

## Аргументы в пользу укрепления рубля не изменились

Укрепление российской валюты, судя по всему, продолжится в 2007 г., и мы изменили прогноз курса на конец следующего года с 26.3 до 25 рублей за доллар США, что предполагает рост номинального курса российской валюты относительно американской на 4.5%. Кроме того, мы пересмотрели прогноз курса на последующие годы (табл. 1).

Таблица 1. Новый прогноз курса рубля к доллару США

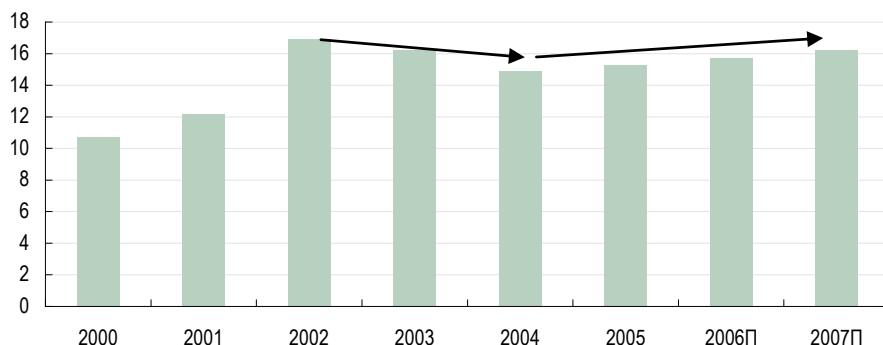
	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Курс RUB/USD (на конец года)	28.78	26.15	25.00	24.50	24.35	24.29	24.29	24.25	24.19	24.13	24.06
Изменение курса RUB/USD, % к предшествующему году	3.73	-9.15	-4.40	-2.00	-0.59	-0.27	0.02	-0.17	-0.26	-0.26	-0.26
Изменение курса RUB/USD в номинальном выражении	-3.59	10.07	4.60	2.04	0.60	0.27	-0.02	0.17	0.26	0.26	0.26
Изменение курса RUB/USD в реальном выражении (с корректировкой на ИПЦ)	3.39	15.92	9.57	6.75	5.00	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
Курс RUB/USD (средний за год)	28.30	27.17	25.58	24.75	24.43	24.32	24.29	24.27	24.22	24.16	24.09

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Мы ожидали ревальвации рубля с конца 2005 г. и в апреле текущего года повысили прогноз курса на конец 2006 г. с 27.2 до 26.3 рубля за доллар США. Нашей прогнозной отметки рубль уже достиг, а фундаментальные причины, заставляющие нас прогнозировать его укрепление относительно доллара в номинальном выражении, сохранились. Более того, появились новые основания для таких прогнозов.

Напомним основные аргументы, подтверждающие нашу точку зрения. Президент В. Путин поставил перед правительством и другими профильными ведомствами три задачи макроэкономического характера: увеличение расходов на инфраструктурные и социальные проекты, борьба с инфляцией и поддержание стабильного курса рубля. Как и прежде, мы считаем, что правительству вряд ли удастся решить все эти задачи одновременно. Пытаясь сдержать усиление национальной валюты, Банк России печатает большое количество рублей, в результате чего золотовалютные резервы страны превысили USD290 млрд, причем только в нынешнем году прирост составил более USD100 млрд. Объем денежной массы M2 растет столь же стремительно – в среднем на 45% за последние семь лет. Некоторое время правительству удавалось удерживать под контролем значительную часть притока ликвидности, однако в последнее время госрасходы возросли, и мы ожидаем их дальнейшего увеличения (рис. 1).

Рисунок 1. Непроцентные расходы федерального бюджета, % от ВВП



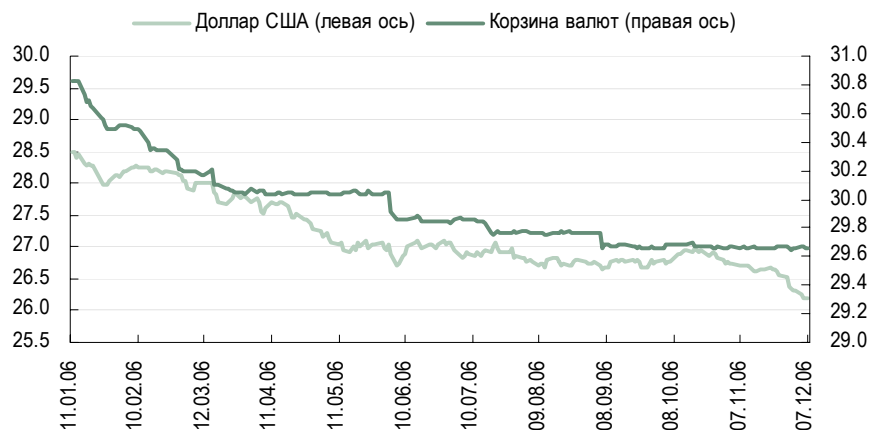
Источники: Министерство финансов, Федеральная служба государственной статистики, оценка Ренессанс Капитала

Для сдерживания инфляции, по-видимому, недостаточно механизмов денежно-кредитной или бюджетной политики. У правительства, на наш взгляд, есть два пути: придерживаться мягкой денежно-кредитной и бюджетной политики, позволяя инфляции выйти из-под контроля, или ужесточить денежно-кредитную и бюджетную политику. На наш взгляд, накануне предвыборного сезона 2007-2008 гг. вряд ли произойдет ужесточение бюджетной политики, и бюджет на следующий год подтверждает нашу точку зрения (рис. 1). Таким образом, выбор становится еще проще: либо ничего не менять и отпустить инфляцию, либо ужесточить денежно-кредитную политику. Инфляция – это своего рода налог на бедность, так как от нее более всего страдают те, кто получает фиксируемый в номинальном выражении доход. Под угрозой ставится и эффективность наращивания расходов бюджетных средств (а именно на увеличение расходов Кремль делает ставку в своей предвыборной стратегии). Итак, ужесточение денежно-кредитной политики является единственным эффективным способом сдерживания инфляции.

В российском контексте ужесточение денежно-кредитной политики может быть достигнуто только двумя способами: путем ухода с валютного рынка или путем повышения процентных ставок при одновременном резком усилении ограничений в отношении притока капитала в страну. Наиболее очевидный способ ужесточения денежно-кредитной политики в любой рыночной экономике – повышение процентных ставок. Однако в условиях сегодняшней России подобный подход обречен на провал. В этом году Банк России четырежды повышал ставки по депозитам кредитных организаций (три раза на 0.5 б. п. и один раз на 0.25 б. п.). Однако подобными мерами не удалось повысить эффективность стерилизации избыточной ликвидности на внутреннем денежном рынке, так как объем депозитов остался прежним, что признал в одной из своих публикаций сам регулятор. Следовательно, остается единственный возможный и реализуемый вариант – ощутимая ревальвация рубля в номинальном выражении.

В этом году (впервые в новейшей истории страны) усиление национальной валюты в реальном выражении происходит преимущественно за счет номинального курса рубля, а не через инфляцию. С начала года номинальный курс рубля относительно американской валюты вырос уже на 9%. Следует отметить, что усиление рубля происходило на фоне падения курса доллара относительно других мировых валют (евро, например, подорожал еще сильнее – на 12.6%), однако номинальный курс рубля вырос на 4.2% и относительно бивалютной корзины Банка России (рис. 2). Номинальное укрепление рубля позволило переломить во втором полугодии тенденцию к усилению инфляционной динамики, однако в следующем году проблема борьбы с инфляцией вновь приобретет остроту.

Рисунок 2. Динамика курса рубля относительно доллара США и бивалютной корзины



Источник: Bloomberg

### Активное сальдо платежного баланса в году наступающем будет не менее значительным, чем в уходящем

Формируя прогнозы на предстоящий год, мы провели стресс-тест модели платежного баланса. На наш взгляд, очень тяжело смоделировать ситуацию, при которой активное сальдо счета текущих операций или счета движения капитала уменьшится по сравнению с 2006 г. столь существенно, что общий профицит перестанет быть значительным. Основные показатели приведены в *табл. 2*.

Таблица 2. Платежный баланс, USD млрд

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П
Счет текущих операций (СТО)	24.6	46.8	33.9	29.1	35.4	58.6	83.2	99.0	77.1
Счет движения капитала (СДК)	-15.4	-21.6	-15.3	-11.4	3.4	-4.7	-13.7	19.0	30.0
<b>СТО+СДК</b>	<b>9.2</b>	<b>25.2</b>	<b>18.6</b>	<b>17.7</b>	<b>38.9</b>	<b>53.9</b>	<b>69.5</b>	<b>118.1</b>	<b>107.1</b>
Изменение ЗВР	0.2	15.5	8.7	11.2	29.1	47.6	57.7	106.3	95.4

Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Мы придерживались консервативных оценок при составлении модели. В частности, мы ожидаем сокращения экспорта товаров (впервые с 2001 г.), тогда как темпы роста импорта, по нашей оценке, по-прежнему будут выражаться двузначными числами. В результате активное сальдо счета текущих операций уменьшится, согласно нашим прогнозам, почти на четверть. Если посмотреть на показатели счета движения капитала (*табл. 2*), то создается впечатление, что наша оценка предполагает увеличение притока капитала более чем на 60%. Однако такое впечатление иллюзорно. На самом деле, в рамках представленного консервативного сценария мы даже прогнозируем резкое сокращение притока средств в частный сектор. Причиной искажения статистики является то обстоятельство, что на показатели счета движения капитала в 2005-2006 гг. значительное влияние оказали выплаты в погашение внешнего долга (свыше USD20 млрд в год.) В следующем же году перед правительством не стоит задача досрочного погашения госдолга, учитывая отсутствие объектов предоплаты, а выплаты основной суммы по графику не превысят USD3 млрд. Если рассматривать счет движения капитала без учета операций федерального правительства, то показатели будут сильно отличаться от указанных на предыдущем рисунке (*рис. 3*).

Рисунок 3. Сальдо счета движения капитала, USD млрд



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

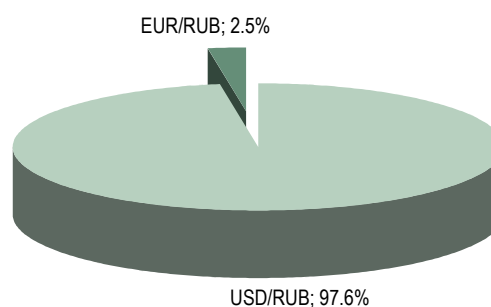
Таким образом, мы ожидаем в следующем году снижения темпов притока частного капитала почти на четверть по сравнению с уходящим годом и считаем такой прогноз достаточно консервативным. Возвращаясь к *табл. 2*, можно отметить, что даже консервативные оценки рисуют благостную картину платежного баланса в 2007 г. – согласно нашим расчетам, золотовалютные резервы увеличатся минимум на USD95 млрд, что лишь немногим меньше ожидаемого в нынешнем году результата.

Приведенные выше выкладки в очередной раз убеждают нас в перспективе усиления рубля: рост бюджетных расходов на фоне значительного активного сальдо платежного баланса означает, что инфляционное давление сохранится, и эта проблема будет решаться (как и текущем году) за счет роста курса рубля.

### Корзина валют

Сейчас Банк России использует бивалютный операционный ориентир курсовой политики (евро и доллары США представлены в соотношении 40 евроцентов к 60 центам США). До настоящего времени такая политика давала неплохие результаты, позволяя Банку России ограничивать свои валютные интервенции. Однако с экономической точки зрения применение такой корзины валют представляется нам небесспорным. Как показывает *рис. 4*, доля евро в структуре валютных торгов на ММВБ крайне незначительна, следовательно, если экономика по-прежнему ориентируется на курс USD/RUB, то средством сдерживания инфляции становится рост курса рубля относительно доллара.

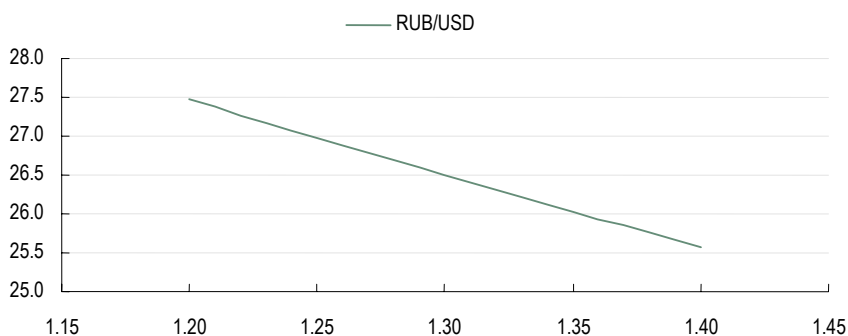
Рисунок 4. Структура торгов на ММВБ по парам валют



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Динамика курса рубля (*рис. 2*) свидетельствует об «утяжелении» бивалютной корзины, что подтверждает нашу точку зрения, что динамика в паре USD/EUR не окажет решающего значения на общий тренд курса USD/RUB. Вместе с тем, колебания курса USD/EUR могут повлиять на наши сценарные расчеты, представленные в *табл. 1*. На рисунке ниже мы оцениваем воздействие таких колебаний на показатели нашей модели.

Рисунок 5. Чувствительность курса USD/RUB к изменениям курса USD/EUR при постоянном курсе рубля относительно бивалютной корзины



Источник: оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

#### Аналитики

##### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл  
Dnangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

##### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 6653

Марина Алексеенкова  
Malexeenkova@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  
Тим Брэнтон

##### Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
Amoisseev@rencap.com  
Павел Мамай  
Николай Подгузов  
Дмитрий Поляков  
Петр Гришин  
Наргиз Садыхова  
Валентина Крылова  
Олеся Черданцева

##### 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

##### Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин  
Vpantuyushin@rencap.com  
Олеся Черданцева

##### Организация корпоративных мероприятий + 7 (495) 204 4463

Ричард Уоллас  
Rwallace@rencap.com  
Ирина Черная  
Жанна Старостина  
Валерия Кутеева

##### 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  
Файг Байрамов  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голеусова  
Владислав Носик

##### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова  
Jropova@rencap.com

##### Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов + 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян  
Ooganisian@rencap.com  
Александр Фомичев  
Евгений Кудрин

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

Александра Волдман  
Awaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилл  
Джулия Белл

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова  
Emalakhova@rencap.com  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

© 2006 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