

**27 июня 2011**

**Валютный рынок I Макроэкономика**

## **Валютные особенности**

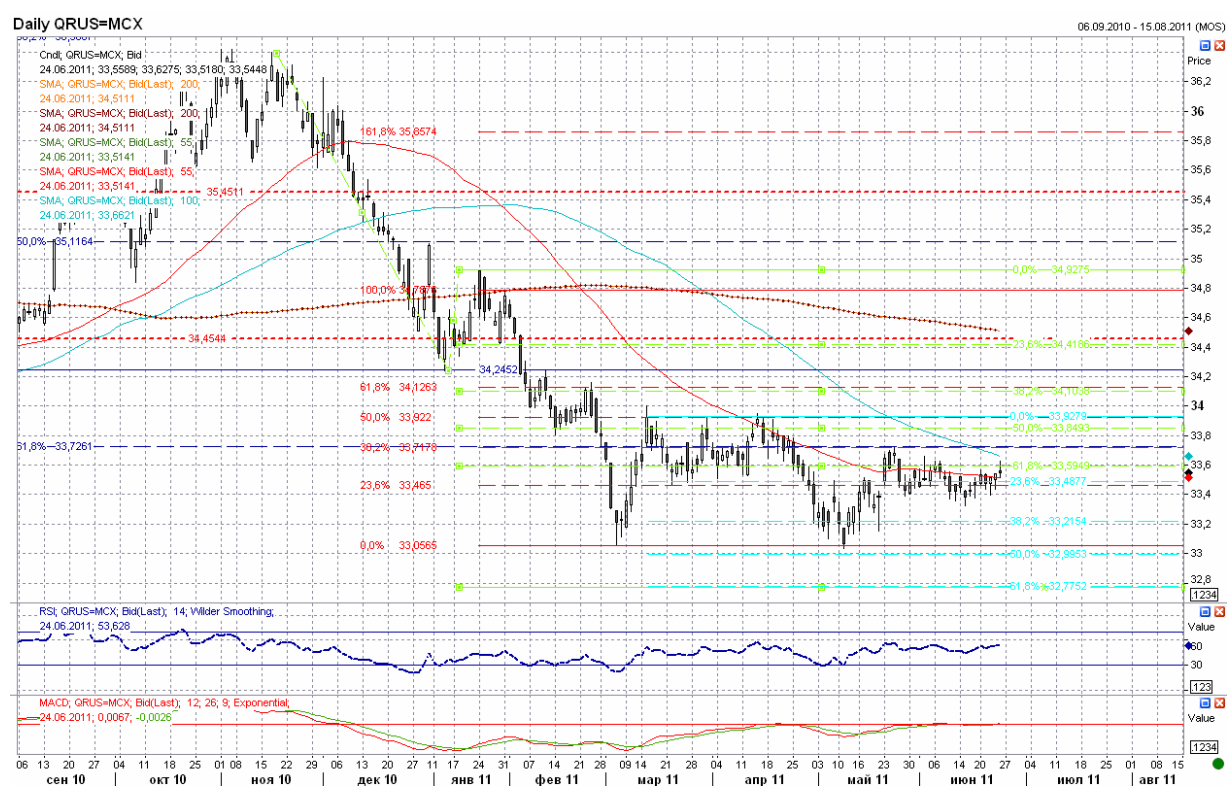
**Харлампиев Дмитрий**  
к.э.н.  
ведущий аналитик



## Вынужденная стабилизация

Миновав этап активного укрепления, российский рубль (в терминах бивалютной корзины) пришел к относительно стабильному состоянию, уверенно заняв сравнительно широкий коридор 33,04 – 33,92 руб. В текущем году синтетический инструмент, опираясь на локальные максимумы и минимумы, показал рост на 5,4% (188 коп.), если в качестве базы использовать точку начала тренда в ноябре прошлого года, то укрепление составило 9,2% (336 коп.). В первой декаде марта укрепление прекратилось, но выраженного разворота не произошло, с того момента и до сих пор перспективы российской национальной валюты остаются несколько неоднозначными, пока рубль остается в «боксовике». Вероятно, в текущей ситуации оправданно задаться вопросом, насколько долгим будет пассивное поведение российской валюты, и куда двинется рубль после завершения периода относительного спокойствия.

Рис. 1 Дневные котировки BASKET (Fibonacci Retracements, Fibonacci Projections)



Источник: Reuters, Metastock chart

Как представляется, участники инвестиционного процесса свыклись с тем обстоятельством, что в последние месяцы динамика обменного курса рубля стала минимально реагировать на изменение котировок нефти, чего в предыдущие периоды, исключая относительно короткий временной отрезок осенью 2010 года, практически никогда не наблюдалось. То есть, по сути, реакция рубля на рост и последующее сохранение на достаточно высоком уровне цен на основные товары российского импорта оказалась нейтральной.

Причину аномалии, конечно, стоит видеть в продолжающемся оттоке капитала, который, строго говоря, начиная с сентября прошлого года, носит устойчивый характер. Опыт показывает, что укрепление рубля затруднено в условиях отрицательного «капитального» сальдо, тогда как непременным условием роста номинального обменного курса национальной валюты является наличие чистого притока капитала частного сектора. Хотя, конечно, стоит помнить, что приток, так же как и отток, бывает разным и природа данных процессов может оказаться менее тривиальной, чем кажется на первый взгляд.

## Отток и его природа

Ни для кого не секрет, что чистый приток капитала частного сектора определяется как разница между обязательными внешними погашениями, а также покупками активов за рубежом с одной стороны, и новыми заимствованиями и продажей активов российскими компаниями и банками с другой. Прогнозировать характер инвестиционной активности в трансграничной системе координат достаточно затруднительно, особенно, если, речь идет, например, о повышении капитализации дочерних банков иностранных финансовых институтов или корпоративных сделках небольшого объема, которые носят непубличный характер. В отношении же обязательных внешних погашений и предполагаемых заимствований в виде облигационных займов и кредитов есть большая определенность, хотя и здесь приходится опираться не более чем на декларируемые планы, которые впоследствии с успехом могут быть скорректированы как в сторону увеличения, так и сокращения.

Рис.2 Месячный график погашения частного внешнего долга

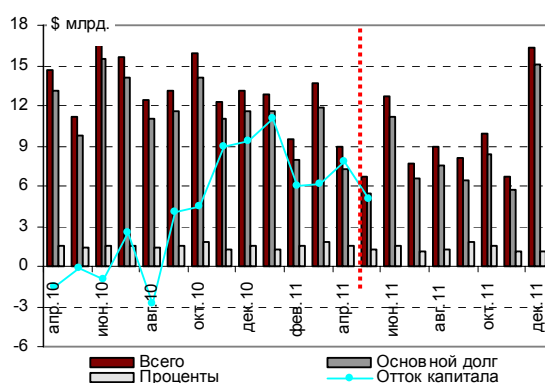
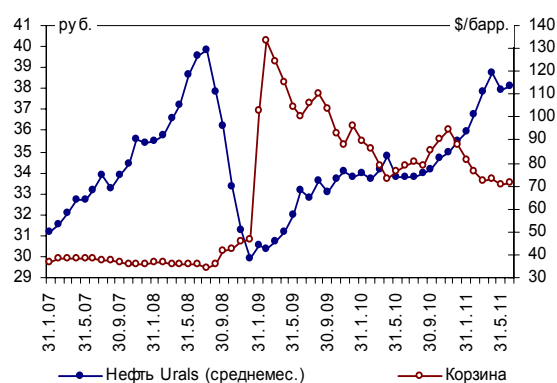


Рис.3 Сопоставление среднемесячной стоимости бивалютной корзины и цены на нефть марки Urals



Источник: ЦБ РФ, Reuters, собственные оценки АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Отток капитала по итогам января-мая оценочно текущего года составил \$35 млрд., при этом объем обязательных внешних погашений в рамках указанного периода должен был составить около \$52 млрд. с учетом выплаты процентов. Соответственно, можно говорить о том, что **более 30% погашений были компенсированы новыми займами**. Тем не менее в итоге был зафиксирован чистый отток, который примерно на 2/3 обеспечили «прочие сектора», то есть нефинансовые компании, притом что на данный сегмент приходилось не более 55% совокупных погашений.

**В качестве возможных факторов можно назвать сохранение в рассматриваемый период рублевых процентных ставок на относительно низком уровне, а также наличие «навеса» рублевой ликвидности, эти условия могли стимулировать замещение внешних займов внутренними.** Хотя в части рублевого «навеса» стоит сделать ремарку, напомнив, что сейчас наличие активного денежного расширения констатировать нельзя. Не исключено, что у инвесторов отсутствует уверенность в том, что столь благоприятная внешнеторговая конъюнктура сохранится и в среднесрочной перспективе, например, после стабилизации ситуации в Северной Африке и на Ближнем Востоке, а также после прекращения реализации FOMC программы QE2.

**Существуют, вероятно, и адресные мотивы, связанные и качеством инвестиционного климата, о чем, в частности, прямо заявил глава ЦБ РФ С. Игнатьев: «Главная причина, наверное, это все-таки не вполне благоприятный инвестиционный климат в России».** В ЦБ РФ никаких «неестественных цифр» не видят, отмечая, что процесс может быть связан с пересмотром параметров курсовой политики регулятора. Суть тезиса состоит в том, что **ранее регулятор на фоне наличия положительного сальдо торгового баланса, выкупал в резервы значительную долю экспортной выручки, ограничивая с одной стороны укрепление рубля, с другой, обеспечивая высокий темп роста первичного денежного предложения. Сейчас же из-за снижения активности регулятора на внутреннем валютном рынке, экспортная выручка «выводится» из страны** то есть, по факту просто происходит математическое поддержание

стабильности платежного баланса РФ. Следуя такой логике, получается, что для возобновления чистого притока капитала необходимо снижение объема экспортной выручки, а точнее сальдо торгового баланса и счета текущих операций. Однако, подобное соотношение факторов, несмотря на «арифметическую стройность», вызывает тревогу в экономическом аспекте, по крайней мере, если опираться на опыт, накопленный в течение как минимум последнего десятилетия.

**Во-первых**, едва ли, даже на фоне наличия чистого притока капитала, сокращение сальдо торгового баланса, и, высоко вероятно, ухудшения конъюнктуры рынков основных товаров российского экспорта может интерпретироваться как положительный симптом.

**Во-вторых**, такая ситуация (наличие чистого притока капитала на фоне сокращения сальдо торгового баланса и нулевого сальдо счета текущих операций) вообще представляется маловероятной в ближайшие годы. Также, как свидетельствуют яркие эпизоды новейшей экономической истории РФ, на фоне сжатия интереса к риску в мировом масштабе, падения цен на сырьевые товары, инвесторы (как нерезиденты, так и резиденты), не вникая в аргументы о возможных источниках внутреннего роста сырьевых экономик, начинают активно переводить собственные средства в «защитные» инструменты. Данный процесс, соответственно, оказывает существенное давление на сальдо капитального счета, в результате возникает чистый отток капитала, растет объем нелегального оттока (мы рассчитываем его как сумму неполученной экспортной выручки и чистых ошибок и пропусков), снижается объем международных резервов. Хотя последний из перечисленных процессов, конечно, зависит от воли ЦБ РФ и динамика показателя определяется допустимостью величины девальвации национальной валюты.

**В-третьих**, нельзя игнорировать частные инвестиционные стратегии, иными словами, в случае если бы привлекательность российских инструментов для мирового инвестиционного сообщества была бы высокой, если бы существовали дополнительные направления, стимулы для инвестирования той же самой экспортной выручки, ситуация была бы иной. Либо мы бы стали свидетелями более активного укрепления обменного курса рубля (оценочно пара руб./долл. находилась бы на 7,0 – 7,5% ниже текущего уровня), либо объем валютных интервенций был бы в разы выше наблюдаемых объемов.

**Рис. 4 Чистые потоки средств в фонды развивающихся стран (недельные объемы, \$ млрд.)**



Источник: МВФ, EPFR Global

Напомним, что объем погашений внешнего частного долга, приходящийся на вторую половину текущего года с учетом погашений тела долга и уплаты процентов составляет на основе расчетов по данным ЦБ РФ, порядка \$58 млрд. Вместе с тем объем планируемых заимствований российских компаний и банков согласно доступным данным ограничивается объемом в \$20 млрд. Означает ли это, что чистый отток во втором полугодии составит \$38 млрд. и по итогам года показатель превысит уровень \$70 млрд.? Утверждать однозначно нельзя, так как, во-первых, возможны корректировки прогнозных показателей. Во-вторых, существуют иные каналы движения капитала - например, покупка/продажа активов, увеличение доли в

капитале дочерних и аффилированных структур. В-третьих, нельзя сказать, что интерес инвесторов к инструментам развивающихся рынков (см. Рис. 4) полностью утрачен. Конъюнктура сырьевого сегмента все еще остается благоприятной, а процентные ставки на фоне постепенного ужесточения денежно-кредитных политик со стороны регуляторов (в том числе ЦБ РФ) по инструментам в национальных валютах также выглядят относительно привлекательными. Пока мы смотрим на показатель оттока капитала по итогам года сравнительно оптимистично, рассчитывая на то, что отток капитала прекратится и, возможно, в определенные периоды даже будет иметь место умеренный приток, что в итоге сделает валовой отрицательный показатель более скромным. По итогам года чистый отток капитала может составить порядка \$30 млрд.

## Рубль в сравнении

Далее оценим динамику обменного курса рубля в сравнении с другими emerging currencies, что даст возможность понять насколько лучше или хуже выглядела российская валюта относительно «коллег», косвенно оценить значимость экзогенных и внутренних факторов, определивших изменение валютной пары руб./долл. и стоимости бивалютной корзины.

Таб. 1 Сравнительная динамика обменных курсов валют к доллару США

	SPOT	нач. 2011	авг. 2010	Изм. с нач. 2011, %	Изм. нач. 11 к авг 10, %	Изм. с авг. 2010, %
RUB	27.97	30.52	30.83	-8.4%	-1.0%	-9.3%
BASKET	33.50	34.64	34.54	-3.3%	0.3%	-3.0%
BRL	1.588	1.683	1.755	-5.6%	-4.1%	-9.5%
ARS	4.094	3.971	3.947	3.1%	0.6%	3.7%
MXN	11.79	12.07	13.06	-2.3%	-7.5%	-9.7%
CLP	472.1	495.5	502.8	-4.7%	-1.5%	-6.1%
INR	44.82	45.13	47.06	-0.7%	-4.1%	-4.8%
KRW	1073.8	1124.0	1198.0	-4.5%	-6.2%	-10.4%
SGD	1.232	1.287	1.346	-4.3%	-4.4%	-8.5%
TWD	28.86	29.18	31.99	-1.1%	-8.8%	-9.8%
MYR	3.023	3.070	3.149	-1.5%	-2.5%	-4.0%
TRY	1.616	1.560	1.515	3.6%	2.9%	6.6%
ZAR	6.774	6.828	7.241	-0.8%	-5.7%	-6.5%
BGN	1.360	1.507	1.541	-9.8%	-2.2%	-11.7%
HRK	5.130	5.707	5.730	-10.1%	-0.4%	-10.5%
PLN	2.773	2.972	3.157	-6.7%	-5.9%	-12.2%
CZK	16.89	18.83	19.43	-10.3%	-3.0%	-13.1%
EUR	1.438	1.298	1.269	10.8%	2.3%	13.3%

Источник: Reuters, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Из Таб. 1 видно, что изменение курса рубля к доллару США в рамках первого неполного полугодия текущего года, а точнее его (рубля) ревальвация, было более существенным по сравнению с другими emerging currencies, на которые приходятся наибольшие доли в структуре оборота forex. С одной стороны, нельзя отрываться от региональных особенностей, в частности, игнорировать высокую интергрированность стран восточной Европы в экономику Еврзоны или, например, не учитывать негативный экономический эффект от природных катаклизмов в Японии, распространяемый на страны Азиатского региона. С другой, необходимо констатировать, что рубль выглядел, не принимая в расчет восточноевропейские валюты, в целом лучше других.

Следовательно, можно заключить, что, несмотря на относительно скромное укрепление рубля на фоне агрессивного роста котировок на сырьевые товары (то есть по сути снижения эластичности рубля по цене на нефть), динамика курсов других валютных единиц была еще скромнее, чему есть, вероятно, как минимум два объяснения. Во-первых, за рубль сыграл эффект низкой базы, так как во втором полугодии 2010 года российская валюта показала один из худших результатов в группе (см. Таб. 1), что, по всей видимости, было компенсировано в текущем году. Во-вторых, логично предположить, что рубль, являясь, пожалуй, самой «сырьевой» валютой из перечисленных, смог в большей степени воспользоваться преимуществами улучшения конъюнктуры сырьевого сегмента.

Серьезных оснований для продолжения в среднесрочной перспективе устойчивого укрепления emerging currencies на данном этапе мы не видим. Ключевыми ограничениями могут выступить: завершение реализации стимулирующего пакета со стороны ФРС, дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики со стороны ЕЦБ, предполагаемое замедление темпов роста мировой экономики (в том числе за счет США), отсутствие на данном этапе новых стимулов возобновления роста интереса к риску со стороны инвесторов.

## Балансовые изменения

Для оценки объема предложения иностранной валюты на внутреннем рынке в будущем периоде, что является важнейшим фактором, определяющим курсовую динамику, необходимо оценить будущее состояние платежного баланса страны, что мы в данном случае и попытались сделать. Отметим, что принципиальное значение в приведенной ниже таблице имеет индикативная строка «Изменение валютных резервов», так как именно здесь в конечном счете отражается величина поступающей в страну валюты.

Таб. 2 Структура платежного баланса РФ

\$, млрд.		2008	2009	2010	2011*	2012*
<b>Счет текущих операций (2+5+6+7+8)</b>	<b>1</b>	103.7	49.5	71.1	99.1	51.2
Торговый баланс (3+4)	2	179.7	111.6	151.4	180.6	127.7
Торг. баланс/Экспорт	3	471.6	303.4	400.1	476.9	419.1
Торг. баланс/Импорт	4	-291.9	-191.8	-248.7	-296.3	-291.4
Баланс услуг	5	-24.3	-20.1	-27.8	-28.0	-25.0
Баланс оплаты труда	6	-14.2	-8.7	-9.7	-10.0	-10.0
Баланс инвестиционных доходов	7	-34.8	-30.9	-38.7	-39.0	-37.0
Баланс текущих трансфертов	8	-2.8	-2.4	-4.1	-4.5	-4.5
<b>Счет операций с капиталом и фин. инструментами (10+11)</b>	<b>9</b>	-131.3	-44.5	-26.4	-33.5	-5.5
Счет операций с капиталом (капит. трансферты)	10	0.5	-11.6	0.2	-10.0	-10.0
Фин. счет (кроме резервных активов) (12+13+15)	11	-131.8	-32.9	-26.6	-23.5	4.5
Сальдо/банки	12	-56.9	-31.4	15.9	-9.0	10.0
Сальдо/компании и д/х	13	-65.6	-24.2	-43.2	-16.0	-7.0
в т.ч. не полученные экспорт. выручка/импорт. товары	14	-39.3	-26.6	-28.9	-20.0	-20.0
Сальдо/прочее	15	-9.2	22.7	0.7	1.5	1.5
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>16</b>	-11.3	-1.6	-8.0	-5.0	-3.0
<b>Изменение валютных резервов</b>	<b>17</b>	38.9	-3.4	-36.8	-60.6	-42.7
Сальдо (1+9+16+17)	18	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Нелегальный отток (14+16)	19	-50.5	-28.2	-36.9	-25.0	-23.0
Чистый приток капитала частного сектора** (12+13+16)	20	-133.9	-57.2	-35.3	-30.0	0.0

Источник: ЦБ РФ, ФСГС, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»  
\* - оценка/прогноз, \*\* - «+» - приток, «-» - отток

**Мы рассчитываем на стабильное состояние платежного баланса в среднесрочном периоде,** при этом в качестве ключевого изменения, по сравнению с предыдущей версией (см. обзор «Встречные курсы» от 07.04.2011) **мы бы хотели отметить скорректированный вниз показатель чистого оттока капитала.** Ранее мы ориентировались на нулевой приток, теперь же **минимальный объем оттока, на который мы рассчитываем – \$30 млрд.** (см. строку 20 Таблицы 2). Как мы уже отмечали выше, данный прогноз в текущих условиях даже выглядит несколько оптимистично, не исключено, что в будущем мы внесем некоторые корректировки. В следующем году мы теперь рассчитываем на нулевой приток/отток, в то время как ранее на 2012 год нами прогнозировался чистый приток на уровне +\$20 млрд.

Напомним, что прогнозная средняя цена на нефть в текущем году, по нашему мнению, составит порядка \$95/барр., в 2012 – \$77/барр. Состояние торгового баланса прогнозируется исходя из предположения о том, что текущая структура товарного экспорта останется неизменной, то есть на «минеральные продукты» по-прежнему будет приходиться 75% в стоимостном выражении, объем импорта экстраполируется с учетом среднего исторического годового темпа роста. Прогнозное состояние остальных статей платежного баланса не претерпело существенных изменений, хотя отметим, что мы с учетом фактической динамики несколько повысили прогноз по сальдо торгового баланса как в 2011г., так и в 2012 г.

В итоге, с учетом скорректированных показателей, номинальный рост международных резервов в 2011 году должен составить порядка \$60 млрд. (\$540 млрд. на конец периода), в 2012 году – порядка \$43 млрд. (\$583 млрд. на конец периода).

## Где инфляционное таргетирование?

Реализуемый в настоящее время «гибридный» тип валютной политики ЦБ РФ характеризуется рядом, если не выраженных недостатков, то как минимум рисков. Здесь можно говорить об условной возможности контроля над денежными агрегатами со стороны регулятора в периоды активного притока капитала, в целом низкой эффективности инструментов денежно-кредитной политики (за исключением «девизной» валютной политики), рисках активизации монетарных факторов инфляции, рисках спекулятивных атак при ухудшении факторов курсообразования. Отметим, кстати, что согласно исследованиям, российский валютный рынок в период кризиса 2008-2009 гг. испытал практически сильнейшее давление среди 24 крупнейших развивающихся экономик (более напряженной ситуация была только в Польше), попавших в выборку<sup>1</sup>.

Надо сказать, что эксперты регулятора в полной мере понимают важность проблемы, поэтому переход к режиму инфляционного таргетирования, подразумевающего отсутствие каких-либо обязательств ЦБ РФ в отношении обменного курса и контроль над монетарными факторами инфляции, является стратегической целью ЦБ РФ<sup>2</sup>, однако, сроки введения режима традиционно сдвигаются. Например, в середине 2008 года окончательный переход предполагался к середине текущего 2011-го года<sup>3</sup>. Сейчас, если опираться на последние высказывания представителей регулятора по проблеме, это примерно 2013 год.

Рис. 5 Темпы роста основных денежных агрегатов\*

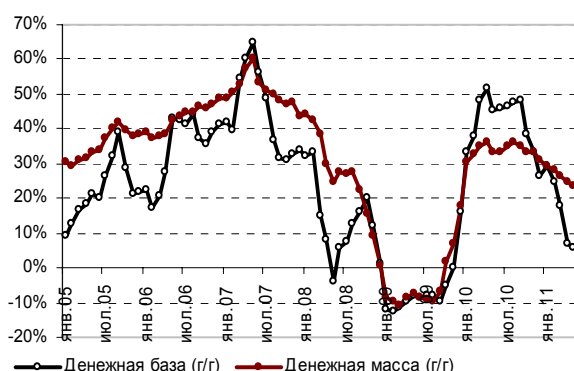
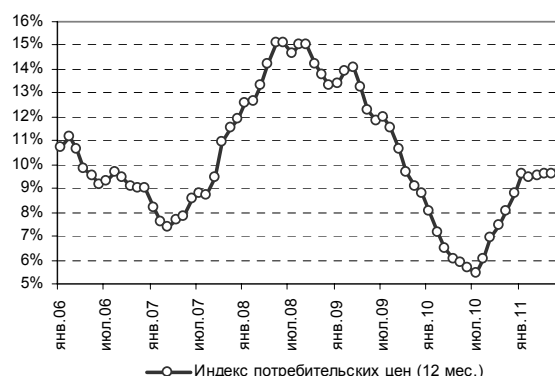


Рис. 6 Темп инфляции\*\* (ИПЦ, 12 месяцев)



\* - данные по агрегату M2 за май – собственная оценка  
 \*\* - инфляция за июнь 2011 года – собственная оценка  
 Источник: ЦБ РФ, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

При этом стоит помнить о том, что инфляцию как категорию оправданно интерпретировать как многофакторный социально-экономический процесс, проявление которого носит монетарный характер (изменение покупательной способности денежной единицы, рост общего уровня цен), а причины явления распадаются на составляющие монетарного и немонетарного характера. Отсюда следует вполне логичный вывод о том, что **решать задачу ограничения инфляционного давления**, повышения контроля над инфляционными процессами исключительно монетарными методами, например, ограничивая рост первичного денежного

<sup>1</sup> Aizerman J., Hutchison M.M. Exchange market pressure and absorption by international reserves: emerging markets and fear of reserve loss during the 2008-2009 crisis. NBER Working paper, сентябрь 2010, с. 21. «давление» - в данном случае комплексный критерий, представляющим собой комбинацию изменения (снижения) объема международных резервов регулятора и девальвации национальной валюты.

<sup>2</sup> Улюкаев А.В., Куликов М.В. Денежно-кредитная политика на этапе инвестиционного развития экономики. Деньги и кредит №5, 2008. с. 7

<sup>3</sup> http://bankir.ru/novosti/s/cb-rf-zavershit-perehod-na-inflyacionnoe-targetirovanie-cherez-3-goda-1100755/

предложения или стерилизуя за счет рыночных или регулятивных инструментов «короткие» или «среднесрочные» деньги, **не всегда бывает оправданно**. Также нельзя забывать о том, что **рост инфляции часто является симптомом расширения конечного спроса**, роста потребительской активности, а замедление инфляции, напротив, может свидетельствовать об ухудшении макроэкономических условий.

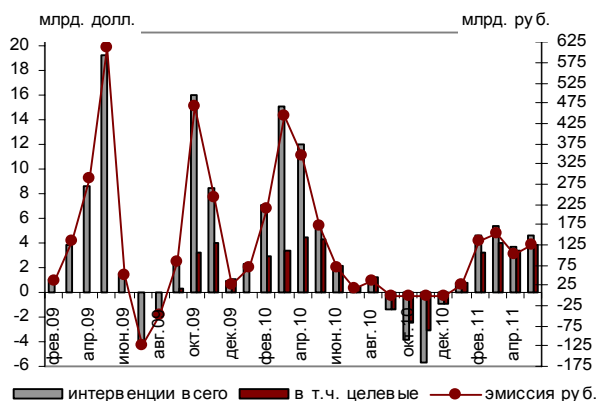
Тем не менее даже с учетом вышесказанного мы считаем **оправданным переход к инфляционному таргетированию**, однако видим ряд **существенных, но неизбежных рисков**. Главный риск для экономики с экспортно-сырьевой моделью роста – это вероятное усиление волатильности обменного курса на первичном этапе. Решением данной проблемы мог бы стать режим «смешанного» инфляционного таргетирования<sup>4</sup>, когда регулятор, смещая акценты в пользу инфляции, не упускает из поля зрения динамику обменного курса, то есть не отказывается полностью от проведения валютных интервенций. Однако, данная форма, на наш взгляд, может быть лишь переходной, так как проблему «дилеммы», как показывает практика РФ, данный «гибридный» курсовой режим не решает. Соответственно, **вопрос о сроках перехода к инфляционному таргетированию в РФ по-прежнему остается открытым** и носит, на наш взгляд, скорее политический характер.

Говоря о практическом аспекте реализации стратегии, можно отметить, что **регулятор постепенно сокращает объем собственного присутствия на рынке**, тем не менее угадывать состояние трех ключевых элементов, определяющих объем плановых интервенций, удастся не всегда. Напомним, что эксперты регулятора, определяя месячный объем целевых интервенций, ориентируются на три параметра: прогнозируемое бюджетное сальдо, объем рефинансирования, предлагаемый Минфином, котировки цены на нефть. Объем интервенций, накопленный сверх установленного лимита (в случае превышения показателя \$0,6 млрд.), рассматривается как формальный сигнал для смещения плавающего коридора, ширина которого составляет на данном этапе 5 руб., вверх или вниз.

Рис. 7 Динамика бивалютной корзины



Рис. 8 Объем валютных интервенций ЦБ РФ (в том числе плановых)



Источник: ЦБ РФ, Reuters, собственные оценки АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

В мае совокупный объем интервенций (покупки валюты), номинированных в долларах США и евро со стороны ЦБ РФ составил \$4,54 млрд., при этом объем целевых интервенций оказался ниже на 0,79 млрд., присовокупив к данной величине «остаток» за март-апрель, получим величину \$1,24 млрд. Данные расчеты свидетельствуют о возможности смещения плавающего коридора на **10 коп. вниз** (два «шага» по 5 коп.), следовательно, сейчас плавающий коридор бивалютной корзины, по всей видимости, описывается границами **32,25 – 37,25 руб.**, при этом условная «нейтральная» зона ограничена уровнями **34,25 – 35,25 руб.** Скорее всего, в ближайшие 1-2 месяца мы станем свидетелями новых «шагов» вниз.

<sup>4</sup> Aizerman J., Hutchison M.M., Noy I. Inflation targeting and real exchange rate in emerging markets. NBER Working paper, декабрь 2008, с. 22

Отметим, что позиция ЦБ РФ в части выбранного курсового вектора выглядит достаточно определенной. С. Швецов в начале месяца прямо заявил «...приоритет – ориентиры по инфляции при неминуемом увеличении волатильности рубля». Данный тезис не находит одобрения среди представителей реального сектора, в частности в РСПП считают, что «чрезмерное укрепление рубля и даже просто его укрепление не способствует росту российской экономики и даже имеет отрицательное влияние». Однако напомним, что категория «чрезмерное укрепление» весьма субъективна, а «изолированное» движение обменного курса национальной валюты не может оказывать прямого стимулирующего эффекта на поведение экономических агентов. Достоверным эмпирическим тому подтверждением можно считать девальвационный опыт 2008 г. – начала 2009 г., когда конечный стимулирующий эффект если и имел место, то был минимальным, достаточно оценить динамику ключевых макроэкономических показателей в 2009 году, сделав хотя бы небольшую поправку на эффект низкой базы.

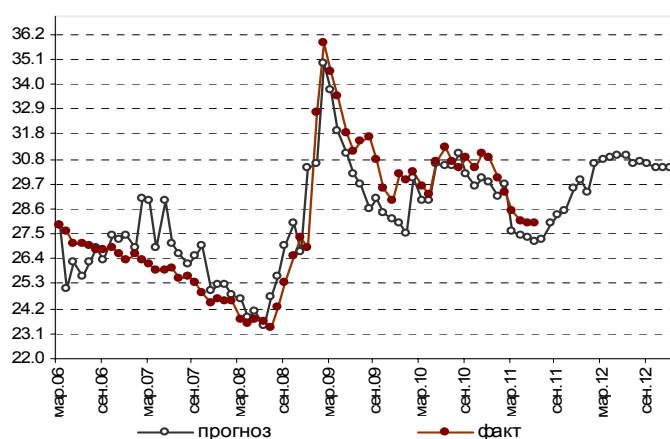
Позиция Минфина в части курсовой политики сводится к тому, что если не интенсифицировать накопление средств в Фондах (логично предположить, что данная инициатива подразумевает увеличение объема валютных интервенций), то повышательное давление на рубль (по всей видимости, при сохранении текущей внешней конъюнктуры) в ближайшие годы существенно усилится. А. Кудрин предупредил: «...мы снова идем по этому пути, к курсу 24- 26 рублей за доллар».

## Фундаментальные сдвиги

Далее можно обратиться к фундаментальному прогнозу, который был подготовлен с помощью собственной эконометрической модели удовлетворительного статистического качества ( $R^2=0,76$ , исследовался интервал март 2006 – март 2011 гг.). В качестве объясняющих переменных выступают пара доллар/евро, объем товарного экспорта, объем международных резервов ЦБ РФ, среднемесячная цена на нефть марки WTI, а также ставка денежного рынка MOSPRIME срочностью 1 месяц (в предыдущей версии модели данный регрессор отсутствовал). Отметим, что использование динамики котировок нефти Urals ухудшает статистическое качество модели, также неприемлемым оказалось использование в уравнении любых денежных агрегатов, так как связь была устойчиво положительной, что приводило к экономически необоснованному, на наш взгляд, снижению обменного курса рубля на фоне расширения денежного предложения.

Представляя результаты фундаментального анализа, нельзя не напомнить о том, что существует целая совокупность факторов (политические, психологические, инертные) формализовать которые практически невозможно, при этом их значимость в определенные моменты становится чрезвычайно высокой. Данную особенность обязательно стоит учитывать при формировании инвестиционной стратегии, однако это категорически не означает, что использованием методик фундаментального анализа валютного рынка стоит пренебрегать. Вероятно, их оправданно было бы комбинировать с использованием инструментами «технического» анализа.

Рис. 9 Сопоставление фактической и прогнозной динамики курса рубль/доллар



Источник: Reuters, ЦБ РФ, собственный прогноз АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Прогноз пары доллар/евро строится также на основе собственной эконометрической модели с использованием следующих регрессоров: отношение бюджетного дефицита США к ВВП, отношение госдолга США к ВВП, разница ставки рефинансирования ЕЦБ и ставки по федеральным фондам FOMC, темп роста ВВП Еврозоны и разница темпов инфляции в США и Еврозоне. Прогноз ставки MOSPRIME 1 месяц выполняется в два этапа. Первично строится модельный прогноз по ставке срочностью 3 месяца.

Здесь траекторию движения зависимой переменной описывают: уровень ставки рефинансирования ЦБ РФ, объем рублевой ликвидности (совокупность остатков на корреспондентских и депозитных счетах коммерческих банков в ЦБ РФ), объем международных резервов ЦБ РФ, а также отношение конечного денежного предложения (M2) к первичному (широкая денежная база), что по сути является денежным мультипликатором. Далее к результату прибавляется средний исторический спред (значения кризисного периода осени 2008 г. – 1 кв. 2009 г. частично игнорировались) MOSPRIME 1 мес. к MOSPRIME 3 мес.

**Таб. 3 Прогнозная динамика RUB и основные параметры прогноза\***

	RUBUSD	RUBEUR	BASKET	EUR	MOSPRIME	RESERVE**	EXPORT***	WTI
4 кв. 10	30.71	41.71	35.66	1.36	3.46%	479.4	110.0	85.2
1 кв. 11	29.21	39.97	34.05	1.37	3.50%	503.0	112.6	94.5
2 кв. 11	27.98	40.29	33.52	1.44	3.82%	525.1	127.5	103.1
3 кв. 11	27.80	39.34	33.00	1.41	3.92%	533.0	121.5	98.0
4 кв. 11	29.20	40.31	34.20	1.38	3.83%	540.0	115.3	77.2
1 кв. 12	30.02	41.67	35.26	1.39	3.87%	550.8	103.1	77.1
2 кв. 12	30.79	42.48	36.05	1.38	4.02%	561.6	97.5	75.9
3 кв. 12	30.59	42.55	35.97	1.39	4.17%	572.4	110.4	79.4
4 кв. 12	30.36	42.81	35.96	1.41	4.26%	582.7	108.1	77.4

\* - среднее за квартал, серым цветом выделены фактические значения, \*\* - на конец периода в \$ млрд., \*\*\* - сумма за период  
 Источник: Reuters, Bloomberg, ЦБ РФ, собственный прогноз АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Мы видим, что с учетом представленных в Таб. 3 прогнозных параметров, среднегодовой обменный курс рубля к доллару США в текущем году должен сложиться на уровне **28,6** против **28,2** согласно предыдущей версии прогноза (апрельский прогноз) за счет более выраженной девальвации в 4 кв. текущего года. Соответственно, **среднегодовая стоимость бивалютной корзины стала составлять 33,7 руб.** против **33,2** ранее (апрельский прогноз). **Прогнозные значения на конец текущего года согласно модельному прогнозу составят: руб./долл. – 29,75, бивалютная корзина – 34,85, пара доллар/евро – 1,38.**

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

---

Головная организация:  
127051. г. Москва. ул. Петровка. д. 24  
Телефон: +7(495) 411-6411  
Факс: +7(495) 623-3607  
Интернет: [www.pkb.ru](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [welcome@pkb.ru](mailto:welcome@pkb.ru)

Аналитика:  
191036. Санкт-Петербург. пр. Суворовский. д. 2 Б.. лит. А  
Телефон: +7(812) 332-3751  
Факс: +7(812) 332-3751  
Интернет: [www.pkb.ru](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [research@pkb.ru](mailto:research@pkb.ru)

## Аналитика

---

Потребительский сектор / Химия  
Строительство  
Дорофеев Евгений. к.э.н. доцент  
[dorofeev.e.a@pkb.ru](mailto:dorofeev.e.a@pkb.ru)

Экономика  
Сурикова Наталья. MA in Economics  
[surikova.n.v@pkb.ru](mailto:surikova.n.v@pkb.ru)

Экономика/Денежный рынок /  
Валютный рынок  
Харлампиев Дмитрий. к.э.н.  
[kharlampiev.d.n@pkb.ru](mailto:kharlampiev.d.n@pkb.ru)

Телекоммуникации / Медиа  
Машиностроение/Транспорт  
Бизин Алексей  
[bizin.a.v@pkb.ru](mailto:bizin.a.v@pkb.ru)

*Настоящий материал был подготовлен специалистами аналитической службы ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением аналитиков ОАО Банка «Петрокоммерц». Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации. Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта. Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.*

**© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.**