

14 февраля 2008 г.

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

Рубль – спекуляции уже неуместны

- Мы подтверждаем высказанную ранее точку зрения, что стратегия, основанная на укреплении рубля, себя исчерпала – повышательное давление на рубль из-за мер по борьбе с инфляцией или со стороны счетов текущих операций и операций с капиталом вряд ли возобновится.
- Логика переходной экономики во многих случаях показывает, что, как только страна встает на путь устойчивого развития, импорт промежуточных и потребительских товаров, а также средств производства растет такими темпами, что отрицательное сальдо счета текущих операций становится данностью, а решающую роль начинает играть сальдо счета операций с капиталом.
- Дефицит баланса текущих операций будет финансироваться за счет притока капитала, который вряд ли будет носить спекулятивный характер – скорее всего, средства будут поступать в форме прямых инвестиций, которые оказывают намного менее сильное повышательное давление на курс национальной валюты.
- Сейчас, когда накопление золотовалютных резервов происходит несопоставимо медленнее, чем годом ранее, повышательное давление на курс рубля со стороны счета текущих операций ослабевает, а сальдо счета операций с капиталом является отрицательным, факторов, способствующих укреплению рубля, просто не существует.
- Мы полностью согласны с заместителем председателя Банка России К. Корищенко в том, что повышение номинального курса рубля больше не является эффективной мерой методом борьбы с инфляцией.
- На конец текущего года мы прогнозируем курс российской валюты на уровне 24.8 рубля за доллар США. Курс относительно бивалютной корзины составит 29.3 рубля.

Примерно три месяца назад мы пересмотрели свою позицию в отношении перспектив курса рубля (см. отчет «Курс рубля: стабильность достигнута – к корзине» от 30 октября 2007 г.). Как и тогда, мы прогнозируем сохранение в целом стабильного курса рубля относительно бивалютной корзины (операционного ориентира Банка России). В краткосрочной перспективе возможно повышение курса рубля к корзине и некоторое снижение – к доллару (табл. 1).

Таблица 1. Курс рубля к доллару США и корзине валют – долгосрочный прогноз

На конец периода	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Курс рубля к доллару США	24.55	24.8	25.6	25.2	25.6	25.8	26.3	26.8	27.4	27.9	28.5
Курс рубля к бивалютной корзине	29.6	29.3	29.0	29.0	29.0	29.0	29.6	30.2	30.8	31.4	32.1

Источники: оценка Ренессанс Капитала, Bloomberg

Как видно из приведенной выше таблицы, в средне- и долгосрочной перспективе мы прогнозируем последовательное снижение курса рубля относительно как доллара, так и бивалютной корзины. Можно предположить, что с дальнейшим развитием экономики страны приток инвестиций будет нарастать, как это было в большинстве стран Центральной и Восточной Европы; то же произойдет и с потребительскими расходами. Как следствие, мы прогнозируем не только сохранение активного сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, но и его увеличение, тогда как сальдо счета текущих операций уйдет в область отрицательных значений (более подробно этот вопрос рассматривается в отчете «Russia's balance of payments: Changes ahead» от шестого февраля). В результате давление на рубль в долгосрочной перспективе должно постепенно снизиться, а динамика валютного курса будет определяться относительным изменением совокупной производительности факторов производства и относительным уровнем инфляции.

В настоящем отчете основное внимание уделяется среднесрочному прогнозу, который представлен в табл. 2.

Таблица 2. Курс рубля к доллару США и корзине валют – среднесрочный прогноз

На конец периода	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009
Курс рубля к доллару США	24.2	24.45	24.64	24.83	25.00	25.00	25.05	25.55
Курс рубля к бивалютной корзине	29.8	29.6	29.3	29.3	29.3	29.2	29.0	29.0

Источники: оценка Ренессанс Капитала

Таблица и в этом случае четко иллюстрирует наши ожидания:

- последовательного ослабления рубля относительно американской валюты после непродолжительной фазы укрепления (вероятно, в следующем месяце или позднее);
- сохранения в целом стабильного курса рубля к корзине валют с некоторой тенденцией к усилению.

Из представленных оценок очевидно, что мы прогнозируем понижение курса доллара к евро во втором квартале текущего года и его повышение в дальнейшем. Впрочем, здесь необходимо сделать одну оговорку. Возросшее значение бивалютного операционного ориентира Банка России сделало невозможным прогнозирование динамики рубля относительно доллара в отрыве от ожидаемых движений в паре доллар-евро. Более того, с большой долей уверенности можно говорить о том, что и динамика курса рубля к бивалютной корзине также зависит от прогнозного курса американской и европейской валют. Поскольку деятельность Ренессанс Капитала ориентирована на развивающиеся рынки, мы посчитали не совсем корректным прогнозирование динамики валют большинства стран «большой семерки». Поэтому в своем анализе мы использовали прогноз курса доллара к евро, рассчитанный нашими коллегами из Royal Bank of Scotland (табл. 3).

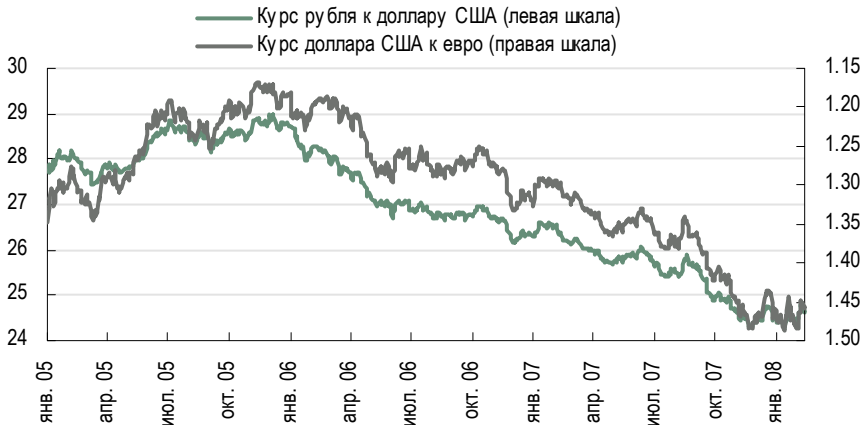
Таблица 3. Прогноз курса доллара США относительно евро

На конец периода	1 кв. 2008	2 кв. 2008	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009
Курс доллара США к евро	1.52	1.47	1.42	1.4	1.38	1.37	1.35	1.3

Источники: Royal Bank of Scotland

Снижение курса европейской валюты к доллару США через корзину валют естественным образом оказывает давление на курс рубля к доллару. Такая картина наблюдалась и прежде (рис. 1) и, как мы предполагаем, будет иметь место в будущем.

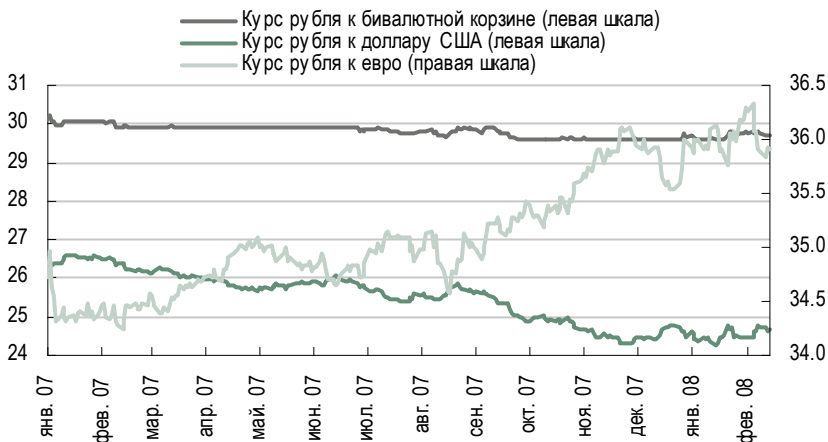
Рисунок 1. Динамика курса доллара США относительно российского рубля и евро



Источник: Bloomberg

В чем-то, впрочем, ситуация по сравнению с 2005-2006 гг. изменилась. По словам заместителя председателя Банка России К. Корищенко, «волатильность рубля к доллару и рубля к евро выровнялась». Уже достаточно долго целью Банка России было исключить возможность практически гарантированного получения прибыли от торговых операций с парой рубль-доллар за счет привнесения волатильности через введение бивалютного операционного ориентира. Кроме того, Банк России осознал, что инвесторы научились играть и на стоимости бивалютной корзины, и начал проводить политику, снижающую предсказуемость курса рубля к операционному ориентиру (рис. 2). В связи с этим мы считаем, что волатильность во всех трех парах (доллар-рубли, евро-рубли и рубль-корзина) будет намеренно распределяться в определенных – хотя и неравных – пропорциях, однако курс рубля относительно корзины будет двигаться в направлении, противоположном динамике курса доллара к евро, с целью сглаживания волатильности в паре доллар-рубли.

Рисунок 2. Динамика курса рубля относительно доллара США, евро и операционного ориентира Банка России



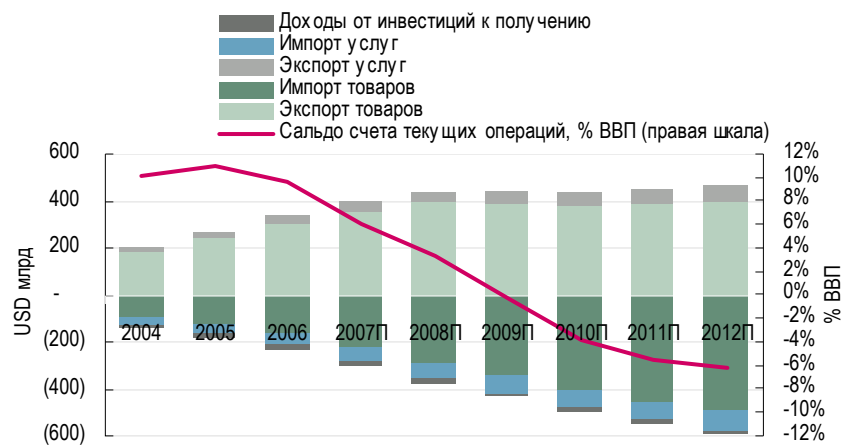
Источник: Bloomberg

Представленные выше ожидания подводят нас к выводу, что со второго квартала текущего года, вероятно, начнется заметный рост курса доллара к евро, что приведет не только к ослаблению позиций российской валюты по отношению к доллару, но и к компенсирующему укреплению рубля относительно корзины валют.

Все приведенные нами аргументы относятся преимущественно к технической стороне вопроса, однако нужно принять во внимание и фундаментальные факторы. Как отмечалось в наших предыдущих отчетах, посвященных данной теме, в своей оценке перспектив валютного рынка мы остаемся приверженцами фундаментального анализа. Мы всегда считали, что применительно к развивающимся рынкам основной движущей силой курса национальной валюты является сальдо счета текущих операций. Россия, как представляется, уже переходит в другую лигу, где решающее значение начинает играть ввоз/вывоз капитала. Вместе с тем, переход на новый уровень развития требует проведения более целенаправленной денежно-кредитной политики, и Банк России, по нашему мнению, движется в правильном направлении.

Возвращаясь к фундаментальным факторам, отметим, что в 2005 г. тренд сальдо счета текущих операций изменился (рис. 3) и, несмотря на повышение цен на нефть, началось последовательное сокращение активного сальдо.

Рисунок 3. Динамика и прогноз сальдо счета текущих операций



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Рассмотрение долгосрочной динамики баланса счета текущих операций выходит за рамки нашего анализа, так как этот вопрос подробно освещался в уже упомянутом отчете «*Russia's balance of payments: Changes ahead*». Нам остается лишь констатировать, что логика переходной экономики во многих случаях показывает, что, как только страна встает на путь устойчивого развития, импорт промежуточных и потребительских товаров, а также средств производства растет такими темпами, что дефицит баланса текущих операций становится данностью. В табл. 4 приведен наш прогноз динамики торгового баланса и сальдо счета текущих операций в рамках двух сценариев. В первом сценарии, который условно назван «низкие цены на нефть», заложен среднерыночный прогноз цены на нефть Urals по данным Bloomberg (из прогнозной стоимости нефти Brent вычитается средний дисконт сорта Urals). В рамках второго, более оптимистического сценария используется прогнозная оценка аналитиков Ренессанс Капитала.

Таблица 4. Чувствительность сальдо счета текущих операций и торгового баланса к сценарным допущениям

USD млрд, если не указано иное	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Низкие цены на нефть, USD/брл	70.7	75.0	70.0	65.0	60.0	59.3	58.7	58.2	57.7
Сальдо счета текущих операций	76.6	48.4	-3.3	-72.7	-118.4	-146.8	-159.3	-186.2	-206.1
Торговый баланс	129.0	101.5	42.5	-25.6	-73.0	-95.4	-115.4	-132.5	-141.9
Высокие цены на нефть, USD/брл	70.7	83.0	91.0	97.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
Сальдо счета текущих операций	76.6	65.2	45.3	4.5	-35.0	-63.5	-77.4	-106.1	-127.6
Торговый баланс	129.0	118.3	91.1	51.6	10.4	-12.1	-33.4	-52.4	-63.4

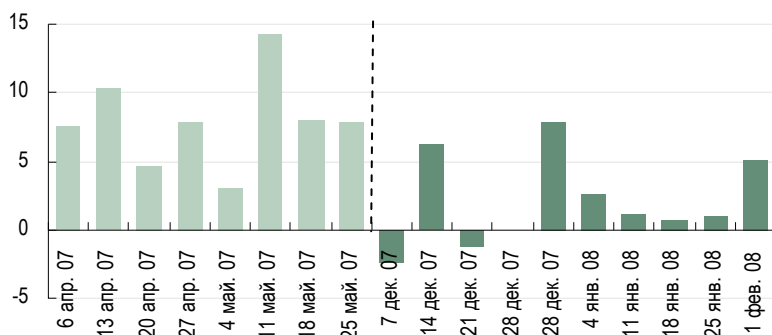
Источники: оценка Ренессанс Капитала, Bloomberg

Таким образом, мы ожидаем, что Россия неизбежно столкнется с отрицательным сальдо счета текущих операций, как бы дорого ни стоила нефть. Возникший дефицит будет финансироваться за счет притока капитала, который как минимум в краткосрочной перспективе вряд ли будет носить спекулятивный характер. Гораздо выше вероятность притока инвестиционного капитала, который оказывает менее сильное повышательное давление на курс

национальной валюты, поскольку эти средства в основном направляются на финансирование импорта инвестиционных товаров.

Мы считаем маловероятным возобновление масштабного притока спекулятивного капитала в краткосрочной перспективе, поскольку мировые денежные рынки еще не оправились после кредитного кризиса (на сегодня даже не ясно, пройден ли его пик). Следовательно, возобновление притока капитала, аналогичное прошлогоднему, не представляется нам возможным. Более того, по данным Банка России в январе был зафиксирован нетто-отток капитала в размере USD9 млрд. Однако еще большее значение имеет изменение политики, проводимой Банком России. Прежде регулятор допускал укрепление рубля всякий раз, когда темпы аккумуляции резервов, по его оценке, превосходили разумные пределы и он был вынужден разворачивать потоки спекулятивных денег. Теперь же ситуация кардинально изменилась. Нарастание золотовалютных резервов происходит несопоставимо медленнее, чем годом ранее, а для экономики масштабом в USD1.3 трлн., растущей на 8% в год, сопутствующий рост денежного предложения не выглядит чрезмерным (рис. 4).

Рисунок 4. Прирост резервов Банка России, USD млрд



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Таким образом, сейчас, когда повышательное давление на курс рубля, связанное со счетом текущих операций, заметно ослабевает, а сальдо счета операций с капиталом отрицательно (хотя позднее в этом году возможен переход в область положительных значений), факторов, способствующих укреплению рубля, просто не существует. Напротив, по словам г-на Корищенко, повышение курса рубля в номинальном выражении – теперь «красная тряпка для всех валютных спекулянтов».

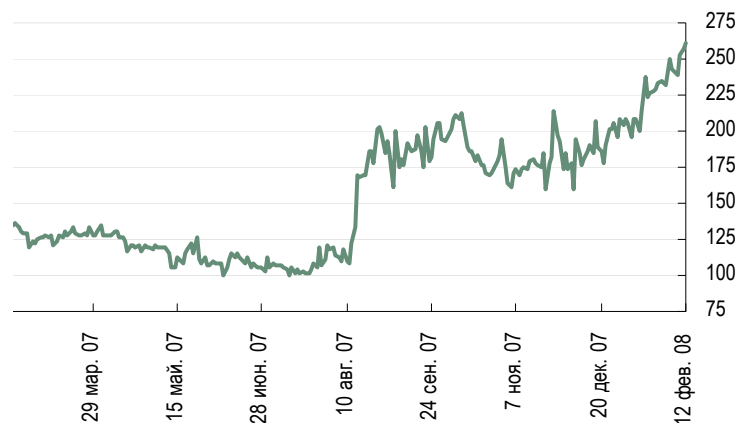
Здесь мы подходим к самому важному вопросу: почему мы считаем, что Банк России не допустит повышения курса национальной валюты для борьбы с инфляцией? Напомним, что именно мы вопреки скептицизму участников рынка еще в марте 2006 г. призывали Банк России предоставить рублю возможность укрепиться, считая такой шаг подходящим средством для борьбы с инфляцией. Сейчас, однако, мы убеждены, что эта стратегия исчерпала себя. Мы всегда считали, при использовании курса рубля для снижения уровня инфляции важнейшим фактором является сдерживание давления на валюту со стороны платежного баланса. В условиях, когда давление такого рода ограничено, остается только проверенный временем «номинальный якорь».

Суть политики с использованием так называемого «номинального якоря» заключается в том, что повышение номинального курса национальной валюты удешевляет импорт, что должно способствовать снижению цен на импортируемые и произведенные внутри страны товары. Тем не менее, мы считаем, что издержки такого подхода в современной России (включая политические) будут несравнимо значительнее возможного положительного эффекта. Произведенные в прошлом году подсчеты показали, что укрепление рубля на 1% исключительно за счет использования «номинального якоря» приводит к снижению годовой инфляции всего на 20 б. п., а сейчас эффект такой политики, на наш взгляд, будет еще менее ощутимым. В действительности укрепление рубля просто увеличит спрос на импортные товары, а с учетом опережающего роста спроса подстегнет цены. Об этом, в частности, свидетельствует тот факт, что время ожидания при покупке популярных иномарок уже достигает девяти месяцев. Мы согласны

с г-ном Корищенко в том, что при глобальном росте цен на сырьевые товары курсовая политика как инструмент борьбы с инфляцией неэффективна.

Наконец, сейчас, когда глобальный избыток ликвидности исчез, на смену явлению, получившему название «глобальное пресыщение сбережениями», пришел кризис на кредитных рынках, и Банк России располагает большей свободой в выборе инструментов денежно-кредитной политики. Он продемонстрировал свою позицию первого февраля, объявив о повышении ставок и других мерах, направленных на борьбу с инфляцией (см. отчет «*Банк России: меры приняты*» от четвертого февраля). Мы не ожидаем дальнейшего повышения ставок рефинансирования или нормативов обязательных резервов по причинам, описанным в указанном отчете, однако считаем, что пока активность на мировых денежных рынках остается вялой, могут последовать новые повышения ставок по депозитным операциям. В первой половине прошлого года монетарная политика была крайне мягкой, что привело к скачкообразному росту цен, но во втором она стала ощутимо жестче. Если рассматривать спреды рублевых инструментов к кривой доходности ОФЗ, их значительное расширение свидетельствует о повышении стоимости денег (рис. 5). Другое проявление ужесточения политики – резкое сокращение нетто-объема выпуска рублевых долговых инструментов (до 282 млрд руб. против 479 млрд руб. в первом полугодии).

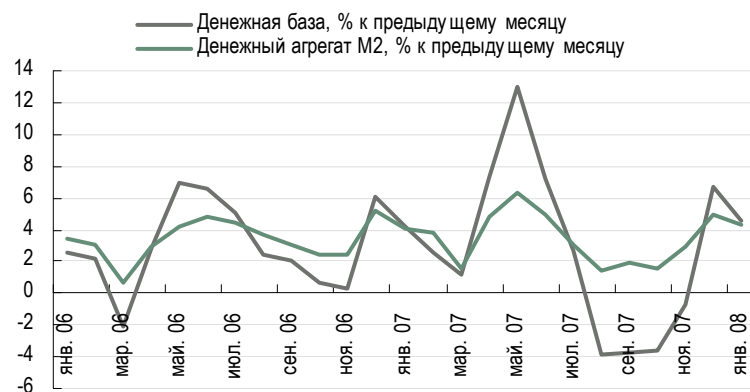
Рисунок 5. Влияние глобального кризиса на рынке долгового капитала на спред рублевых облигаций РСХБ-2 к кривой доходности ОФЗ



Источники: оценка Ренессанс Капитала, ММВБ

Кроме того, во втором полугодии пять месяцев подряд происходило сокращение денежной базы, которая сейчас на 10% меньше максимального уровня, зафиксированного в мае прошлого года. Темп роста денежного агрегата М2 также замедлился, хотя и не столь значительно (рис. 6).

Рисунок 6. Показатели денежной массы (трехмесячное скользящее среднее)



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

В заключение еще раз отметим, что стратегия, основанная на укреплении рубля, по нашему мнению, себя исчерпала – повышательное давление на рубль из-за мер по борьбе с инфляцией или со стороны счетов текущих операций и операций с капиталом вряд ли возобновится.

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 могут 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

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
Ринат Кирдань

Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com
Ольга Агеева

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Oванес Оганисян

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
Вадим Борохов
Владимир Скляр
Сергей Петренко

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

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

Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Владимир Динул
Сергей Петренко
Джеффри Смит

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
Татьяна Санникова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

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

Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль

© 2008 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