



**Аналитик: Ольга Беленькая**  
belenkayao@sovlink.ru

## Торговый баланс и курс рубля

Анализ возможностей и темпов девальвации мы впервые начали в обзоре от 27.10.2008 г. («Что стоит за слухами о девальвации рубля»). В это время доллар стоил 27 руб., бивалютная корзина держалась на уровне 30.4 руб. и все официальные представители однозначно утверждали, что девальвации рубля к корзине не будет. А рынок тем временем жил слухами о скором обвале курса до 40 руб./\$. Мы проанализировали прогнозное состояние платежного баланса и ожидаемые темпы снижения ЗВР и пришли к выводам, что опасения снижения курса рубля к бивалютной корзине (или к доллару при данном курсе) до 40-43 руб./\$ имеют основания в рассматриваемом на тот момент пессимистичном сценарии (среднегодовая цена Urals в 50 долл/барр и отток капитала в размере всего годового внешнего долга). При этом признавалось, что темпы и сроки девальвации зависят от ЦБ, потому что значительный объем резервов дает относительно широкие тактические возможности влиять на валютный рынок, но в конце концов ограничением станет объем ЗВР, который ЦБ будет готов тратить на поддержку курса.

В макропрогнозе от 7 ноября 2008 г. мы приводили оценку внешнеторгового баланса РФ на 2008 г. и сценарные прогнозы на 2009. Сейчас, когда ЦБ опубликовал предварительные данные платежного баланса за 2008 г., сверим наши оценки и вернемся к прогнозам платежного баланса и валютного курса для различных сценариев 2009, используя несколько другой подход. На наш взгляд, это тем более интересно, что после практически непрерывного ослабления рубля к бивалютной корзине почти на 25% (начиная с 11 ноября), ЦБ в последние дни изменил тактику.

23 января 2009 года ЦБ объявил о завершении начатой 11 ноября 2008 года «постепенной корректировки границ технического коридора» бивалютной корзины. С 23 января 2009 года верхняя граница технического коридора устанавливается на уровне 41 рубль, что при текущем курсе 1,3 доллара США за 1 евро соответствует примерно 36 рублям за доллар США. По расчетам ЦБ и МЭР, сложившийся в настоящее время курс рубля при текущих ценах на нефть и другие значимые товары российского экспорта обеспечит сбалансированность текущего счета платежного баланса Российской Федерации.

**Отметим в заявлении ЦБ ключевую фразу, в которой фактически сформулирован критерий равновесного курса рубля – обеспечение сбалансированности счета текущих операций.** Однако сроки действия новой верхней границы коридора не определены. В связи с этим наибольший интерес представляет экономический анализ равновесного уровня валютного курса при различных сценарных условиях.

**Табл. 1. Прогноз внешнеторгового баланса РФ**

	2008 (оценка Совлинк от 07.11.2008)	2008 (предварительные оценки плат баланса ЦБ, данные ЦДУ ТЭК, оценки МЭР)	Расхождение, %
Среднегодовая цена на нефть Urals, \$/барр	97	95	-2%
Экспорт нефти, млн тонн	253	237	-6%
Экспорт нефти, \$ млрд	177	161	-9%
Средняя экспортная цена газа, \$/1000 м3	360	357.9	-1%
Экспорт газа, млрд м3	203	203	0%
Экспорт газа, \$млрд	73	69	-5%
Экспорт нефтепродуктов, млн тонн	114	116.8	2%
Экспорт нефтепродуктов, млрд долл	77	79.8	4%
Экспорт ТЭК, млрд долл	327	309	-6%
Экспорт товаров, млрд долл	488	469	-4%
Импорт товаров, млрд долл	-290	-293	1%
<b>Сальдо торгового баланса</b>	<b>198</b>	<b>177</b>	<b>-10%</b>



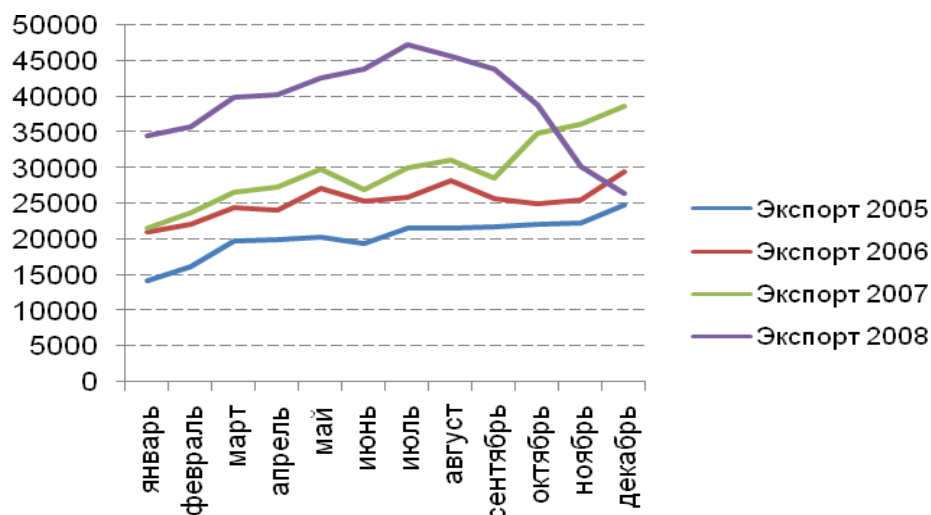
Экспорт товаров и услуг, млрд долл	510	520	2%
Импорт товаров и услуг, млрд долл	-375	-370	-1%
Баланс товаров и услуг, млрд долл	134	151	13%
Баланс прочих текущих доходов, млрд долл	-56	-52	-7%
Сальдо счета текущих операций, млрд долл	78	99	27%

Источники – Росстат, МЭР, ЦДУ ТЭК, ЦБ РФ, оценки ИК Совлинк

Пиковые значение экспорта и импорта были достигнуты в июле 2008 г. С тех пор вследствие резкого падения цен на сырьевые товары последовало обвальное падение российского экспорта. По последним официальным данным, с июля по ноябрь экспорт российских товаров сократился на 36%, импорт – на 25% (причем 72% сокращения импорта за весь период пришелся на ноябрь). Сальдо торговых операций в ноябре рухнуло по сравнению с июлем на 54%. По данным на ноябрь, отношение импорта к экспорту достигло 72% (максимум с середины 1999).

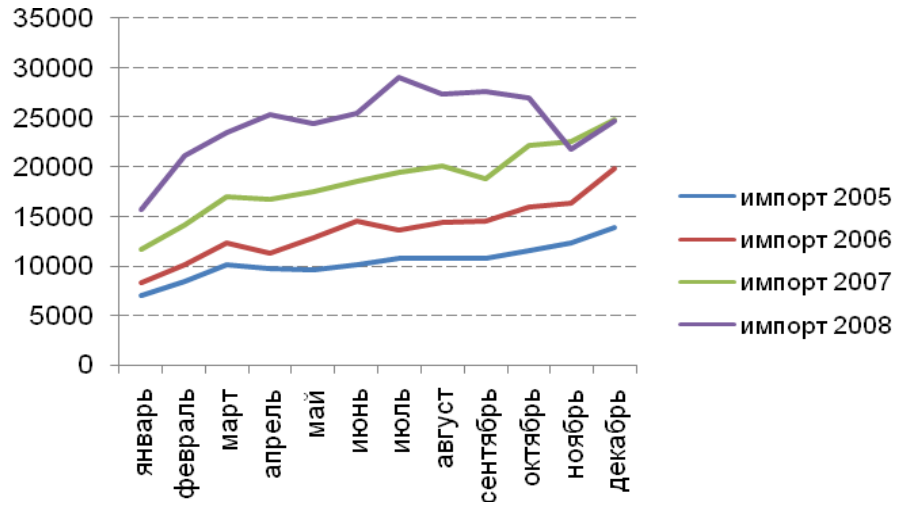
Сопоставление предварительной оценки ЦБ платежного баланса за 2008 г. и его официальных данных по внешней торговле за 11 мес. 2008 г. дает еще более впечатляющую картину. В декабре продолжается падение экспорта (на 21 млрд долл или 44% по сравнению с июлем), импорт немного растет, а сальдо внешней торговли сжимается до \$1.9 млрд (минимум с января 1999 г.!). Теперь уже импорт «съедает» 93% экспортных поступлений (уровень, характерный для преддевальвационных месяцев 1997-98 гг.). Между тем, учитывая стандартный 2-3 месячный лаг в контрактах между биржевой ценой нефти и экспортной выручкой, декабрьский минимум экспорта относится еще не к локальному ценовому дну нефти Urals (\$41.8), а к относительно благополучному среднему уровню октября (\$64 / барр). А вот декабрьский провал цен и текущие минимальные уровни отразятся на провале экспортных поступлений 1Q09, которые, по всей вероятности, выведут торговый баланс в минус.

**Рис. 1 Экспорт товаров по годам, млн. долл**



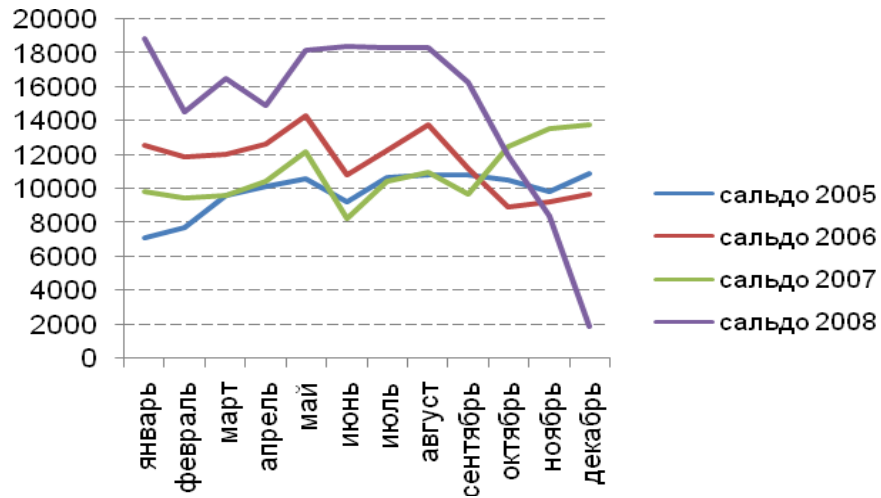
Источник – данные ЦБ РФ, оценки ИК Совлинк

**Рис. 2 Импорт товаров по годам, млн. долл**



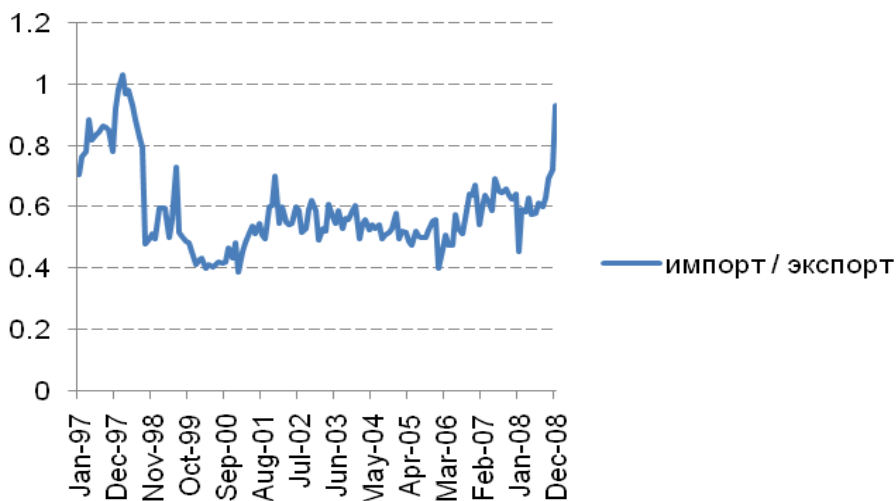
Источник – данные ЦБ РФ, оценки ИК Совлинк

**Рис. 3. Сальдо внешней торговли по годам, млн. долл**



Источник – данные ЦБ РФ, оценки ИК Совлинк

**Рис. 4. Соотношение импорт товаров / экспорт товаров**



Источник – данные ЦБ РФ, оценки ИК Совлинк

На этом фоне действия ЦБ по девальвации рубля выглядят абсолютно неизбежными. Дефицит счета текущих операций, как известно, надо чем-то финансировать – либо притоком капитала (ау, инвесторы!), либо, что только и остается – проеданием ЗВР. Из них с начала августа уже потрачено \$200 млрд (34%). На 16 января Россия располагает ЗВР на \$396 млрд. (с учетом примерно \$225 млрд Резервного фонда и ФНБ на начало года). Но ЗВР нужны для ключевых функций - выплат по внешнему долгу (на 01.10.2008 – \$540.5 млрд, из них на выплаты 2009 г. приходится только по основному долгу \$117 млрд), закупки критически необходимого импорта. Если у регулятора есть ожидания, что ситуация в мировой экономике не улучшится за короткое время (а похоже, они уже есть), значит, надо сокращать импорт с тем, чтобы при каждой прогнозной среднегодовой цене нефти счет текущих операций сходился хотя бы в ноль. И девальвация – фактически, единственный работающий инструмент.

Исходя из этого, попытаемся **спрогнозировать динамику курса бивалютной корзины на 2009 г.** для различных сценариев среднегодовой цены нефти, **предполагая, что ЦБ будет стремиться вывести сальдо текущих операций в ноль или слабый плюс.** Это означает, что экспорт товаров и услуг должен быть достаточен для компенсации не только импорта товаров, но еще и традиционно отрицательного баланса оплаты труда, услуг и инвестиций.

Курс бивалютной корзины (операционный целевой ориентир ЦБ) на конец 2008 г. – 34.8 руб.



	2009 Вар 1	2009 Вар 2	2009 Вар 3	2009 Вар 4
Среднегодовая цена на нефть Urals, \$/барр	70	50	40	30
Экспорт нефти, млн тонн	235	235	235	235
Экспорт нефти, \$ млрд	115	82	66	49
Средняя экспортная цена газа, \$/1000 м3	297	261	243	225
Экспорт газа, млрд м3	206	206	206	206
Экспорт газа, \$млрд	61	54	50	46
Экспорт нефтепродуктов, млн тонн	115	115	115	115
Экспорт нефтепродуктов, млрд долл	54	39	31	23
Экспорт ТЭК, млрд долл	231	175	147	119
<b>Экспорт товаров, млрд долл</b>	<b>384</b>	<b>291</b>	<b>245</b>	<b>198</b>
Курс бивалютной корзины на конец года	35.3	44.8	53.3	65.8
Курс руб/\$ на конец года (исходя из 1.3 EUR/USD)	31.1	39.5	46.9	57.9
Темп девальвации руб к корзине (+ - ослабление рубля, - - укрепление)	1.5%	29%	53%	89%
Импорт товаров	-288	-227	-191	-155
Сальдо торгового баланса	96	64	54	44
Экспорт товаров и услуг, млрд долл	427	323	272	220
Импорт товаров и услуг, млрд долл	-363	-286	-241	-195
Баланс товаров и услуг, млрд долл	63	37	31	25
Баланс прочих текущих доходов, млрд долл	-46	-36	-31	-25
<b>Сальдо счета текущих операций, млрд долл</b>	<b>17</b>	<b>0.7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Источник – данные ЦБ РФ, расчеты ИК Совлинк

**Итак, в зависимости от среднегодовой цены нефти Urals и предположений в отношении намерений ЦБ сбалансировать счет текущих операций, избегая избыточного проедания ЗВР, получаем целевые значения курса бивалютной корзины на конец года в диапазоне от 35 до 66 руб./\$, темпы девальвации – от 1.5% до 89%. Курс доллара к рублю, разумеется будет определяться при данной структуре бивалютной корзины динамикой пары доллар-евро. При сохранении этого параметра на уровне, близком к текущему (1.3 EUR/USD), можно ожидать в рассматриваемом диапазоне нефтяных цен (70-30 долл/барр) курс доллара на конец года от 31 до 58 руб./\$.**

Конечно, ЦБ может принять более мягкий вариант – балансировать не весь счет текущих операций, а, например, только сальдо торгового баланса, покрывая дефицит по другим текущим операциям за счет ЗВР. Возможно, спад в экономике и сокращение доходов населения снизят необходимость курсовой коррекции импорта, поскольку потребление будет сокращаться и переключаться на более дешевую местную продукцию. Спрос на инвестиционный импорт, к примеру, будет снижаться просто из-за спада промпроизводства и сворачивания инвестиционных программ предприятиями. Кроме того, часть задачи сокращения импорта может быть решена за счет мер тарифной защиты. Поэтому итоговая девальвация может оказаться мягче, чем следует из наших расчетов.

Однако, при весьма упрощенном характере допущений и расчетов, этот вывод можно считать иллюстрацией ответа на вопрос – завершилась ли в последние дни управляемая девальвация, или это только временная пауза.

## Приложение 1.

### Допущения для прогнозирования внешнеторгового баланса

Принимаем следующие предпосылки:

1. В структуре экспорта примерно 60% занимает ТЭК (нефть, природный газ, нефтепродукты). В 2008 г. – 66%
2. Ожидаемые объемы добычи и экспорта нефти, газа и нефтепродуктов соответствуют прогнозным значениям МЭРТ
3. Мировые цены на газ привязаны к ценам на нефть (из-за неопределенности условий множества долгосрочных контрактов, на основе которых вычисляется формула цены на газ, принимаем за основу среднеисторические годовые значения ценовых коэффициентов или коэффициенты, определяемые на основе прогнозных цен МЭРТ).
4. Мировые цены на нефтепродукты также привязаны к ценам на нефть (для прогнозирования берем за основу среднеисторический коэффициент 0.92).

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

### ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300

Факс: +7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,

Москва 119019, Россия

[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)

[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

©2009г., ООО «Совлинк». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «Совлинк» или иных согласованных с ООО «Совлинк» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «Совлинк» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «Совлинк» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «Совлинк» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо (а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «Совлинк» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «Совлинк» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «Совлинк» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.