

Каким должен быть курс рубля к доллару? ₹50+ или все-таки ₹70+?!

ОСНОВНОЙ ВЫВОД: ПОКУПАТЬ ДОЛЛАРЫ СЕЙЧАС, НО НЕ ДОРОЖЕ ₹75/\$!

С начала спецоперации 24 февраля рубль укрепился к доллару на 40%, протестировал уровни 28 февраля 2018 г. при средней волатильности в 56% за три месяца против средней волатильности в 15% у валют G-20. С начала спецоперации наблюдался наиболее активный рост доллара ко всем основным валютам, индекс DXY поднялся на 7,5%, до пикового значения конца 2002 г., на фоне повышения доходности казначейских облигаций (КО) США на 100 б.п., до 3%, и роста инфляции 2-3% в США и Европе, до максимума за 40 лет, в результате чего в мире начался новый цикл ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП), т.е. повышение ставок.

ПЯТНИЧНЫЙ МАРЖИН-КОЛЛ И РЕКОРДНЫЕ ОБЪЕМЫ

В прошлую пятницу, 20 мая 2022 г., волатильность на валютной бирже стала максимальной с начала апреля 2022 г. Тогда же был зафиксирован максимальный за три месяца суточный объем торгов, который превысил \$3 млрд. С 24 февраля среднесуточный объем торгов составлял \$1,1 млрд, т. к. с рынка ушло большинство ключевых игроков - европейские и американские институциональные фонды/банки и локальные игроки (НПФ+УК).

Мы считаем, что основная причина пятничной повышенной волатильности рубля к доллару - это маржин-колл крупных игроков, которые держали длинные позиции по доллару против рубля, так как мало кто верил в доллар ниже ₹60/\$.

ДАЛЬНЕЙШЕЕ УКРЕПЛЕНИЯ РУБЛЯ КРАЙНЕ ОПАСНО ДЛЯ НОВОЙ СТРУКТУРЫ БЮДЖЕТА РОССИИ

Мы считаем, что текущий курс рубля - предельный ввиду неблагоприятных последствий для российского бюджета - в апреле его доля нефтегазовых доходов превысила рекордные 63% по сравнению с 33% год назад. **Апрель стал точкой разворота ситуации с бюджетом в негативную сторону. Дефицит бюджета в апреле вырос до рекордных с начала года ₹262 млрд (против профицита в ₹1151 млрд в марте) из-за резкого (в два раза г/г) снижения сбора НДС на фоне падения деловой активности и сокращения поступлений от сбора импортного НДС и ввозных пошлин. НДС и НДСПИ - два ключевых источника налоговых доходов российского бюджета.**

Данная тенденция будет лишь усугубляться на фоне секторальных санкций и дальнейшего сокращения нефтегазовых доходов, в то время как бюджетные расходы активно растут с февраля и в апреле уже в полтора раза

превышали средние показатели первого квартала, существенная доля в структуре расходов приходится на расходы на социальную политику и национальную оборону.

ОЦЕНКА ПРИНЯТЫХ ЦБ МЕР СТАБИЛИЗАЦИИ КУРСА РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ

Сейчас для российского бюджета складывается крайне опасная ситуация, так как при растущей зависимости от нефтегазовых доходов правительство должно также учесть высокие риски введения Европой ограничений на импорт российской нефти и газа.

ЦБ явно негативно отреагировал на резкое укрепление рубля в пятницу. После этого регулятор дважды ослабил контроль над движением капитала - сначала разрешив гражданам без ограничений продавать любую наличную иностранную валюту, за исключением долларов США и евро. Кроме того, ЦБ снял запрет на короткие продажи и покупку валюты с плечом с 1 июня.

Регулятор также разрешил ввести отдельный режим торгов для нерезидентов, в ходе которых они смогут за рубли продавать и покупать российские ценные бумаги. Также 23 мая Ведомости сообщили о том, что ЦБ рассматривает возможность возобновления покупки валюты в рамках бюджетного правила. Позже ЦБ опровергнул это новость.

В любом случае мы считаем данную меру малоэффективной (хотя она и создает искусственный спрос) ввиду того, что валюта, которую будут приобретать российские банки, избежавшие санкций, например Газпромбанком, Дом.РФ и др., будет оседать на транзитных счетах.

Минфин и ЦБ также рассматривают возможность снижения норматива обязательной продажи валюты экспортерами до 50% с текущих 80%, но, как мы писали ранее, из-за низкой ликвидности на валютном рынке экспортеры фактически реализуют не более 50% валюты от экспортных операций. Поэтому в текущих условиях ЦБ крайне сложно выработать меры стимулирования спроса на валюту из-за ограничений, действующих в отношении покупки валюты физическими лицами, и падения импорта.

Мы считаем, что в ближайшей перспективе на валютном рынке сформируется коридор $\text{₽}60\text{-}65/\text{\$}$, к началу третьего квартала - $\text{₽}65\text{-}75/\text{\$}$.

СЕЗОННОСТЬ И ПОВТОРЕНИЕ СЦЕНАРИЯ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2015 Г.?!

В первой половине 2015 г., когда наблюдалась сопоставимая волатильность, "длинные" гособлигации за существенно большее время смогли отыграть примерно половину потерь, а точнее - подорожать с минимумов 50-55% до 85% от номинала, что совпало с укреплением рубля с $\text{₽}70/\text{\$}$ до $\text{₽}49/\text{\$}$, или на 28%, с февраля по 18 мая 2015 г., после этого за три месяца, до середины августа 2015 г., рубль ослаб к доллару более чем на 40%.

Почти каждый год в течение последних восьми лет на июль и август приходилось самое масштабное ослабление рубля к доллару (в среднем на 2,5-3% в каждый из этих месяцев), тогда как в феврале-мае рубль традиционно укреплялся ввиду увеличения притока валюты за счет поступления выручки от экспорта нефти и газа. В июне обычно начинается резкое сезонное ослабление рубля, так как падает экспорт и увеличивается производство и потребление нефтепродуктов (на летний автосезон в США приходится 66% спроса на нефтепродукты, в основном - на бензин). Фактор сезонности в условиях санкций также остается актуальным, учитывая последние данные по экспорту с начала года.

В апреле средний объем экспорта нефти составил 7,2 млн б/с, что всего на 0,4 млн б/с ниже среднего показателя в 7,58 млн б/с в феврале, до начала специальной операции. Экспорт российской нефти в среднем на 156 тыс. б/с превышает объемы до начала спецоперации, в то время как экспорт нефтепродуктов сократился на 652 тыс. б/с, свидетельствуют данные по отгрузке нефти на океанские танкеры в экспортных терминалах.

Вопреки введенному Евросоюзом 16 мая запрету на импорт нефти и нефтепродуктов у Роснефти, Газпром нефти и Транснефти и отказу западных трейдеров от сделок с российскими нефтяными мейджорами, объем отгрузок остается существенным, отчасти благодаря компаниям Греции - на эту страну приходится 20% дедвейта мирового торгового флота и 30% дедвейта мирового танкерного флота. Кроме того, покупки российской нефти крайне выгодны импортерам при текущем дисконте в 35-40%.

С гласно ЦБ, профицит текущего счета платежного баланса России в январе-апреле вырос до \$96 млрд, хотя с января по март показатель составил \$58,2 млрд. Таким образом, в апреле рост составил \$38 млрд. При таких темпах роста профицит счета текущих операций может превысить \$200 млрд в 2022 г., при этом на экспорт из России может прийти \$500 млрд. Лишь экспорт газа по итогам года даже с учетом введенных ограничений может принести России \$100 млрд (\$270 млн в сутки), а экспорт нефти и нефтепродуктов - \$200 млрд (\$560 млн в сутки).

Резкое падение импорта и рекордная доля нефтегазовых доходов объясняют укрепление рубля, о чем мы неоднократно писали ранее.

Экспорт из России (дальние 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
Прочие природные ресурсы	114 078	141 906	194 741
Ежемесячное поступление валюты от экспорта сырья	21 982	32 067	41 667
Объем обязательной продажи валюты на рынке	-	-	33 333
Доля от дневного оборота экспортной валюты на Мосбирже, %	15%	10-15%	117%

Источник: ITI Capital, Bloomberg

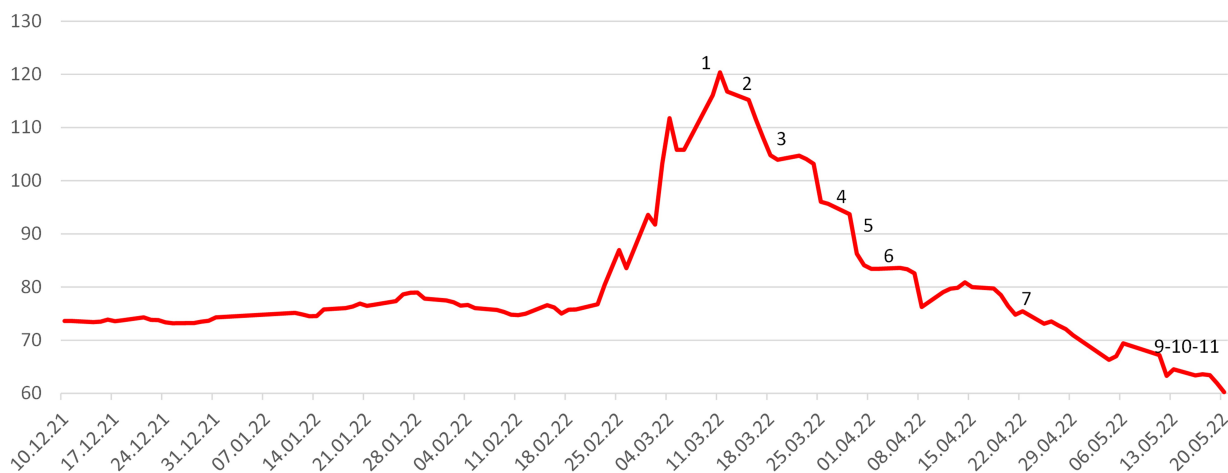
ИЗБЫТОЧНЫЙ ОБЪЕМ ДОЛЛАРОВ В БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ

Помимо укрепления рубля, другой важный индикатор избытка валюты в стране - ставки по свопам. С начала месяца долларový овернайт-базис (разница между ставкой по однодневному долларóвому свопу и RUONIA) превышал 100 б.п. Таким образом, банки готовы предлагать премию в размере 100 б.п. в фондировании в валюте. Во время кризиса как правило наблюдается обратная ситуация - дефицит валютной ликвидности и отрицательный базис.

Отрицательные факторы

Главный негативный фактор для рубля - ограничения импорта нефти и газа из России, которые вступят в силу после согласования. В любом случае сокращения экспорта на 30-40% по итогам года не избежать. Сейчас, например, экспорт на 15% ниже февральского максимума. Примечательно, что второй негативный фактор для рубля - улучшение геополитической ситуации и снятие самых "жестких" санкций, которые приведут к возвращению нерезидентов и более рыночному и менее волатильному рублю по сравнению с тем, что наблюдается сейчас.

КУРС РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ



Источник: Bloomberg, ITI Capital

Дата	Событие
1 28 февраля	Обязательные продажи валютной выручки экспортерами от 80%
2 20 февраля - 20 марта	Интервенции ЦБ (\$38 млрд из ЗВР России)
3 04 марта	Введение 12% комиссии для физлиц при покупке валюты на бирже
4 10 марта	Ограничение на снятие наличных до \$10 тыс.
5 23 марта	Перевод расчетов по газовым контрактам на рубли
6 С конца марта	Вынужденные продажи валюты и активов банков под санкциями
7 с конца апреля	Срок, в течение которого валютная выручка подлежит обязательной продаже, увеличен с 3 до 60 дней
8 16 май 22	Нерезиденты из «дружественных» стран имеют право перевести себе на счет за рубежом не более \$50 тыс., или эквивалент в другой иностранной валюте
9 20 май 22	Банкам разрешили без ограничений продавать гражданам любую наличную иностранную валюту, за исключением долларов США и евро, с 20 мая
10 20 май 22	ЦБ 1 июня снимает запрет на «короткие» продажи, а также на покупку валюты «с плечом»
11 20 май 22	Введение отдельного режима торгов для нерезидентов, в рамках которого они смогут за рубли продавать и покупать российские ценные бумаги

Источник: ITI Capital, Bloomberg

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/>