

# Рубль и тенге: мы ожидаем снижения геополитической премии при сохранении высокой корреляции

**Валюты двух крупнейших экономик региона СНГ (и ЕЭС) - России и Казахстана - традиционно показывают высокую корреляцию между собой** ввиду большого объема двустороннего оборота товаров, услуг и капитала, а также их зависимости от экспорта энергоносителей, прежде всего нефти.

Курсы рубля и тенге к USD\*, янв. 2000 г. = 100



\*В номинальном выражении. Источник: Bloomberg.

**Высокая корреляция между валютами двух стран определяется не только чувствительностью к колебаниям цен на нефть и достижениями обоих правительств в снижении зависимости бюджетных расходов от таких колебаний.** Положение Российской Федерации в качестве крупнейшего торгового партнера Казахстана и наиболее крупной экономики таможенного союза (ЕЭС) привело монетарные власти Казахстана к необходимости координации политики валютного курса тенге с целью минимизации разрывов в динамике реальных эффективных обменных курсов тенге и рубля (учитывающих дифференциалы в уровнях инфляции и объемах товарооборота с основными торговыми партнерами). Задержка в изменении политики

обменного курса тенге в 1998-1999 гг. более чем на полгода по сравнению с девальвацией рубля в августе-сентябре 1998 г. привела к резкому росту импорта товаров, покупок российских активов казахскими юридическими и физическими лицами, и драматическому ухудшению сальдо текущего счета Республики Казахстан (РК).

Реальные эффективные курсы рубля и тенге  
(янв. 1995 г. = 100)



**После кризиса 1998-1999 гг., вызванного в том числе резким падением цен на нефть (и сокращением запасов золотовалютных резервов ведущих нефтеэкспортеров), власти России в первую очередь были озабочены фискальной консолидацией и восстановлением золотовалютных резервов, а меры по снижению инфляции отошли на второй план.** В свою очередь власти Казахстана форсировали переход к установлению формального бюджетного правила, обеспечившего сбережение значительной части поступлений от экспорта углеводородов и в конечном счете устойчивое снижение инфляции (что в условиях "управляемого плавания" национальной валюты привело к сравнительно быстрому повышению курса рубля по отношению к тенге в реальном эффективном выражении). Начало второй декады нынешнего столетия было отмечено попытками более гибкого управления обменными курсами в обеих странах. В частности, Национальный Банк РК (НБРК) стал придерживаться таргетирования обменного курса по отношению к корзине валют, состоящей из USD (70%), EUR (20%) и RUB (10%). Поскольку обменный

курс российского рубля в свою очередь координировался ЦБ РФ по отношению к корзине из USD и EUR, это привело к повышению корреляции между номинальными (и реальными) обменными курсами двух стран.

**Резкий рост волатильности в номинальных и реальных эффективных курсах обеих валют в 2014-2015 гг. был вызван изначально геополитическими факторами (в том числе применением санкций против РФ после событий в Украине), а затем обвалом цен на нефть.** При этом решение российских властей снять последние валютные ограничения и перейти полностью к режиму плавающего валютного курса (в декабре 2014 г.) не было быстро учтено в политике НБРК, результатом чего стало резкое удорожание тенге в реальном выражении (и новое ухудшение текущего счета Казахстана). В этот период инфляция в Казахстане стала впервые устойчиво превышать российскую (чему способствовали довольно жесткая кредитно-денежная политика в России и некоторое ослабление бюджетной политики в РК). Сохранение в этих условиях минимальных разрывов в динамике реальных эффективных валютных курсов валют двух стран происходило главным образом за счет некоторого ослабления тенге в номинальном выражении.

**Стремительное ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры в феврале 2020 г. на фоне быстрого распространения пандемии коронавируса привело к резкому снижению экспортных поступлений обеих стран и новому витку девальвации.** Рубль в своем ослаблении (к доллару) опережал тенге как по времени, так и по глубине коррекции. Помимо сезонных факторов в капитальных потоках (включая широкомасштабную репатриацию дивидендных выплат) давление на рубль во второй половине лета повысилось из-за рисков новых санкций (из-за Беларуси и отравления Алексея Навального). Рост популярности кандидатов от Демократической партии перед выборами президента США привел к общему росту геополитической премии в курсе рубля (который к началу сентября оторвался от "справедливого" по отношению к ценам на нефть уровня примерно на 11%, по нашим подсчетам).

**В результате номинальный курс рубля к доллару вернулся в конце сентября 2020 г. на уровень конца марта (79/\$), в то время как ослабление тенге в июне-сентябре все равно оставило его обменный курс примерно на 3,7% сильнее уровня конца марта.** Таким образом, за последние полгода тенге укрепился в реальном эффективном выражении на 1,6%, а рубль за этот же период подешевел на 1,9%. Резкое сокращение импорта в обеих странах за первую половину года смягчило последствия падения экспорта для общего сальдо текущего счета, что позволяет денежным властям Казахстана не преследовать более резкого ослабления национальной валюты, на наш взгляд.

Что касается прогнозов этих валют на ближайшие годы, то основным фактором будет естественно темп (и траектория) восстановления мировой экономики, включая спрос на энергоносители и металлы, после преодоления кризиса коронавируса.

**Другим важным фактором, прежде всего в отношении рубля, будут ожидания (и сценарии) будущих мер США в отношении российских инвестиционных и инфраструктурных активов в случае прихода к власти представителей Демократической партии.** Наш анализ (см. отчет от 04.09.20) показывает, что в этом сценарии (который в данный момент представляется нам основным) усиление санкционного давления на Россию будет практически неизбежным. Другое дело, что большая часть возможных мер (включая дальнейшие меры против второй очереди газопровода "Северный Поток", а также меры дипломатического, оборонного и технологического характера в связи с делом Алексея Навального) уже в основном отражена в геополитической премии. Принятие сверхжестких мер (таких как запрет американским инвесторам на операции с российским внутренним долгом) не отражены в котировках в полной мере, но оно по-прежнему представляется нам маловероятным исходом (в пределах 10%).

**Наш базовый сценарий для рубля и тенге предусматривает приход к власти в США Демократической партии, довольно быстрое установление результатов выборов и рост аппетита к риску, а также устойчивый (но не взрывной) рост цен на нефть в 2021-2022 гг.,** в соответствии с рыночным консенсусом (который включает рост цен марки Brent на 13%, до \$47,8/барр. в 2021 г. и еще на 11%, до \$53/барр., в 2022 г.). Вероятность такого сценария мы оцениваем примерно в 60%.

**В этом сценарии мы прогнозируем укрепление рубля к доллару через несколько месяцев после начала работы новой администрации США (после определения новых приоритетов в российско-американских отношениях).** До конца 2021 г. мы ожидаем укрепления рубля до 70/\$, а в 2022 г. - до \$66. Существенное укрепление рубля по итогам этого периода будет отражать улучшение условий торговли (за счет роста цен на углеводороды и металлы), а также вызванное в основном неэкономическими факторами ослабление рубля в 2020 г. В этом сценарии рост цен на нефть и металлы поддержит и экономику (и валюту) Казахстана, при этом монетарные власти страны с высокой долей вероятности не позволят тенге резко укрепиться по отношению к рублю (чтобы не вызвать неоправданного ухудшения сальдо двустороннего баланса товаров и капитала). С учетом этого в базовом варианте мы ожидаем укрепления тенге к доллару до 396 в 2021 г. (и в реальном эффективном выражении - на 7% в среднем за год по сравнению с укреплением рубля в таком выражении примерно на 3%).

**В пессимистическом для мировой экономики сценарии (вероятность примерно 20%) вторая волна коронавируса окажется продолжительнее первой, создание вакцин задержится, либо препараты не окажутся столь эффективными. В этом случае вероятно некоторое снижение цен на нефть по сравнению со средним уровнем этого года.** В таком сценарии весьма вероятно некоторое ослабление валют России и Казахстана в номинальном выражении, а также рост инфляционного давления в результате как эффекта переноса девальвации, так и продолжившегося повышения цен

на продовольствие в мире. Как и в базовом сценарии, монетарные власти Казахстана будут избегать резкого укрепления тенге к рублю.

ОСНОВНЫЕ СЦЕНАРИИ ПРЕДСТАВЛЕНЫ НИЖЕ

### Номинальные эффективные курсы рубля и тенге (январь 2000 г. = 100)



Источник: Bloomberg

	Базовый сценарий					Пессимистический сценарий		
	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>РОССИЯ</b>								
ИПЦ, г/г, %	4,3	3,0	3,8	3,7	3,7	4,0	4,5	4,0
ИПЦ, среднегодовое изменение, %	2,9	4,5	3,3	3,5	3,7	3,4	4,2	4,0
Ключевая ставка, конец года, %	7,75	6,25	4,25	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25
RUB/USD, конец года	69,7	62,0	75,0	70,0	68,0	79,0	80,0	80,0
RUB/USD, среднее за год	62,8	64,7	76,3	71,5	67,3	72,9	78,9	79,0
Реальный эффективный курс, г/г, %	-7,3	8,5	-13,2	11,1	9,0	-15,7	4,9	5,1
Реальный эффективный курс, ср. за год, %	-8,5	2,8	-7,7	2,9	10,6	-8,0	-2,8	4,9
<b>КАЗАХСТАН</b>								
ИПЦ, г/г, %	5,3	5,4	7,0	6,0	5,0	7,2	7,8	7,2
ИПЦ, среднегодовое изменение, %	6,0	5,2	6,9	6,8	4,5	7,0	8,0	6,9
Ключевая ставка, конец года, %	5,2	9,25	9,0	8,0	6,5	9,0	9,0	8,5
KZT/USD, конец года	381	383	420	392	376	435	452	448
KZT/USD, среднее за год	345	383	414	396	380	416	439	442
Реальный эффективный курс, г/г, %	-2,9	0,2	1,0	9,1	6,2	-0,7	2,4	2,7
Реальный эффективный курс, ср. за год, %	0,2	-4,4	0,5	7,0	0,5	0,2	1,5	2,5
<i>Справочно</i>								
Цена на нефть, Brent, \$/барр. среднегод.	53,5	63,6	42,3	47,8	53,0	41,5	38,0	40,0

Источники: Bloomberg, национальные статистические агентства, оценки ITI Capital

Кроме того, есть невысокая вероятность (порядка 10%) более резкого роста цен на нефть по сравнению с базовым вариантом. На наш взгляд, при таком развитии событий власти как РФ, так и Казахстана будут действовать в полном соответствии с бюджетными правилами своих стран, ограничивая повышательное давление на курсы валют и проводя валютные интервенции.

**Другой маловероятный сценарий (около 10%) заключается в резком обострении отношений США и России после прихода к власти новой администрации, что приведет к сверхжестким санкциям и резкому понижательному давлению на рубль.** Российские власти в такой ситуации могут задействовать механизмы поддержки национальной валюты, но ее динамика будет близка к пессимистическому сценарию, вне зависимости от цен на нефть. Такая ситуация будет особенно неприятной для казахстанских властей, поскольку ослабление тенге, не продиктованное факторами внешнего счета и совокупного спроса, может привести к нежелательному скачку инфляции. Моделирование такого сценария вызывает сложности из-за отсутствия сопоставимой ситуации в прошлом. Скорее всего, монетарным властям РК при таком сценарии придется допустить определенное укрепление тенге к рублю, по крайней мере на минимумах российской валюты, и рассчитывать, что ухудшение двустороннего сальдо будет компенсировано улучшением товарооборота в торговле с другими странами.

## 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/>