

Валютный рынок

19 октября 2009 г.

Аналитический обзор

Курс рубля 2010

После высокой волатильности курса рубля в июле-августе 2009 года, в прошлом месяце восстановился устойчивый тренд на укрепление российской валюты. Мы ожидали подобного развития событий на фоне хорошей динамики торгового баланса и снижения напряженности на мировых рынках капитала (см. наш обзор от 13 июля). По нашему мнению, высока вероятность того, что укрепление рубля примет еще более масштабный характер. В этом обзоре мы рассмотрели различные сценарии динамики курса рубля в следующем году в зависимости от поведения платежного баланса.

В проекте «Основных направлений денежно-кредитной политики на 2010 год» Центральный банк раскрыл основной механизм своей курсовой политики, который он, по-видимому, начал применять еще весной этого года. Внутри жесткого валютного коридора 26 руб. - 41 руб. за корзину, существуют более узкий коридор с гибкими границами, ширина которого 3 рубля. ЦБ осуществляет покупки/продажи валюты на уровне нижней/верхней границы, и как только объем таких покупок/продаж достигает \$700 млн. весь коридор сдвигается вниз/вверх на 5 копеек. В сентябре-октябре 2009 года, по нашим оценкам коридор сдвинулся с уровня 36.4-39.4 до 35.75-38.75, таким образом, ЦБ купил в рамках механизма гибких границ около \$9.0 млрд. Помимо данных интервенций ЦБ осуществляет плановые покупки/продажи валюты внутри этого гибкого коридора на основе достаточно расплывчатых принципов. Однако пока объем плановых интервенций является небольшим (\$0.5-\$1.5 млрд. в месяц) и разнонаправленным, и мы в своем анализе не будем учитывать данные операции.

Предполагая, что описанный выше механизм курсовой политики не изменится в течение 2010 года, можно рассчитать, каким будет уровень бивалютной корзины на конец следующего года при различных сценариях платежного баланса. Для этого мы построили простую расчетную модель, в которой входными данными является уровень бивалютной корзины на начало года, годовой объем экспорта и импорта при неизменном курсе рубля, сальдо текущего счета, приток капитала, а также эластичность экспорта и импорта от курса рубля. Шаг в модели один квартал, предполагается, что сальдо платежного баланса распределяется внутри года равномерно, а экспорт и импорт реагируют на изменение курса рубля в следующем квартале. Таким образом, в каждый квартал ЦБ покупает или продает валюту объемом, равным 1/4 годового сальдо платежного баланса, что сдвигает границы коридора. Движение курса рубля в свою очередь ведет к изменению (согласно эластичностям) объема экспорта и импорта в следующем квартале, а значит и сальдо платежного баланса.

В качестве валютного коридора на начало 2010 года мы взяли уровень 35.3-38.3 руб., что соответствует сальдо текущего счета в четвертом квартале \$16 млрд. и нулевому притоку капитала. Эластичность экспорта по курсу рубля мы варьировали от -0.2 до -0.3, а импорта в диапазоне 0.5-1.0, таким образом, в модели при укреплении курса на 1%, экспорт падает на 0.2%-0.3%, а импорт растет на 0.5%-1.0%. В связи с высокой долей энергоресурсов в российском экспорте, объем экспорта которых фактически не реагирует на колебания курса рубля, эластичность экспорта по модулю значительно ниже эластичности импорта. В нашем базовом сценарии мы заложили среднюю цену нефти URALS на уровне \$75 за баррель, в пессимистичном – \$50, в оптимистичном – \$90 (см. Таблицу). В базовом сценарии при неизменном курсе импорт растет на 30% по сравнению с 2009 годом (-15% по сравнению с 2008), в пессимистичном – на 11%, в оптимистичном – на 35%.

Очевидно, что наиболее сложным для прогноза является капитальный счет. В связи с высокой волатильностью нельзя с уверенностью сказать, какой знак будет у капитальных потоков: будут ли они еще более усиливать положительное сальдо текущего счета или наоборот отток капитала будет компенсировать приток валюты по торговым операциям, что сгладит динамику курса рубля. В базовом сценарии мы предусмотрели три варианта динамики капитального счета в 2010 году: +\$20 млрд., -\$20 млрд. и нулевой приток. В пессимистичном: -\$100 млрд., в оптимистичном: +\$40 млрд.

Результаты расчетной модели представлены в таблице. На конец 2010 года для базового сценария модель дает курс рубля в диапазоне 31.0 - 33.5 руб. за корзину. В оптимистичном сценарии корзина опускается значительно ниже 30 руб., а в пессимистичном – 41 руб.

Безусловно, нужно очень осторожно относиться к результатам столь грубой модели. Во-первых, отток капитала в базовом варианте может быть значительно выше \$20 млрд., например, в случае финансовых потрясений аналогичных по силе случившимся осенью 2008 года. Кроме того отток капитала может возникнуть в связи с избытком рублевой ликвидности, который создаст ЦБ своими интервенциями. Во-вторых, очень вероятно, что Центральный банк изменит параметры своей курсовой политики в ответ на слишком сильное укрепление рубля, например, увеличит объем интервенций, необходимых для сдвига гибких границ, или объем плановых покупок. В этом случае укрепление рубля будет менее масштабным, чем показывает модель.

Однако, по нашему мнению, модель достаточно адекватно дает представление о том масштабном давлении на рубль, которое может произойти в следующем году. Ситуация с платежным балансом возвращается к предкризисному состоянию, за исключением того, что столь масштабного притока капитала 2007-первой половины 2008 года вряд ли стоит ожидать. При этом курсовая политика ЦБ сейчас намного более гибкая, чем до кризиса. В таких условиях, появляются основания для того, чтобы курс рубля начал уверенно приближаться к своему докризисному уровню.

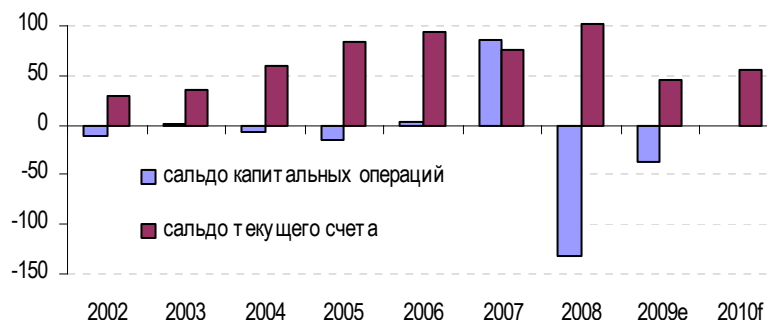
Расчетная модель уровня бивалютной корзины на конец 2010 года

Сценарии	цена на нефть URALS, \$/бл.	Экспорт*, \$ млрд.	Импорт*, \$ млрд.	Текущий счет*, \$ млрд.	Капитальный счет, \$ млрд.	Эластичнос ть экспорта по курсу	Эластичнос ть импорта по курсу	Интервенции ЦБ, \$ млрд.	Бивалютная корзина, руб.
Базовый (пессимистичный)	75	363	245	55	-20	-0.2-(-0.3)	0.5-1.0	25-29	33.2-33.5
Базовый (нейтральный)	75	363	245	55	0	-0.2-(-0.3)	0.5-1.0	39-46	32.0-32.5
Базовый (оптимистичный)	75	363	245	55	20	-0.2-(-0.3)	0.5-1.0	53-60	31-31.5
Пессимистичный	50	275	210	0	-100	-0.2-(-0.3)	0.5-1.0	-91-(-86) (-80-(-88))**	41 (44-44.6)**
Оптимистичный	90	400	255	85	40	-0.2-(-0.3)	0.5-1.0	85-102	28-29.2

* Параметры экспорта, импорта, текущего счета заданы для неизменного курса

** 41 руб. – это жесткая верхняя граница ЦБ, в скобках указаны значения в случае, если эта граница будет убрана

Динамика показателей платежного баланса, \$ млрд.



Источник: ЦБ РФ, расчеты Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.