



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ревальвация рубля – скоро и намного

Дата публикации: 4 апреля 2006 г.

Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com

258 7946

- Президент Путин поставил три макроэкономические цели: увеличение бюджетных расходов, борьба с инфляцией и удержание низкого курса рубля. Выполнить все три цели одновременно невозможно, хотя бы одной придется пожертвовать.
- В данном отчете мы представляем политико-экономический анализ, согласно которому государственные расходы не будут сокращаться; напротив, с приближением предвыборного сезона 2007-2008 гг. они увеличатся.
- Таким образом, правительство будет вынуждено либо выпустить инфляцию из-под контроля, либо проводить более жесткую денежно-кредитную политику.
- Высокую инфляцию допустить нельзя, так как она сводит на нет эффект от повышения заработных плат и пенсий, что ставит под угрозу предвыборную стратегию.
- В условиях искусственно заниженного курса рубля повышение процентных ставок не будет эффективным, поскольку приведет к притоку спекулятивного капитала из-за рубежа.
- С нашей точки зрения, у властей есть только один выход – допустить существенное увеличение номинального курса рубля.
- Мы ожидаем единовременного укрепления курса USD/RUB до уровня 26.0-26.5 в апреле-мае или в октябре-ноябре 2006 г.
- Мы рекомендуем инвесторам открыть длинные позиции в рублях, хеджируя курсовой риск USD/EUR и инвестируя прибыль в краткосрочные рублевые облигации.

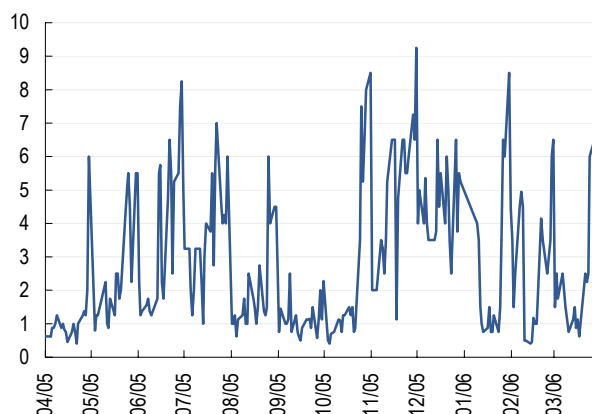
Ключевые показатели ликвидности в финансовой системе РФ	Текущее значение	Изменение, % 1 месяц	Изменение, % 6 месяцев	Изменение, % 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	320.90	4%	-16%	-2%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	44.90	-13%	-30%	-70%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	-23.20	-959%	-125%	11500%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	204.40	4%	31%	49%
Ставки по кредиту «overnight», % годовых	7.00	4.00	6.25	6.25
Официальный курс USD/RUB	27.70	-1%	-3%	-1%
Официальный курс EUR/RUB	33.63	1%	-2%	-7%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)*	5.32	0.2	1.4	1.0

Рисунок 1. Курс RUB/USD



Источник: Банк России

Рисунок 2. Ставки по кредитам «overnight»



Источник: Reuters

Политические приоритеты – из трех дорог мы выбираем три

Пока неясно, что является причиной взаимоисключающих (или, как минимум, противоречивых) политических мероприятий: сознательное решение правительства России, отсутствие комплексного анализа перед принятием решений или реакция на противоположные требования заинтересованных кругов. Можно вспомнить обещание президента Путина уменьшить налоговую нагрузку, за которым последовали законодательные акты, серьезно ухудшающие положение налогоплательщиков; приватизацию (или, по крайней мере, декларацию о намерениях провести приватизацию) некоторых крупных компаний (Связьинвест) и национализацию других (АвтоВАЗ); планы по сокращению государственного вмешательства в экономику страны и стремление начать крупные инвестиционные проекты с государственным финансированием.

Список может быть продолжен. Однако в данном отчете мы сосредоточим внимание на одном конкретном аспекте непоследовательности государственной политики, а именно – макроэкономическом.

Все цели в России ставит президент Путин. Правительство определяет свою политику исходя из приоритетов, установленных для него президентом. Что касается макроэкономической политики, приоритетными, по мнению президента Путина, являются три основных направления.

Цель первая: социальные/инфраструктурные расходы

Практически невозможно объяснить любому, кто не является консервативным экономистом, почему огромные нефтегазовые средства, которые российское государство получает в последние годы, не могут быть потрачены внутри страны.

По официальным данным, 25 млн россиян (17% от общей численности населения) все еще живут за чертой бедности, 60% социальной инфраструктуры нуждается в модернизации. Труд врачей, учителей, работников правоохранительных органов и государственных служащих оплачивается крайне низко, они не обеспечены необходимым оснащением и т. д. и т. п. На фоне таких неотложных нужд государственные сбережения уже составляют USD56 млрд (7% ВВП), а к концу года, по оценкам, достигнут USD75 млрд. Судя по всему, политическое руководство страны пришло к выводу, что оно должно решить данный вопрос и потратить часть этих денег.

Существующий режим, похоже, нашел оригинальный способ остаться у власти после следующих выборов – проложить себе путь через предвыборный сезон 2007-2008 гг. с помощью бюджетных расходов. Итак, период больших трат начался. Объявлено об осуществлении четырех национальных проектов: государственное здравоохранение, образование, доступное жилье и сельское хозяйство. Расходы растут, и темпы их роста весьма впечатляющи (см. рис. 3).

Рисунок 3. Рост расходов федерального бюджета

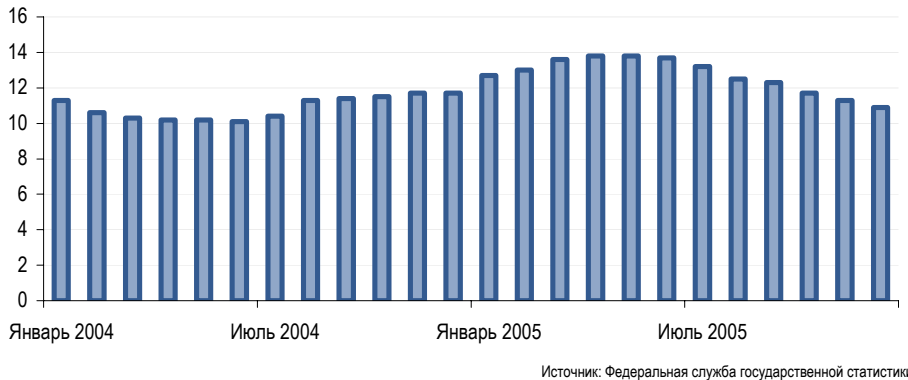


Источники: Минфин, оценка Ренессанс Капитала

Цель вторая: борьба с инфляцией

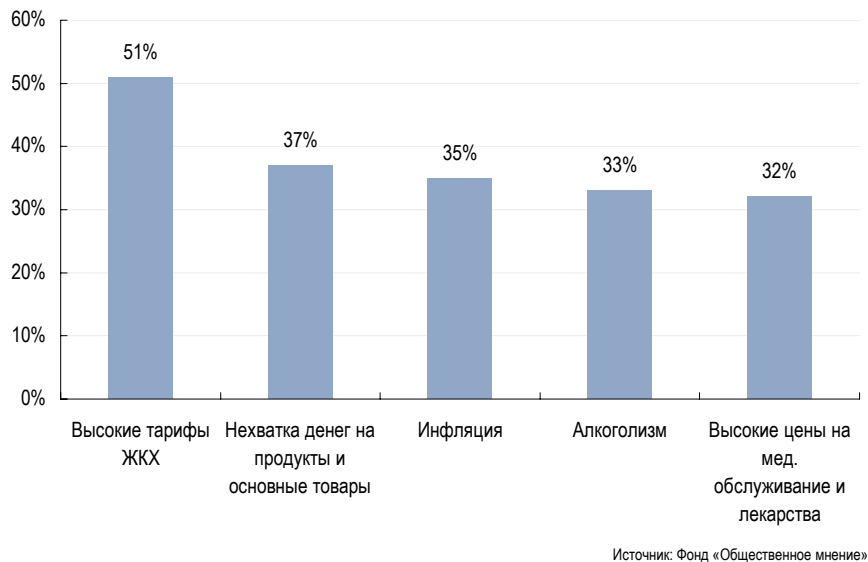
В настоящее время инфляция является самой большой или, по крайней мере, наиболее явной макроэкономической проблемой. Как видно из *рис. 4*, выполнение российскими властями задачи по сдерживанию инфляции в лучшем случае носило непоследовательный характер.

Рисунок 4. ИПЦ, %



ИПЦ в России остается весьма стабильным и выражается двузначными числами. Мы не будем тратить время наших читателей, рассматривая причины такой стабильности, и предлагаем всем заинтересованным ознакомиться с нашим отчетом «Инфляция: поймай меня, если сможешь» (должен быть опубликован на следующей неделе), в котором российская инфляция рассматривается всесторонне. Тем не менее, хотелось бы подчеркнуть, что борьба с инфляцией является одним из политических приоритетов.

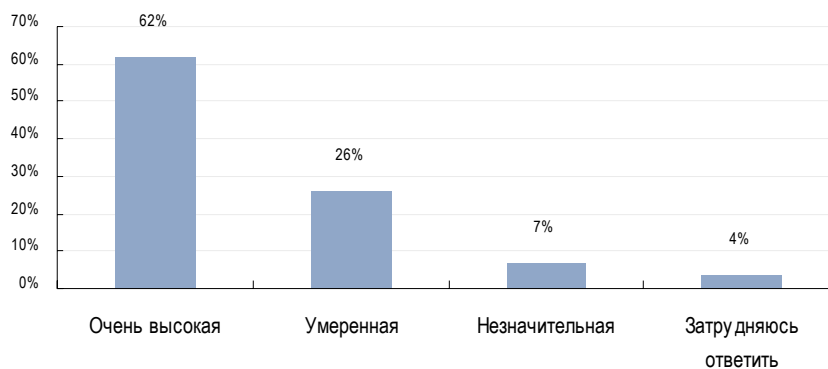
Рисунок 5. Проблемы, которые больше всего беспокоят россиян



Как видно из *рис. 5*, из пяти проблем, вызывающих наибольшее беспокойство населения, четыре имеют отношение к ценам и инфляции. При этом такие, казалось бы, важные вопросы как безопасность/уровень преступности, безработица и личные проблемы (за исключением алкоголизма) даже не попали в первую пятерку.

Судя по результатам опроса избирателей о текущем положении дел с инфляцией, правительство получает не слишком высокую оценку (*рис. 6*).

Рисунок 6. Как россияне оценивают инфляцию



Источник: ВЦИОМ

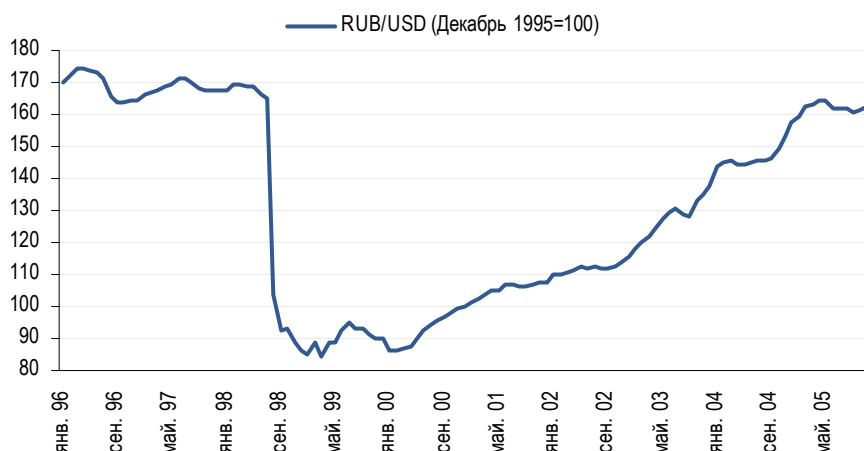
Таким образом, жители России не только обеспокоены инфляцией, но и считают ее очень высокой. Совсем не удивительно, что президент Путин постоянно напоминает правительству о необходимости снижения инфляции.

Цель третья: слабый рубль

Третья макроэкономическая цель – удерживать слабый рубль. Считается, что слабая национальная валюта выгодна местным производителям и помогает им конкурировать с импортом. Однако это довольно спорная теория, и (как это часто бывает в экономике) альтернативная теория также пользуется большой популярностью. Согласно альтернативной точке зрения, если национальная валюта испытывает давление в сторону повышения, необходимо позволить ей постепенно укрепляться, поскольку если ее курс останется слабым, у местных производителей не будет стимула к повышению эффективности.

К счастью, в данном отчете нам нет необходимости занимать ту или иную сторону в этом споре. Несмотря на успешные действия Банка России по сдерживанию номинального повышения курса рубля, в реальном выражении его рост был весьма значительным (рис. 7). Российская экономика больше не имеет тех преимуществ в конкурентоспособности, которые были у нее после девальвации в августе 1998 г., а для местных производителей имеет значение повышение реального курса.

Рисунок 7. Повышение реального курса рубля



Источники: Центральный банк России, Федеральная служба государственной статистики, Ренессанс Капитал

Повышение реального курса национальной валюты может быть обеспечено либо через номинальный рост, либо через инфляцию. В первом случае усиливается конкуренция со стороны импорта, поскольку импортные товары становятся дешевле. Во втором случае с ростом цен на внутреннем рынке увеличиваются затраты отечественных производителей, в результате чего отечественная продукция дорожает. Таким образом, уменьшается разрыв между ценами на отечественную продукцию и импорт.

Три пути сразу – возможно ли это?

Нам кажется крайне маловероятным, что правительству России удастся достичь всех трех поставленных целей. Ясно, что повышать бюджетные расходы, сдерживать инфляцию и предотвращать рост курса рубля одновременно в текущих условиях невозможно.

Чтобы сдерживать рост национальной валюты, Банк России печатает большое количество рублей, в результате чего валютные резервы страны в настоящее время превышают USD200 млрд. Ежедневный приток ресурсов в финансовую систему огромен и составляет в среднем 20 млрд руб. или 0.3% денежной массы M2 в день. Рост денежной массы M2 был не менее впечатляющим – в среднем 45% за последние несколько лет.

Некоторое время правительству удавалось удерживать под контролем большую часть притока денежной массы, но теперь ситуация изменилась. Бюджетные расходы также возросли и будут увеличиваться. В текущих условиях ни денежно-кредитная, ни бюджетная политика не сдерживают инфляцию.

В этой связи нам бы хотелось сделать очень важный вывод. В настоящий момент у правительства есть всего два пути: продолжать осуществление слабой денежно-кредитной и бюджетной политики, позволяя инфляции выйти из-под контроля, или ужесточить одну из них (а еще лучше – обе). По нашему мнению, накануне предвыборного сезона 2007-2008 гг. ужесточение бюджетной политики произойти не может. Соответственно, выбор становится еще проще – ничего не менять и отпустить инфляцию либо ужесточить денежно-кредитную политику.

Помимо всего вышесказанного, у правительства есть и еще одна причина для сдерживания инфляции. В последнее время президент Путин уделяет большое внимание повышению доходов населения. Однако проблема состоит в том, что слабая бюджетная политика в сочетании со слабой денежно-кредитной политикой приводит к инфляции. Инфляция – это налог на бедных, и больше всего от нее страдают те, кто получает доход, фиксируемый в номинальном выражении. Поэтому когда их зарплаты, пенсии, льготы и т. д. номинально повышаются, значительную часть этого повышения «съедает» инфляция. Следовательно, невыполнение целевых ориентиров по инфляции не только вызывает недовольство населения, но и ставит под угрозу эффективность достижения, казалось бы, самой простой цели – расходной. Если предположить, что наращивание бюджетных расходов – это способ, с помощью которого Кремль планирует победить на выборах 2007-2008 гг., невыполнения этой цели допустить нельзя.

Таким образом, ужесточение денежно-кредитной политики является единственным практически выполнимым и эффективным способом сдерживания инфляции в сложившихся условиях.

Более жесткая денежно-кредитная политика – что это значит?

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 на приток капитала в страну.

Проанализируем сначала второй вариант. Наиболее очевидный способ ужесточить денежно-кредитную политику в любой рыночной экономике – повысить процентные ставки. Однако в условиях сегодняшней России этот подход обречен на провал. Рассмотрим данный вариант с точки зрения иностранного инвестора. Имеется местный рынок со значительно недооцененной национальной валютой (исходя из того, что Банк России вынужден покупать доллары на открытом рынке чуть ли не ежедневно). Операции по счету капитала теоретически являются регулируемыми,

но на практике это регулирование не очень ущемляет экономических агентов. В условиях избытка ликвидности процентные ставки в национальной валюте находятся на очень низком уровне и являются отрицательными в реальном выражении. Теперь предположим, что центральный банк страны начинает повышать процентные ставки, увеличивая прибыли денежного рынка. Иностранцам неожиданно представляется возможность инвестировать в местной валюте (имеет небольшой риск и высокую потенциальную доходность) в инструменты денежного рынка, которые приносят доход выше среднерыночного. Неудивительно, что многие из них воспользуются этой возможностью.

Теперь рассмотрим ту же самую картину, но с точки зрения Банка России. Повышение процентных ставок с целью сокращения внутренней ликвидности приведет к увеличению притока иностранного капитала. В итоге усилится повышательное давление на рубль. Это в свою очередь приведет к тому, что Банк России будет вынужден покупать больше долларов и печатать больше рублей. Как следствие, повышение процентных ставок приведет к результату, совершенно противоположному желаемому.

Данная мера могла бы быть более эффективной, если бы счет движения капитала был закрытым. Существующее законодательство о валютном регулировании и контроле позволяет де-факто запретить операции, связанные с движением капитала. Однако мы считаем, что повышение барьеров на вход на российские рынки капитала маловероятно по следующим причинам: соответствующие положения Закона «О валютном регулировании и валютном контроле» теряют силу первого января 2007 г.; кроме того, Россия намерена уже в 2006 г. вступить в ВТО, где подобного рода ограничения не приветствуются.

Таким образом, **единственный практически осуществимый и эффективный путь, доступный в настоящее время – значительное повышение номинального курса рубля.**

Ревальвация – когда, как и на сколько?

Итак, мы пришли к выводу, что ревальвация рубля возможна. Теперь нам нужно ответить на не менее важные вопросы, приведенные в заголовке к данному разделу.

Когда?

Для того чтобы экономический эффект от ревальвации проявился к предвыборному сезону следующего года, она должна произойти в этом году. Пик давления на курс рубля обычно наблюдается в конце весны и в конце осени. Следовательно, ревальвация возможна либо в апреле-мае, либо в октябре-ноябре 2006 г.

Как?

Для достижения одной из поставленных целей (ограничения притока спекулятивного капитала) ревальвация должна быть единовременной. Провести ее нужно в тот момент, когда этого никто не ожидает, подобно тому, как это было сделано в Китае летом 2005 г. Очевидно, что вариант «ползучей» ревальвации не приемлем (судя по опыту первого полугодия 2003 г.). В то время Банк России ревальвировал рубль на 10 копеек каждый понедельник в течение нескольких недель. Результат был вполне предсказуем: еженедельное повышение курса USD/RUB на 0.3% стало механизмом зарабатывания денег для спекулятивных инвесторов на валютном рынке. Со временем Банк России был вынужден прекратить эту практику и купить на рынке большое количество долларов, чтобы ограничить спекулятивную активность. Мы надеемся, что Банк России извлек из этого опыта важный урок и при следующей ревальвации будет действовать неожиданно.

На сколько?

Честно говоря, у нас нет ответа на этот вопрос. О справедливой стоимости рубля можно только гадать. Это движущаяся мишень, потому что колебания цен на сырьевые товары оказывают на нее прямое и определяющее воздействие. Поэтому мы делаем чисто умозрительный вывод: ревальвация будет эффективной в борьбе с инфляцией, если будет достаточно значительной, чтобы обеспечить импорт дефляции из-за рубежа (иными словами, снижение цен на импортные

товары должно быть осязаемым) и подать рынку четкий сигнал о том, что новой ревальвации в течение долгого периода времени не произойдет.

По нашему мнению, «значительная ревальвация» означает новый курс USD/RUB на уровне 26.0-26.5.

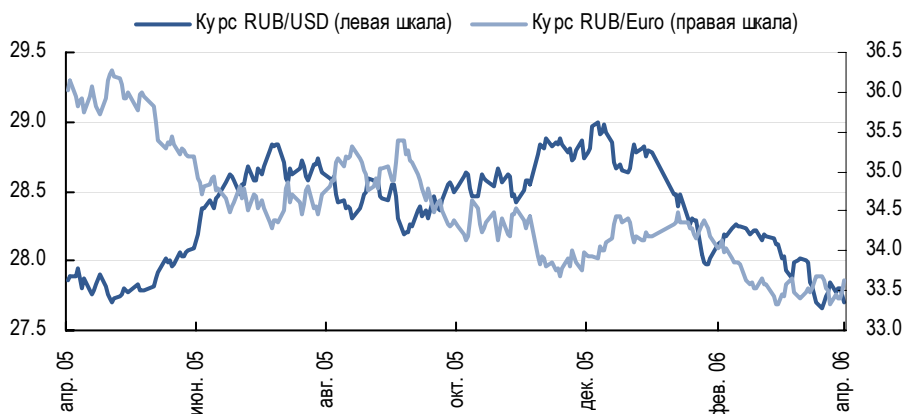
Как торговать при ревальвации

На первый взгляд торговая рекомендация, основанная на ожидаемой ревальвации, очень проста: открыть короткие долларовые и длинные рублевые позиции (предпочтительно за счет заемных средств) и ждать самого события, вложив средства в рублевые активы. Однако такая стратегия несет два существенных риска.

Глобальный валютный риск

Банк России использует бивалютную корзину, в структуре которой на долю евро приходится 40%, а на долю доллара США – 60%. Следовательно, существует сильная корреляция между курсами USD/RUB и USD/EUR (рис. 8).

Рисунок 8. Курсы USD/RUB и USD/EUR



Источник: Центральный банк России

Одним из существенных рисков такой позиции является резкое падение курса евро относительно доллара. Этот риск невозможно контролировать, но он может быть хеджирован покупкой опциона *put* на курс EUR/USD.

Риск внутренних процентных ставок

Чтобы ревальвация была эффективной в борьбе с инфляцией, ее результатом должно стать значительное повышение внутренних процентных ставок. Многочисленные комментарии представителей Банка России практически не оставляют сомнений в том, что новые ставки *overnight* будут на уровне 4-5% (в настоящее время 0.5-2%). Следовательно, инвесторы должны быть готовы к резкому увеличению процентных ставок сразу после ревальвации. Отсюда следует, что участники рынка должны либо сохранять наличность, размещая ее на депозитах, либо вкладывать средства в краткосрочные рублевые облигации для получения большего дохода.

Несколько слов в заключение

Мы ожидали номинального укрепления рубля уже несколько лет. В настоящий момент мы убеждены, что это неизбежно и фактически предопределено сложившейся политико-экономической ситуацией. Если, как мы уверены, в 2006 г. произойдет ревальвация рубля, денежно-кредитная политика в России перестанет осуществляться посредством управления валютным курсом (мы считаем этот подход экономически нецелесообразным). Вместо этого она будет проводиться более традиционным способом – с помощью механизма регулирования процентных ставок. Однако проблема состоит в том, что Банк России никогда не управлял процентными ставками, и ему придется быстро учиться, чтобы реальная экономика не пострадала от негативных последствий перехода к такой политике.

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

103009, Москва, Вознесенский переулок, 22
Тел.: 258 7777; факс: 258 7778
www.rencap.ru

РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Заместитель председателя правления ИГ Ренессанс Капитал
Нил Харви
тел. 204 4483, nharvey@rencap.com

Руководители управления по работе с долговыми обязательствами

Брайан Лазелл
204 4484
blazell@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
258 7946
amoisseev@rencap.com

Аналитика

Алексей Моисеев	amoisseev@rencap.com	258 7946
Павел Мамай	pmamai@rencap.com	258 7708
Владимир Пантюшин	vpantuyushin@rencap.com	258 7930
Петр Гришин	pgrishin@rencap.com	258 7789
Валентина Крылова	vkrylova@rencap.com	258 7968
Наргиз Садыхова	nsadykhova@rencap.com	258 4356
Олеся Черданцева	ocherdantseva@rencap.com	783 5693

Клиентские операции

Киран Доннелли	kdonnelly@rencap.com	204 4457
Александр Чекин	atchekine@rencap.com	204 4475
Михаил Зарецкий	mzaretsky@rencap.com	258 7943
Петр Кривдин	pkrivdin@rencap.com	258 7769
Денис Арцинович	dartsinovich@rencap.com	258 7985
Илья Ремизов	iremizov@rencap.com	258 4376

Торговые операции

Антон Завьялов	azavialov@rencap.com	258 7975
Дмитрий Якушин	dyakushin@rencap.com	204 4466
Сергей Петров	spetrov@rencap.com	258 7982
Александр Семенников	asemennikov@rencap.com	258 7765
Дмитрий Кузнецов	dkuznetsov@rencap.com	783 5655

Синдикация

Артур Плауде	aplaude@rencap.com	725 5218
--------------	--------------------	----------

Структурные продукты

Алистер Куксон	acookson@rencap.com	783 5658
Павел Васильев	pvasilyev@rencap.com	258 7752
Мажид Пайч	mpajic@rencap.com	204 4455

Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова	emalakhova@rencap.com	258 7764
Оксана Бутурлина	obuturlina@rencap.com	725 5221
Мария Дунаева	mdunaeva@rencap.com	258 7762
Станислав Захаров	szakharov@rencap.com	258 7926

Администраторы

Юлия Попова	jpopova@rencap.com	725 5216
Елена Мишина	emishina@rencap.com	258 7974

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице RENA в Bloomberg или получить, позвонив нам.

© 2006 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством.

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан 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 отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал 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.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. 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.