток капитала – а значит, и расходование резервов – набирает угрожающую скорость, мы ожидаем одномоментной девальвации российской валюты в течение ближайшего месяца до уровня примерно 37 руб. за доллар.
- По нашему мнению, вскоре после этого рубль начнет восстанавливать утраченные позиции благодаря развороту части потоков капитала и улучшению показателей счета текущих операций.
- В свете вышесказанного мы внесли корректировки в краткосрочные прогнозы курса рубля относительно доллара США. Наши долгосрочные оценки на данном этапе остаются без изменений.

Платежный баланс

Банк России 13 января представил предварительную оценку состояния платежного баланса страны по итогам 2008 г. Профицит счета текущих операций составил USD98.9 млрд по сравнению с USD76.2 млрд в 2007 г. Активное сальдо внешней торговли по результатам 2008 г. достигло USD176.6 млрд, что на 35% выше, чем годом ранее (USD130.9 млрд). Это обусловлено ростом экспорта на 32% до USD469 млрд по сравнению с USD354 млрд в 2007 г., что стало возможным главным образом благодаря увеличению средней цены на нефть на 36% (в предыдущем году экспорт вырос на 17%). Импорт в 2008 г. составил USD292.5 млрд, что соответствует росту на 31% – это несколько ниже показателя, зарегистрированного годом ранее (36%).

Рисунок 1. Динамика текущего счета и торгового баланса России, USD млрд



Источник: Банк России

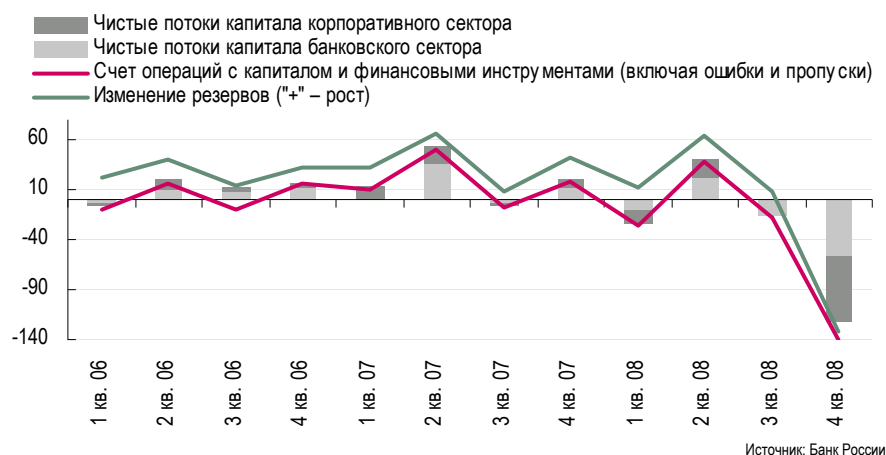
Снижение средней цены на нефть с USD110 за баррель в третьем квартале до USD55 в четвертом квартале 2008 г. обусловило уменьшение объемов экспорта – с USD135 млрд до USD95 млрд. Согласно нашим расчетам, при средней цене нефти на уровне USD40 за баррель в 2009 г. объем российского экспорта упадет до USD70 млрд, а сальдо торгового баланса приблизится к нулю.

В связи с девальвацией курса рубля к бивалютной корзине на 6% в декабре 2008 г. темпы роста импорта замедлились по сравнению с уровнем, достигнутым в декабре предыдущего года. Этого, однако, оказалось недостаточно, чтобы предотвратить вывод спекулятивного капитала из страны.

Чистый отток капитала из России в 2008 г. составил USD130 млрд, тогда как в предыдущем году чистый приток капитала был равен USD83 млрд. Отток средств произошел в основном в четвертом квартале; по итогам первых трех кварталов 2008 г. чистое поступление капитала достигло 0.6 млрд. В октябре-декабре чистый отток средств из банковской системы составил USD56 млрд, а из корпоративного сектора и у населения – USD74 млрд (данные представлены с учетом ошибок и пропусков).

Из-за бегства капитала и уменьшения сальдо счета текущих операций в четвертом квартале 2008 г. валовые валютные резервы России сократились на USD45 млрд по сравнению с концом 2007 г. В октябре-декабре резервы снизились на USD131 млрд, что практически соответствует чистому оттоку средств из частного сектора.

Рисунок 2. Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами, USD млрд



Мы ожидаем, что отток капитала в первом квартале 2009 г. продолжится, но более медленными темпами, чем в четвертом квартале 2008 г. Сальдо текущего счета в январе-марте, вероятно, станет отрицательным; его динамика будет зависеть от валютной политики Банка России. Объем валютных резервов, по нашим прогнозам, продолжит сокращаться.

Таблица 1. Показатели платежного баланса России

USD млрд	2007	2008П	9 мес. 2008	4 кв. 2008П
Счет текущих операций	76.2	98.9	90.8	8.1
Торговый баланс	130.9	176.6	154.4	22.2
Экспорт	354.4	469.0	373.7	95.3
Импорт	-223.5	-292.5	-219.3	-73.2
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	85.9	-128.4	1.3	-129.7
Государственный сектор	-0.2	-14.6	-5.6	-9
Обязательства	6.5	-12.1	-4	-8.1
Активы	-6.7	-2.5	-1.6	-0.9
Банковский сектор	45.8	-57.4	-1.2	-56.2
Обязательства	70.9	9.0	37.1	-28.1
Активы	-25.1	-66.4	-38.3	-28.1
Корпоративный сектор и население	49.5	-57.0	7.9	-64.9
Обязательства	144.7	90.6	99.2	-8.6
Прямые иностранные инвестиции в Россию	47.1	58.7	52.2	6.5
Активы	-95.1	-147.6	-91.3	-56.3
В том числе наличная валюта («-» – покупка)	15.7	-24.8	5.3	-30.1
Чистые ошибки и пропуски	-13.2	-15.8	-6.4	-9.4
Изменение валютных резервов («+» – рост)	148.9	-45.3	85.7	-131.0

Источник: Банк России

Валютный курс: что дальше?

Мы обращаем внимание на следующее:

- Девальвация неизбежна, если цены на нефть останутся в районе USD40 за баррель.
- Из-за 8%-ного обесценивания рубля относительно корзины в четвертом квартале резко замедлился рост импорта – с 42% в январе-сентябре до 5% в октябре-декабре.
- Средняя стоимость нефти в четвертом квартале составила USD55 за баррель. Снижение цен на нефть в первом квартале нового года будет означать дальнейшее ухудшение показателей счета текущих операций и окажет дополнительное давление на сальдо счета операций с капиталом.

Рисунок 3. Динамика курса рубля к бивалютной корзине с сентября 2008 г. по январь 2009 г.



Источник: Банк России

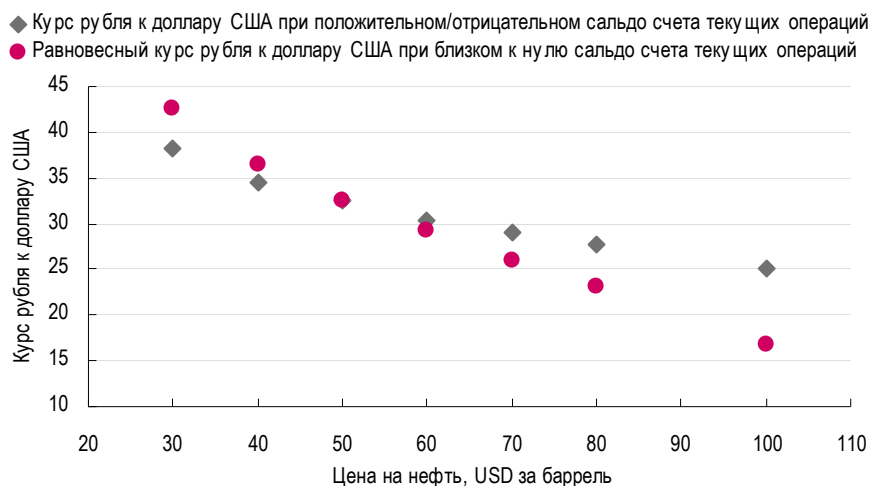
Мы смоделировали равновесный валютный курс, отражающий новые условия, с которыми столкнулась российская экономика. Поскольку состояние экономики в значительной степени зависит от мировых цен на нефть, равновесный курс определяется относительно различного уровня цен. Как видно из рис. 4, равновесный валютный курс достигается при сбалансированном счете текущих операций (сальдо, близком к нулю). Результаты моделирования показывают, что в 2009 г. при средней стоимости нефти USD40 за баррель равновесным является курс 36 руб. за доллар США. При цене нефти в USD50 за баррель равновесие достигается примерно на уровне 32.5 руб. за доллар.

В периоды падения (или роста) цен на нефть власти в целях предотвращения резкой девальвации (укрепления) рубля могут при помощи валютных интервенций искусственно удерживать его курс выше (ниже) равновесного уровня, как практиковалось в 2007 г. и первой половине 2008 г. Результатом такого подхода станет положительное сальдо счета текущих операций в периоды высоких цен на углеводороды и отрицательное при неблагоприятной ценовой конъюнктуре. На том же рис. 4 показан наш расчет для режима искусственно удерживаемого валютного курса (если нефть будет стоить USD30 за баррель, отрицательное сальдо счета текущих операций в 2009 г. составит USD50 млрд, а при средней стоимости нефти в USD100 за баррель профицит достигнет USD95 млрд).

Одной из проблем, имеющих отношение к платежному балансу, в наступившем году станет перспектива отрицательного сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. В 2009 г. мы ожидаем значительный дефицит счета капитала ввиду предстоящего масштабного погашения долга банками и нефинансовым сектором (порядка USD100 млрд), а также высокой вероятности оттока спекулятивного капитала. Совокупный чистый отток капитала может достигнуть USD160 млрд, если цены на нефть останутся ниже уровня USD40 за баррель.

Как сообщало агентство Интерфакс, правительство рассматривает вариант изменения прогноза среднего валютного курса на 2009 г. на 34-35 руб. за доллар США. В декабре прошлого года Министерство экономического развития опубликовало прогноз роста экономики на 2009 г., в котором в рамках базового сценария была заложена цена на нефть в USD50 за баррель при валютном курсе 31.8 руб. за доллар. Примечательно, что еще в сентябре при калькуляции бюджета использовалась стоимость нефти USD95 за баррель и курс 25.4 руб. за доллар.

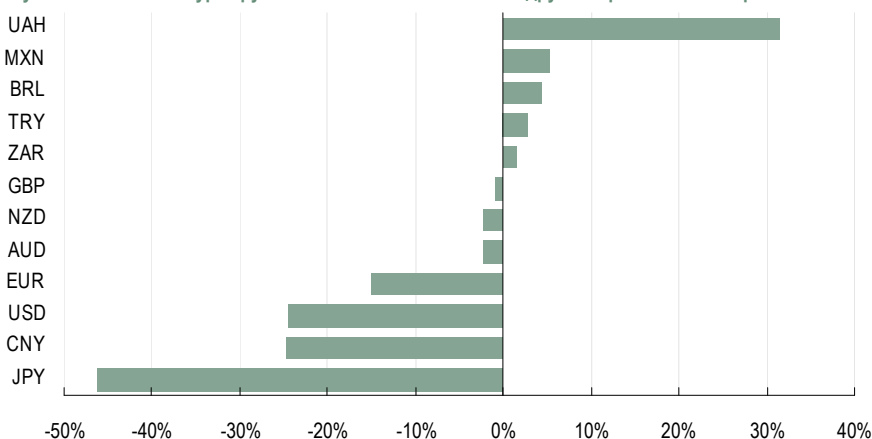
Рисунок 4. Чувствительность валютного курса к ценам на нефть в 2009 г.



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Ключевым вопросом, однако, остается валютная политика властей. Банк России уже очень близко подошел к равновесному валютному курсу – как с точки зрения платежного баланса (рис. 4), так и исходя из сопоставления с другими валютами (рис. 5).

Рисунок 5. Изменение курса рубля по отношению к валютам других стран с 15 сентября 2008 г.



Источник: Bloomberg

Таким образом, на данном этапе девальвационное давление становится все более спекулятивным по характеру, нежели обусловленным фундаментальными факторами. Кроме того, Банк России своими действиями в создавшейся ситуации провоцирует атаки спекулянтов на рубль. По нашему мнению, у регулятора есть два способа ослабить спекулятивное давление.

- Либерализовать курс рубля. В этом случае после короткого периода масштабной девальвации (до 40-45 руб. за доллар) можно ожидать укрепления национальной валюты, обусловленного фундаментальными факторами, до справедливого уровня 32-34 руб. за доллар (при текущих ценах на нефть).

- Допустить одномоментную девальвацию рубля еще на 5-10% (до 37-38 руб. за доллар) и затем поддерживать российскую валюту на новом уровне, не допуская колебаний курса в течение продолжительного времени. В таком случае Банку России, по нашему мнению, следовало бы сопроводить последний шаг девальвации соответствующим заявлением. Мы полагаем, что при таком варианте развития событий у зарубежных инвесторов появится мощный стимул к полномасштабной фиксации прибыли и прекращению активной игры на ослабление рубля (при условии, конечно, что стоимость нефти не упадет значительно ниже текущей). Следует также отметить, что Банку России придется потратить значительную часть резервов (порядка USD50-70 млрд) для поддержания курса рубля на новом уровне и стабилизации обстановки.

Две заключительные ремарки. Первое: чем сильнее Банк России затягивает с принятием решения, тем меньше у него остается резервов на выплату внешнего долга и тем выше вероятность возникновения у российских компаний серьезных проблем с погашением задолженности перед нерезидентами. Резервы Банка России пока велики и по-прежнему на годы покрывают потребности в погашении внешнего долга, однако их не хватит на то, чтобы одновременно выплачивать долги и сдерживать давление на рубль. Второе: мы предполагаем, что рубль начнет восстанавливаться уже во втором квартале 2009 г. благодаря позитивным изменениям в движении капитала (как в большинстве случаев происходит после девальвации) и улучшению показателей счета текущих операций (не в последнюю очередь за счет прогнозируемого нами повышения цен на сырьевые товары в среднесрочной перспективе).

Таблица 2. Прогноз курса рубля к доллару США

	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009	2010	2011	2012	2013
Курс рубля к доллару США (на конец периода)	37	35	32	28.8	28.4	28.5	28.8	29.3

Источник: оценка Ренессанс Капитала

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

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

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

Рынок акций – Россия

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

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Рынок акций – Украина

Уиллфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Елена Савчик
Ирина Елиневская

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 662 5607
Пол Роджер
PRoger@rencap.com
Артур Галимов

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Скляр

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уиллфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Дмитрий Ануфриев

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244-1544
Екатерина Газадзе
Милена Иванова-Вентурини
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка

+ 7 (495) 662 5612
Юлия Попова
Елена Ломакина
Екатерина Лизунова

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.