



# Доллар vs Рубль

## Перспективы на 2008 г.

Стратегия: валютные рынки  
14 декабря 2007 г.

Аналитик: Василий Конузин  
тел. +7 (495) 411-66-55 доб. 1731  
[konuzin@alemar.ru](mailto:konuzin@alemar.ru)

### EUR/USD

Дата	Курс
30.12.2007	1.4800
30.01.2008	1.4650
30.03.2008	1.5200
30.06.2008	1.4850
30.09.2008	1.4350
30.12.2008	1.3800
Среднее за 08	<b>1.4610</b>
Среднее EIU*	<b>1.4500</b>

### USD/RUB

Дата	Курс
30.12.2007	24.42
30.01.2008	24.56
30.03.2008	24.36
30.06.2008	24.49
30.09.2008	24.68
30.12.2008	25.25
Среднее за 08	<b>24.70</b>
Среднее EIU*	<b>25.30</b>

\*Economic intelligence unit

Источник: Bloomberg, Economic Intelligence Unit, ИФК "Алемар"



Источник: FinAm

ИФК «Алемар»  
тел. +7 (495) 411-6655  
Россия, 117218, г. Москва,  
ул. Кржижановского д.14, корп.3,  
E-mail: [research@alemar.ru](mailto:research@alemar.ru)  
<http://www.alemar.ru>

**Американская экономика еще не готова к сильной валюте, и мы полагаем, что по итогам года и I квартала 2008 г. доллар ослабнет. Тем не менее, к 2009 г. по мере восстановления экономики США доллар начнет укрепление и потенциально может достичь \$1.38 за евро, что примерно соответствует курсу 25.30 руб. за доллар.**

**Квартальные перспективы.** Мы полагаем, что риски разрастания кризиса в ипотечном секторе США вопреки мерам, принимаемым властями Соединенных Штатов, продолжат довлеть над экономикой страны в ближайшие полгода, периодически актуализируя игру на идее о дальнейшем снижении базовой учетной ставки в целях поддержания экономики. Тем не менее, вероятность снижения ставки ФРС в начале 2008 г. низка. ФРС, видимо, возьмет паузу и попытается оценить, насколько успешными были принятые меры для достижения основной цели: снятия напряженности на кредитном рынке и, как следствие того, поддержания минимальных темпов экономического роста.

Еще одну ключевую угрозу для доллара в I квартале 2008 г. будет представлять Европа, денежные власти которой на фоне ускорения инфляции могут начать подготавливать рынок к повышению ставки. Мы полагаем, что Европейский Центробанк повысит ставку не ранее II квартала следующего года, когда в какой-то мере улягутся последствия кризиса на мировом финансовом рынке, однако игра на сужении спреда между стоимостью заемных средств в США и Европе начнется заблаговременно.

По нашей оценке, неопределенность на финансовом рынке обусловит достаточно волатильные торги в основной валютной паре в ближайшие 3 месяца. Диапазон колебаний по EUR/USD может составить \$1.45/1.52 за евро, что будет соответствовать курсу доллара на российском валютном рынке в 24.25/70 руб. за доллар. Среднее значение пары EUR/USD на ближайший квартал составит \$1.4750, что будет соответствовать курсу доллара 24.50 руб. на российском рынке.

**Долгосрочные перспективы.** В долгосрочной перспективе мы ожидаем постепенного укрепления американской валюты. Достаточно мощный стимул к росту доллара могут положить выборы в США в марте 2008 г. Демократы, в случае прихода к власти, будут стараться сократить бюджетный дефицит США, доставшийся им "в наследство" от республиканца Буша, что, по идее, должно остановить "печатный станок" ФРС, закладывая тем самым основу для контрнаступления доллара. Мы полагаем, что темпы роста экономики США после депрессивного начала года постепенно начнут ускоряться и к III кварталу смогут приблизиться к среднетрендовым значениям за последние годы. По нашим ожиданиям, рост экономики США в I полугодии 2008 г. составит около 1.2-1.5%, однако в III квартале он приблизится к уровню 2%, а под конец года составит около 2.5%, что обеспечит прирост ВВП США в 1.8% по итогам года.

Одновременно во II квартале ЕЦБ, стремясь обуздать инфляцию, будет вынужден повысить базовую учетную ставку. Шансы этого события оцениваются рынком довольно высоко. С одной стороны, повышение ставки должно будет поддержать рост единой валюты, особенно в контексте выравнивания ставок в США и Европе, однако более важным последствием повышения ставки в еврозоне станет значительное замедление темпов экономического роста в регионе, что отразится в снижении курса евро к доллару, но ближе к концу года.

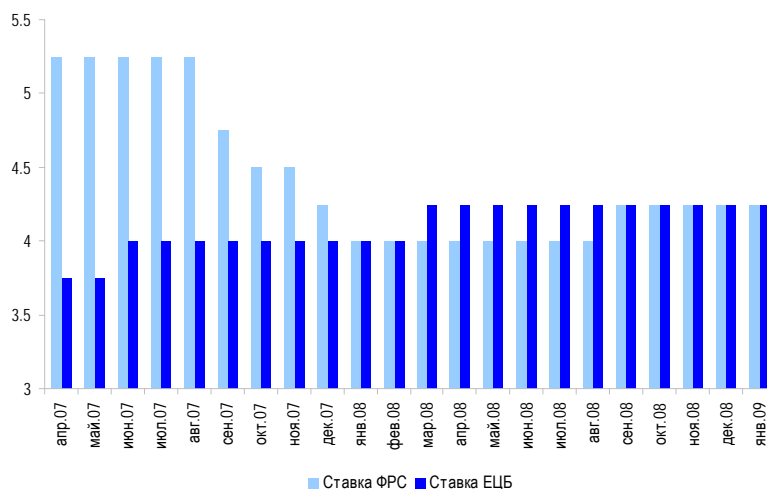
По нашей оценке, средний курс доллара к евро по итогам 2008 г. составит \$1.4610, при этом под конец года он может вырасти до \$1.38. Принимая во внимание темпы роста инфляции в РФ, а также прогнозные темпы укрепления рубля, средний курс рубля к доллару на 2008 г. составит около 24.70 руб. притом, что на конец года он составит 25.25 руб.

## EUR vs USD

**Ипотечный кризис.** Основной целью снижения ставки ФРС в 2007 г. явилось стимулирование кредитного рынка. Реальный экономический эффект от снижения ставки, по мнению самих же представителей ФРС, проявится в экономике США лишь спустя год. При помощи ослабления денежной политики и денежных инъекций Федерзрв будет стремиться предоставить достаточно ликвидности на рынок для того, чтобы американский потребитель смог пережить ипотечный кризис без существенного ущерба по потребительским расходам, которые отвечают за 2/3 ВВП США. Поддерживая потребителей, денежные власти, скорее всего, будут склонны к снижению ставки в перспективе ближайших месяцев, что периодически будет давить на доллар. Мы полагаем, что Федерзрезв будет всеми силами стараться избежать дальнейших снижений ставки, хотя не исключаем, что в случае эскалации кризиса на рынке ипотеки, денежные власти могут пойти на такой шаг.

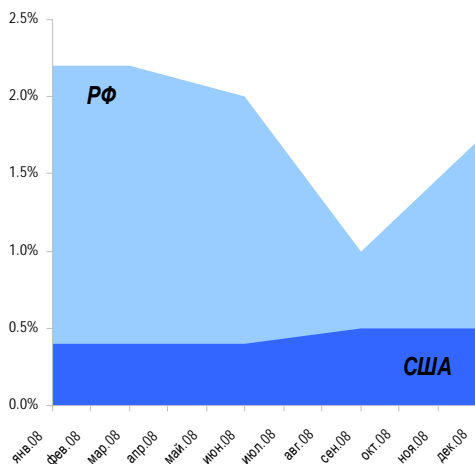
Аналогично в начале года европейские денежные власти будут лишены возможности повысить ставку, поскольку кризис затронул и финансовую систему Старого Света, которая, в свою очередь, испытывает существенные трудности с ликвидностью. Неопределенность на мировых финансовых рынках, по прогнозам представителей европейских и американских денежных властей, продлится, как минимум, до II квартала 2008 г., соответственно, до того времени ЕЦБ не будет иметь возможностей для ужесточения денежной политики.

### Динамика базовых ставок ФРС и ЕЦБ



Источник: ИФК "Алемар"

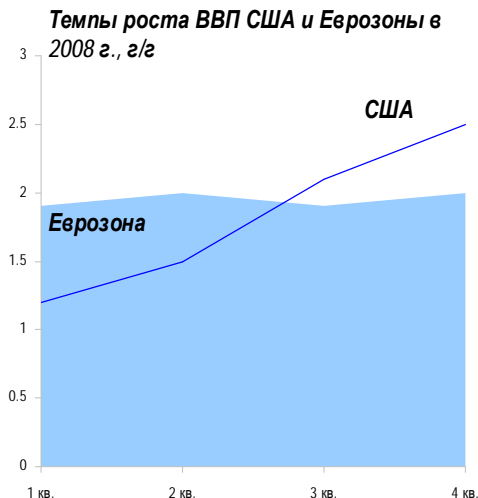
### Инфляция в США и РФ, квартал



Источник: прогноз ФРС, МЭРТ, ИФК "Алемар"

**Инфляция.** Мы полагаем, что в I полугодии инфляционное давление в США будет ограниченным вследствие существенного замедления темпов экономического роста в стране, который, по нашим прогнозам, в I полугодии составит около 1.35%. Показатель базовой инфляции Core CPI, по прогнозам денежных властей, будет чуть выше целевого уровня 2%: примерно 2.1-2.3%. Вместе с тем, искусственное стимулирование кредитования и накачка рынка ликвидностью притом, что цены на энергоресурсы, видимо, сохранятся на высоком уровне, чревато ускорением инфляции. По мере того как экономика США встанет на путь восстановления, а кризис на рынке ипотеки постепенно отойдет на второй план, у ФРС появятся реальные рычаги для ужесточения денежной политики. Несмотря на то что рынок не ожидает повышения ставки ФРС в 2008 г., это вполне может произойти в I квартале 2009 г. Вероятнее всего, это событие рынок начнет отыгрывать во второй половине года, что послужит поводом для укрепления курса американской валюты.

Влияние инфляции на денежную политику в Европе будет более сильным. Инфляционные процессы, связанные с удорожанием энергоресурсов и сырья, уже стали причиной ускорения потребительской инфляции в Европе до 3%, поэтому шансы на ужесточение денежной политики со стороны ЕЦБ в I полугодии 2008 г. велики. По всей видимости, ЕЦБ пойдет на повышение ставки во II квартале следующего года, что вызовет рост евро по отношению к американской валюте, однако он не будет продолжительным. Осенью на фоне замедления экономики еврозоны и угрожающей ситуации вокруг европейских экспортеров евро может начать терять свои позиции против доллара.



Источник: прогноз ФРС, МЭРТ, ИФК "Алемар"

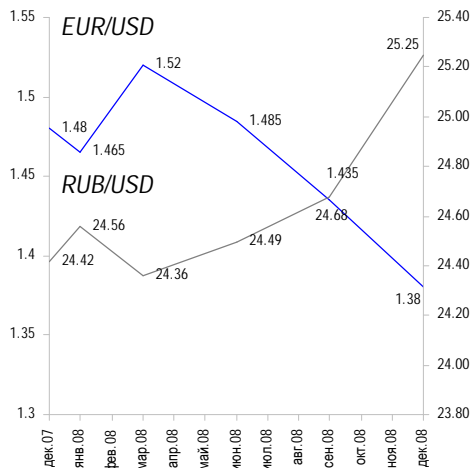
**ВВП.** В соответствии с прогнозом ФРС, ВВП США в 2008 г. составит 1.8%, при этом американская экономика окажется на грани стагнации в начале следующего года, когда ее темпы предположительно составят 1-1.2%. С подобным замедлением в I полугодии следующего года столкнется и Европа, однако в связи с необходимостью повышения ставки, которое, как мы полагаем, произойдет во II квартале 2008 г, она сознательно затормозит рост ВВП, преследуя более важную на тот момент цель борьбы с инфляцией.

Во II полугодии 2008 г. экономика США, поддержанная значительными вливаниями инвестиций, должна ускорить свой рост до 2.3%, что позволит ей выйти на темпы роста в 1.8% по итогам года. Немаловажным фактором на протяжении 2008 г. останется довольно низкий курс доллара, который продолжит стимулировать экспорт товаров из США, способствуя сужению дефицита торгового баланса страны. Одновременно, темпы экономического роста в Европе могут снизиться до 1.5%, что является нижней границей прогноза ЕЦБ (1.5-1.8%). Как мы полагаем, фундаментальные факторы будут способствовать развороту тенденции в основной валютной паре, что по итогам года может вывести доллар на уровень \$1.3800 за евро.

### РУБЛЬ vs USD

**Forex.** Курс доллара США по отношению к рублю на российском рынке продолжит определяться динамикой торгов на международном валютном рынке Forex. Принимая во внимание тот факт, что в первые месяцы 2008 г. американская валюта будет выглядеть слабее евро, очевидно, что и на российском рынке доллар продолжит дешеветь по отношению к рублю. Без учета инфляции и укрепления рубля средний расчетный курс доллара в I квартале 2008 г составит около 24.55 руб. Во II полугодии 2008 г. на фоне усиления позиций американской валюты на Forex доллар начнет укрепляться и на российском внутреннем рынке. Без учета инфляции и укрепления курс американской валюты может достичь 25.32 руб.

### Курс доллара к евро и рублю в 2008 г.



Источник: ИФК "Алемар"

**Инфляция и укрепление рубля.** В соответствии с прогнозами МЭРТ, инфляция в России в 2008 г. составит около 9% против инфляции в США на уровне 2.3%. Впрочем, влияние инфляции на курс рубля будет носить ограниченный характер на фоне сохраняющегося профицита внешней торговли РФ (\$100 млрд) и притока иностранного капитала (\$40 млрд), которые будут способствовать укреплению реального эффективного курса рубля по отношению к корзине валют. По всей видимости, реальное укрепление рубля превысит в следующем году плановые 5-6%. Кроме того, мы не исключаем, что в случае ускорения инфляции в 2008 г. ЦБ РФ может вновь прибегнуть к практике искусственного укрепления рубля, что будет оказывать дополнительное давление на курс доллара на внутреннем рынке.

По нашим прогнозам, доллар на внутреннем рынке в перспективе ближайших месяцев останется под давлением, чему дополнительно будет способствовать приток спекулятивного иностранного капитала в страну, а также напряженная ситуация с ликвидностью. Средний курс доллара к рублю в I квартале, по нашим ожиданиям, составит около 24.50 руб. В дальнейшем на фоне повышения во II квартале ставки ЕЦБ курс доллара может достичь 24.36 руб., однако впоследствии он начнет ослабевать и под конец года уверенно закрепится выше отметки 25.2 руб.

## Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсон
Управляющий директор Департамент ценных бумаг	Александр Овчинников

## Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия Аналитик	Анна Знатнова
Энергетика	Василий Конузин
Телекоммуникации Старший аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение / Металлургия Аналитик	Вадим Смирнов
Потребсектор Аналитик	Екатерина Стручкова
Долговые рынки Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов Редактор	Мила Маслова

## Контактная информация

Телефон	+7 (495) 411-66-55
Факс	+7 (495) 733-96-82
Интернет	<a href="http://www.alemar.ru">www.alemar.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1731)
E-mail	<a href="mailto:research@alemar.ru">research@alemar.ru</a>
<b>Операции с акциями</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)
E-mail	<a href="mailto:salesdesk@alemar.ru">salesdesk@alemar.ru</a>
<b>Трейдеры</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)
E-mail	<a href="mailto:tradingdesk@alemar.ru">tradingdesk@alemar.ru</a>
<b>Деривативы</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1787)
E-mail	<a href="mailto:derivatives@alemar.ru">derivatives@alemar.ru</a>
<b>Офис в Новосибирске</b>	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49
<b>Офис в Красноярске</b>	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»

04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,  
04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,  
04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,  
04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,  
20.12.2006 N 796

### ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655

Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.14, корп.3,

E-mail: [research@alemar.ru](mailto:research@alemar.ru)

<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Финам, Bloomberg, FXClub, FOREX times, РБК, Business-FM, РТС, ММВБ, Reuters, Factiva.

© 2003-2007 ИФК «Алемар». Все права защищены.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».