

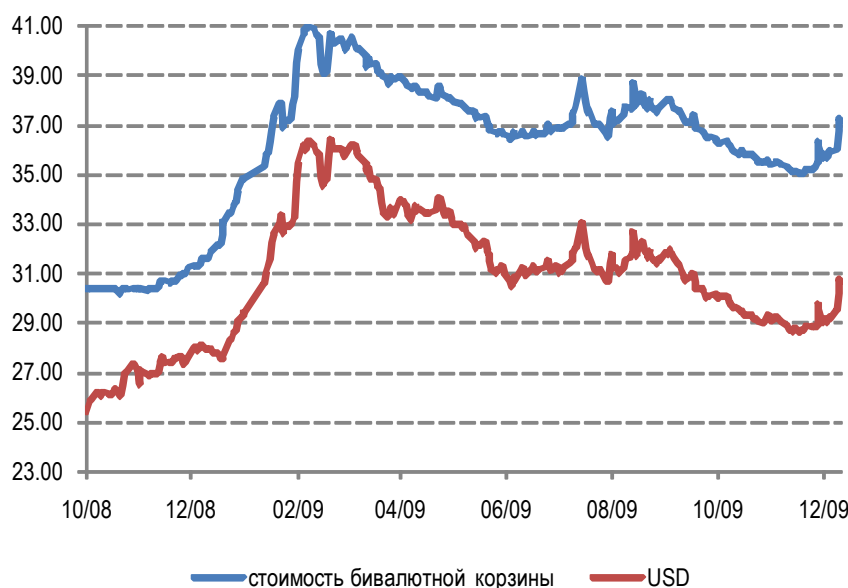


Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Прогноз курса рубля

Период непрерывного укрепления рубля к доллару и бивалютной корзине, продолжавшийся с августа, был прерван в конце ноября, а в последнюю неделю впервые за 2 месяца рубль протестировал 30 руб./\$ и 37 руб – к бивалютной корзине.

Рис. 1 Курс рубля к доллару и бивалютной корзине



На наш взгляд, такая ситуация объясняется сочетанием нескольких факторов:

1. Слабость рынка нефти – с начала декабря котировки фьючерсов WTI опустились ниже привычного с середины октября диапазона \$75-80/барр., а в конце первой декады декабря – ниже \$70/барр. По-видимому, давление на нефть связано со слабостью спроса, избыточными запасами и укреплением доллара.
2. Закрытие года, репатриация долларов глобальными участниками рынка.
3. Усиление ожиданий сворачивания антикризисных мер ФРС по мере улучшения ситуации с безработицей и потребительским спросом в США.
4. Сокращение спроса на рискованные активы вследствие нескольких локальных, но совпавших во времени событий – реструктуризация Dubai World, снижение суверенных рейтингов / прогнозов рейтинга Греции и Испании, возросшие ожидания распространения кредитных рисков.
5. Традиционный пик бюджетных расходов российского бюджета – в ноябре-декабре расходы должны на 1.2 трлн руб превысить доходы, что существенно выше среднемесячного уровня.
6. Пик выплат по российскому корпоративному внешнему долгу – в соответствии с графиком платежей, размещенном на веб-сайте ЦБ РФ, в декабре общий объем выплат по основному долгу и процентам оценивается в \$21.6 млрд, из них \$5.4 млрд приходится на банки, \$16 млрд – на нефинансовые компании. Хотя эта сумма существенно выше среднемесячных объемов выплат, предыдущий опыт показывает, что компаниям довольно успешно удавалось реструктурировать долг, в итоге фактические выплаты оказывались существенно ниже плановых.
7. Политика ЦБ – хотя официально регулятор говорит о стремлении сделать курс рубля более рыночным и сглаживать валютными интервенциями лишь рыночную волатильность, укрепление рубля с учетом кризисного состояния российской экономики и дефицита бюджета вряд ли можно считать желательным. Тем более, если оно происходит за счет притока краткосрочных капиталов для саггу



trade. Поэтому текущее умеренное ослабление рубля – отличный повод для ЦБ минимизировать свое вмешательство и показать рынку, что не следует делать ставку на постоянное укрепление национальной валюты. При этом колебания в рамках сложившегося 3-х рублевого коридора (35-38 руб к бивалютной корзине) воспринимаются рынком достаточно спокойно – участники ждут от ЦБ усиления интервенций на границах коридора.

Итак, несколько факторов ослабления рубля, на наш взгляд, связаны с закрытием года и пиком бюджетных расходов, но неопределенность в отношении политики ФРС, оценки кредитных рисков и рынка нефти сохранится и за пределами года.

Продолжится ли укрепление рубля в 2010 г.? На наш взгляд, упрощенно, можно выделить несколько ключевых факторов: 1) соотношение EUR/USD на Forex; 2) состояние платежного баланса, т.е., прежде всего, мировые цены на нефть и движение капитала; 3) политика ЦБ на валютном и денежном рынке. И направление каждого из них на ближайший год далеко неоднозначно, скорее, можно говорить о сценариях.

1. Курс EUR/USD – политика ФРС и кредитные риски Европы

В будущем году часть крупнейших мировых центробанков может начать повышение базовых ставок. В отношении ФРС консенсус предполагает повышение базовой ставки не ранее конца 2 кв. 2010 г., а возможно, и к концу года, но сокращение ликвидности может начаться раньше. В 1 кв. завершается ряд программ ФРС по выкупу активов и предоставлению ликвидности (term auction credit, federal agency debt, MBS, TALF, central bank liquidity swaps, commercial papers). Объем активов на балансе ФРС, приобретенных в рамках этих программ, превышает \$1 трлн. Заседания комитета по открытым рынкам 15-16 декабря и 26-27 января 2010 г. могут прояснить планы регулятора по пролонгации / отмене этих программ и общей настрой в отношении изъятия ликвидности с рынка. Аргументы против повышения ставок до середины – конца 2010 г. – слабое состояние американской экономики, двузначная безработица, низкий риск инфляции. Хотя последние отчеты зафиксировали снижение безработицы в ноябре, улучшение потребительских ожиданий и рост розничных продаж, это лишь очень короткие данные, которые еще могут быть пересмотрены. Поэтому на их основании рано делать выводы о восстановлении устойчивого роста, при котором станет возможным ужесточение денежной политики, что подтвердил недавно в своем выступлении глава ФРС Б. Бернанке.

Если, вопреки нашим ожиданиям, «стратегия выхода» ФРС будет происходить быстро, опережая восстановление мировой экономики, то можно ожидать укрепления доллара к евро, давления на сырьевые цены и отток спекулятивного капитала с развивающихся рынков, что может привести к ослаблению рубля.

При отсутствии в заявлениях ФРС указаний на скорый отказ от стимулирующей денежной политики, доллар, скорее всего, будет оставаться под давлением, что до последнего времени приводило к синхронному увеличению спроса на сырье и рискованные активы. Однако остается неопределенность, связанная с возможным усилением негативного новостного фона в Европе, в частности, риски суверенных дефолтов стран еврозоны, отказ ЕЦБ рефинансировать их гособлигации, проблемы с рефинансированием у крупных банков. Пока в центре внимания Греция и Ирландия, но нельзя исключить и риск распространения кредитных рисков на другие страны еврозоны, и нет ясности, как эта ситуация будет решаться. Если для сохранения еврозоны ведущим странам ЕС придется поддержать «слабые звенья» путем денежной эмиссии (расширения программ выкупа активов) это может оказать давление на евро даже в условиях сохранения избыточной долларовой ликвидности.

Однако стратегически, более долгосрочные экономические факторы – рекордный бюджетный дефицит США, высокая долговая нагрузка при ожидаемой слабости американской экономики в ближайшие годы – скорее складываются в пользу слабого доллара. Слабый доллар может быть и вполне осознанной тактикой американского центробанка для стимулирования выхода экономики из рецессии.

Мы ожидаем колебания EUR/USD в 2010 г. в диапазоне 1.35-1.60, выход из этого коридора может быть связан с существенными отклонениями от базового сценария.

2. Сырьевой рынок

Основную поддержку ценам на нефть в этом году оказывала масштабная накачка ликвидностью мировой финансовой системы, что означало политику сверхдешевых денег и ослабление доллара к основным мировым валютам, а также спрос со стороны развивающихся экономик, прежде всего, Китая. Это позволяло компенсировать давление на сырьевые цены фундаментальных факторов - слабого спроса со стороны развитых стран, и высокого уровня запасов.

С учетом ослабления доллара к евро, цена нефти, выраженная в евро, с июня колеблется вблизи 50 EUR/барр., что соответствует уровню начала 2007 г. В то же время, показатели спроса и запасов соответствуют более низким значениям нефтяных цен.

Рис. 2. Стоимость нефти (WTI) в евро



Источник – Bloomberg, расчеты Совлинк

Если предположить, что колебания долларовых цен на нефть будут определяться, прежде всего, изменением курса доллара, что примерно и наблюдалось в последние полгода, цены на нефть, с учетом прогнозных значений курса EUR/USD могут колебаться в диапазоне \$67-80/барр. Однако, по мере сокращения поддержки ликвидности, на первый план могут выйти факторы спроса и предложения. И цены на нефть могут оказаться под давлением, если способность Китая и других азиатских стран компенсировать провал спроса со стороны развитых стран будет поставлена под сомнение. Кроме того, разворот в стратегии carry trade в пользу доллара означает риск снижения цен в сырьевых активах. Поэтому, на наш взгляд, цены на нефть при отсутствии явных признаков ослабления доллара, могут оставаться ближе к нижней границе нашего диапазона.



3. Платежный баланс

Табл. 1. Прогноз основных показателей платежного баланса

	9M2009 (оценка ЦБ, данные ЦДУ ТЭК)	2009 прогноз Совлинк	2010 Вар 1	2010 Вар 2
Среднегодовая цена на нефть Urals, \$/барр	56.7	59.3	60	80
Экспорт нефти, млн тонн	183	246	246	246
Экспорт нефти, \$ млрд	69.4	102.1	103	138
Средняя экспортная цена газа, \$/1000 м3		253	240	320
Экспорт газа, млрд м3		161.9	190	190
Экспорт газа, \$млрд	27.8	41	46	61
Экспорт нефтепродуктов, млн тонн		122	121	121
Экспорт нефтепродуктов, млрд долл		46	49	65
Экспорт ТЭК, млрд долл		189	198	264
Доля экспорта ТЭК в структуре экспорта	63%	63%	63%	63%
Экспорт товаров, млрд долл	206	299	314	419
Импорт товаров, млрд долл	-132	-190	-200	-240
Импорт / Экспорт	64%	63%	64%	57%
Сальдо торгового баланса, млрд долл	75	109	114	180
Экспорт товаров и услуг, млрд долл	237	344	361	482
Импорт товаров и услуг, млрд долл	-176	-255	-266	-319
Баланс товаров и услуг, млрд долл	61	90	95	162
Баланс прочих текущих доходов, млрд долл	-29	-42	-44	-53
Сальдо счета текущих операций	32.1	47.8	51	109
Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами	-46.1	-40	-15	15
Изменение ЗВР, млрд руб	-21.8	7.8	36	125
ЗВР на конец периода, млрд руб	413.4	434.9	471	560

Источник – данные ЦБ, прогнозы Совлинк

В обоих сценариях мы ожидаем сальдо счета текущих операций положительным и не ниже уровня текущего года (если не произойдет существенного ускорения роста импорта, что маловероятно без резкого укрепления рубля, роста доходов населения и расширения доступа к кредитным ресурсам). Приток / отток капитала – менее предсказуемая величина, однако наиболее вероятно, что сохранение сверхнизких эффективных ставок долларовых заимствований будет влиять на нефтяные цены и приток капитала в высокодоходные валюты (рубль) в одном направлении.

Поддержку для рубля, исходя из соотношения М2/ЗВР (в 2010 г. ЦБ планирует рост денежной массы на 15-20%) мы видим на уровне 36.2 руб/.\$.

Табл. 2. Расчетные значения курса рубля как М2/ЗВР

	М2, млрд руб	ЗВР, млрд долл	М2/ЗВР
01.01.2009	13 493	427	31.6
01.11.2009	13 875	434	31.9
01.01.2010	14 842 (+10%)	435	34.1
01.01.2011 (вар 1)	17 068 (+15%)	471	36.2
01.01.2011 (вар 2)	17 514 (+18%)	560	31.3

В варианте 2, в случае возобновления действия факторов, играющих на укрепление рубля, рыночный курс может существенно отклоняться от расчетного (31.3). В этом случае степень укрепления рубля будет целиком зависеть от ЦБ – либо будет сохранена декларируемая линия на максимальное приближение обменного курса к плавающему, определяемому рынком; либо будет принято политическое решение о том, что дальнейшее



укрепление вредно для отечественной экономики, бюджета и экспортеров. Возможности ЦБ влиять на курсообразование как валютными интервенциями, так и методами денежной политики весьма высоки.

4. Целевой уровень бивалютной корзины.

В ноябре первый зампред ЦБ А. Улюкаев заявил, что внутри широкого коридора стоимости бивалютной корзины (26/41 руб) существует плавающий интервал, внутри и на границах которого ЦБ РФ совершает валютные интервенции. В настоящее время его границы находятся на уровне 35 и 38 рублей за корзину, но границы могут сдвигаться.

Предполагая, что границы коридора сохранятся в указанном диапазоне, получим следующий расчетный диапазон для курсов рубля к доллару и евро.

Табл. 3. Расчет курса рубля из диапазона бивалютной корзины.

бивалютная корзина, руб	EUR/USD	RUB/USD	RUB/EUR
35	1.6	27.6	44.2
38	1.35	32.9	44.4

Источник – данные ЦБ, расчеты Совлинк

Таким образом, при заданных предпосылках (курс EUR/USD 1.35-1.60, нефть в диапазоне \$65-80/барр., бивалютная корзина в действующем коридоре 35-38 руб.), мы ожидаем курс рубля в следующем году в диапазоне 27.6-32.9 руб./\$. Конечно, нельзя исключить и события, которые могут привести к резкому взлету / падению рубля, наибольшие риски связаны с ценами на нефть и новыми финансовыми потрясениями, но предсказать их не представляется возможным.

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

©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.