



Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Что стоит за слухами о девальвации рубля?

За последние 2.5 месяца объем российских ЗВР сократился на 82 млрд долл (-13.8% с максимального уровня в 597.5 млрд долл на 08.08.08). Это произошло на фоне обвального падения мировых цен на нефть, массивного оттока капитала и отчасти – из-за переоценки валютных резервов (укрепление доллара к евро и британскому фунту). За это время курс рубля к бивалютной корзине снизился на 3.7%, к доллару – на 15.2%. При этом относительно стабильный курс рубля к бивалютной корзине (30.4 против 29.27 на начало августа) поддерживается сейчас исключительно усилиями ЦБ, на что указывает существенное расхождение валютных курсов на наличном и безналичном рынке. Официальные лица заверяют, что девальвации не будет, но СМИ почему-то воспроизводят слухи о резкой девальвации рубля до 40 руб./\$, ни разу не прокомментировав, откуда берется такая цифра.

Есть ли все же основания рассматривать сценарий девальвации и что может закладывать рынок в свои ожидания? Понимая, что возможности ЦБ по регулированию курса весьма велики, попытаемся проанализировать, какими соображениями может руководствоваться рынок. Предположим, рынок ожидает, что курс рубля будет снижаться в соответствии с темпами снижения российских ЗВР. Рассмотрим один из сценариев ЦБ, при котором среднегодовая цена Urals в 2009 г. составит 66 долл/барр., что несколько выше текущего уровня. Это – наиболее пессимистичный сценарий ЦБ, но сейчас, в ожидании тяжелой и длительной глобальной рецессии, по нашему мнению, он может рассматриваться как основной, если не оптимистичный.

По данным ЦБ, в течение 2009 г. российскому правительству, компаниям и банкам предстоит выплатить по внешнему долгу 121 млрд долл., за 12 мес с 1 октября 2008 г. - \$137 млрд, за 15 мес до конца 2009 г. – 169 млрд долл.

Прогнозы изменения ЗВР в 2009 г.

Прогнозы ЦБ

	Экспорт товаров и услуг, \$ млрд	Импорт товаров и услуг, \$ млрд	Баланс прочих текущих доходов, \$ млрд	Сальдо счета текущих операций, \$ млрд	Чистый приток по счету операций с капиталом, \$ млрд	ЗВР на конец периода, \$ млрд	Изменение ЗВР, \$млрд	Изменение ЗВР, %
2007	393.8	282.7	-35.1	76.2	85.9	478	+175	+57%
2008E	548.3	-392.4	-56.9	98.9	-23.8	548.9	+70.9	+14.8%
2009F	463.2	-434.9	-48.6	-20.3	16.6	544.9	-4.0	-0.7%

Источник – прогнозы ЦБ РФ, «Основные направления денежно-кредитной политики на 2009 г.»



Наши оценки предполагают, что сальдо счета текущих операций будет примерно таким же, как в прогнозе ЦБ, но вместо чистого притока капитала в \$20 млрд будет его отток.

Сценарий 1 – среднегодовая цен Urals \$66/барр., чистый отток капитала 50 млрд долл (объем ЗВР, зарезервированный под рефинансирование корпоративного внешнего долга, не удастся возместить притоком нового капитала).

	Экспорт товаров и услуг, \$ млрд	Импорт товаров и услуг, \$ млрд	Баланс прочих текущих доходов	Сальдо счета текущих операций	Чистый приток по счету операций с капиталом	ЗВР на конец периода	Изменение ЗВР, %
2007	393.8	282.7	-35.1	76.2	85.9	478	+57%
2008E	509.6	-375.2	-56.5	77.9	-30	525.9*	+10%
2009F	418	-386	-49.6	-17.5	-50	458.4**	-12.8%

* оптимистичная оценка, с учетом 515.7 на 17.10.2008

** - оценка Fitch - \$440 млрд к концу 2009 г.

Предполагая, что ЗВР к концу 2009 г. снизятся на 11% к текущему уровню, и это приведет к сопоставимому снижению курса рубля к доллару или к бивалютной корзине, получим следующие оценки курса рубля на конец 2009 г. (при условии, что курс EUR/USD останется на текущем уровне).

Оценки курса рубля на конец 2009 г.

	Сегодня	Конец 2009
RuR/\$	27.0	30.37
RUR/бивалютная корзина	30.4	34.2

Источник – оценки ИК Совлинк

Сценарий 2. среднегодовая цен Urals \$66/барр., чистый отток капитала 137 млрд долл (весь объем внешнего долга за 2009 г. придется выплачивать за счет ЗВР, с нулевым притоком нового капитала).

	Экспорт товаров и услуг, \$ млрд	Импорт товаров и услуг, \$ млрд	Баланс прочих текущих доходов	Сальдо счета текущих операций	Чистый приток по счету операций с капиталом	ЗВР на конец периода	Изменение ЗВР, %
2007	393.8	282.7	-35.1	76.2	85.9	478	+57%
2008E	509.6	-375.2	-56.5	77.9	-30	525.9	+10%
2009F	418	-386	-49.6	-17.5	-137	371.4	-29.4%

Источник – оценки ИК Совлинк

Оценки курса рубля на конец 2009 г.

	Сегодня	Конец 2009
RuR/\$	27.0	37.5
RUR/бивалютная корзина	30.4	42.2

Источник – оценки ИК Совлинк



Сценарий 3 – среднегодовая цен Urals \$50/барр., чистый отток капитала 50 млрд. долл (объем ЗВР, зарезервированный под рефинансирование корпоративного внешнего долга, не удастся возместить притоком нового капитала).

	Экспорт товаров и услуг, \$ млрд	Импорт товаров и услуг, \$ млрд	Баланс прочих текущих доходов	Сальдо счета текущих операций	Чистый приток по счету операций с капиталом	ЗВР на конец периода	Изменение ЗВР, %
2007	393.8	282.7	-35.1	76.2	85.9	478	+57%
2008E	509.6	-375.2	-56.5	77.9	-30	525.9	+10%
2009F	317	-386	-49.6	-119.5	-50	357.1	-32%

Источник – оценки ИК Совлинк

Оценки курса рубля на конец 2009 г.

	Сегодня	Конец 2009
RuR/\$	27.0	40.0
RUR/бивалютная корзина	30.4	43.9

Источник – оценки ИК Совлинк

Итак, упрощенный анализ показывает, что при трех, в целом вполне вероятных, сценариях (сохранение прогнозируемых ЦБ цен на нефть с умеренным оттоком капитала / сохранение прогнозируемых ЦБ цен на нефть с оттоком капитала на уровне внешнего долга, подлежащего уплате в течение 2009 г. / снижение цен на нефть до 50 долл/барр с умеренным оттоком капитала) можно ожидать снижение курса рубля к доллару до 30-40 руб./\$. Этот расчет – скорее иллюстрация, а вовсе не утверждение неизбежности такого сценария – ведь при росте ЗВР более, чем в 10 раз с 2003 по 2008 г. курс рубля укреплялся гораздо более слабыми темпами. Но укрепление рубля сдерживал ЦБ, а сдерживать движение рынка на росте резервов значительно проще, чем при их снижении.

Государство выделило первые \$50 млрд ЗВР для рефинансирования внешних долгов российских компаний и банков, однако очевидно, что этой суммы не хватит на всех (объем заявок уже вдвое выше). Значит, перед государством встанет дилемма – отдавать российские активы на Запад или увеличивать поддержку, расходуя все новые резервы (при том, что текущие цены на нефть уже выводят в дефицит прогнозный российский бюджет и счет текущих операций 2009 г.).

Эти опасения провоцируют отток капитала из страны, что усиливает ожидания девальвации. В конечном итоге, многое будет зависеть от политической воли правительства и ЦБ, представители которых утверждают, что девальвации не будет. Пока у ЦБ достаточно возможностей для поддержания стабильности курса рубля к бивалютной корзине. Однако на фоне снижения цен на нефть и глобального оттока капитала с развивающихся рынков сдерживать ослабление рубля приходится за счет дополнительного расходования резервов, которые могут понадобиться в дальнейшем для погашения внешних долгов и оплаты критически необходимого импорта.

Помимо изложенных, весьма упрощенных расчетов, экономические ожидания в краткосрочной перспективе также складываются в пользу девальвации рубля к бивалютной корзине и к доллару.

На мировых рынках происходит стремительный отток капиталов из всех рискованных активов и спекулятивных (carry trade) валют в американские гособлигации, что способствует стремительному укреплению доллара и иены к большинству других мировых валют. На наш взгляд, здесь действуют два ключевых фактора. Первый – растущие риски тяжелой и длительной глобальной рецессии поддерживает спрос на надежные активы. Стереотип, в соответствии с которым safe haven – это не что иное, как американские гособлигации, пока доминирует в мире, несмотря на то, что все новые обязательства, которые берет на себя правительство США для спасения финансового сектора, должны привести к значительному ухудшению параметров госдолга и бюджетного дефицита. Второй – процесс «делеведринга», при котором выданные ранее дешевые кредиты в долларах и иенах отзываются кредиторами по всему миру из-за стремительно обесценивающихся залогов (margin calls), что приводит к повышенному спросу на доллар и ликвидации позиций в других валютах, размещенных в рискованные активы. К тому же, вполне возможно, что на данный момент правительство США в большей степени заинтересовано в сильном долларе для улучшения условий привлечения капитала в страну и



готово пожертвовать, например, поддержкой экспорта. Таким парадоксальным образом все более угрожающее состояние американской экономики сочетается с временным укреплением доллара.

Отметим, что в среднесрочной перспективе риски резкого ослабления доллара, на наш взгляд, очень высоки. Фундаментальных причин для этого достаточно – американская экономика, по всей вероятности, входит в затяжную рецессию; финансовый сектор, как огромная «черная дыра» требует все новых вливаний капитала для предотвращения полного коллапса; необходим постоянный приток внешнего капитала для финансирования «двойного дефицита» (бюджета и торгового баланса). Процесс «делевереджинга» с возвратом долларовых кредитов в США рано или поздно завершится. Накопление огромной массы «плохих долгов» финансового сектора на балансе федерального бюджета и ФРС в обмен на увеличение госдолга, по всей вероятности, продолжится. В результате правительству придется привлекать все новые заимствования, что со временем приведет к увеличению стоимости обслуживания долга. И здесь приоритеты США могут вновь измениться в пользу ослабления доллара – для снижения долговой нагрузки... Возможны и другие сценарии, например, массовое избавление центробанков Китая, Японии и некоторых других стран от долларовой части валютных резервов, на которое они не решались при слабом долларе, но могут осуществить при его временном укреплении. Таким образом, текущее соотношение сил двух валют в бивалютной корзине со временем (возможно, даже в течение нескольких месяцев), вполне вероятно, изменится не в пользу доллара, и об этом следует помнить, увеличивая долларовую позицию на данный момент.

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«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
research@sovlink.ru

©2008г., 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 осознать, 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.