



Что будет с рублем в новых рыночных условиях?

ВЛИЯНИЕ ОБЪЕМА ТОРГОВ НА КУРС РУБЛЯ

До спецоперации на Украине средний объем торгов на Мосбирже TOD/TOM составлял \$4 млрд и чуть менее - на офшорном рынке нерезидентов, итого - чуть более \$7 млрд в день.

С 21 по 24 февраля объемы торгов достигли рекордных \$7-9 млрд в день (это сопоставимо с апрелем 2018 г., когда были введены санкции против Русала), постепенно сокращаясь до текущих \$0,5-0,6 млрд в день, что является рекордно низким показателем. По сути офшорного рынка больше не существует.

Крупнейшее падение объема торгов случилось после 25 февраля, когда нерезидентам окончательно пришлось уйти с рынка. Euroclear 28 февраля объявил о запрете обслуживания операций с российскими активами. В тот же день Лондонская биржа запретила торговлю российскими расписками (с начала это был список из 28 бумагам, потом оставшиеся еще 5 акций).

Нерезидентам понадобилось 7-8 торговых сессий (с 21 по 28 февраля) на офшорном рынке акций, чтобы практически полностью выйти из российских активов, включая рубль, еврооблигации и зарубежные расписки включая США и Лондон. Локальный рынок акций с 25 февраля остается закрытым. У нерезидентов сохраняется значительная позиция в локальных акциях (₽3,4 трлн) и рублевых облигациях (преимущественно ОФЗ на ₽3 трлн и около ₽600 млрд бумаг корпоративных эмитентов с госучастием).

ВЛИЯНИЕ ОГРАНИЧЕНИЯ КАПИТАЛА НА ВАЛЮТНЫЙ КУРС

Интерес к валюте среди профессиональных участников рынка и остальных инвесторов упал еще больше после 3 марта, когда ЦБ ввел 30%-ую комиссию на конверсионные операции для физлиц на Мосбирже.

Вынужденные обязательные продажи 80% валютной выручки экспортерами, резкое внезапное сокращение импорта, ограничение на вывод капитала за рубеж (до \$10 тыс. наличными и до \$5 тыс. переводов на собственные иностранные счета), а также прочие ограничительные меры привели к снижению спроса на валюту, что в том числе вызвало падение оборота на бирже.

ЦБ не проводит валютные интервенции и пока их не планирует по причине того, что сохранил доступ лишь к 33% своих золотовалютных резервов. При этом есть риск введения дополнительных ограничений, в том числе запрета на

сделки с российским золотом, объем которого оценивается в \$132 млрд.

ЧТО БУДЕТ ДАЛЬШЕ?

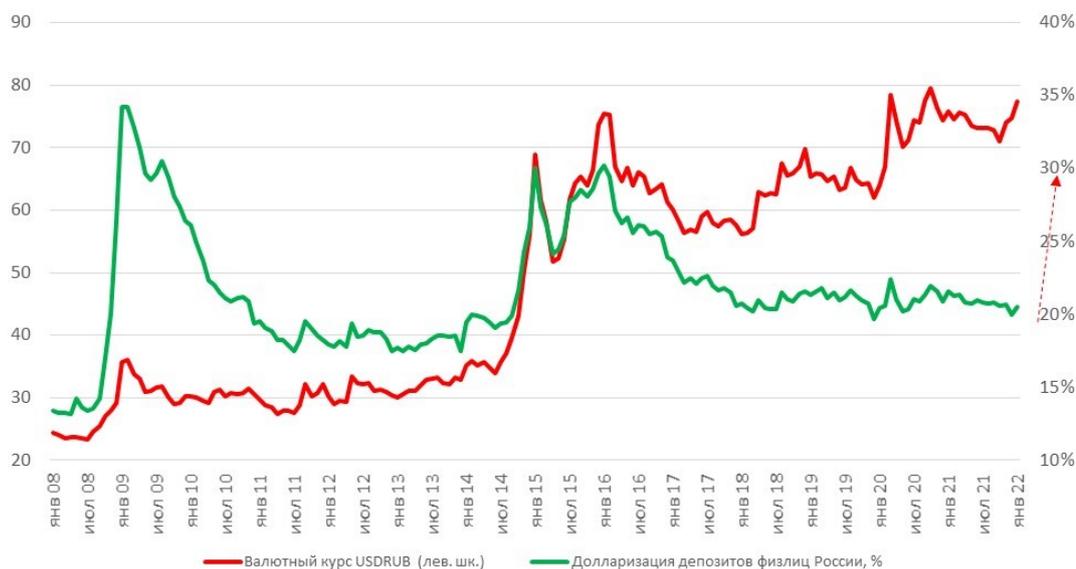
Рынок ОФЗ, динамика которых традиционно тесно коррелирует с рублем, открылся 21 марта после долгого перерыва. Вопреки пессимистическим ожиданиям, паники не произошло. Динамика котировок была плавной, в том числе за счет поддержки Банка России, благодаря чему вся кривая закрепилась по доходности ниже ключевой ставки (текущий диапазон 15-13%). В первой половине 2015 г., когда наблюдался сопоставимый по масштабам обвал рынка, длинные гособлигации за существенно более длительный период смогли отыграть примерно половину потерь, а точнее - с ценовых минимумов 50-55% до 85% от номинала, что совпало с укреплением рубля с $\text{₽}70/\text{\$}$ до $\text{₽}50/\text{\$}$. Впрочем немаловажно заметить, что тогда такой динамике не сопутствовала военная спецоперация и вынужденная продажа активов иностранными инвесторами.

ЦБ пока запрещает нерезидентам закрывать рублевые позиции и выводить средства за рубеж. Иностранные фонды держат в российских акциях и облигациях порядка \$70 млрд до переоценки после недавней распродажи.

Но в случае деэскалации Россия должна снять запрет на эти операции, если Запад также согласится на компромиссы. С одной стороны, деэскалация поддержит курс рубля, но спрос физлиц на валюту его нивелирует. В то же время обсуждается возможность создания отдельного офшорного рынка для нерезидентов, что позволит разграничить капитал и снизить волатильность российских активов после продажи нерезидентами.

Снятие ограничений скорее всего вызовет рост валютных депозитов (с текущих 21% до более высоких уровней). То же происходило в январе 2016 г., когда доля валютных вкладов увеличилась до 30% от общего объема с изначальных 20%. Это важный локальный фактор, который будет сдерживать существенное укрепление рубля.

Основные причины долларизации: 1) Высокая волатильность рубля (нереализованная волатильность за 1 месяц составила рекордные за всю историю торгов 110% против привычных 35%). 2) Снижение ставок рублевых депозитов вслед за ключевой, как это уже происходило в 2015 г. 3) Отток из рублевых депозитов, за последний месяц объем денежной базы в узком определении превысил $\text{₽}4$ трлн, что объясняется перенаправлением средств из депозитов в реальные активы.



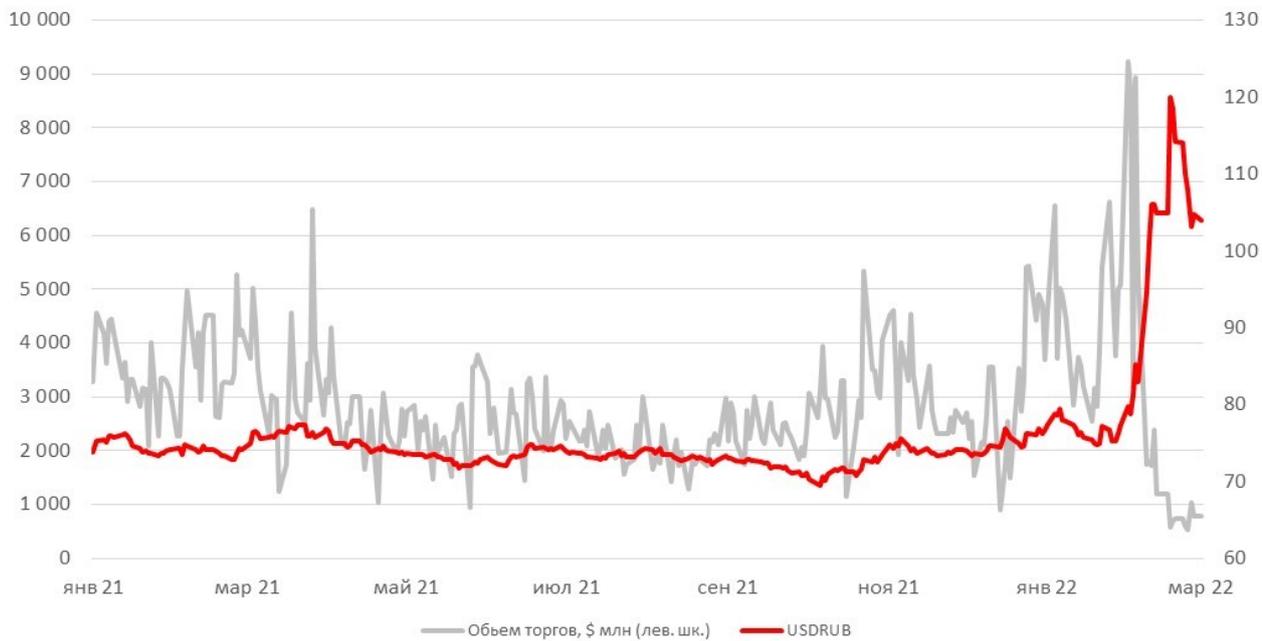
Источник: ЦБ России, ITI Capital, Bloomberg

НАШ КРАТКОСРОЧНОЙ ПРОГНОЗ

Сейчас курс $\text{RUB } 95-100/\text{\$}$ - вполне адекватная цель, но позиции долго сохранять нельзя. На рынке действуют ограничения, относящиеся к капиталу, которые сдерживают существенные вложения в валюту. Они могут быть сняты или ослаблены при улучшении геополитической ситуации.

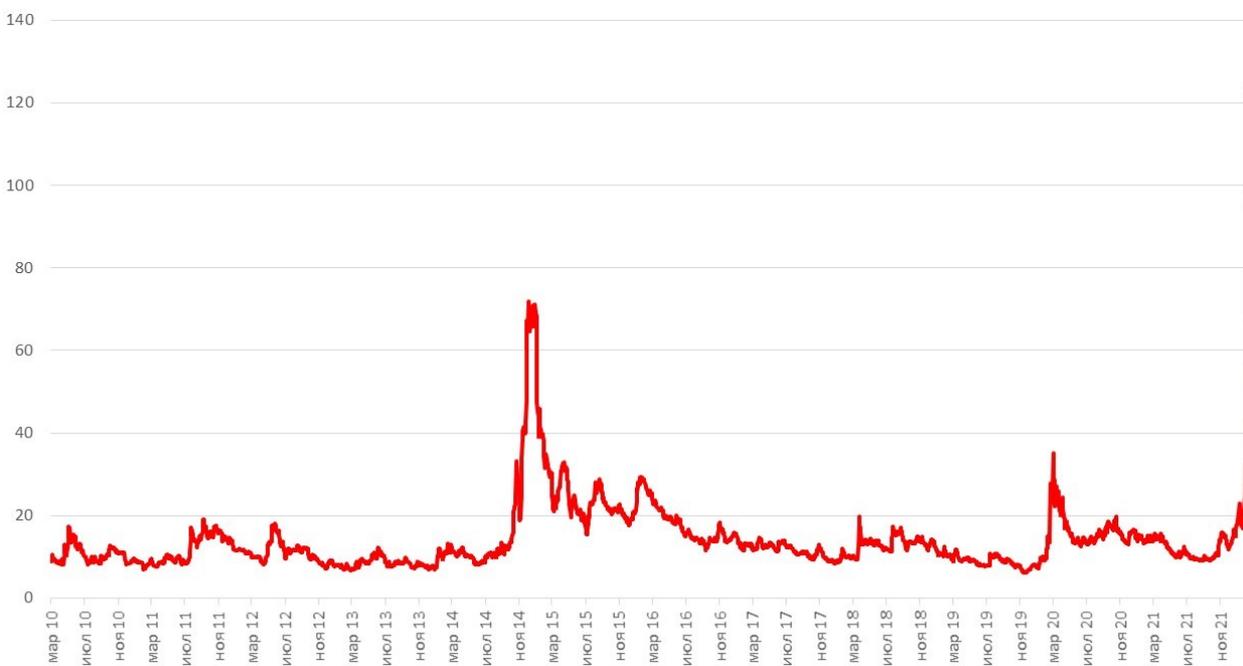
НАШ ДОЛГОСРОЧНОЙ ПРОГНОЗ

В случае подписания мирного соглашения между Россией и Украиной и закрепления гарантий безопасности при участии Запада рубль может стабилизироваться и укрепиться в диапазоне $\text{RUB } 80-90/\text{\$}$ (до этого диапазон составлял $\text{RUB } 70-80/\text{\$}$), учитывая новую премию за риск, даже если снимут самые "жёсткие" санкции ("разморозят" резервы ЦБ и банков и снимут ограничения на платежи Euroclear). Средней "жесткости" санкции останутся, и доверие нерезидентов уже не вернуть. Также не ясна судьба "жестких" санкций, так как основное условие их снятия - гарантии того, что Россия не пойдет на военную спецоперацию 2.0.



Источник: Bloomberg, ITI Capital

НЕРЕАЛИЗОВАННАЯ МЕСЯЧНАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ USDRUB, %



Источник: Bloomberg, ITI Capital

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

Елизавета Хёрн | Аналитик | Elizaveta.Herne@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/>