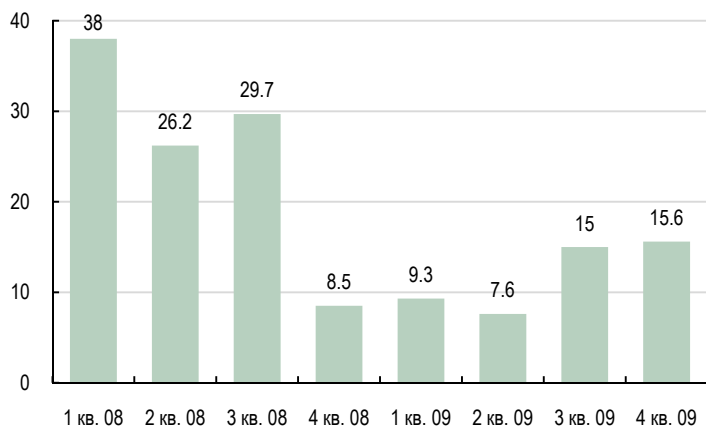


## Курс рубля Возврат к основам

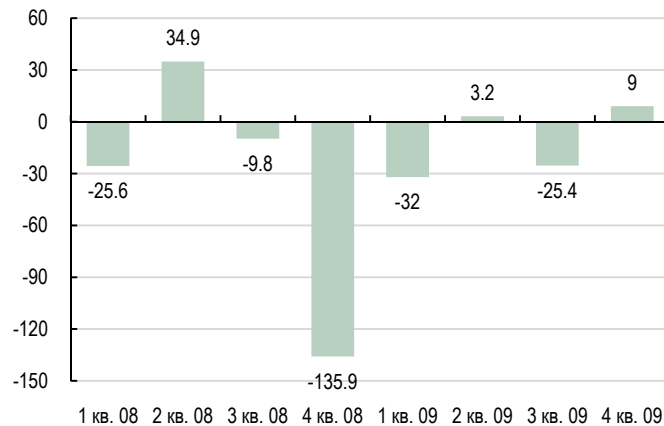
- Несмотря на волатильность валютных рынков в последнее время, мы подтверждаем прогноз валютного курса на конец года на уровне 28.40 руб. за доллар США.
- Мы по-прежнему считаем, что показатели счета текущих операций останутся благоприятными для рубля, тогда как счет операций с капиталом по большому счету не влияет на ситуацию. По словам первого заместителя председателя Банка России А.В. Улюкаева, только 18 февраля регулятор купил USD2 млрд за счет интервенций на валютном рынке.
- Кроме того, мы полагаем, что в последнее время определяющим вновь постепенно становится именно курс рубля к доллару США, а не к бивалютной корзине.
- Торговый баланс России обычно имеет активное сальдо. В отличие от соседних сырьевых экономик – например, Казахстана и Украины, которым в определенные моменты кризиса пришлось столкнуться с дефицитом счета текущих операций, – в России такой проблемы не наблюдалось. Именно активное сальдо счета текущих операций было и остается важнейшим фактором, оказывающим поддержку курсу рубля (рис. 1). Несмотря на некоторое ухудшение показателей ввиду падения цен на нефть в период с четвертого квартала 2008 г. по второй квартал 2009 г., сейчас при сокращении импорта и улучшении конъюнктуры на сырьевых рынках профицит счета текущих операций восстанавливается.
- Тем временем, сальдо счета операций с капиталом в последние 15 месяцев было подвержено резким колебаниям, отражая изменения степени уверенности в рубле. По нашему мнению, следует отдельно обратить внимание на движение денег по этому счету (рис. 2).

Рисунок 1. Сальдо счета текущих операций, USD млрд



Источник: Банк России

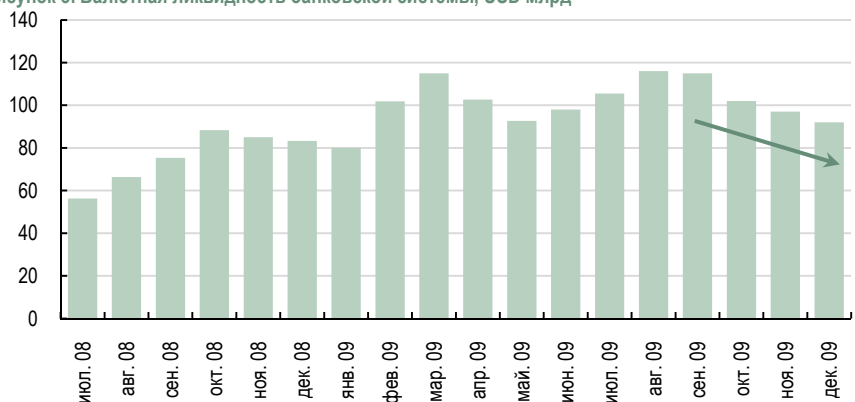
Рисунок 2. Динамика акций сектора – три месяца



Источник: Банк России

Наиболее заметный отток средств произошел в четвертом квартале прошлого года, когда Банк России проводил постепенную девальвацию рубля, которая по большей части финансировалась за счет продажи резервов центрального банка. Отток продолжился в первом квартале 2010 г., но во втором квартале начался приток капитала на фоне стабилизации макроэкономических показателей и преобладавшего на рынке мнения о перепроданности рубля. Отток третьего квартала 2009 г. на самом деле был техническим (де-факто это был отток, который состоялся в первом квартале). Важно при этом отметить, что большая часть оттока капитала по сути своей являлась переводом денег российскими банками, юридическими и физическими лицами из рублей в доллары, а значит, в действительности ресурсы не покидали банковскую систему, что привело к значительному росту ликвидности банковского сектора в иностранной валюте (рис. 3).

Рисунок 3. Валютная ликвидность банковской системы, USD млрд



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

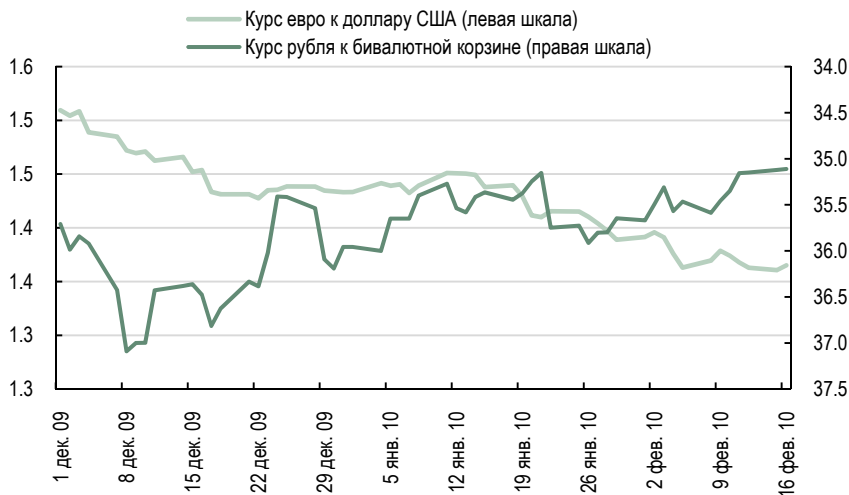
Понимание данного факта очень важно для прогнозирования динамики курса рубля в ближайшей перспективе.

1. В 2010 г. (как и в 2009 г.) российские компании вряд ли станут продавать рубли для покупки долларов или евро с целью погашения внешних долгов. Скорее они будут стремиться рефинансировать задолженность с использованием валютной ликвидности российских банков, которые активно ищут применение своим ресурсам. Более того, в корпоративном секторе также накопились значительные длинные позиции в иностранной валюте. В прошлом году почти все корпоративные долги погашались таким способом, и мы полагаем, что в 2010 г. ситуация не изменится. Подобные денежные потоки в конечном счете неттируются и, как таковые, не оказывают влияния на показатели счета операций с капиталом, а значит, не создадут давления на курс рубля и не приведут к стерилизации внутренней ликвидности.
2. В краткосрочной и среднесрочной перспективе движение капитала будет определяться стремлением российских банков к перебалансировке своих валютных позиций. Данные, представленные на рис. 3, и фактические сведения Банка России об изменении международных резервов за последние недели показывают, что валютная позиция банков близка к предельному уровню.

Из приведенных выше соображений мы делаем вывод, что движение капитала, как мы и ожидали, останется близким к нулевому в нынешнем году, а, возможно, и в дальнейшем. Следовательно, в ближайшем будущем курс рубля будет определяться состоянием счета текущих операций и действиями Банка России. Как мы уже отмечали, сальдо счета текущих операций остается активным (но незначительным в абсолютном выражении), что теоретически предоставляет Банку России свободу маневра в управлении валютным курсом. Здесь мы хотели бы привлечь внимание инвесторов к двум важным наблюдениям в части динамики курса рубля относительно доллара США и бивалютной корзины в последние недели.

Как видно из рис. 4, в прошлом при снижении инвестиционного интереса к более рискованным активам игроки предпочитали продавать евро и покупать доллары. В этом случае курс рубля относительно корзины также снижается, что наносит двойной удар по курсу рубля к доллару. Однако в последнее время ситуация изменилась: пока евро слабел по отношению к доллару, курс рубля к бивалютной корзине укреплялся, демонстрируя, что показатели счета текущих операций стали основной движущей силой в области валютных курсов.

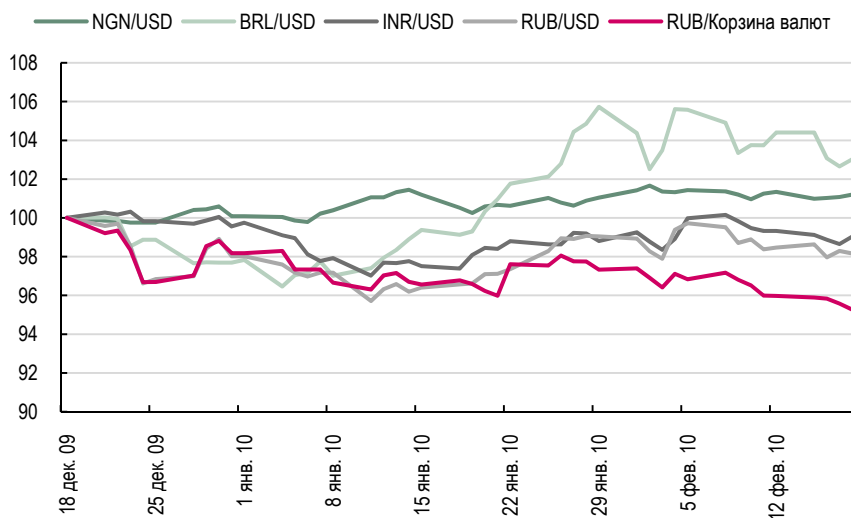
Рисунок 4. Динамика курса евро к доллару США и курса рубля к бивалютной корзине



Источник: Bloomberg

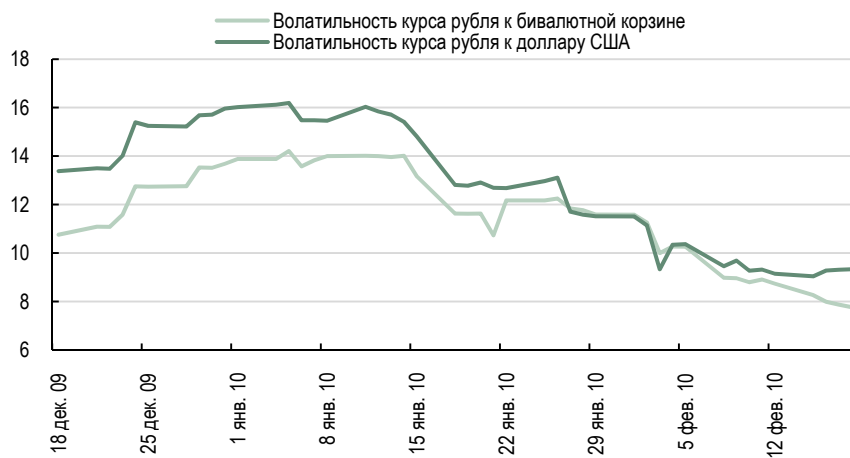
Кроме того, даже при очевидном тренде в изменении стоимости корзины курс рубля к доллару по-прежнему демонстрировал лишь обычную дневную волатильность, которая соответствовала динамике большинства валют сырьевых экономик или стран группы БРИК (рис. 5). Следует также отметить, что Банк России ввел свой операционный ориентир с целью сглаживания колебаний торгов в парах рубль-доллар и рубль-евро, однако, как показывает рис. 6, в последнее время колебания курса рубля к бивалютной корзине были сопоставимыми или даже превосходили колебания курса рубля к доллару.

Рисунок 5. Динамика курсов валют некоторых стран группы БРИК и экспортеров сырья



Источник: Bloomberg

Рисунок 6. Десятидневная волатильность курса рубля к бивалютной корзине и доллару США



Источник: Bloomberg

Все вышесказанное подводит нас к двум важным выводам:

1. Мы не видим причин для корректировки нашего прогноза валютного курса на 2010 г. (28.40 руб. за доллар США).
2. Бивалютная корзина, судя по всему, становится все менее важным индикатором определения динамики курса российской валюты.

# 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 информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих.

# Ренессанс Капитал

## Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

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 макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

#### Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

#### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

#### Медиа и ИТ, сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

#### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

#### Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева

#### Потребительский сектор и сельское хозяйство

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Ленвальская

#### Телекоммуникации и транспорт

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

#### Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlexeenkova@rencap.com

#### Электротехника

+ 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

#### Макроэкономика и рынок долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Анастасия Головач

Антон Никитин

Илья Жила

#### Рынок Средней Азии

+ 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Tatyana Kalacheva

#### Рынок Украины

+ 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервиль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

#### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2010 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (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.