

Рубль и рублевая ликвидность – давление повышается

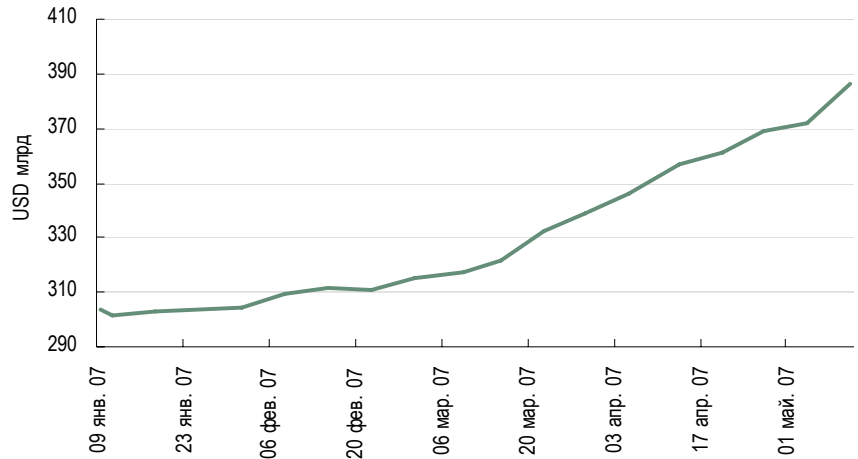
- С 1 марта по 18 мая 2007 г. рублевая ликвидность в банковской системе увеличилась почти в четыре раза (с 442 млрд руб. до 1 674 млрд руб.) из-за покупок иностранной валюты Банком России.
- Золотовалютные резервы Банка России выросли с начала марта на USD71.8 млрд. Это означает, что денежная эмиссия составила около 1.86 трлн. руб., или 20% от денежной массы (M2).
- В марте-апреле лишь 40% прироста золотовалютных резервов было связано с экспортными операциями. Основным фактором роста резервов был приток иностранных инвестиций (USD33.1 млрд из USD54.6 млрд).
- Сложившаяся ситуация является крайне нестабильной и не может продолжаться бесконечно долго. Мы полагаем, что дальнейшие события будут развиваться по одному из следующих сценариев.
- Сценарий 1: Банк России предпримет жесткие шаги и либо прибегнет к регулятивным мерам, либо допустит существенное укрепление рубля.
- Сценарий 2: Регулятор не пойдет на радикальные меры, и избыток ликвидности спровоцирует резкий скачок инфляции.
- Мы подтверждаем наш прогноз курса на конец 2006 г. на уровне 25 рублей за доллар США. В то же время мы отмечаем, что существует вероятность более значительного укрепления российской валюты.

Рисунок 1. Динамика рублевой ликвидности в банковской системе



С начала марта 2007 г. рублевая ликвидность в банковской системе увеличилась почти в четыре раза: с 442 млрд руб. (по состоянию на первое марта) до рекордных 1 674 млрд руб. (18 мая). Основной причиной столь стремительного роста ликвидности стали вынужденные покупки иностранной валюты Банком России. Золотовалютные резервы РФ увеличились с начала марта на USD71.8 млрд, а значит, денежная эмиссия составила порядка 1 860 трлн. руб., или 20% (!) от денежной массы (M2).

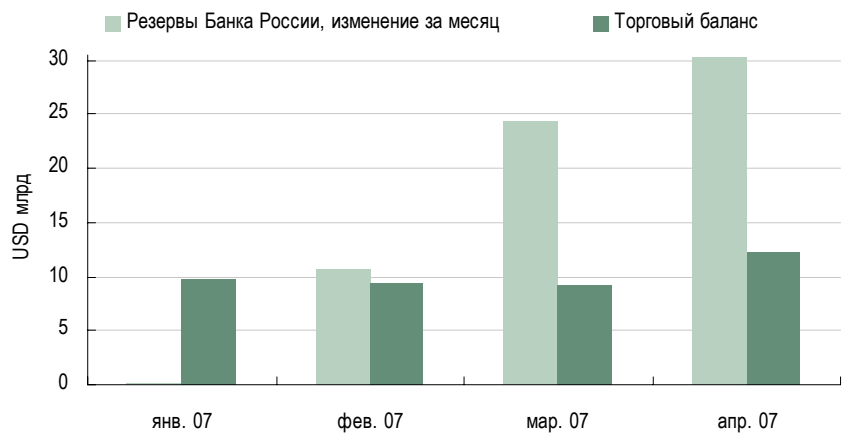
Рисунок 2. Золотовалютные резервы Банка России



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Основным источником обильного притока валюты в страну были не экспортные операции, а средства иностранных инвесторов. Из рис. 3 ясно видно, что в марте-апреле торговые операции обеспечили лишь около 40% общего прироста золотовалютных резервов Банка России. Таким образом, либерализация валютного регулирования, де-факто проведенная первого июля 2006 г., а де-юре (что оказалось даже более важным) – первого января 2007 г., как мы и прогнозировали, привела к тому, что повышательное давление на рубль оказывает приток средств не только по текущему счету, но и по счету движения капитала.

Рисунок 3. Торговый баланс и золотовалютные резервы



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Часть поступлений по счету капитала связана с проведением аукционов по продаже активов ЮКОСа и размещениями акций Сбербанка и ВТБ, но, во-первых, большинство этих денег в конечном итоге будет потрачено в России, а во-вторых, далеко не весь приток средств в финансовую систему обусловлен этими событиями.

Методы регулирования, которыми Банк России располагает сегодня, не позволяют решить проблему столь масштабного притока ликвидности. Действительно, резкое повышение ставок приведет лишь к тому, что в условиях сдерживания валютного курса иностранные инвесторы будут рассматривать российские денежные рынки как бесприигрышную возможность получения дохода, что только увеличит приток средств по счету капитала. Очевидно, что такая ситуация является крайне нестабильной и не может продолжаться бесконечно долго. Мы полагаем, что дальнейшие события будут развиваться по одному из следующих сценариев.

Сценарий 1. Банк России предпримет жесткие шаги и либо прибегнет к регулятивным мерам, либо допустит существенное укрепление рубля. Что касается регулятивных методов, это может быть или резкое увеличение нормативов отчислений в Фонд обязательного резервирования, или возвращение к политике валютного контроля. Первый вариант вряд ли возможен – нормативы обязательных резервов были повышены совсем недавно и незначительно, так как более существенное их увеличение могло быть опасным для банковской системы. Второй путь более вероятен, но это будет означать капитуляцию после недавней либерализации валютного законодательства, осуществленной, к тому же, по прямому указанию президента в его прошлогоднем послании Федеральному Собранию. Наконец, прямого способа восстановить валютный контроль нет, так как действующий Закон «О валютном регулировании и валютном контроле» такой возможности не предусматривает. Тем не менее, риск того, что шаги в этом направлении будут сделаны, на наш взгляд, существует.

Сценарий 2. Регулятор не пойдет на радикальные меры, и избыточная ликвидность спровоцирует резкий скачок инфляции. На наш взгляд, этот сценарий является менее вероятным – как уже было сказано, борьба с инфляцией остается одним из приоритетных направлений деятельности правительства.

Таким образом, мы считаем, что у Банка России остается лишь один путь – допустить ревальвацию рубля в номинальном выражении. Министр финансов А. Кудрин дважды за одну неделю заявил, что номинальное укрепление рубля возможно, но является крайней мерой борьбы с инфляцией. По нашему мнению, необходимость этого становится все более насущной. Мы подтверждаем наш прогноз курса на конец текущего года на уровне 25 рублей за доллар США, но считаем, что существует вероятность более значительного укрепления российской валюты.

Мы намеренно рассматриваем только курс рубля к доллару США – как мы неоднократно писали, определяющим в борьбе с инфляцией является именно курс относительно доллара, а не бивалютной корзины: откуда бы ни ввозились товары народного потребления, цены на большинство из них деноминированы в долларах США. С нашей точки зрения, в среднесрочной перспективе курс рубля к бивалютной корзине будет производной от курса USD/RUB, а не наоборот.

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

Заместитель начальника отдела анализа долговых обязательств

Павел Мамай
+ 7 (495) 258 7708
Pmamai@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

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

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Ованес Оганисян
Тим Брэнтон

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

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Джулия Белл
Трэвис Джонс

Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин
Vpantushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

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

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеева
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 7708

Павел Мамай
Pmamai@rencap.com
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

© 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