

Курс рубля Стабильность достигнута – к корзине

- С настоящего момента мы прогнозируем **сохранение стабильного курса рубля относительно бивалютной корзины (операционного ориентира Банка России)**.
- Взаимосвязь, с нашей точки зрения, будет односторонней – в случае значительного ослабления евро относительно доллара курс рубля к американской валюте останется стабильным, но вырастет по отношению к корзине валют.
- До сих пор мы считали неизбежным повышение номинального курса российской валюты к доллару США из-за колоссального активного сальдо счета текущих операций. Сейчас же налицо тенденция к сокращению сальдо текущего счета даже в условиях очень высоких цен на нефть.
- Дальнейший рост стоимости рубля в номинальном выражении возможен только под воздействием сценария, реализация которого в обозримом будущем представляется маловероятным.
- Наконец, произошедшее в последнее время ужесточение денежно-кредитной политики исключает необходимость укрепления номинального курса рубля для борьбы с инфляцией.
- Если в конце года евро будет стоить 1.45 доллара, мы прогнозируем курс российской валюты на уровне 24.6 рубля за доллар США. Ослабление курса доллара относительно евро до 1.50 смещает наш прогноз к отметке 24.2 рубля за доллар (график зависимости представлен на *стр. 5*).
- Мы ожидаем, что в следующем году сохранится та же тенденция.

Несколько недель назад курс американской валюты упал ниже нашего прогнозного значения на конец нынешнего года в 25 рублей за доллар США. Искушение повысить прогноз курса российской валюты (и, соответственно, сохранить рекомендацию по покупке рублей) было велико, но мы считаем, что этап усиления рубля, по-видимому, подошел к концу (наши аргументы приведены в отчетах «Рубль и рублевая ликвидность: неприятность эту мы переживем» от 24 августа и «Платежный баланс за второй квартал: денег достаточно, но уже не так много» от второго октября 2007 г.). В указанных отчетах мы отмечали и повторяем сейчас, что наш прогноз может осуществиться при выполнении следующих трех условий:

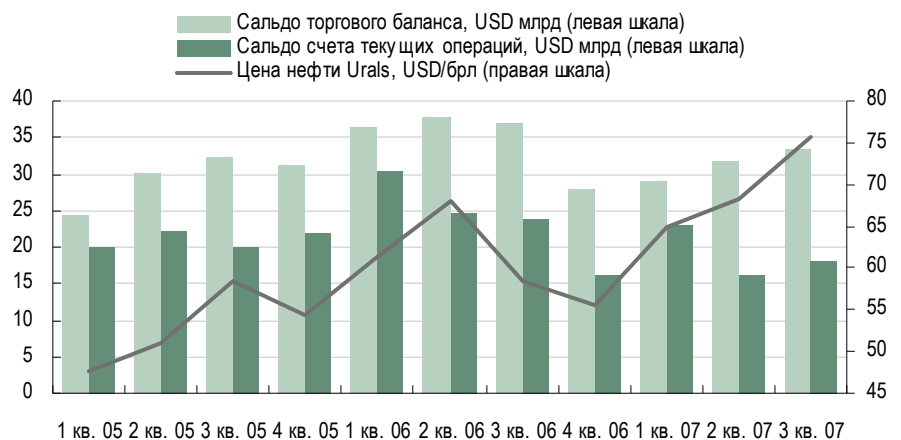
- цены на сырьевые товары не ожидает новый виток роста;
- приток «горячих» денег не будет таким колоссальным, как во втором квартале;
- ослабление американской валюты относительно евро будет ограниченным (другими словами, курс рубля к бивалютной корзине будет сравнительно стабильным).

Ценность любого прогноза, безусловно, снижается, если он поставлен в зависимость от определенных условий. Тем не менее, мы надеемся, что обоснованность такого подхода станет очевидна из приведенных ниже соображений.

Наш основной вывод заключается в том, что период, когда укрепление рубля было продиктовано фундаментальными причинами (и, следовательно, было неизбежным), завершился. Вместе с тем, дальнейший рост курса российской валюты относительно доллара США представляется вполне возможным под воздействием одного или сразу нескольких из указанных выше факторов. Тем не менее, наш базовый сценарий исключает серьезное воздействие данных факторов, что и предопределило сохранение прогноза курса рубля на прежнем уровне.

Основной причиной, по которой мы воздержались от корректировки прогноза курса рубля к доллару, несмотря на укрепление национальной валюты до нашего прогнозного значения, стало стремительное уменьшение активного сальдо счета текущих операций (а именно профицит счета текущих операций был основой нашей прежней убежденности в перспективах роста стоимости рубля). Как видно из рис. 1, в этом году в каждом отдельно взятом квартале активное сальдо счета текущих операций было гораздо ниже прошлогодних значений, при том что цены на нефть поднимались все выше и выше!

Рисунок 1. Торговый баланс, счет текущих операций и цена нефти Urals



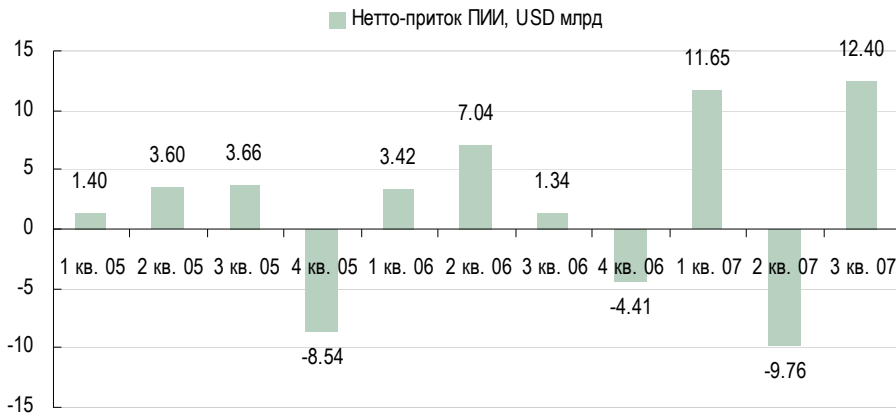
Источники: Банк России, Bloomberg

Итак, мы подходим к первому из обозначенных условий сохранения нынешнего валютного курса. Постепенное удорожание нефти теперь уже не приводит к масштабному увеличению сальдо счета текущих операций ввиду опережающего роста импорта (темпы роста превышают 30%). Однако в случае эскалации напряженности на Ближнем Востоке, перебоев в поставках нефти и скачка цен на углеводороды на десятки процентов единовременный эффект

с точки зрения показателей счета текущих операций может быть столь значительным, что для его смягчения потребуются новая фаза ревальвации рубля. Более того, если инвесторы сделают ставку именно на такое развитие ситуации, эффект будет усилен за счет сопровождающего притока капитала.

Это подводит нас ко второй условной оговорке – притоку капитала. За первый-третий кварталы текущего года чистый ввоз капитала частным сектором составил рекордные USD57 млрд, причем не менее трети этой суммы может быть отнесено к категории «горячих» денег. В то время как повышательное давление на курс рубля со стороны счета текущих операций постепенно ослабевает, во втором квартале источником такого давления стал приток средств по счету операций с капиталом, и в дальнейшем значение данного фактора может нарастать. Однако самое серьезное давление, скорее всего, будет связано с притоком спекулятивного капитала, движение которого гораздо хуже поддается прогнозированию. Дело в том, что склонность российских компаний и финансовых институтов к инвестициям за рубеж в значительной степени нейтрализует повышательное давление на рубль, обусловленное притоком прямых иностранных инвестиций (рис. 2).

Рисунок 2. Чистый приток прямых иностранных инвестиций

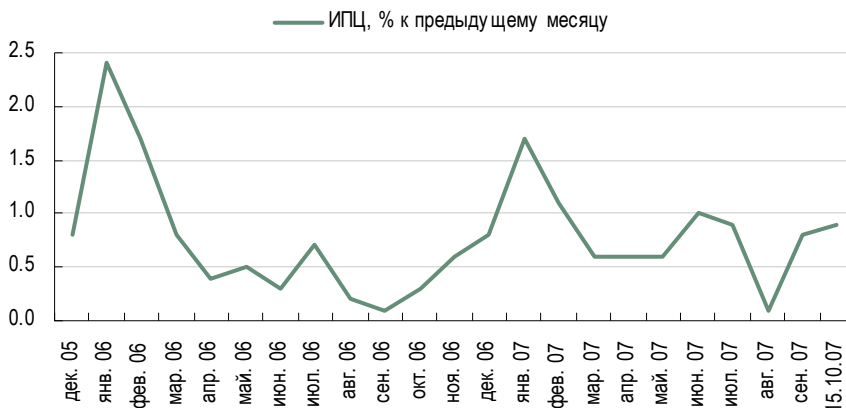


Источник: Банк России

В очередной раз признавая возможность дальнейшей ревальвации рубля, мы подчеркиваем, что ситуация кардинально изменилась и в отсутствие фундаментальных факторов роста усиление рубля больше не является данностью.

Вопрос динамики валютного курса необходимо рассматривать и с другой точки зрения. С самого начала мы считали, что национальная валюта является единственным инструментом, имеющимся в распоряжении монетарных властей для сдерживания инфляции. Инфляция же в последнее время явно вышла из-под контроля.

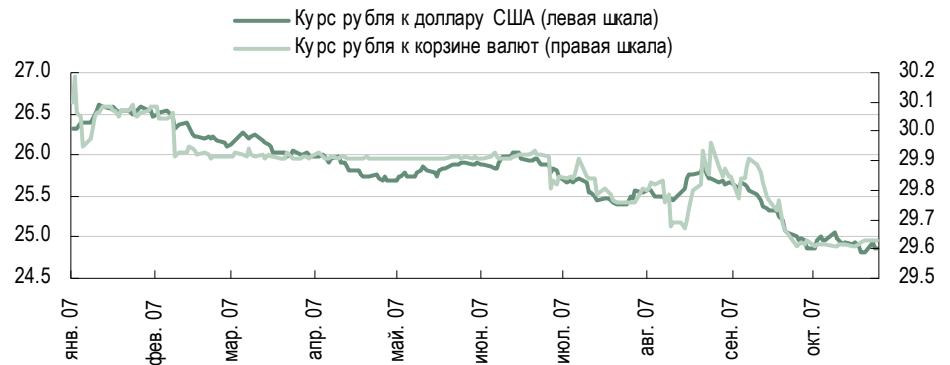
Рисунок 3. Динамика ИПЦ



Источник: Федеральная служба государственной статистики

По нашему мнению, этот скачок инфляции не должен стать достаточным основанием для ужесточения монетарной политики. Во-первых, как показывает *рис. 3*, резкое повышение уровня инфляции наблюдается отнюдь не впервые, причем ранее фиксировались и более значительные скачки. Разница, разумеется, заключается в «несвоевременности» роста цен как с точки зрения сезонности (конец лета и начало осени традиционно характеризовались низким уровнем инфляции), так и ввиду причин политического характера (предстоящие в декабре выборы). Хотя ускоренный рост цен, вне всяких сомнений, объясняется крайне мягкой монетарной политикой первого полугодия, свою роль сыграли и другие инфляционные факторы, включая повышение цен на отдельные виды сельскохозяйственной продукции, в особенности зерно. В таких условиях борьба с инфляцией подразумевает решение вопросов снабжения, чем, по всей видимости, и занимается правительство. Однако важным фактором становится недавнее ужесточение монетарной политики, которое с некоторым лагом должно дать определенный антиинфляционный эффект. Рубль в последнее время укреплялся довольно быстро как по отношению к доллару, так и по отношению к корзине валют (*рис. 4*).

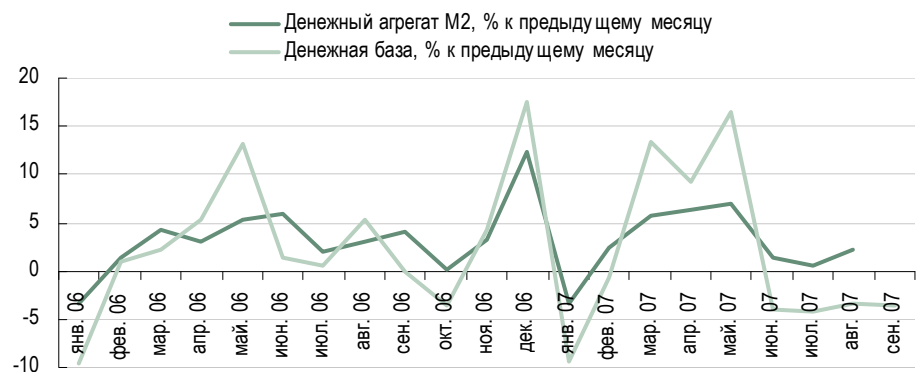
Рисунок 4. Динамика курса рубля относительно доллара США и корзины валют



Источник: Bloomberg

Помимо использования номинального валютного курса в качестве инструмента борьбы с инфляцией, весьма существенно снизились фактические темпы прироста денежной массы (главной движущей силы инфляции монетарного характера) – здесь речь идет о денежном агрегате M2, а в случае денежной базы в узком определении были зафиксированы отрицательные значения роста. Сокращение объема денег в обращении стало следствием кризиса на мировых кредитных рынках, который также стал причиной снижения уровня ликвидности в банковской системе, из-за чего дальнейшее ужесточение монетарной политики стало слишком рискованным. Наконец, не стоит забывать, что национальная экономика продолжает расти на 7% в год, следовательно, темпы роста денежной массы должны соответствовать этой динамике, чтобы не сдерживать экономический рост.

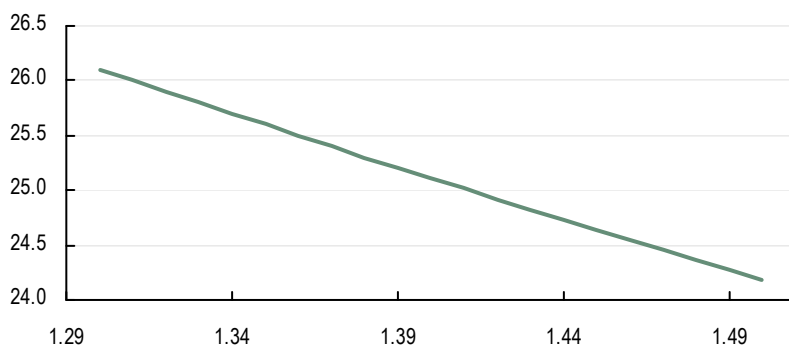
Рисунок 5. Показатели денежной массы



Источник: Банк России

Представители Банка России недавно говорили о том, что не следует ожидать дальнейшего укрепления рубля (как минимум до конца текущего года и по крайней мере относительно корзины валют). Мы полностью разделяем эту точку зрения. Здесь, однако, необходимо сделать существенную оговорку. С одной стороны, мы рассчитываем на сохранение нынешнего курса рубля к доллару в случае укрепления американской валюты относительно евро (соответственно, вырастет курс рубля по отношению к бивалютной корзине). С другой стороны, вполне вероятен сценарий, в рамках которого стабильным останется курс рубля к корзине, а евро продолжит укрепляться относительно доллара. Курс валютной пары доллар/евро уже преодолел отметку 1.44 (наши партнеры по СП из Royal Bank of Scotland считают весьма высокой вероятность того, что к концу года доллар подешевеет до 1.48-1.50 за евро), и мы ожидаем, что рубль продолжит усиление относительно доллара в соответствии со структурой корзины валют.

Рисунок 6. Изменение курса RUB/USD в зависимости от курса USD/EUR (при неизменной структуре бивалютной корзины)



Источник: оценка Ренессанс Капитала

График простой линейной функции, представленный на рис. 5, показывает, что при неизменном представительстве валют в операционном ориентире Банка России курс рубля может вырасти до 24.20 за доллар США в случае девальвации американской валюты относительно евро до уровня 1.50. Таков наш прогноз валютного курса на конец текущего года, а в 2008 г. мы не ожидаем сколько-нибудь серьезного укрепления рубля.

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 (собираетельно «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

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

Компании второго эшелона + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com

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
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электросиловая энергетика + 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

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

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 7789

Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Расконов
Наргиз Садыхова

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
Трэвис Джонс

© 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