

12 марта 2012 г.

## Рубль: пересмотр прогнозов

- Вслед за повышением прогноза по ценам на нефть до \$ 120 за баррель в 2012/13 гг мы пересмотрели прогноз платежного баланса и повысили прогноз по курсу национальной валюты.
- При среднегодовой цене Urals в \$ 120 за баррель, профицит счета текущих операций составит \$ 105 млрд. (5.1 % ВВП), что примерно соответствует прошлогоднему значению (\$ 101 млрд.; 5.5 % ВВП).
- На фоне улучшения конъюнктуры мировых рынков отток капитала из РФ должен замедлиться, но все-равно останется высоким, по нашим оценкам, \$ 60 млрд. по сравнению с \$ 84 млрд. в 2011 г.
- Исходя из прогноза платежного баланса, мы видим рубль достаточно сильным в течение года, но при этом отмечаем, что основная переоценка уже произошла. На ближайшие 2-3 месяца наиболее вероятный диапазон колебаний рубля в терминах бивалютной корзины составляет 33.0-34.0, что предполагает нахождение пары доллар/рубль в границах 28.5-30.0, евро/рубль – 38.0-39.0. Во второй половине года рубль может снизиться.
- Мы повышаем прогноз среднегодового курса рубля к доллару с 31.0 до 30.0.

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

### Пересмотр прогнозов валютного курса

	2011	2012 Ytd	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Евро / доллар</b>								
новый	1.39	1.31	1.325	1.350	1.365	1.380	1.390	1.400
прежний			1.350	1.360	1.370	1.380	-	-
<b>Доллар / рубль</b>								
новый	29.4	30.3	30.00	30.00	30.30	30.75	31.50	32.50
прежний			31.00	31.25	31.50	32.00	-	-
<b>Евро / рубль</b>								
новый	40.9	39.7	39.75	40.50	41.25	42.50	43.75	45.50
прежний			42.00	42.50	43.15	44.00	-	-
<b>Корзина</b>								
новый	34.6	34.5	34.40	34.75	35.25	36.00	37.00	38.35
прежний			36.00	36.30	36.75	37.40	-	-

*Содержание*

Текущая конъюнктура	3
Платежный баланс: прогнозы улучшаются	5
Политика регулятора: больше рынка	7

### Текущая конъюнктура

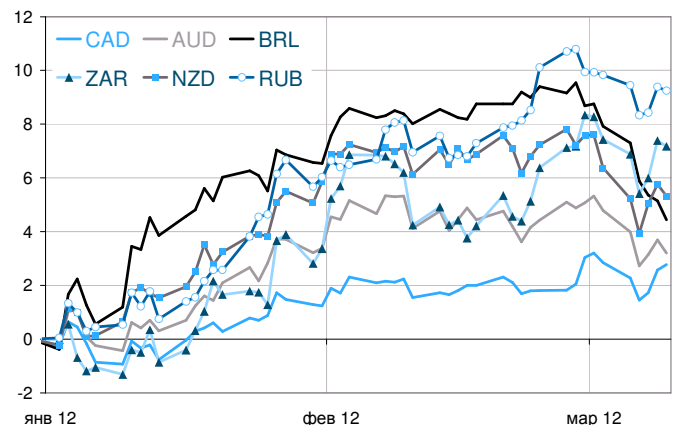
В начале года мы наблюдали стремительное укрепление национальной валюты: стоимость бивалютной корзины за два месяца рухнула на 3 рубля – с 36.5 до 33.5 – и фактически приблизилась к послекризисным минимумам.

Рост рубля происходил на фоне значительного повышения цен на нефть, а также заметного улучшения конъюнктуры мировых рынков. Увеличение «аппетита к риску» привело к снижению доллара против высокорискованных валют; рубль в этом ралли показал лучший результат с начала года.

Динамика бивалютной корзины



Сырьевые валюты к доллару США: динамика с начала года



Источники: Bloomberg, Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Мы полагаем, что именно мировая конъюнктура, определяющая как цены на нефть, так и отношение инвесторов к риску, будет оставаться ключевым фактором в динамике рубля.

В настоящий момент ситуация на мировых рынках продолжает развиваться в положительном направлении, хотя в марте общая конъюнктура выглядит уже не столь оптимистичной, как в январе-феврале. С одной стороны мы видим стабилизацию рынка европейских суверенных долгов и глобальных money markets (чему во многом способствуют действия ЕЦБ, предоставившего в конце февраля новую порцию кредитов банкам Еврозоны), но в то же время кредитные риски корпоративного сектора, судя по динамике индексов iTRAXX, остаются достаточно высокими и не демонстрируют явной тенденции к снижению. Тревожные сигналы подают рынки промышленных металлов, которые под влиянием новостей из Китая «смотрят» скорее вниз, чем вверх. Сырьевые валюты, являющиеся хорошим индикатором отношения к риску, в марте прекратили свой рост и находятся сейчас скорее в боковом тренде.

Макросигналы носят неоднозначный характер. Рост американской экономики ускоряется, но Китай продолжает двигаться по замедляющейся траектории. Крупнейшие экономики Еврозоны балансируют на грани рецессии, в то время как периферийная Европа пребывает в состоянии спада.

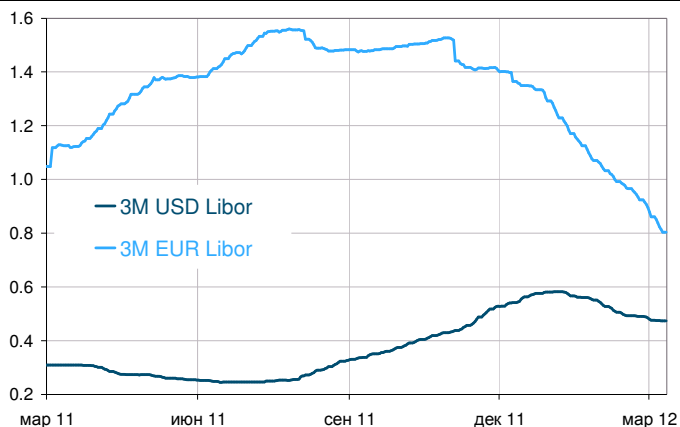
Как мы уже неоднократно отмечали ранее, возвращение европейских экономик на траекторию роста является наиболее важным пунктом текущей повестки дня. Без экономического роста решение долговых проблем в регионе не представляется возможным, и новый рецидив долгового кризиса – лишь дело времени, причем, не очень отдаленного.

Резюмируя все вышесказанное, мы делаем следующий вывод: первая волна восстановления высокорисковых активов (к которым относится и российский рубль, и российские акции) завершилась. Для дальнейшего подъема требуются

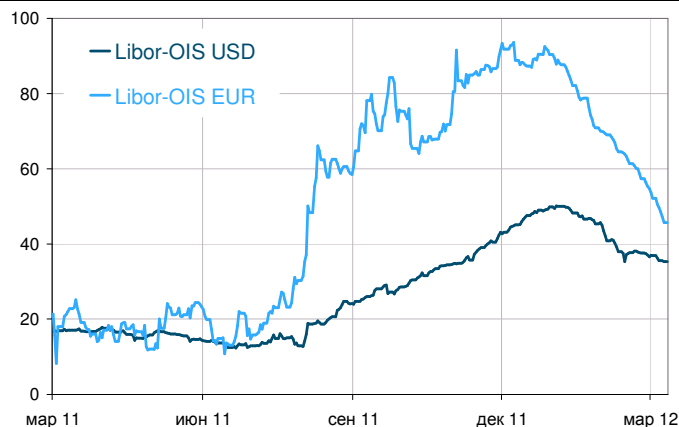
более четкие сигналы улучшения экономической ситуации в мире. Инвесторы должны убедиться, что монетарные стимулы ЕЦБ запустили механизм экономического роста в Европе. Хотелось бы также увидеть и сигналы улучшения экономической конъюнктуры в Китае.

Исходя из достаточно противоречивой картины мировых рынков, мы видим динамику рубля в перспективе 2-3 месяцев скорее нейтральной.

Ставки Libor



Спрэды Libor-OIS

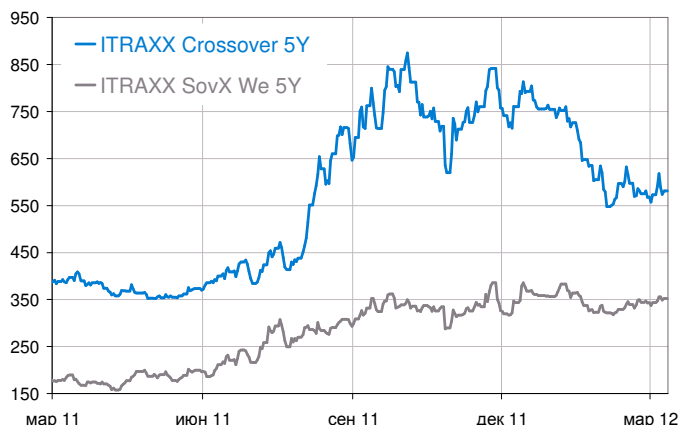


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

VIX: «индекс страха» характеризует текущую ситуацию на фондовом рынке США как эйфорию



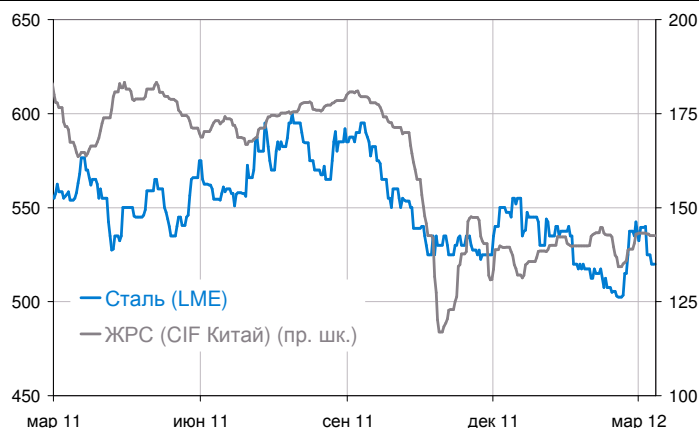
Кредитные риски уже не демонстрируют явного тренда к снижению



Промышленные металлы последнее время находятся под давлением



Цены на железную руду в Китае относительно стабильны

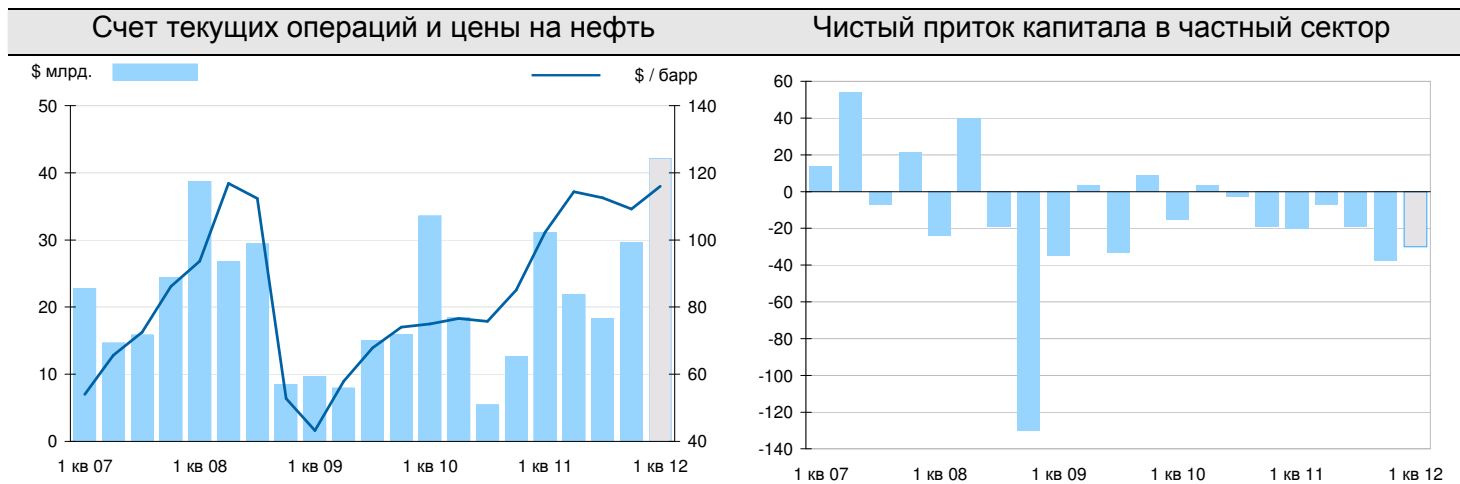


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

### Платежный баланс: прогнозы улучшаются

Средняя цена Urals с начала года равняется \$ 116 за баррель, а по итогам 1-го квартала может составить \$ 117-118. При этих ценах сальдо счета текущих операций, скорее всего, превысит \$ 40 млрд.

Исходя из новых прогнозов цен на нефть, мы повышаем прогноз счета текущих операций в 2012 г с \$ 50 до \$ 105 млрд. (5.1 % ВВП), что примерно соответствует прошлогоднему показателю (\$ 101 млрд. или \$ 5.5 % ВВП).



Источники: Bloomberg, Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Отток капитала остается высоким, но на фоне улучшения конъюнктуры мировых рынков имеет тенденцию к сокращению. Прогноз этого показателя – занятие неблагоприятное, но грубо его значение за 1-й квартал можно оценить в \$ 25-30 млрд. (\$ 38 млрд. в 4-м квартале 2011 г.). В любом случае профицит счета текущих операций в этом квартале с лихвой перекроет отток. Именно это обстоятельство и объясняет стремительное укрепление рубля, наблюдавшееся с начала года.

Во втором квартале профицит счета текущих операций уже не будет столь внушительным и может сократиться примерно на треть по сравнению с 1-м кварталом. При этом до июня, скорее всего, сохранится устойчивое положительное сальдо между притоком валюты по счету текущих операций и оттоком по финансовому счету, т.е. ЦБ в этот период будет выступать в роли нетто-покупателя валюты.

В целом состояние платежного баланса в ближайшие 2-3 месяца будет скорее в пользу рубля, но, начиная с июня, когда произойдет сезонное сокращение текущего профицита, риски для рубля резко повысятся. Начнет рубль летом снижаться или нет, будет зависеть уже не столько от цен на нефть, сколько от конъюнктуры мировых рынков – если она будет оставаться благоприятной, то приток капитала компенсирует сокращение текущего профицита, и рубль останется относительно стабильным. Если же конъюнктура мировых рынков ухудшится, то падение рубля из-за сезонной слабости текущего счета может оказаться столь же резким, как и в прошлом году.

В рамках нашего базового прогноза мы видим рубль относительно стабильным в ближайшие 2-3 месяца и ожидаем некоторого ослабления национальной валюты во втором полугодии.

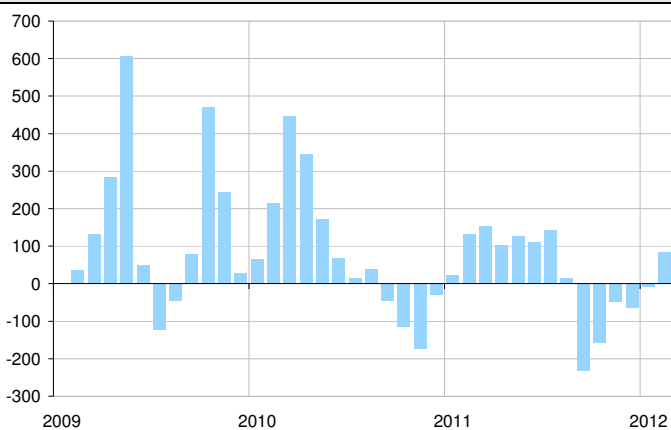
## Пересмотр прогноза платежного баланса, \$ млрд.

	2011	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П	2017 П
<b>Счет текущих операций</b>							
новый		105	80	38	4	-40	-80
прежний	101	50	34	20	2	-	-
<b>Торговый баланс</b>							
новый		230	204	168	135	99	65
прежний	198	160	146	135	120	-	-
<b>Экспорт</b>							
новый		610	644	668	690	709	735
прежний	521	550	586	620	650	-	-
<b>Импорт</b>							
новый		380	440	500	555	610	670
прежний	323	390	440	485	530	-	-
<b>Чистый приток капитала</b>							
новый		-60	-40	-10	20	50	80
прежний	-84	-30	-15	0	15	-	-

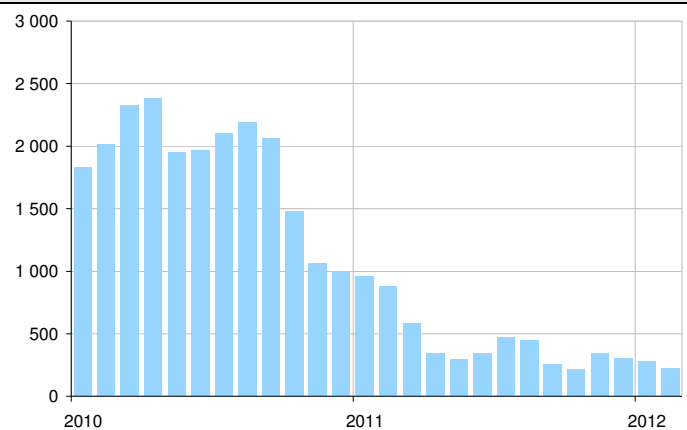
### Политика регулятора: больше рынка

Банк России продолжает переход к политике инфляционного таргетирования, в рамках которой основное внимание уделяется контролю над ценами в экономике посредством регулирования уровня процентных ставок. Валютный курс в этой модели определяется рыночными силами, а Центробанк лишь сглаживает избыточные колебания (в перспективе и эта функция должна быть отдана на откуп рынку). Политика наибольшей свободы для рубля уже реализуется, что наглядно отражает динамика интервенций ЦБ на валютном рынке (см. графики ниже).

Помесячные интервенции ЦБ, млрд. руб.



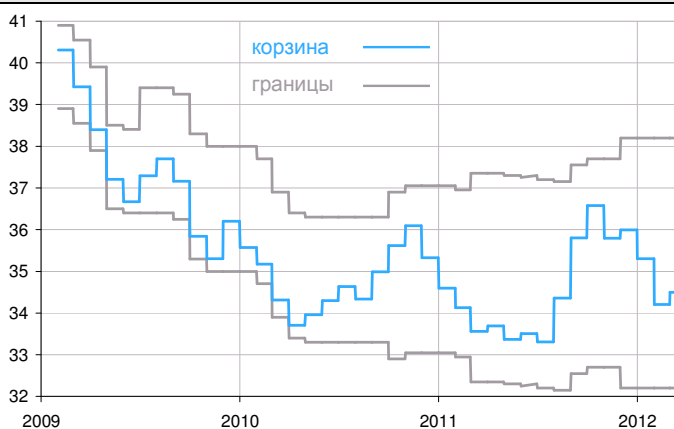
Интервенции ЦБ накопленным итогом за 12 мес., млрд. руб.



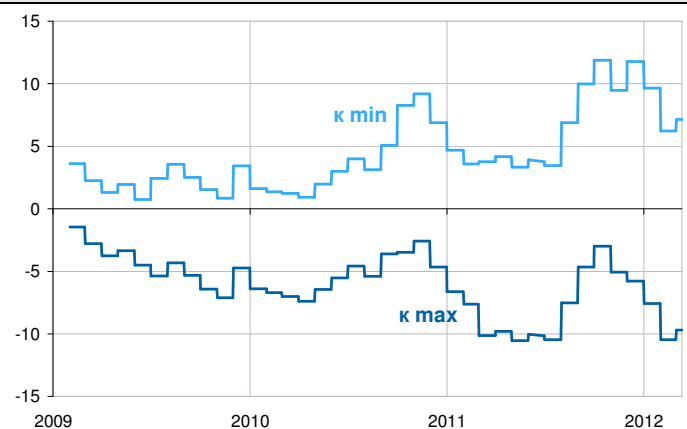
Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

В целях повышения гибкости своей курсовой политики Банк России значительно расширил диапазон допустимых колебаний бивалютной корзины. Сейчас он составляет 6 рублей, его границы: 32.20-38.20. При этом ЦБ проводит интервенции не только на границах этого диапазона, но и внутри него, сглаживая чрезмерно быстрые движения валютных курсов.

Среднемесячные значения бивалютной корзины и диапазон предельных колебаний



Среднемесячные спреды бивалютной корзины к границам диапазона предельных колебаний



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Начиная с августа прошлого года, когда мировые рынки накрыла новая волна долгового кризиса, Банк России выступал в роли нетто-продавца валюты, препятствуя резкому ослаблению рубля. В третьей декаде января, регулятор вернулся к покупкам валюты: в феврале нетто-покупка составила \$ 2.8 млрд., с

начала года - \$ 2.6 млрд.

Стоимость бивалютной корзины (33.5) находится сейчас в нижней части заданного Центробанком коридора (32.2-38.2). Мы не исключаем, что при наблюдаемой конъюнктуре рынка нефти стоимость бивалютной корзины может приблизиться к прошлогодним минимумам (32.98; 2.08.2011), однако сомневаемся в более существенном укреплении рубля из-за неоднозначности общемировой картины.

Диапазон 33.0-34.0 представляется нам равновесным для бивалютной корзины в перспективе ближайших 2-3 месяцев. При нахождении корзины в этом диапазоне доллар/рубль будет колебаться в пределах 28.5-30.0, евро/рубль – 38.0-39.0.

#### Наиболее вероятный диапазон колебаний валютных курсов\*

КОРЗИНА	33.0										
Евро / доллар	1.25	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34	1.35
Доллар / рубль	29.7	29.5	29.4	29.3	29.2	29.1	29.0	28.8	28.7	28.6	28.5
Евро / рубль	37.1	37.2	37.4	37.5	37.7	37.8	37.9	38.1	38.2	38.4	38.5
КОРЗИНА	33.5										
Евро / доллар	1.25	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	<b>1.31</b>	<b>1.32</b>	1.33	1.34	1.35
Доллар / рубль	30.1	30.0	29.9	29.8	29.6	29.5	<b>29.4</b>	<b>29.3</b>	29.2	29.1	28.9
Евро / рубль	37.6	37.8	37.9	38.1	38.2	38.4	<b>38.5</b>	<b>38.7</b>	38.8	38.9	39.1
КОРЗИНА	34.0										
Евро / доллар	1.25	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34	1.35
Доллар / рубль	30.6	30.4	30.3	30.2	30.1	30.0	29.8	29.7	29.6	29.5	29.4
Евро / рубль	38.2	38.4	38.5	38.7	38.8	38.9	39.1	39.2	39.4	39.5	39.7
КОРЗИНА	34.5										
Евро / доллар	1.25	1.26	1.27	1.28	1.29	1.30	1.31	1.32	1.33	1.34	1.35
Доллар / рубль	31.0	30.9	30.8	30.6	30.5	30.4	30.3	30.2	30.0	29.9	29.8
Евро / рубль	38.8	38.9	39.1	39.2	39.4	39.5	39.7	39.8	40.0	40.1	40.2

\* - евро сейчас является индикатором отношения к риску, поэтому, как правило, при росте евро на мировых рынках рубль укрепляется, при падении евро рубль снижается. В силу такой зависимости волатильность курса доллар/рубль оказывается заметно выше, чем волатильность курса евро/рубль.

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48  
Факс. (495) 797-52-48  
research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов  
Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

**Электрозэнергетика**

Михаил Лямин  
Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru  
Игорь Нуждин  
Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru  
Ольга Ефремова  
Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации /  
Потребсектор**

Евгений Голосной  
Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова  
Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев  
IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

Александр Полютков  
Polyutov\_AV@nomos.ru

Елена Федоткова  
Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.