

Рубль – курс на укрепление не меняется

- Мы по-прежнему считаем, что в течение 2007 г. продолжится укрепление рубля к корзине валют.
- Все факторы, создававшие инфляционное давление в 2006 г. (рост бюджетных расходов, приток иностранной валюты), сохраняются и в этом году.
- Ожидаемое некоторое снижение положительного сальдо текущего счета должно быть практически полностью компенсировано ростом профицита счета капитала.
- Тем не менее, курс рубля к бивалютной корзине изменится не раньше второй половины года, когда ввиду нарастания инфляционного давления Банк России будет вынужден укреплять национальную валюту.
- При условии относительной стабильности на рынке доллар/евро мы сохраняем наш прогноз курса USD/RUB на уровне 25.0 на конец текущего года.

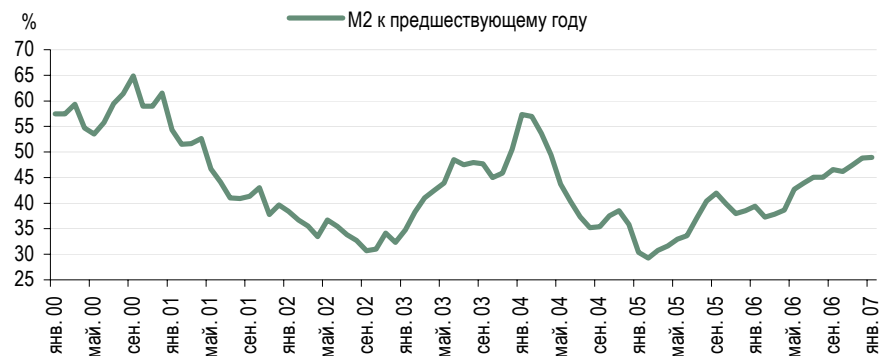
Рисунок 1. Динамика курса RUB/USD



Источник: Банк России

Уже более года мы уверены в постепенном укреплении рубля, и аргументы в пользу такого укрепления по-прежнему актуальны. Кроме того, уже почти полгода мы утверждаем, что в качестве основного источника укрепления курса рубля на место сокращающегося профицита текущего счета придет быстро растущий профицит счета капитала (в последние месяцы именно это и происходит). По нашей оценке, к концу года доллар США будет стоить 25 руб. Однако мы отнюдь не убеждены в том, что укрепление национальной валюты произойдет именно во втором квартале. У денежных властей, безусловно, нет необходимости в срочном порядке предпринимать какие-либо действия именно сейчас, и отчасти это обусловлено видимым снижением инфляции.

Рисунок 2. Темпы роста агрегата М2



Источник: Банк России

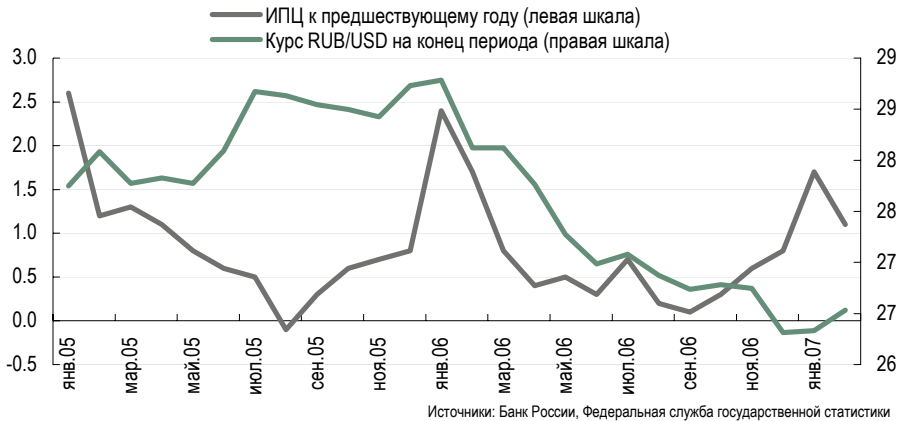
На протяжении некоторого времени в проведении курсовой политики правительство руководствовалось соображениями инфляции. В своих отчетах мы неоднократно отмечали, что в текущих макроэкономических условиях единственный способ сдерживания инфляции предполагает повышение номинального курса рубля. Действительно, все остальные переменные в уравнении монетарной политики будут способствовать росту уровня инфляции.

- Во-первых, резко набирают обороты бюджетные расходы.
- Во-вторых, повышение регулируемых тарифов превосходит по своим темпам инфляцию, что само по себе уже способствует дальнейшему росту цен (продолжение следует за счет опосредованного воздействия по цепочке).

При этом продолжается приток иностранной валюты как по счету движения капитала, так и по счету текущих операций. Банк России в свою очередь предпринимает попытки скупать валюту на рынке, что приводит к масштабному росту денежной массы.

Маловероятно, что правительство в год проведения выборов будет сокращать расходную часть бюджета. Таким образом, наша точка зрения остается неизменной: единственным способом сдерживания инфляции остается ощутимая ревальвация рубля в номинальном выражении. В этом отношении текущий год мало чем отличается от прошлого, когда Банку России, столкнувшемуся с аналогичными проблемами, удалось удержать инфляцию в приемлемых рамках за счет номинального укрепления национальной валюты (рис. 3).

Рисунок 3. Инфляция и валютный курс



Однако несмотря на очевидные успехи, в последнее время с новой силой разгорелась дискуссия о целесообразности применения данного метода борьбы с инфляцией.

С одной стороны, руководители Банка России (в частности, первый заместитель председателя А. Улюкаев) однозначно заявляли о том, что укрепление рубля в номинальном выражении – единственный для Банка России вариант контроля инфляции. Более того, г-н Улюкаев неоднократно призывал к внесению поправок в законодательство, которые позволили бы Банку России перейти от прогнозирования валютного курса к таргетированию инфляции. Как видим, руководство Банка России не только увязывает два вопроса, но и предпочло бы сосредоточить усилия на борьбе с инфляцией в ущерб поддержанию стабильности национальной валюты, как того требует действующее законодательство.

С другой стороны, многие настаивают на сохранении статус-кво, считая регулирование валютного курса приоритетной задачей Банка России. Такую позицию, к примеру, занимает начальник экспертного управления администрации президента А. Дворкович, который утверждает, что при наличии взаимосвязи между валютным курсом и уровнем инфляции правительству не следует «играть» курсом для контроля роста цен. По его мнению, необходимо управлять номинальным валютным курсом с целью защиты конкурентоспособности отечественных производителей.

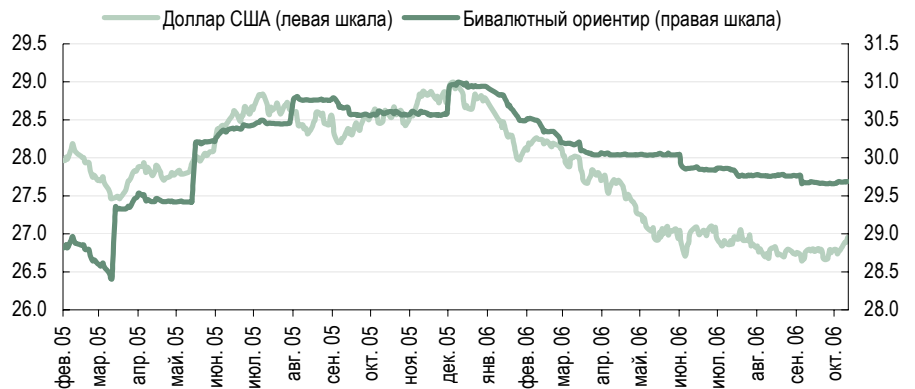
В этом мы всецело поддерживаем Банк России. **На наш взгляд, в современных условиях не стоит вопрос выбора «либо номинальный рост курса рубля, либо конкурентоспособность отечественных производителей».** С точки зрения последних, значение имеет укрепление рубля в реальном, а не номинальном выражении. Реальное укрепление проявляется либо через рост номинального курса, либо через инфляцию (возможна и комбинация факторов). Не важно, по какой причине снижается конкурентоспособность отдельного производителя: из-за удешевления импорта в результате укрепления рубля в номинальном выражении или из-за удорожания местной продукции в долларовом выражении вследствие роста рублевых затрат вместе с инфляцией.

В то же время инфляция не только отрицательно сказывается на качестве жизни малообеспеченных граждан, которые зависят от фиксированных государственных выплат, но и наносит ущерб реальному сектору экономики, поскольку с ростом цен, как правило, повышаются реальные процентные ставки по кредитам, а сроки кредитов, напротив, сокращаются.

Тем не менее, у Банка России нет необходимости предпринимать срочные меры прямо сейчас. Вследствие серьезного укрепления рубля в конце прошлого и начале текущего года инфляция находится на относительно низком уровне, и чиновники, включая главу Минэкономразвития Г. Грефа, заверяют, что в 2007 г. инфляция не превысит максимального целевого значения в 8%.

Таким образом, мы приходим к выводу, что в ближайшие несколько месяцев Банк России не будет корректировать курс рубля относительно бивалютной корзины. Не стоит также ожидать изменения структуры этого ориентира, так как в этом году Банк России уже изменил структуру, практически уравнивая весовые коэффициенты европейской и американской валют. Вес валюты определяется структурой корзины (бивалютного операционного ориентира) и курса USD/EUR. Другими словами, если корзина состоит из 45 евроцентов и 55 центов США, весовой коэффициент евро составляет 52%, а доллара – 48%. Как показывает *рис. 4*, в последнее время рубль отличался гораздо большей стабильностью относительно бивалютной корзины, нежели относительно доллара.

Рисунок 4. Курс рубля относительно бивалютного ориентира Банка России и доллара США



Источник: Банк России

Вместе с тем, упомянутое выше инфляционное давление, вероятнее всего, будет нарастать. Сохранится значительное положительное сальдо счета движения капитала и счета текущих операций платежного баланса. Мы уже отмечали колоссальный приток капитала в частный сектор в прошлом году, хотя он и был в значительной мере нейтрализован досрочным погашением внешнего госдолга (*рис. 5*).

В этом году, на наш взгляд, приток капитала будет менее существенным из-за сокращения ликвидности в глобальном масштабе, рисков политического характера и т. д. Однако поскольку правительству в 2007 г. предстоит выплатить лишь USD4.3 млрд долга, уравновешивающего эффекта (как это было в прошлом и позапрошлом годах) уже не будет, а значит, приток капитала в частный сектор окажет максимальное повышательное давление на курс рубля и уровень инфляции.

Рисунок 5. Сальдо счета движения капитала



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Мы также считаем, что из-за снижения цен на нефть и увеличения импорта движение средств по счету текущих операций в 2007 г. будет менее значительным, чем годом ранее. Тем не менее, как видно из табл. 1, мы прогнозируем масштабный приток средств, следовательно, повышательное давление на курс рубля и инфляцию сохранится.

Таблица 1. Платежный баланс, USD млрд

	2003	2004	2005	2006П	2007П
Счет текущих операций (СТО)	35.4	58.6	83.2	95.6	72.9
Счет движения капитала (СДК)	3.4	-4.7	-13.7	14.5	24.6
СТО + СДК	38.9	53.9	69.5	110.1	97.5

Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Резюмируя, отметим, что основные инфляционные факторы по-прежнему действуют: рост бюджетных расходов происходит на фоне ощутимого давления со стороны платежного баланса и повышения регулируемых тарифов опережающими темпами. Мы полагаем, что Банк России в этих условиях допустит дальнейший рост курса рубля относительно корзины валют, и к концу года доллар, согласно нашим расчетам, будет стоить 25 руб. (мы исходим из стабильного курса USD/EUR). Вместе с тем, при нынешних весьма благоприятных условиях укрепление национальной валюты вряд ли будет иметь место во втором квартале, а по итогам года номинальный курс рубля относительно доллара США вырастет не более чем на 4-5%.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи 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

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@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 Алексеевкова
Malexeeenkova@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 Сомервиль
Джулия Белл
Трэвис Джонс

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбег
Akazbegi@rencap.com
Анна Курпиянова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеевская
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 покупке со стороны РК 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 подвергают 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