



Искандер Луцко, главный инвестиционный стратег  
Ольга Николаева, старший аналитик  
по инструментам с фиксированной доходностью  
Сергей Волобоев, стратег долговых рынков

# Что происходит с рублем, и что будет дальше?!

## ОСНОВНОЙ ВЫВОД

Мы считаем, что рубль превысил свой технический и фундаментальный уровень перепроданности на  $\text{₽}10\text{-}12$  при нефти Brent в  $\text{\$}40\text{-}43/\text{барр}$ . Геополитическая составляющая в текущем курсе рубля близка к историческим максимумам. Без нее курс был бы не выше  $\text{₽}70/\text{\$}$ , а с учетом ожидаемого восстановления мировой экономики, спроса на энергоносители и внутреннего спроса, даже крепче.

ЦБ будет пытаться стабилизировать курс и, возможно, примет более решительные меры для укрепления рубля, если курс поднимется выше  $\text{₽}80/\text{\$}$ .

Следовательно, краткосрочно мы рекомендуем продавать доллары к рублю до уровня  $\text{₽}75/\text{\$}$ , так как в среднесрочной перспективе, до конца четвертого квартала, роль ключевых факторов, которые формируют премию рубля к доллару, в основном в виде санкционных рисков, может вырасти по итогам выборов в США, даже в случае победы Трампа. Таким образом, возможный диапазон для рубля в четвертом квартале составляет  $\text{₽}72\text{-}81/\text{\$}$ , наш базовый сценарий до конца года -  $\text{₽}72/\text{\$}$ , если победит Трамп, а санкции будут отложены, что наименее вероятно, согласно нашему сценарию, приведенному в обзоре "Рубль на качелях геополитики: держитесь крепче!".

## ЧТО ПРОИСХОДИТ С РУБЛЕМ?

- Доллар продолжает увеличивать преимущество перед валютами развивающихся стран, которые с начала года в среднем потеряли около 20%.
- С начала года рубль снизился на 22% к доллару, став третьей слабой валютой по этой динамике после турецкой лиры (-24%) и бразильского реала (-29%). Лишь в сентябре рубль отступил уже на 7%, снижение стало максимальным с 2014 г., когда в отношении России были введены секторальные санкции со стороны США и Евросоюза. Тогда в черный список были добавлены юрлица, а финансовым компаниям запретили привлекать в США кредиты сроком более 30 дней.
- Основная причина падения турецкой лиры - это резкий спрос на валюту на фоне значительной макроэкономической нестабильности, уровень долларизации в стране приближается к 60%, а доля резервов в валюте с начала года сократилась. Страна столкнулась с кризисом валютной ликвидности, и ЦБ был вынужден поднять ставки впервые с августа 2018 г. - на 2%, до 10,25%. В Бразилии падение локальной валюты было связано со скачком заболеваемости коронавирусом и ограниченными ресурсами государства для борьбы с ним. С тех пор уровень заболеваемости стабилизировался чуть ниже 30 тыс.

выявляемых случаев сутки и снижается последний месяц, что позволило возобновить экономическую деятельность. В то же время отношение объема мер фискальной и монетарной поддержки к ВВП Бразилии увеличилось и составляет 12% и 4% соответственно.

- Ослабление рубля обусловлено серией плохих новостей, которые повышали вероятность введения новых санкций властями США и Евросоюза. В конце июня The New York Times сообщила о причастности российских спецслужб к атакам на военных США. Кроме того, в США начал расти рейтинг Байдена (по опросам, преимущество перед Трампом увеличилось до 10%), этот фактор остается актуальным и сейчас. В начале августа компании для дивидендных выплат произвели конвертацию рублей в доллары на \$4 млрд, также в начале августа произошло обострение белорусского политического конфликта, а 20 августа стало известно о госпитализации Алексея Навального.
- С тех пор внешний фон лишь ухудшался, а недавно к отрицательным факторам добавилось обострение конфликта в Нагорном Карабахе. Его негативное влияние на рубль будет зависеть от масштаба конфликта и вероятности вступления в него России на стороне Армении, учитывая поддержку Турцией Азербайджана.

## КЛЮЧЕВЫЕ РИСКИ ДО ВЫБОРОВ ЗАЛОЖЕНЫ В ЦЕНЫ

- На наш взгляд, практически все риски ужесточения санкций против России до выборов в США уже отражены в текущих котировках рубля. Новым фактором риска стала эскалация конфликта в Нагорном Карабахе, но и здесь риск военного вмешательства России (как и в ситуации в Белоруссии) весьма низкий, в пределах нескольких процентных пунктов.
- Даже если Россия окажет Армении ограниченную по объему военную помощь (поставками вооружений в первую очередь, в рамках двусторонних обязательств), это не повлечет ощутимых последствий для экономического или финансового положения страны.

## ПРЕМИЯ ЗА РИСК И ДИНАМИКА USDRUB



Источник: ITI Capital, Bloomberg

## ВЛИЯНИЕ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ЛОКАЛЬНЫХ ИГРОКОВ НА ДИНАМИКУ РУБЛЯ И ОФЗ

- С начала июня по 25 сентября российский рубль потерял около 12%, а наиболее длинные гособлигации за этот же период с локальных максимумов опустились в цене примерно на 9%. Общая доля нерезидентов на рынке сократилась при этом на 4%, до 26,3% согласно данным НРД.
- Основная фаза падения рубля к доллару началась в конце августа и продолжается по настоящее время (на этот период пришлась примерно половина всех потерь российской валюты). Доля нерезидентов в ОФЗ менее чем за месяц сократилась на 2%, что привело к оттоку почти на  $\text{R}60$  млрд, или нетто-оттоку в  $\text{R}35$  млрд. Этот период характеризуется возросшей активностью нерезидентов, в то время как ранее, по нашей оценке, на рынке доминировали локальные игроки.
- Согласно проведенному нами исследованию, едва ли нерезиденты выступали в качестве основных продавцов все это время. Для этого мы изучили ежедневную статистику НРД по динамике вложений иностранных фондов в ОФЗ, которые можно назвать одним из наиболее популярных у нерезидентов инструментов. Согласно полученным данным, на протяжении всего лета

видимых изменений в абсолютном значении объема инвестиций не наблюдалось. В июне совокупный приток составил ₹18,6 млрд, сменившийся в июле оттоком на уровне ₹5,4 млрд, а позже в августе вложения вновь увеличились на ₹14 млрд.

- Общая доля рынка иностранных игроков в это время закономерно плавно сокращалась за счет уверенных опережающих действий Минфина на первичном рынке, вынужденного стремительно наращивать внутренний долг для компенсации выпадающих доходов бюджета. Таким образом становится ясно, что до недавнего времени динамика национальной валюты и ОФЗ прежде всего задавалась локальными участниками.
- Регулярные, набирающие обороты продажи госдолга иностранными инвесторами, по данным НРД, начались лишь во второй половине сентября (-₹42 млрд с 17.09.2020). Очевидно, данное поведение было спровоцировано резко вышедшими на передний план геополитическими рисками. Стоит отметить также, что основные потери рубля к доллару пришлось на период с конца августа до 24 сентября, когда рубль потерял 6%.

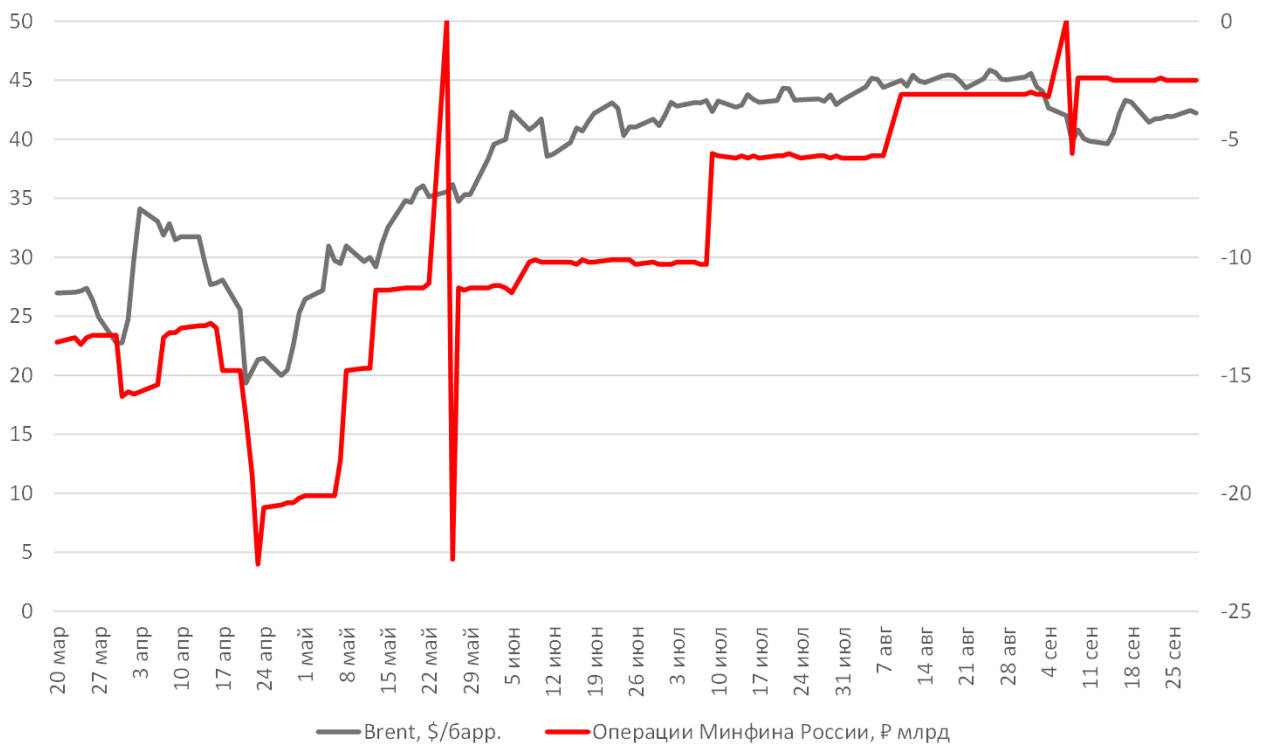
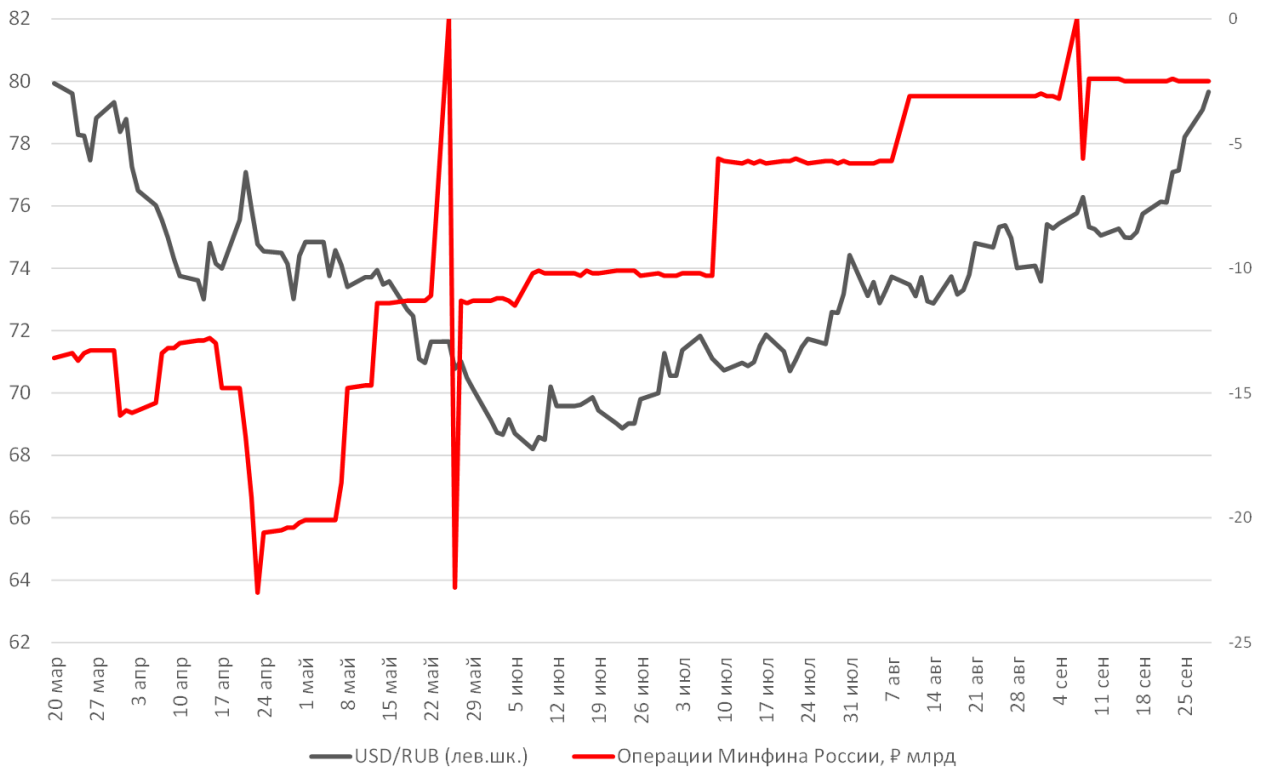
## ЦБ СПАСЕТ РУБЛЬ?

- В случае продолжения обесценения рубля (в том числе слабее ₹80 к доллару) мы ожидаем действий ЦБ по стабилизации курса посредством привлечения экспортеров к продажам валюты, как это было в декабре 2014 г., где за пару недель регулятор реализовал более \$20 млрд валюты. Также ЦБ может ужесточить риторику в отношении перспектив денежно-кредитной политики (ДКП), что в сочетании с продажами валюты и прекращением текущих покупок Минфином будет наиболее эффективным средством для стабилизации курса.
- Меры, принятые ЦБ 29 сентября. Банк России с 1 октября по 30 декабря увеличит продажи валюты в рамках бюджетного правила на сумму, эквивалентную ₹2,9 млрд день. Мы считаем, что это капля в море, учитывая, что текущий объем интервенций составляет ₹2,5 млрд в день, а в итоге увеличится до ₹5,4 млрд (\$70 млн), что составляет 1,6% от нынешнего объема торгов валютой на ММВБ ТОМ+ТОД. Мы считаем, что продажи будут эффективными, если их объем составит не менее 5% от дневного торгового оборота, т.е. ₹20 млрд в день, что, согласно бюджетному правилу, возможно, лишь при использовании средств от продажи доли в Сбербанке при цене на нефть Urals ниже \$12/барр., или \$16 за Brent. Примерно такая ситуация наблюдалась в конце апреля - начале мая, когда Brent стоил более \$20/барр.

## КЛЮЧЕВОЕ СОБЫТИЕ ДЛЯ РУБЛЯ: ВЫБОРЫ В США

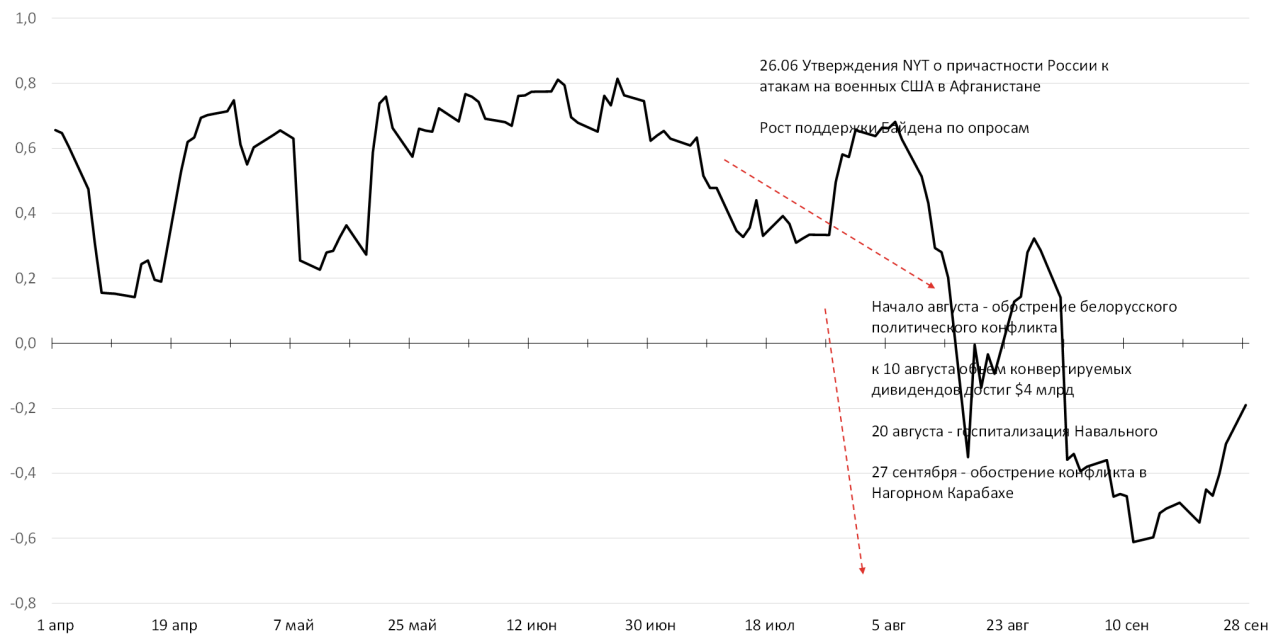
- В случае победы Байдена, что на данный момент является основным сценарием, вероятно ужесточение ограничительных мер в отношении России. По крайней мере, дальнейшая имплементация уже принятого конгрессом и подписанного Трампом закона СААТSA в отношении России будет весьма вероятной. Это будет означать риск дополнительных ограничительных мер в отношении российских юридических и физических лиц, но, по всей вероятности, не государственных активов. Вероятность значительного ужесточения финансовых санкций (посредством СААТSA или дополнительных мер) при президенте Байдене составит примерно 40%, а рубль в таком случае может ослабнуть примерно до 81/\$.
- Куда более серьезным для инвесторов было бы принятие (и имплементация) законопроекта DASKA, предусматривающего полный запрет для американских инвесторов на операции с любыми государственными ценными бумагами России. Однако ряд влиятельных ведомств в США, включая Госдеп и министерство финансов, выражали несогласие с положениями законопроекта как препятствующими сотрудничеству с Россией в стратегически важных вопросах. На наш взгляд, приход к власти демократов сам по себе (в отсутствие новых оснований для серьезных двусторонних конфликтов с Россией) не будет означать ускоренного принятия (и тем более имплементации) законопроекта DASKA, которые в любом случае не могут произойти до конца этого года. При сохранении жесткой антироссийской риторики американскими официальными лицами рубль скорее всего будет после выборов торговаться вблизи нынешних уровней, а перспективы его некоторого укрепления будут в первую очередь определяться ростом цен на нефть и ускоренной разработкой действенных вакцин против коронавируса.
- В случае победы Трампа на выборах в ноябре мы не ожидаем существенного изменения политики США в отношении России, хотя некоторое дальнейшее увеличение санкционного давления (посредством дальнейшей имплементации СААТSA, например) нельзя исключить. При этом победа Трампа скорее всего поддержит позиции доллара по отношению к другим валютам, что будет препятствовать слишком резкому укреплению рубля. При благоприятном развитии событий (в отсутствие финансовых санкций) рубль может укрепиться примерно до 72/\$.

### ОПЕРАЦИИ МИНФИНА РОССИИ В РАМКАХ БЮДЖЕТНОГО ПРАВИЛА В 2020 Г.



Источник: ЦБ России, Bloomberg, ITI Capital

## КОРРЕЛЯЦИЯ USDRUB С НЕФТЬЮ И КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ В 2020 Г.



Источник: Bloomberg, ITI Capital

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Ирина Фомкина | Аналитик | [Irina.Fomkina@iticapital.com](mailto:Irina.Fomkina@iticapital.com)

Кирилл Сосов | Аналитик | [Kirill.Sosov@iticapital.com](mailto:Kirill.Sosov@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto: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/>