



Рубль: ускорение роста и следующая остановка

Правильный вопрос в нынешней ситуации заключается не в том, почему рубль укреплялся - это было понятно изначально, а почему в последнее время рост российской валюты ускорился.

На прошлой недели рубль укрепился к доллару на 10%. В итоге с пикового значения 7 марта (>₽140/\$) российская валюта укрепилась практически вдвое, до текущих ₽76/\$, т.е. уровня начала спецоперации на Украине.

В пятницу, 8 апреля, доллар снизился с ₽76 до ₽72 и вернулся на исходный уровень буквально за пару часов. Возможно, такая динамика объясняется тем, что некоторые крупные клиенты Сбербанка, в частности Сургутнефтегаз, продавали валюту и валютные активы из-за новых секторальных санкций против Сбербанка, который до 13 апреля должен передать иностранные активы своих клиентов другим биржевым посредникам.

Сбербанк обслуживает ключевых экспортеров, на которых приходится значительная доля валютных депозитов, поэтому такая динамика может продолжиться с понедельника, 11 апреля, до среды, 13 апреля.

Рост рубля ускорился 23 марта, после чего менее чем за две недели валюта подорожала на 27%, как раз после объявления о продаже газа за рубли. В результате этой меры обязательной конвертации будет подвержено не 80%, а 100% валютной выручки от экспорта газа.

РУБЛЮ БЕЗРАЗЛИЧНЫ ВНЕШНИЕ РИСКИ?

Во вторник, 5 апреля, Минфин США запретил России производить оплату по долговым обязательствам страны из "замороженных" резервов, в результате чего были заблокированы выплаты по облигациям Россия-2022 и купонные валютные платежи по облигациям Россия-2047. Вслед за этим решением ключевой внешний индикатор российского рынка, пятилетний российский CDS (стоимость премии за страховку от риска суверенного дефолта) обновил максимум с начала марта, что указывает на возросший риск дефолта по внешним обязательствам России. S&P понизило долгосрочный и краткосрочный рейтинги России в иностранной валюте до SD (выборочный дефолт), сославшись на высокий риск дефолта после истечения льготного периода 4 мая.

В настоящее время рубль защищен от влияния геополитических факторов, российской валюте благоприятствует рост сальдо платежного баланса и резкое падение импорта (обе тенденции усилятся), а также обязательные

продажи валюты помимо прочих ограничений на валютные операции на внутреннем рынке. По нашим оценкам, приток всей экспортной выручки сейчас составляет примерно \$1,4 млрд в сутки, из которых 80% конвертируется в рубли, что составляло 90% дневного оборота на валютных торгах в отсутствие дополнительных объемов от физлиц которые поступят на валютный рынок с 11 апреля.

Мы не исключаем что рубль может продолжить укрепляться на фоне дальнейшего роста платежного баланса и сокращения импорта (последняя тенденция усилится). **Вероятно что при нынешних ограничениях на движение капитала и валютные операции с наличными, можем ещё увидеть ₺65-70/\$.**

Такие уровни краткосрочны ввиду негативных последствий для бюджета, в целом ждем ослабления рубля на фоне постепенного снятия ограничений на движение капитала и валютные операции с наличным. Наша долгосрочная цель по паре рубль доллар составит в среднем ₺75-85/\$.

В пятницу, 8 апреля, ЦБ отменил 12%-ную биржевую комиссию на покупку валюты физлицами, это решение которое вступит в силу 11 апреля негативно скажется на рубле в ближайшие сессии, но будет иметь ограниченные последствия, так как лимит на снятие валюты (\$10 тыс.) сохраняется.

ЭКСПОРТНАЯ СТОИМОСТЬ САНКЦИЙ

По нашим оценкам, если бы не санкции, то экспорт из России в 2022 г. вырос бы минимум на 20% г/г, до \$600 млрд, по сравнению с \$493 млрд годом ранее, что эквивалентно притоку валюты в размере \$1,7 млрд в сутки по сравнению с нынешними \$1,4 млрд. Наша предварительная оценка нереализованного экспорта в этом году превышает \$100 млрд - как следствие ограничения экспорта сырья ввиду спецоперации на Украине.

УВЕЛИЧЕНИЕ ЭКСПОРТНОЙ ВЫРУЧКИ КАК ГЛАВНЫЙ ФАКТОР УСКОРЕНИЯ РОСТА РУБЛЯ

Большинство (76%) российского экспорта приходится на природные ресурсы, включая древесину. Более 87% из этого объема экспортируется в дальнее зарубежье, расчеты по 60% такого экспорта приходятся на доллары, по 20% - на евро. **При поступлении этих средств в Россию они зачисляются на транзитный счет обслуживающего банка экспортера, в случае Роснефти - ВБРР, в случае Лукойла - UniCredit, а при оплате за газ - Газпромбанк и т.д. Согласно данным за январь-февраль, счет текущих операций г/г вырос в 2,5 раза, что говорит о дальнейшем росте платежного баланса на фоне рекордного роста цен на энергосырьевые активы и резкого падения импорта и, следовательно, о росте объема продажи валюты на локальном рынке.**

До введения санкций большая часть валютной выручки экспортеров размещалась на счетах в долларах и евро, а часть конвертировалась в рубли для уплаты налогов и осуществления операционных расходов. ЦБ России эту валюту каждый день покупал у банков на Мосбирже для Минфина в рамках

бюджетного правила, и она аккумулировалась в подконтрольном Минфину ФНБ, средства которого входят в резервы ЦБ.

Теперь, с введением контроля над движением капитала (26 февраля), 80% экспортной выручки автоматически конвертируется в рубли через Мосбиржу и зачисляется на рублевые счета, а остальные 20% - на долларовые счета этих банков экспортеров.

Доллары экспортеров, которые продаются на Мосбирже, покупает ЦБ и местные банки. Таким образом, с точки зрения механизма конвертации валюты практически ничего не изменилось - она по-прежнему покупается на рынке с риском "заморозки", просто сейчас объем рублей в обращении увеличился из-за обязательных продаж.

Экспорт России (дальнее зарубежье + СНГ) и поступление валюты, \$ млн	2020	2021	2022П
Нефть и нефтепродукты	117 712	180 075	202 584
Природный газ и СПГ	31 993	62 827	102 675
Удобрения и металлы	114 078	141 906	92 541
Остальные товары	74 400	108 536	112 200
Ежемесячное поступление валюты от всего экспорта	28 182	41 112	42 500
Доля обязательной продажи на валютном рынке	-	-	34 000
Доля дневного оборота экспортной валюты на Мосбирже, %	15-20%	10-15%	87%

Источник: ФТС, ITI Capital

ВРЕМЕННЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ ЦБ

ЦБ активно продавал валюту в рамках интервенций с 20 февраля по 20 марта. Всего таким образом ЦБ реализовал \$38 млрд из своих резервов, чтобы, среди прочего, частично компенсировать отток валюты с валютных депозитов в коммерческих банках.

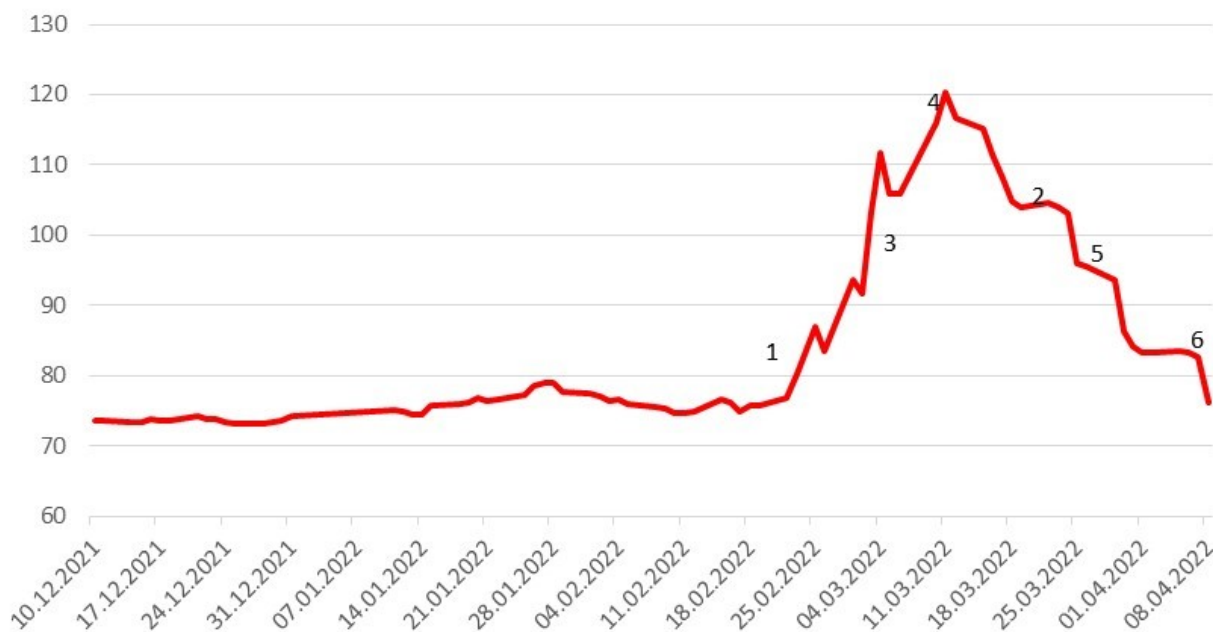
Мы считаем, что данная мера временная, так как связана с лицензией Минюста США на использование "замороженных" валютных резервов для погашения внешних обязательств и выплаты дивидендов. По-другому сложно объяснить, как из доступных золотовалютных резервов (ЗВР), которые включают только золото и юань (объемом \$215 млрд) удалось использовать \$38 млрд.

КАКИЕ ФАКТОРЫ МОГУТ ПРИВЕСТИ К ОСЛАБЛЕНИЮ РУБЛЯ (В ХРОНОЛОГИЧЕСКОМ ПОРЯДКЕ)?

1. Постепенный отказ от обязательной конвертации валютной выручки экспортерами
2. Постепенное снятие ограничений на вывод валюты для физлиц и юрлиц
3. Деэскалация на международной арене и постепенная "разморозка" ЗВР России

4. Восстановление бюджетного правила на фоне "разморозки" ЗВР России
5. Увеличение импорта и валютных платежей за рубеж

ВАЛЮТНАЯ ПАРА USD/RUB



Источник: Bloomberg, ITI Capital

Дата	Событие
1 28 февраля	Обязательная продажа 80% валютной выручки экспортерами
2 20 февраля - 20 марта	Интервенции ЦБ (\$38 млрд из ЗВР России)
3 4 марта	12% комиссия для физлиц при покупке валюты на бирже
4 10 марта	Ограничение на снятие наличных (максимум \$10 тыс.)
5 23 марта	Перевод расчетов по газовым контрактам на рубли
6 С конца марта	Вынужденные продажи валюты и активов санкционными банками

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/>