

СКРЫТАЯ СИЛА РУБЛЯ

В 2012 г. уменьшение глобальной неопределенности будет сопровождаться укреплением российской валюты

Опасения по поводу состояния мировой экономики тянут рубль вниз. Европейские проблемы, признаки слабости экономики США и опасения по поводу торможения экономики Китая в последние месяцы порождают у инвесторов все больше сомнений относительно экономических перспектив России, подстегивая отток капитала и ослабление рубля. Вдобавок после массовых протестов, которыми сопровождались декабрьские выборы в Госдуму, рынки принимают в расчет российские внутриполитические риски.

Мы считаем, что рубль обладает потенциалом укрепления. И тем не менее мы ожидаем резкого сокращения бегства капитала в течение 2012 г. Поскольку цены на нефть не сдают позиций, снижение оттока капитала приведет к укреплению рубля. По нашей оценке, среднегодовой курс российской валюты в 2012 г. составит 29,75 руб./долл. Потенциалом к росту, по нашему мнению, обладает и курс евро, существенно снизившийся по отношению к доллару в связи с европейским долговым кризисом.

В 2012 г. рубль будет рискованной ставкой. Прогнозируя укрепление рубля, мы, тем не менее, ожидаем, что в 2012 г. сохранится высокая волатильность российской валюты. Основная причина тому – изменение политики ЦБ, который с лета 2011 г. допускает существенно большую гибкость колебаний курса. Учитывая объявленный ЦБ постепенный переход к таргетированию инфляции, следует ожидать большей волатильности и, следовательно, меньшей предсказуемости курсовой динамики в 2012 г. и в более долгосрочной перспективе.

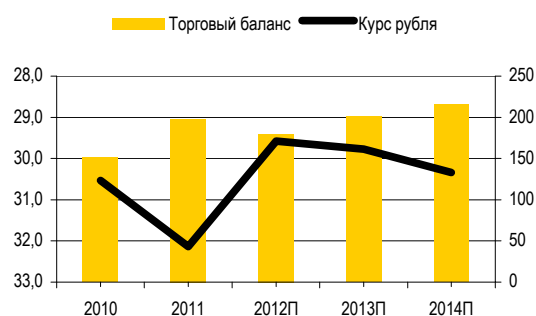
Бегство капитала происходит вопреки благополучной макроэкономической ситуации

Опасения по поводу мировой экономики тянут рубль вниз... Европейские проблемы, признаки слабости экономики США и опасения по поводу торможения китайской экономики в последние месяцы порождают у инвесторов все больше сомнений относительно экономических перспектив России – не в последнюю очередь потому, что еще свежи воспоминания о «жесткой посадке» российской экономики в 2008–2009 гг. Многие продолжают рассматривать российский рынок исключительно как производную от сырьевого, и потому считают, что риски сырьевого рынка, обусловленные ухудшением мировой экономической ситуации, повышают российские страновые риски. Это подстегивает отток капитала и уменьшает готовность инвесторов держать рискованные активы. Как следствие, повышается спрос на относительно безопасные долларские активы, что ведет к ослаблению рубля, вопреки устойчивости цен на нефть. Помимо внешних рисков, рынки воспринимают массовые протесты, последовавшие за выборами в Госдуму, как дополнительные внутриполитические риски.

...поскольку подстегивают отток капитала. Таким образом, динамика курса рубля определяется ценами на нефть, масштабами оттока капитала и – в меньшей степени – политикой Банка России. По данным ЦБ, бегство капитала резко усилилось с начала осени: в сентябре–декабре 2011 г. из страны было выведено 51,6 млрд долл. По словам заместителя председателя ЦБ Алексея Улюкаева, уже в 1 кв. 2012 г. отток капитала может сойти на нет, а весной превратиться в его чистый приток. Хотя, по нашему мнению, прогноз, согласно которому приток капитала наметится уже в конце 1 кв. 2012, выглядит излишне смелым, в течение нынешнего года мы ожидаем значительного ослабления оттока. Во-первых, последние данные свидетельствуют о том, что экономическая ситуация в ЕС лучше, чем ожидалось – а это уменьшает опасения по поводу состояния мировой экономики и значит, снижает российские страновые риски. Во-вторых, мы считаем,

Учитывая фундаментальные показатели, у рубля хорошие шансы на укрепление

Сальдо торгового баланса, млрд долл., и курс рубля (на начало периода), руб./долл.



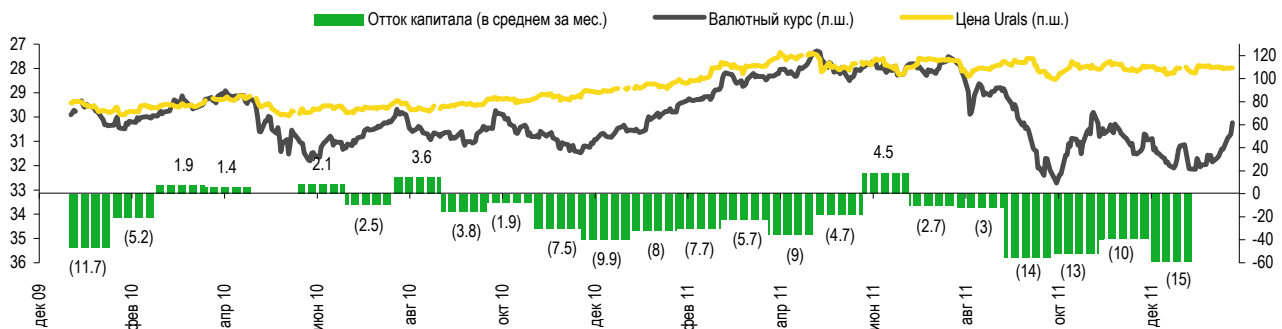
Источники: Росстат, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

В 2012 г. уменьшение глобальной неопределенности будет сопровождаться укреплением российской валюты

что многие инвесторы переоценивают политические риски страны, и понимание этого придет после президентских выборов в марте 2012 г.

Бегство капитала ведет к ослаблению рубля

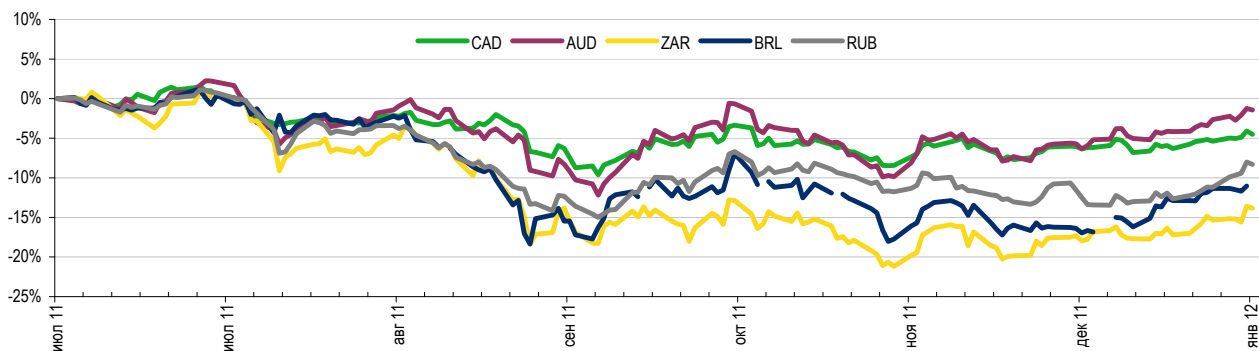
Курс рубля, руб./долл., цена на нефть Urals, долл./барр., отток капитала, млрд долл.



Источники: ЦБ, Bloomberg

Развивающиеся рынки воспринимаются как более рискованные

Валюты развивающихся и развитых сырьевых экономик, изм. к доллару, %



Источники: Bloomberg

Рубль укрепится, но риски возрастут

Сегодня Россия больше готова к тяжелым временам. Следует заметить, что «жесткая посадка» российской экономики в 2008–2009 г. была вызвана не столько снижением цен на сырье, сколько кризисом ликвидности, резким замедлением роста кредитования и невозможностью рефинансировать значительные объемы корпоративного долга. На этот раз Россия лучше защищена от возможных проблем в реальном секторе благодаря более оперативному предоставлению ликвидности Центробанком, а также более благополучной структуре корпоративного долга. Однако государственные резервы страны существенно уменьшились: например, Резервный фонд сократился со 142,6 млрд долл. в сентябре 2008 г. до 25,2 млрд долл. по состоянию на 1 января 2012 г. Таким образом, в случае резкого падения цен на сырье источником риска может стать бюджет: если среднегодовая цена Urals в 2012 г. снизится до 60 долл./барр. с заложенного в нынешний бюджет уровня 100 долл./барр., дефицит бюджета достигнет 6% ВВП. Однако и этот дефицит не станет для России слишком большой проблемой с учетом низкой доли долга в ВВП и возможности привлекать заимствования как на внутреннем рынке, так и за рубежом. Все это обеспечивает общую макроэкономическую стабильность и устраняет риски резкого ослабления рубля, аналогичного тому, которое имело место в начале 2009 г.

Мы видим потенциал укрепления рубля... Поскольку цены на нефть не сдают позиций, сокращение оттока капитала будет способствовать повышению курса рубля с нынешних уровней. Хотя мы прогнозируем снижение среднегодовой цены на нефть Urals (до 98,5 долл./барр. в 2012 г. со 109,3 долл./барр. в 2011 г.) в связи с ухудшением мировой экономической ситуации, мы ожидаем, что среднегодовой курс рубля в нынешнем году составит 29,75 руб./долл. Более того, учитывая лучшие, чем ожидалось, макроэкономические показатели в Европе, существует некоторая вероятность того, что цены на нефть окажутся выше, чем мы ожидаем, что будет способствовать укреплению рубля. Кроме того, евро, курс которого к доллару существенно снизился ввиду европейских долговых проблем, на наш взгляд, также обладает потенциалом укрепления. По нашему мнению, несмотря на сохраняющиеся политические и экономические проблемы,

В 2012 г. уменьшение глобальной неопределенности будет сопровождаться укреплением российской валюты

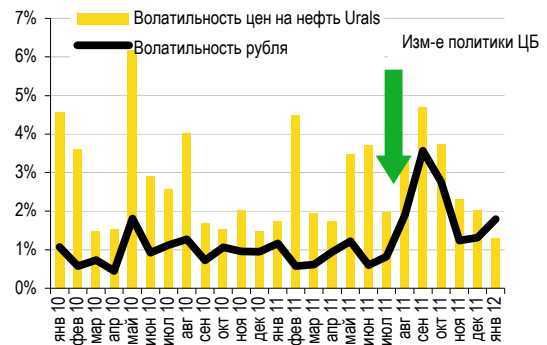
европейские страны объединят усилия и найдут выход из долгового кризиса, что, в свою очередь, позволит европейской валюте отыграть потери и укрепиться до 1,37–1,40 долл./евро во 2 п/г 2012 г.

...однако риски инвестирования в российскую валюту в 2012 г. возрастут.

И тем не менее, прогнозируя укрепление рубля, мы ожидаем, что в 2012 г. будет преобладать высокая волатильность российской валюты, в полной мере проявившая себя осенью 2011 г. Основная причина состоит в изменении Центробанком курсовой политики летом 2011 г. На протяжении многих лет ЦБ преследовал двоякую цель: снизить волатильность рубля и предотвратить его «чрезмерное укрепление». Сопоставив уровни волатильности цен на нефть и курса рубля, можно легко установить периоды, когда Банк России активно «сглаживал» колебания обменного курса. Например, Банк России прибег к активному «управлению» курсом во время эскалации конфликта в Ливии – в феврале 2011 г., а также после ухудшения макроэкономической статистики в развитых странах в мае–июне 2011 г., последовавшего за скачком цен на нефть в связи с событиями «арабской весны». Во всех этих эпизодах курс рубля испытывал существенно меньшую волатильность, чем цены на нефть, благодаря валютным интервенциям ЦБ. Ситуация кардинально изменилась летом 2011 г., когда ЦБ резко уменьшил масштабы интервенций и предоставил рублю больше свободы. Это привело к значительному усилению волатильности рубля в условиях нестабильности на мировых финансовых рынках. ЦБ предоставил рублю большую свободу колебаний в рамках перехода к таргетированию инфляции, которое успешно применяется во многих странах с целью сдерживания роста цен. Учитывая объявленное ЦБ намерение постепенно перейти к инфляционному таргетированию, можно ожидать большей волатильности и, соответственно, меньшей предсказуемости динамики обменного курса в 2012 г. и в последующие годы.

Летом 2011 г. ЦБ предоставил рублю больше свободы

Волатильность рубля и цен на нефть Urals, %



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievdsd@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редакторская группа

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru
Тимоти Холл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pyatigorskiyae@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru,
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Управление продаж

Москва

+7 (495) 788 0888

Лондон

+44 (0)20 7562 8012

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012