



ITI Capital: Почему сейчас не стоит покупать доллары и евро?

С начала года рубль находится в числе аутсайдеров. В этом обзоре мы попытаемся разобраться, чем это обусловлено, и что его ждет в будущем. Устойчивость рубля в конце апреля, когда стоимость Brent опустилась ниже \$20/барр., а Urals - до \$12/барр., оказалась беспрецедентной, при этом Россия лидер среди стран по отношению госдолг/ВВП.

На данный момент динамика валюты разочаровывает, несмотря на то, что нефть стабильно держится выше \$40/барр., но мы считаем, что курс занижен, и формируется перспектива на укрепление рубля перед новой волной продаж.

В случае пары евро/рубль дополнительное давление связано с резким укреплением евро на 5% в июле на фоне ухудшения ситуации в экономике США из-за ограничительных мер, обусловленных скачками уровня заболеваемости, в отличие от Европы, где перспективы выглядят более радужными. Динамика рубля к доллару и евро во многом будет зависеть от заболеваемости в США, которая снизилась до уровня 6 июля, но мы ждем заметных улучшений к концу августа. Текущие уровни привлекательны для продажи доллара и евро к рублю.

ЧТО БУДЕТ С РУБЛЕМ?

До конца первой недели августа мы ожидаем сохранения негативной волатильности для рубля, в результате курс может опускаться до $\text{₽}75/\text{\$}$, так как на локальном рынке наблюдается высокий спрос на валюту в рамках конвертации в доллары для дивидендных выплат за 2019 г., которые будут осуществляться до 10 августа. Экспортеры практически не продавали валюту вопреки традиционно высоким налоговым выплатам в июле. Традиционно высокий спрос на валюту также объясняется сезонно низким счетом текущих операций, который в третьем квартале 2020 г. может впервые с 1998 г. стать отрицательным.

На рынок также давит глобальная волатильность из-за усугубления пандемии и растущие санкционные риски ввиду повышения вероятности избрания в США Джозефа Байдена. Мы считаем, что ситуация улучшится ближе к середине Августа к завершению третьей фазы испытаний вакцины против коронавируса. Более вероятно, что к концу августа рубль укрепится до $68-69/\text{\$}$ даже при сохранении текущих цен на нефть.

В этом случае евро опустится до 1,16 против доллара и составит ниже $\text{₽}80/\text{€}$ с учетом нашего прогноза по паре USDRUB.

"Медовый месяц" у российских активов может продлиться с конца августа

по конец сентября, а в октябре ожидается очередной негативный период в преддверии выборов в США ввиду возможной победы Байдена.

ПРОГНОЗ ПО КЛЮЧЕВЫМ АКТИВАМ

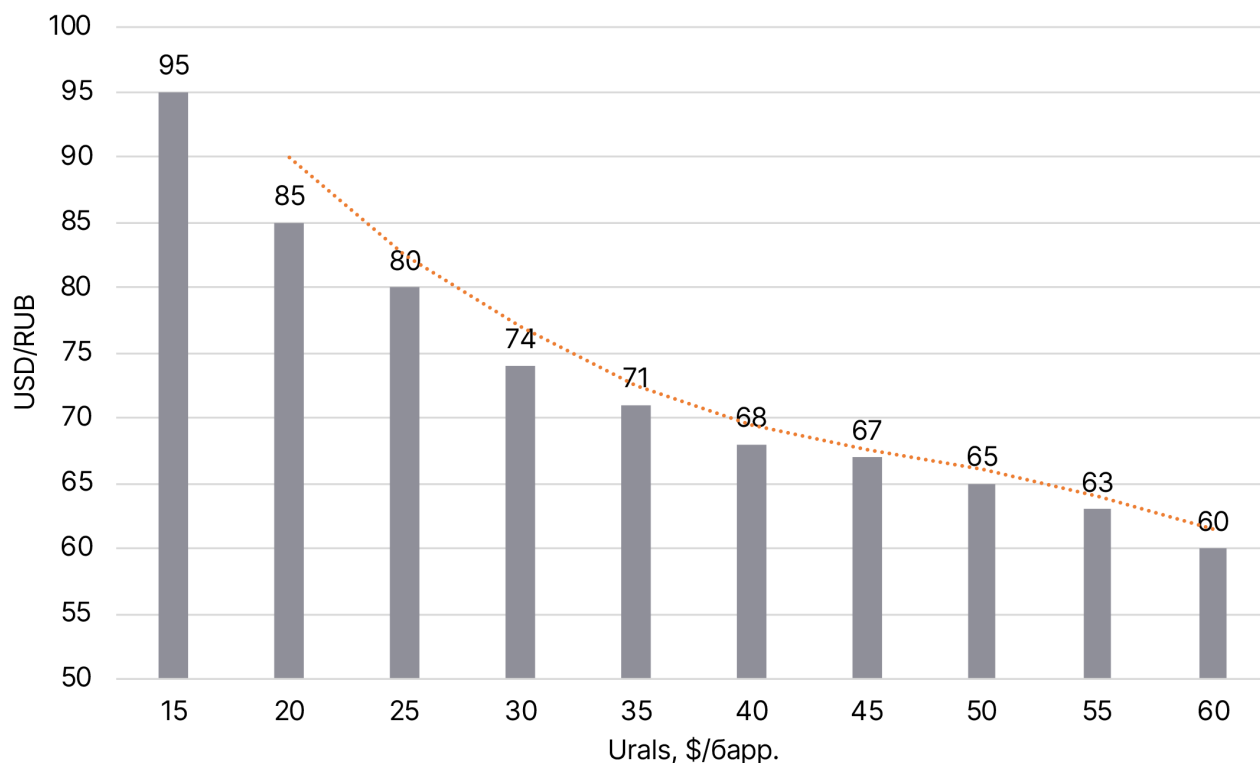
Прогноз на конец месяца	Текущее значение	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
S&P 500, п.	3 271	3 100	3 246	3 400	3 500
РТС, п.	1245	1260	1234	1350	1550
ММВБ, п.	2927	2760	2911	3150	3400
Нефть Brent, \$/барр.	43,18	42	45	48	52
Ключевая ставка ЦБ, %	4,25	4,5	4,25	4,25	4
EUR/USD	1,1779	1,13	1,185	1,16	1,15
USDRUB	74,1	71,1	73,1	69,0	68,5
EUR/RUB	87,3	80,3	86,6	80,0	78,8

Источник: Bloomberg, ITI Capital

СКОЛЬКО ДОЛЖЕН СТОИТЬ РУБЛЬ?

При текущих ценах на нефть доллар должен стоить не выше ₴69. Учитывая наш прогноз по нефти на конец сентября (\$52/барр.), вероятно укрепление рубля до ₴68/\$, и это без учета санкционных рисков, которые будут сохраняться вплоть до выборов в США. Следовательно, важнейший фактор укрепления рубля - спад пандемии, прежде всего в США, что повысит вероятность победы Трампа, которая упала до 40%. Если до выборов динамика выявляемых случаев заражения не изменится, рубль останется в коридоре ₴73-80, а после победы Байдена доллар еще больше подорожает.

РЕГРЕССИЯ РУБЛЯ К НЕФТИ



Источник: Bloomberg, ITI Capital

ИСТОРИЯ ОДНОГО ХУДШЕГО МЕСЯЦА

РУБЛЬ: ИЗ КНЯЗИ В ГРЯЗИ/FROM LOW BETA TO HIGH BETA

После глобального разворота, который многие глобальные активы прошли 18-23 марта 2020 г., рубль вышел в лидеры роста валют развивающихся стран, а в более широком разрезе оказался вторым после норвежской кроны. С 18 марта по 6 июня рубль вышел в лидеры среди глобальных валют, прибавив к доллару более 18% вслед за нефтью, которая за этот период подорожала на 80%. Рубль это время максимально коррелировал с динамикой глобальных циклический акций и сырьевых активов, после чего сформировался "медвежий" тренд, который сохраняется до сих пор.

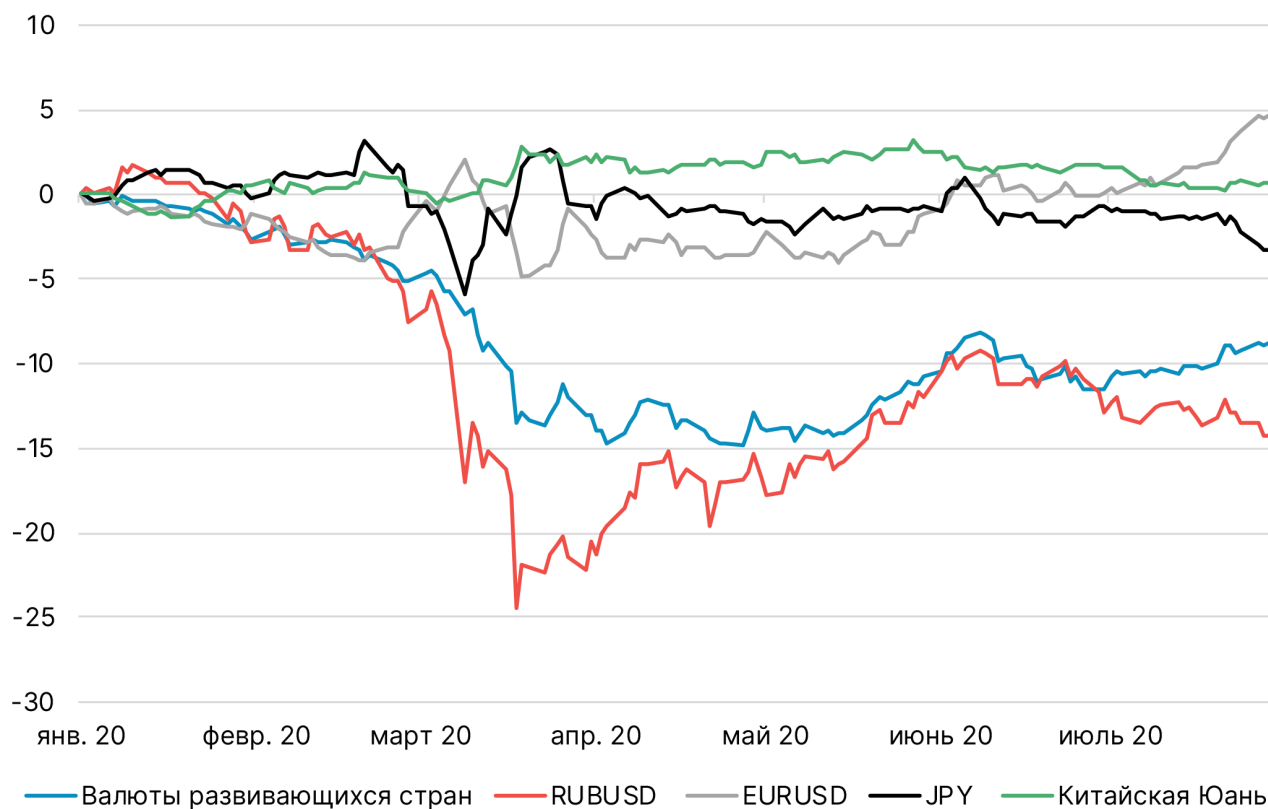
После 8 июня, когда рубль опустился до минимума в $\text{₽}68,04/\text{\$}$ при нефти Brent в $\text{\$}42\text{-}43/\text{барр.}$, российская валюта ослабла на 8,2%, до $\text{₽}74,23/\text{\$}$, или максимального значения пары USDRUB с 14 мая 2020 г. С 8 июня по конец июля рубль стал аутсайдером среди мировых валют к доллару, подешевев на 7,5%, бразильский реал ослаб на 7%, индонезийская рупия - на 5% и мексиканское песо - на 4,3%. В лидеры роста вышла шведская крона (+5%), швейцарский франк и евро (>4%).

Характерно, что за этот период из корреляционной корзины нефть Brent

подорожала на 7%, Nasdaq - на 6%, S&P 500 - на 1%, но Dow Jones упал на 4%, так как стоимость отдельных циклических акций США опустилась до второго дна, и наблюдается "медвежья" динамика вопреки тому, что общий тренд сохраняется "бычьим" на фоне регулярного монетарного и фискального стимулирования и снижения ставок, что, впрочем, почти не влияет на реальную экономику.

Как следствие санкционной риторики и обесценивания рубля, рубль оказался среди столкнувшихся с повышенными рисками валют, таких как турецкая лира, мексиканское песо и бразильский реал.

ДИНАМИКА РУБЛЯ И ПРОЧИХ ВАЛЮТ С НАЧАЛА ГОДА, %



Источник: Bloomberg, ITI Capital

ПОЧЕМУ РУБЛЬ ПОТЕРЯЛ ТЕМП РОСТА?

I ГЛОБАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ:

Новые причины для санкций. В конце июня Пентагон опубликовал досье, из которого следовало, что Россия предлагала вознаграждение боевикам "Талибана" за убийство американских военных. Рубль в итоге ослаб на 2%, многие нерезиденты восприняли данную новость очень негативно, что вызвало фиксации части позиций по рублю, и, следовательно, продажи средних

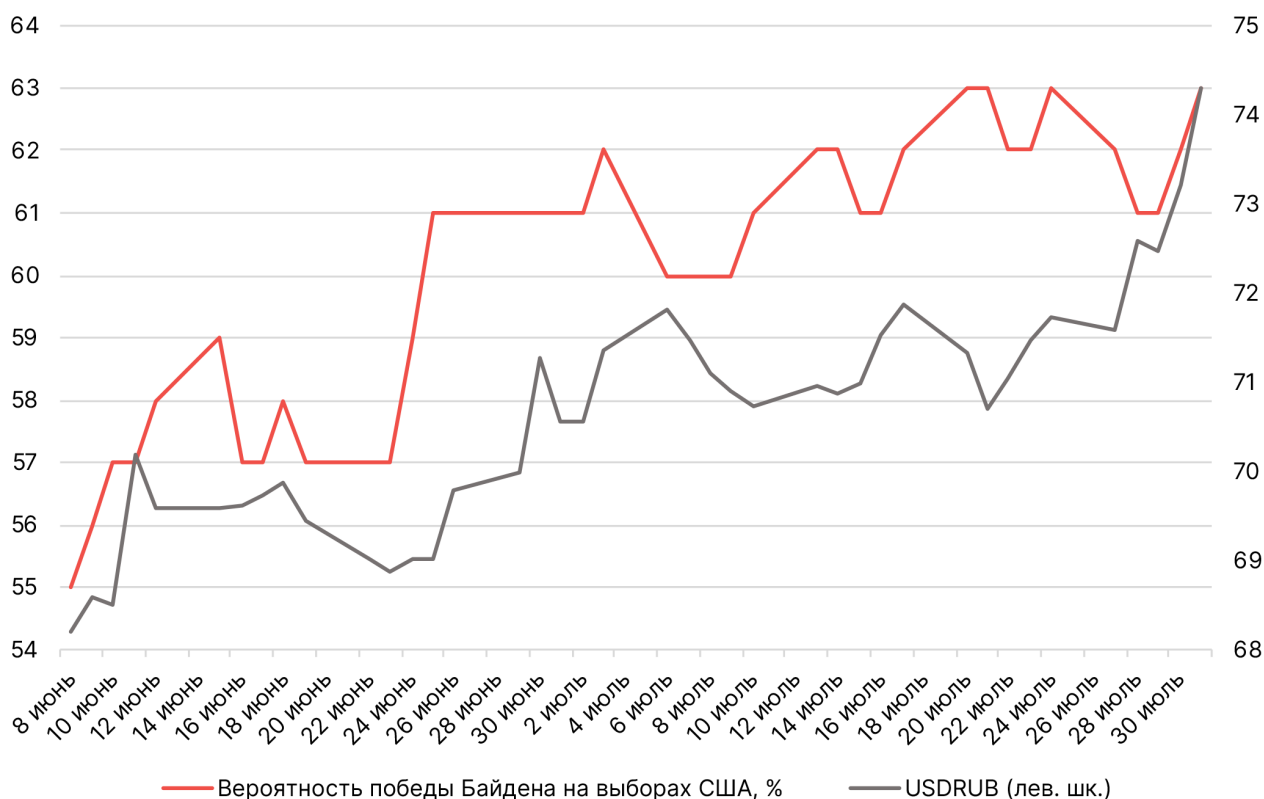
и длинных ОФЗ. Стоимость ОФЗ 10 лет упала более чем на 3%.

Рост популярности Байдена. Рост уровня поддержки Байдена наблюдается с начала июня, он резко ускорился после скачка числа выявляемых случаев COVID-19 в США. Показатель 16 июня упал до 17 тыс., минимума с конца марта, после чего взлетел за месяц в четыре раза, а число госпитализированных в США удвоилось.

Вероятность победы Байдена, по опросам Bloomberg, составляет 61%, тогда как до пандемии и массовых протестов он не превышал 20%.

Победа демократов на выборах и отложенные санкции. Победа демократов автоматически означает введение санкций, отложенных еще с отравления Скрипалей в марте 2018 г. Вместо санкций средней жесткости, таких как запрет для нерезидентов на торговлю ОФЗ на первичном рынке, в итоге были введены мягкие санкции, в частности запрет на финансовую помощь Москве, выдачу лицензий на импорт российского оружия и продукции двойного назначения, а также предоставление кредитов. В случае избрания Байдена первичная реакция - это ослабление рубля, который может снизиться до +₽90/\$, а потом вероятно стабилизация.

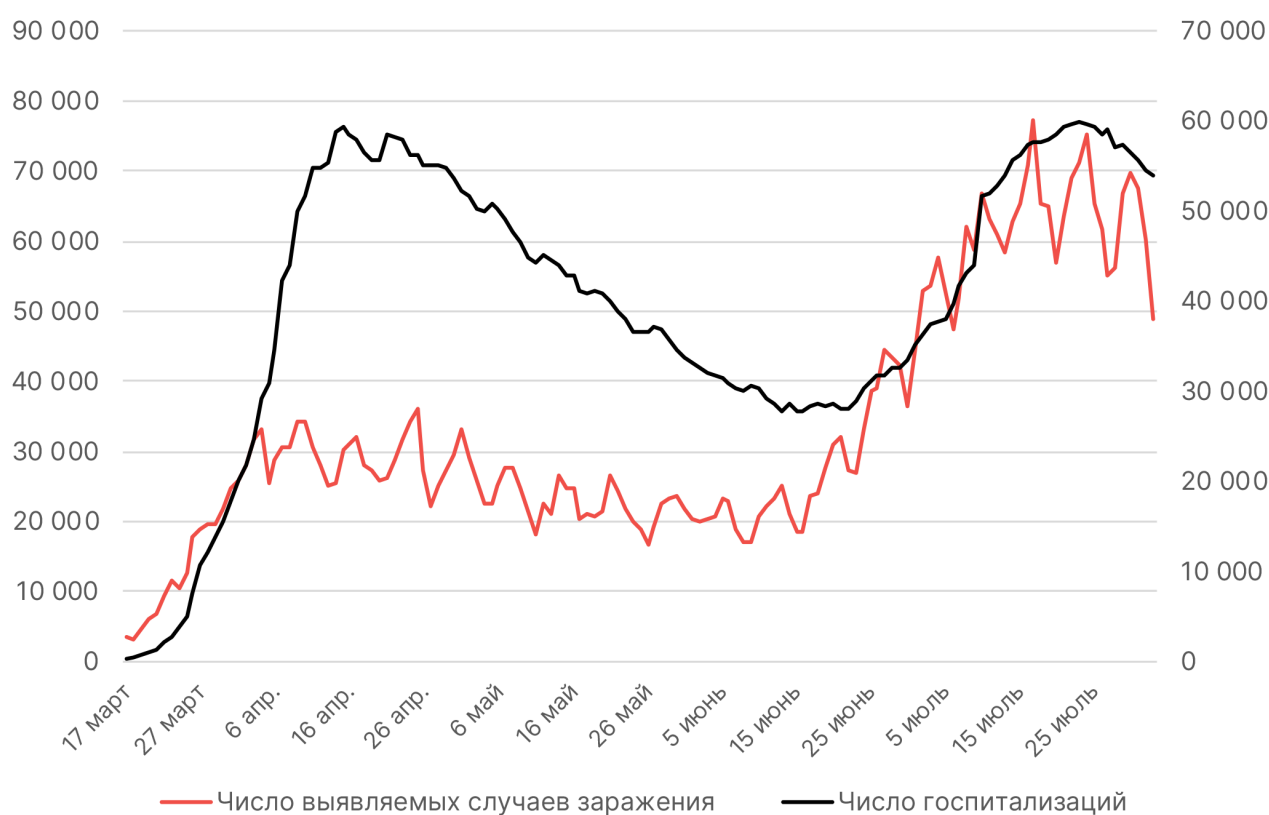
БАЙДЕН, САНКЦИИ И РУБЛЬ



Источник: Bloomberg, ITI Capital

Бык в медвежьей норе. Вопреки тому, что рынок выглядит "бычьим", что заметно по низкому числу шортов и падающей волатильности VIX, порядка 50% рынка США и в мире торгуется на 30-40% ниже уровня до COVID-19. Под особым давлением находятся компании циклического сектора и сырьевые валюты - следствие рисков для глобальной экономики и падения спроса на сырьевые активы. Давление может сохраниться, особенно с коррекцией в IT-сегменте, что вполне возможно, учитывая рост на 19% с начала года по сравнению падением производственного Dow Jones на 9%.

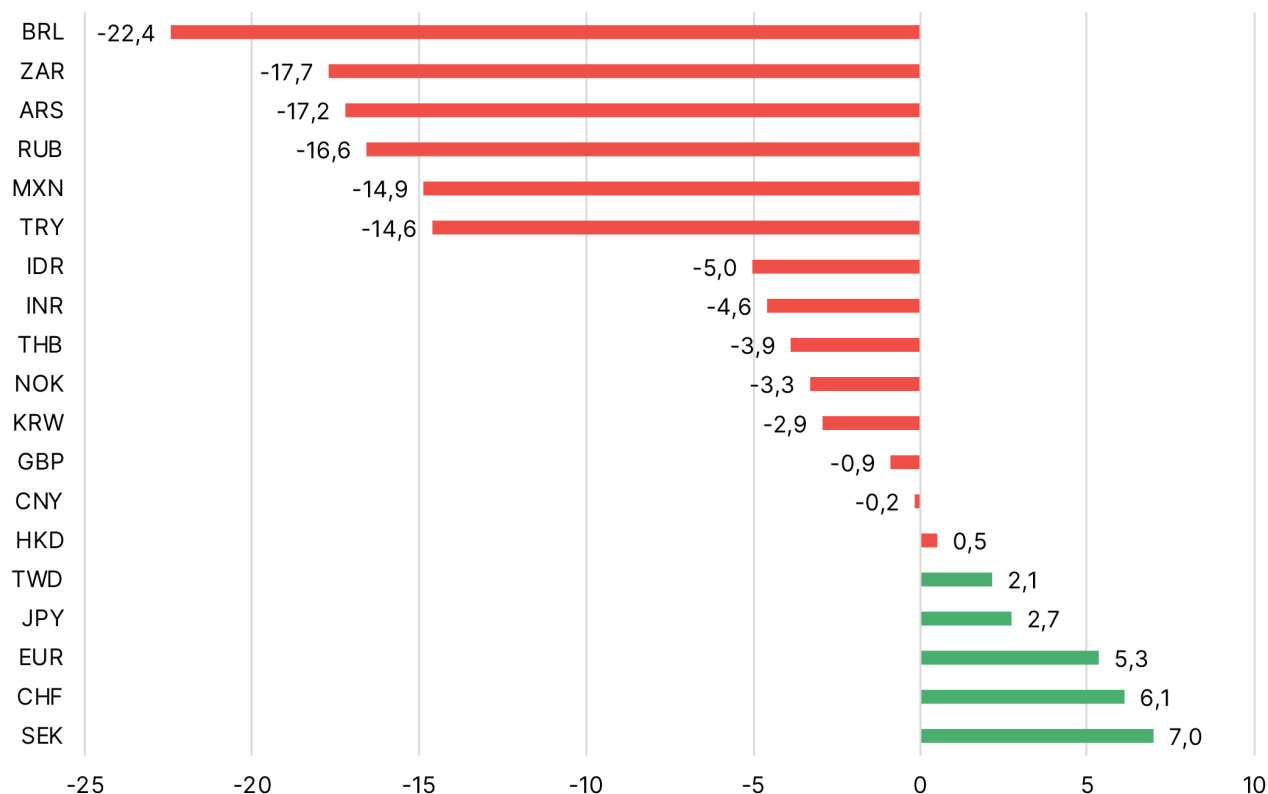
ДИНАМИКА ЗАБОЛЕВАЕМОСТИ КОРОНАВИРУСОМ В США



Источник: Bloomberg, ITI Capital

Спорадическое укрепление доллара. Доллар укрепляется только к валютам развивающихся стран, которые упали с начала года на 10% к доллару, в частности рубль потерял 17%, прочие валюты Латинской Америки в среднем снизились на 18-20%. Динамика объясняется высокими экономическими рисками из-за пандемии и оттоком капитала. В то же время доллар полностью проигрывает развитым валютам, в частности шведской кроне и швейцарскому франку, которые прибавили к доллару более 6%. Евро укрепился на 5% из-за медленного роста американской экономики США по сравнению с европейской и возврата ограничительных мер в США, что уже отражается в росте числа заявок на пособие по безработице и снижении сводного индекса PMI.

ДИНАМИКА ЛОКАЛЬНЫХ ВАЛЮТ К ДОЛЛАРУ США С НАЧАЛА ГОДА, %



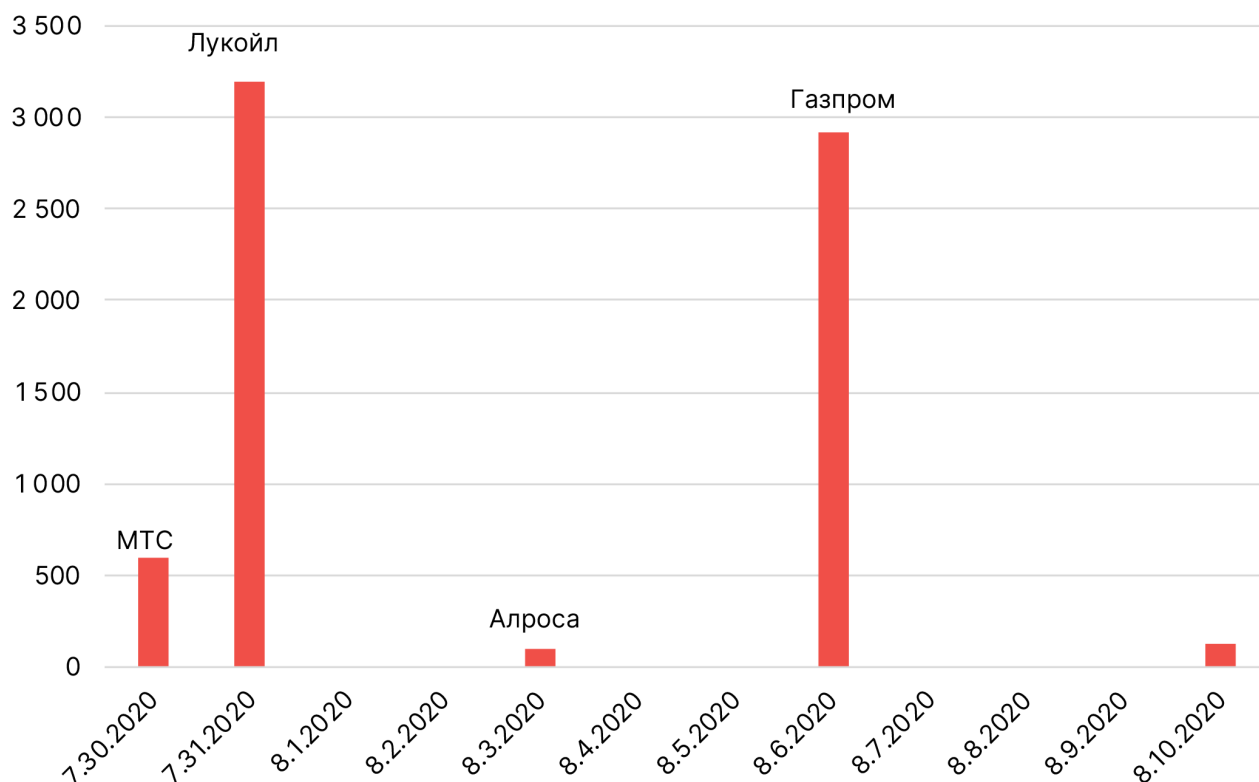
Источник: Bloomberg, ITI Capital

II ЛОКАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ:

Негативный эффект от дивидендов. Ранее мы писали, что выплата дивидендов традиционно негативно сказывается на рубле, и в этом году это влияние будет особенно мощным. Последняя отсечка по дивидендам за 2019 г. выпала на 20 июля, и большинство акционеров получило свои дивиденды в рублях до конца июля. На конец июля приходится одни из самых крупных платежей, в частности Лукойла в размере $\text{₽}243$ млрд и Газпрома - $\text{₽}360$ млрд, т.е. 40% всех выплаченных с марта 2020 г. Всего было выплачено $\text{₽}1489$ млрд промежуточных дивидендов, из которых в доллары было сконvertировано $\text{\$}10,5$ млрд ($\text{\$}6$ млрд причитаются в виде дивидендных выплат держателям расписок, $\text{\$}4,5$ млрд - международным фондам).

Также валюту на $\text{\$}4,5$ млрд могли приобрести физлица, которым причитаются дивидендные выплаты как держателям акций в свободном обращении. Таким образом, совокупный объем покупок валюты (эмитентами для конвертации и физлицами после получения дивидендных выплат) может достичь $\text{\$}15$ млрд. Сейчас эмитентам остается сконvertировать около $\text{\$}8$ млрд, или 53% от общего объема в $\text{\$}15$ млрд.

СУММАРНЫЙ ОБЪЕМ КОНВЕРТАЦИЙ ВАЛЮТЫ С УЧЕТОМ ВЫПЛАТ ДЕРЖАТЕЛЯМ РАСПИСОК И МЕЖДУНАРОДНЫМ ФОНДАМ БЕЗ УЧЕТА ЛОКАЛЬНЫХ МИНОРИТАРИЕВ, КОТОРЫЕ МОГЛИ КУПИТЬ ВАЛЮТУ РАНЕЕ



Источник: ITI Capital

Сокращение продаж валюты экспортерами. В июле объем налоговых выплат мог составить ₴1,8 трлн, из них 40% должны были выпасть на 25 июля, т.е. как минимум \$6 млрд при консервативной оценке продаж валюты, но этого не произошло, объемы были скромными.

Низкий счет текущих операций. Традиционно с апреля наблюдается ослабление валюты из-за снижения счета текущих операций. В этом году дополнительное давление на рубль оказала дешевеющая нефть и сокращение экспортной выручки на фоне снижения спроса на энергоресурсы из-за пандемии. По данным ЦБ, профицит счета текущих операций упал на 49% г/г, с \$43 млрд до \$23,4 млрд. Во втором квартале профицит счета текущих операций был \$0,6 млрд. Учитывая, что цена нефти оставалась в боковике после роста в июне, и спрос продолжает падать ввиду фактора сезонности, сальдо счета текущих операций в третьем квартале, как ожидается, будет отрицательным, как в 1998 г.

СНИЖЕНИЕ СТАВКИ И СОКРАЩЕНИЕ ОБЪЕМА ПРОДАЖИ ВАЛЮТЫ

Снижение ставки как правило провоцирует спрос на длинные облигации, если есть запас для сохранения достаточное время положительных реальных ставок. ЦБ снизил ключевую ставку на 2% с начала года, и с учетом нашего прогноза в 3,75% на конец года реальная ставка составит всего 1,25%, следовательно потенциал снижения ограничен как ключевой ставки, так и ОФЗ. Объем продажи валюты сократился вдвое, до ₴5 млрд в сутки, или до ₴100 млрд в месяц, по сравнению с ₴200 млрд месяцем ранее, что полностью соответствует бюджетному правилу.

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Кирилл Сосов | Аналитик | Kirill.Sosov@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@iticapital.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>