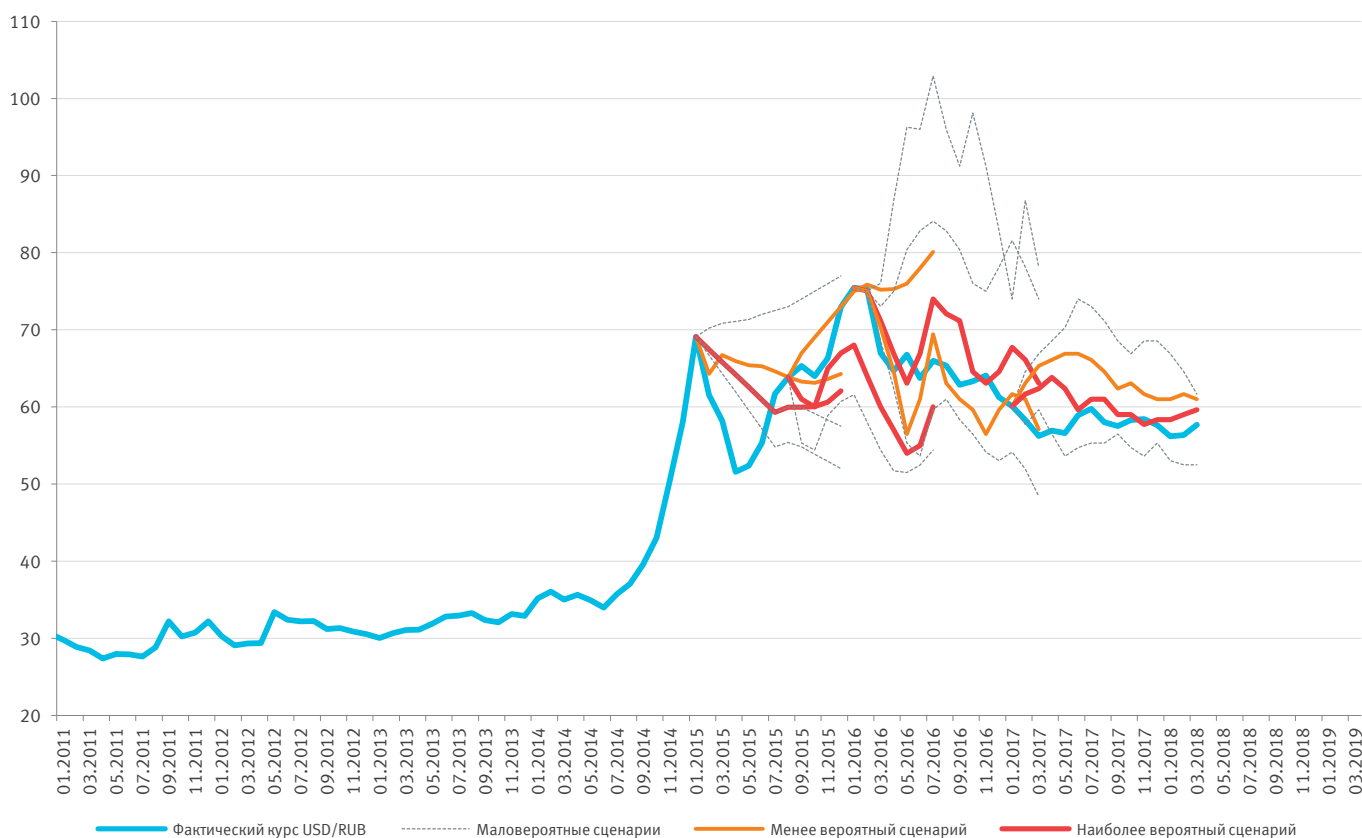


С начала 2015 года мы регулярно публикуем наши сценарии вероятной годовой динамики курса рубля к доллару США в зависимости от изменения основных факторов, влияющих на российскую валюту (20.02.15 «Нефть + санкции = рубль», 13.08.15 «Рубль – ЦБ играет и выигрывает», 25.03.16 «Рубль – Сценарии 2016», 08.02.17 «Рубль – Сценарии 2017»). Сегодня мы в вновь оцениваем реализацию наших прошлогодних сценариев динамики курса рубля и задаем новые ориентиры на год вперед.

Разбор полётов. Исполнение прогнозов 2017 года

В начале 2017 года курс рубля укрепился заметно сильнее наших ожиданий, даже несмотря на активизацию в феврале интервенций Минфина на открытом рынке против чрезмерного укрепления национальной валюты. Но уже весной коррекция цен на нефть вновь вернула значения USD/RUB в рамки нашего наиболее вероятного прогноза. По итогам года рубль ожидаемо укрепился. В нашем наиболее вероятном сценарии мы ждали значение курса доллар/рубль на 31.12.17 на уровне 58,35. По факту рубль закрыл год на отметке на 70 копеек ниже (57,65). В целом можно говорить, что наш прогноз сработал.

Прогнозные сценарии динамики курса USD/RUB (значения на конец месяца) и фактический курс рубля

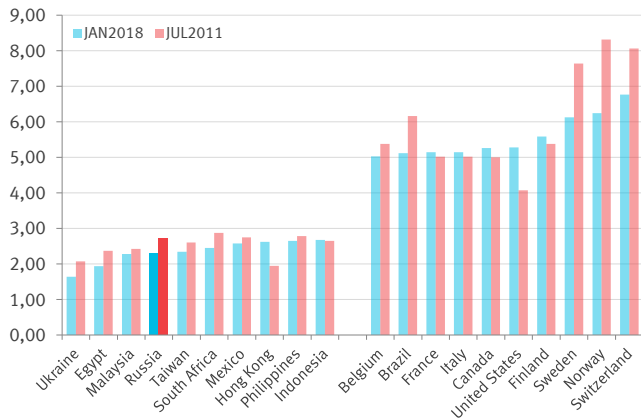


Российская экономика и курс рубля в 2017 году

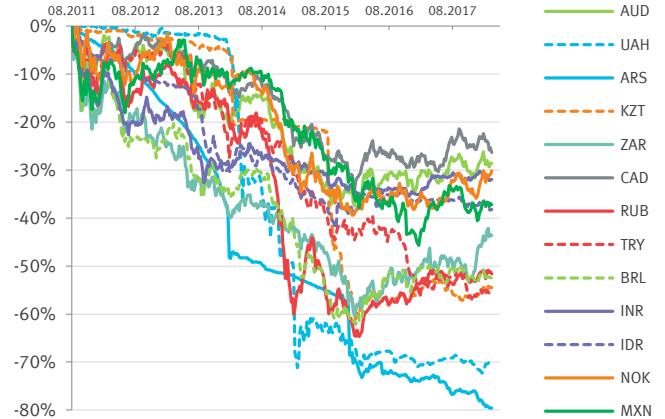
Прошлый год, также как и 2016-й, оказался годом уверенного укрепления курса рубля после периода слабости 2011-2015 годов. В течение года апокалиптических предсказаний становилось все меньше, а под воздействием ряда факторов волатильность курса в целом продолжила снижаться. При этом если еще в январе 2016 года цены одного Биг Мака в России и Украине были самыми низкими в мире, то в январе 2018 года Россия поднялась в рейтинге Биг Мака, обогнав Египет и Малайзию. ВВП по обменному курсу по итогам 2017 года по-прежнему составил лишь низкие 36,7% от ВВП по паритету покупательной способности (ППП). Эти цифры говорят о теоретически сильной недооценке российской национальной валюты, хотя надо понимать, что из-за структурных особенностей экономик развивающихся стран, такие дисбалансы могут сохраняться длительное время.

Российская экономика в 2017 году показала первый год уверенного выхода из рецессии и переходу к средним для развитых стран темпам роста ВВП (но заметно ниже развивающихся). По факту максимальные темпы падения ВВП пришлось на 2-й квартал 2015 года, а фондовые активы начали рост традиционно заранее, с кризисного декабря 2014 года. При этом по прогнозам всех крупнейших мировых институтов и рейтинговых агентств, в ближайшие годы Россия будет показывать положительные ускоряющиеся темпы роста ВВП, что может позитивно сказываться на курсе рубля в долгосрочной перспективе. Недавние амбициозные заявления президента Путина о необходимости роста ВВП страны в 1,5 раза и удвоения несырьевого экспорта к 2025 году вселяют дополнительные надежды в отношении развития экономики и курса рубля, хотя и оставляют массу вопросов.

В 2017 году цена Биг Мака в России в долларах стала чуть выгоднее относительно других стран по сравнению с 2016 годом



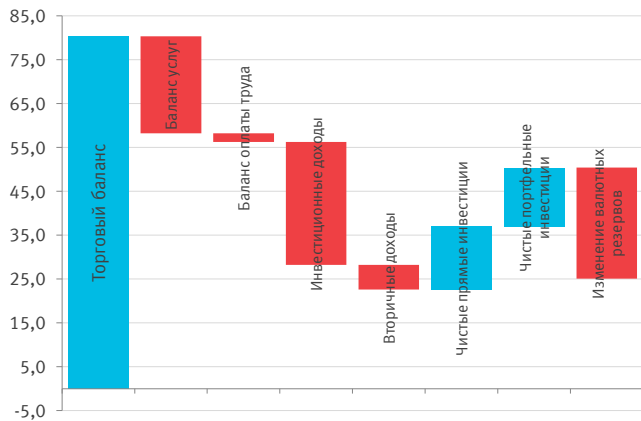
За исключением турецкой лиры, аргентинского песо и гривны валюты других крупных сырьевых стран показали в 2017 году небольшое укрепление к доллару



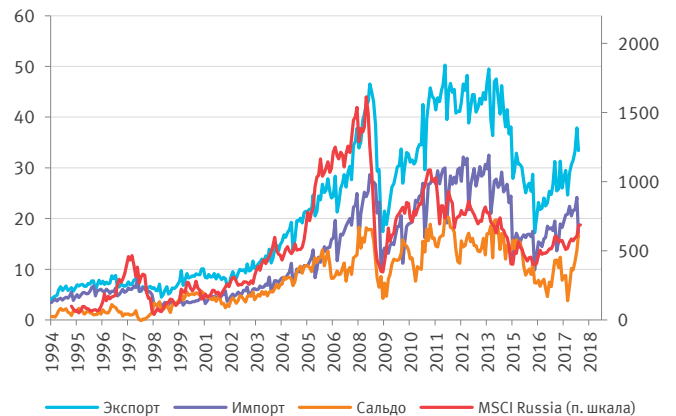
Платежный баланс определяет

Между тем, в более короткой перспективе главными факторами, определяющими движения курса рубля, являются наиболее крупные компоненты российского платежного баланса. Традиционно основным фундаментом, на который опирается российский платежный баланс, является сальдо торгового баланса. При этом все последние годы экспорт сырьевых товаров и товаров низких переделов из России составлял 85-90%, а на экспорт продукции нефтегазового комплекса приходилось до 2/3 всего экспорта. В то же время до половины российского импорта составляет продукция машиностроения. Россия экспортирует товары преимущественно в долларах, импортируя преимущественно в евро – именно поэтому Банк России рассматривает в первую очередь курс бивалютной корзины доллар-рубль и евро-рубль.

Российский платежный баланс определяет факторы формирования обменного курса рубля на валютном рынке (сальдо квартальных данных 9М2017, млрд USD)

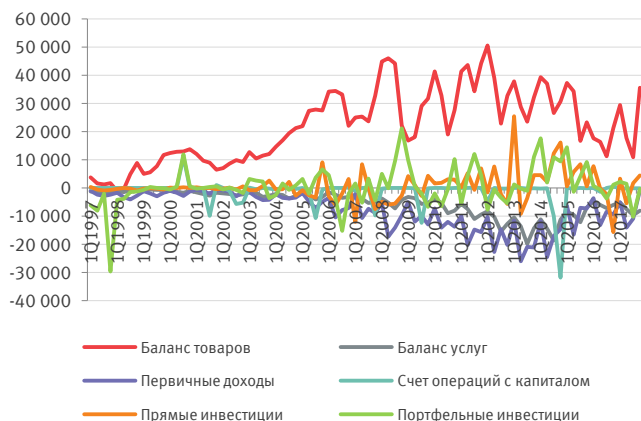


Несмотря на относительно низкие цены на нефть, месячное сальдо торгового баланса вновь стремится обновить исторические максимумы (млрд долларов)

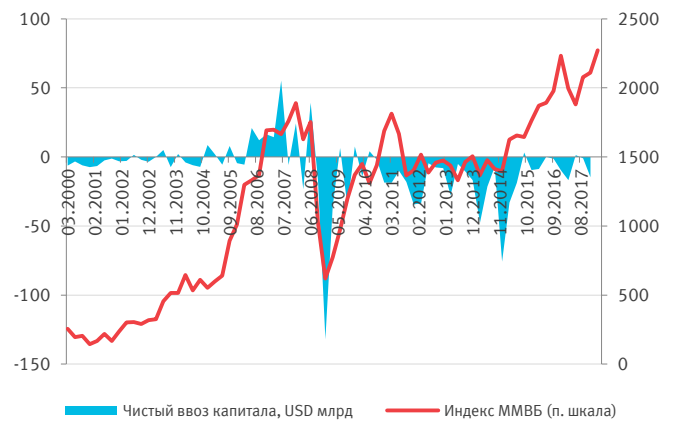


Девальвация рубля в 2014-2015 годах и падение внутреннего спроса позволили компенсировать эффект от падения цен на «черное золото», сохранив сальдо торгового баланса в плюсе. Сейчас же после периода стабилизации мы видим резкий взлет сальдо торгового баланса. Это, с одной стороны, обусловлено резким ростом экспортных цен на нефть выше 60 долларов за баррель, а, с другой стороны, все еще слабыми доходами населения, которые тормозят рост импорта. По данным Банка России, сальдо торгового баланса в январе составило +16,9 млрд долларов, что уже близко к историческим максимумам.

Сильный торговый баланс, все еще слабые расходы населения на зарубежные поездки и снижение вывода доходов делают платежный баланс очень крепким



Разворот российской экономики вверх, тренд укрепления курса рубля и успешная борьба с нелегальным оттоком капитала сократили чистый вывоз капитала



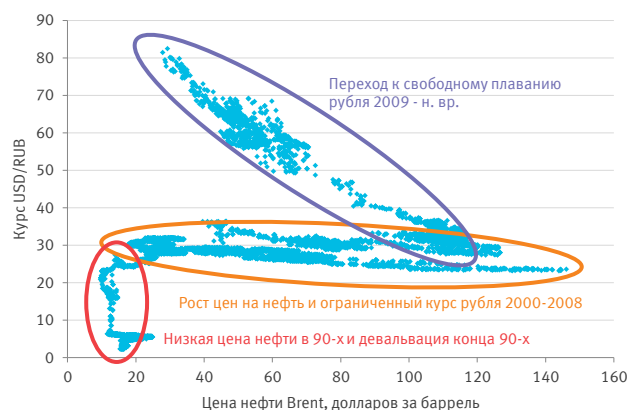
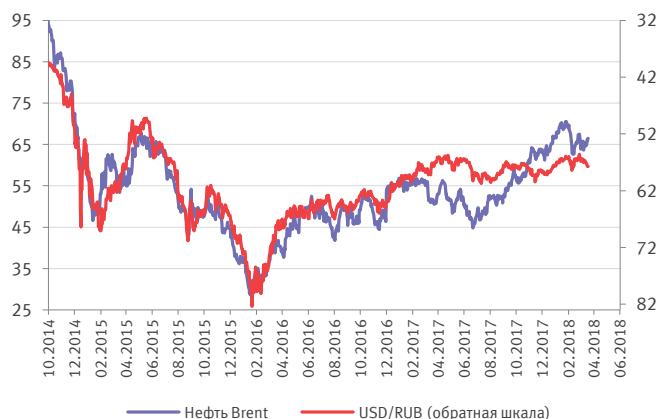
Кроме того, из-за слабых доходов населения негативное сальдо баланса услуг, основным компонентом которого являются зарубежные поездки, пока продолжает оставаться на стабильном уровне. То же самое происходит и с сальдо баланса первичных доходов. Борьба Банка России с отмывочными схемами и общее улучшение ситуации в российской экономике привели к резкому снижению чистого оттока капитала в 2015-2016 годах. В итоге можно говорить о том, что **российский платежный баланс выглядит сейчас очень сильным, формируя устойчивую базу для рубля.**

Нефть превыше всего, но уже менее значима

Как мы уже упоминали выше, до 2/3 российского экспорта формируется за счет нефтегазовых поступлений. Поэтому если для российского платежного баланса наиболее важным компонентом является торговый баланс, то для самого торгового баланса, в свою очередь, наиболее важным фактором является цена на нефть. Как следствие, многие аналитики пытаются упрощать движение курса рубля, завязывая его полностью на динамику цен на «черное золото». В 2014-2015 годах после полного перехода к плавающему курсу рубля, в условиях падающих цен на нефть и финансовых санкций такой упрощенный подход был оправдан, хотя сейчас уже гораздо менее точен из-за других факторов, о которых напишем позже.

С момента ввода финансовых санкций рубль сильно зависел от цен на нефть, последние два года волатильность рубля заметно снизилась

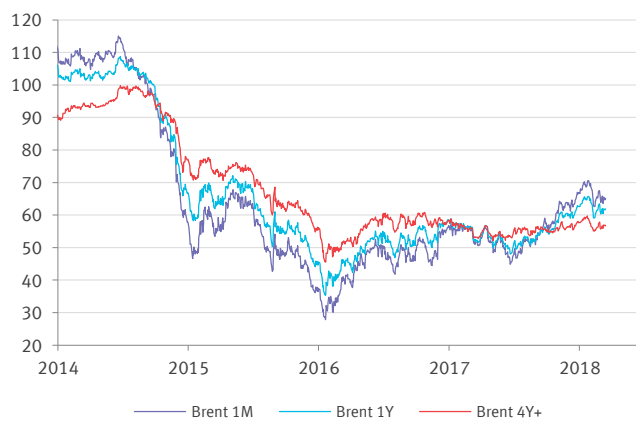
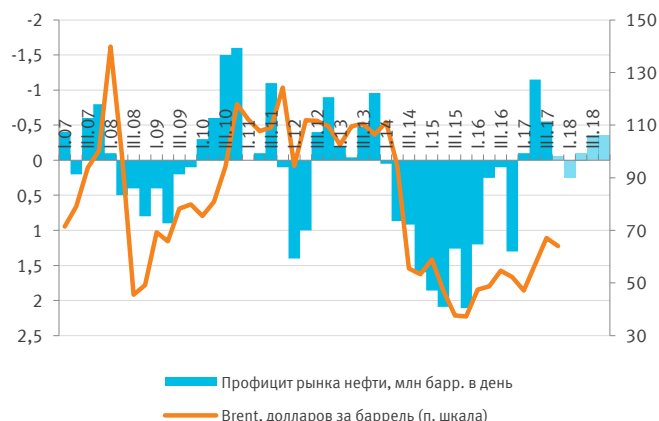
Отправка курса рубля в свободное плавание в ноябре 2014 года стала логическим завершением перехода в политике ЦБ, начавшегося в 2008-2009 годах



Тем не менее, цены на нефть все еще продолжают оставаться главным фактором для курса рубля. При этом по прогнозам Международного Энергетического Агентства (IEA), в 1-м квартале 2018 года мы можем увидеть небольшой профицит на глобальном рынке, который сменится более серьезным дефицитом во 2-4 кварталах. В целом можно говорить, что предложение нефти в мире после заключения пакта ОПЕК+ стабилизируется, в то время как на ускорении глобальной экономики мировой спрос начинает расти более активно, в первую очередь за счет Китая и Индии. И хотя сейчас форвардная кривая нефти Brent находится в состоянии сильной бэквордации, мы ожидаем, что уже во 2-м квартале цены могут вновь пойти вверх, а дальний конец кривой, наконец, уверенно преодолет уровень в 60 долларов за баррель.

По прогнозам Международного Энергетического Агентства, во 2-4 кварталах 2018 года можно вновь ждать умеренный дефицит на глобальном рынке нефти

Форвардная кривая по нефти Brent находится в положении бэквордации, несмотря на рост ближних фьючерсов, дальний конец пока продолжает стоять на месте

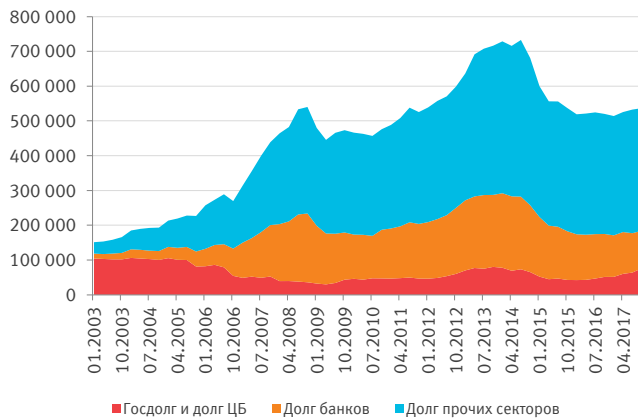


Таким образом, можно говорить, что **фактор цен на нефть может показывать слабый негатив для рубля в 1-м квартале, но по году можно рассчитывать на позитивную динамику нефти.**

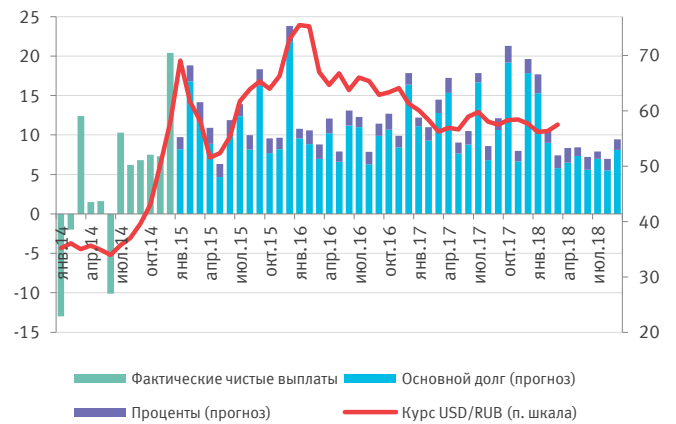
Выплаты по внешним долгам

Обвал курса рубля в 2014 году был обусловлен не только падением цен на нефть и снижением сальдо торгового баланса, но и финансовыми санкциями против российских госкомпаний и госбанков. Как следствие возникли заметные трудности у крупных игроков рынка по обслуживанию внешних долгов и их досрочным погашениям. За 2014-2015 годы совокупный внешний долг всех российских субъектов хозяйствования снизился на 1/3, после чего наступил период стабилизации. Последний же год мы вновь наблюдаем рост внешней задолженности, в первую очередь за счет расширения заимствований государством. В то время как крупные российские госкомпании (например, Роснефть) сокращали внешние долги, государство активно привлекало средства зарубежных инвесторов. Действительно, все новые выпуски российских суверенных еврооблигаций разлетались среди зарубежных инвесторов в последние два года как горячие пирожки, даже несмотря на санкции. В то же время повышенные выплаты по внешним долгам, которых ждал Банк России в 2017 году, по факту почти никак не сказались на курсе рубля.

С 2014 года российские внешние долги снизились почти на треть (млн USD), в 2017 году долги показали слабый рост за счет государственного сегмента



Рубль без проблем пережил ожидавшиеся локальные пики выплат по внешним долгам, в 2018 году ожидаются пониженные выплаты

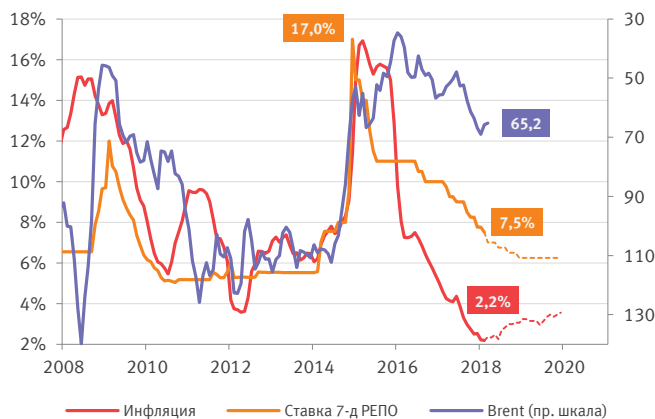


Сейчас же после повышенных выплат по внешним долгам в декабре-январе в течение всего остального года выплаты по внешним долгам ожидаются на низких уровнях. Таким образом, **фактор внешних долгов может быть благоприятным для рубля до конца года.**

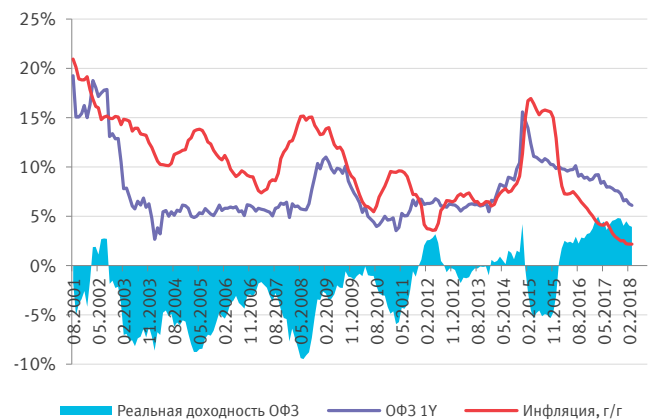
Carry Trade

Запустив в 2008 году процессы внутреннего рефинансирования банков, и отпустив в 2014 году рубль в свободное плавание, Банк России дал базу для активного развития внутреннего рублевого рынка госдолга. При этом в 2012-2013 годах в Россию пришли системы Euroclear и Clearstream, что значительно облегчило доступ зарубежных инвесторов к российским финансовым активам. А девальвация рубля и взлет вставок в декабре 2017 года создали для них отличные возможности для вложений средств в российские долговые инструменты. С января 2012 года по февраль 2018 года доля нерезидентов на рынке ОФЗ выросла с 3,7% до 33,9%.

Снижение инфляции и ставок сохраняют долгосрочный интерес зарубежных инвесторов к российским активам



Реальная доходность российских гособлигаций продолжает оставаться одной из наиболее сильных мире, хотя и может немного снижаться в ближайший год



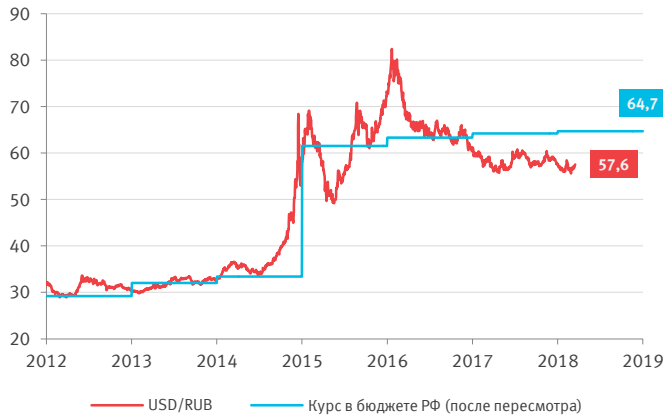
Фактор carry trade, на наш взгляд, определенно стал важным для курсообразования, снизив волатильность рубля в моменты локальных коррекций цен на нефть. С учетом же сильно снизившейся инфляции и ожиданий по продолжению цикла снижения базовой ставки со стороны ЦБ можно предположить, что высокие положительные реальные ставки в рублях будут сохраняться какое-то время, продолжая привлекать внешних инвесторов в российские долги. Таким образом, **фактор carry trade в настоящее время продолжает оставаться позитивным по отношению к рублю.**

Бюджетный фактор

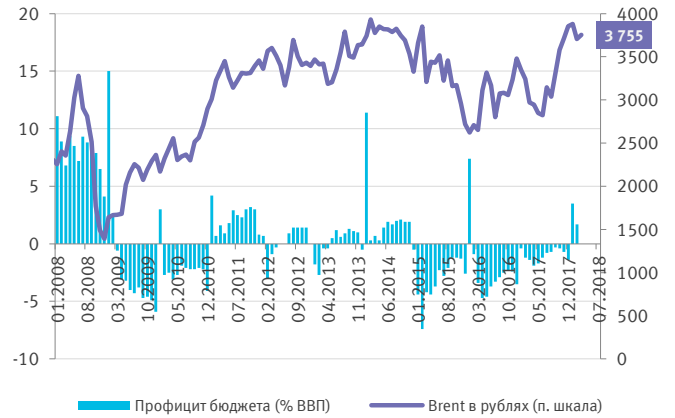
Девальвация курса рубля в 2014-2015 годах была вызвана, в том числе и необходимостью бюджетной стабилизации. В феврале 2015 года российский бюджет показал максимальный месячный дефицит в -7,4% ВВП в годовом выражении, но уже по году бюджет закрылся с дефицитом в -2,4%. В январе 2016 года Россия показала первый за несколько лет месячный профицит бюджета, вдохновив зарубежных инвесторов, хотя в целом год был закрыт с дефицитом в -3,4%. При этом без приватизации Башнефти и Роснефти дефицит мог бы доходить и до -10% ВВП.

По итогам же 2017 года дефицит российского бюджета сократился до -1,5% ВВП. А в январе-феврале 2018 года на фоне максимальных рублевых цен на нефть, бюджет вновь вышел в профицит. При этом Минфин второй год подряд закладывает консервативные уровни курса в бюджет (64,7 в 2018 году), что дает основания быть уверенным в крепости бюджета. Сейчас можно говорить, что **бюджетный фактор является нейтрально-позитивным для курса рубля.**

В российском бюджете на 2018 год заложен курс USD/RUB на уровне 64,7, что делает Минфин косвенно заинтересованным в ослаблении текущих котировок



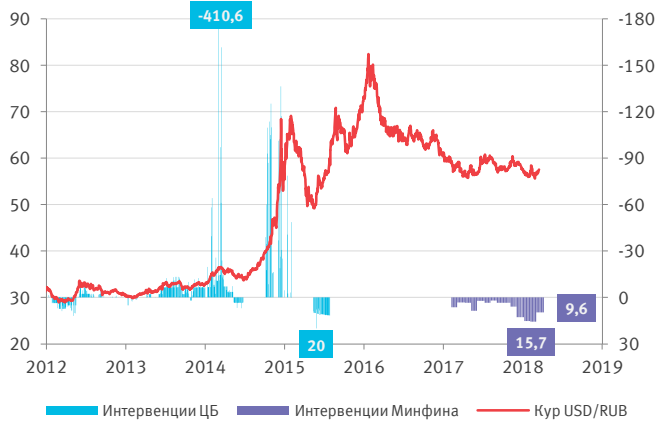
Цена на нефть Brent в рублях вновь приблизилась к историческому максимуму, на этих уровнях российский бюджет вновь переходит в состояние профицита



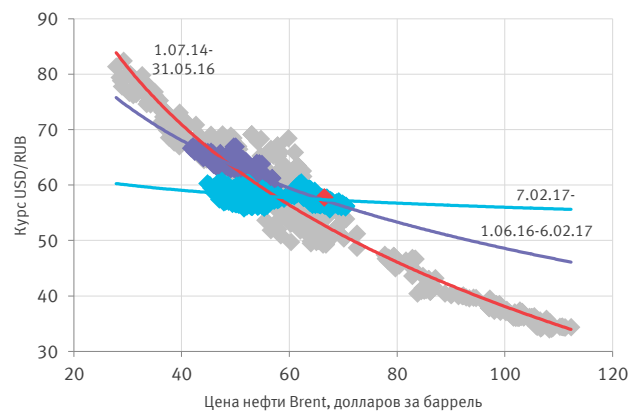
Фактор интервенций на открытом рынке

Крепость российского бюджета и бюджетное правило определяют возможности Минфина для проведения интервенций против чрезмерного укрепления курса рубля. Если ранее до 2016 года с интервенциями на открытом валютном рынке периодически выступал Банк России, то с февраля 2017 года роль главного интервента на рынке начало играть Министерство финансов. В начале каждого месяца ведомство прогнозирует факторы курсообразования и пересматривает объемы своих ежедневных интервенций на следующий месяц, публично озвучивая их.

Стартовавшие в феврале 2017 интервенции Минфина стали дополнительным значимым фактором, сдерживающим чрезмерное укрепление рубля (млрд RUB)



Притоки средств по финансовому счету и интервенции Минфина против укрепления рубля сделали курс гораздо менее волатильным относительно цен на нефть



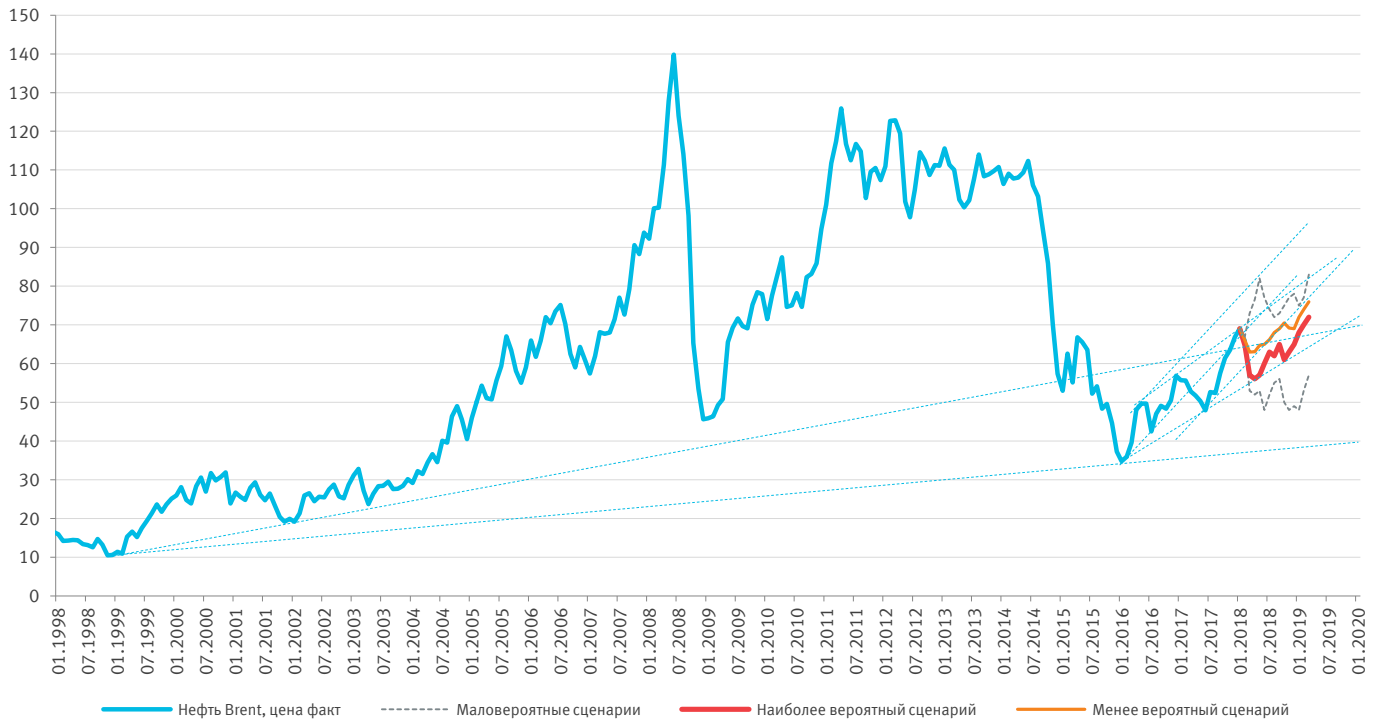
Фактически мы видим, что по мере роста интервенций против чрезмерного укрепления национальной валюты их значимость для курсообразования возрастает. Таким образом, Минфин не только стремится удерживать бюджетную стабильность, но и косвенно способствует макроэкономическому развитию в целом. Можно говорить, что фактор интервенций Минфина на открытом рынке является негативным по вектору для рубля, но направлен на снижение волатильности и стабилизацию курса.

Основные сценарии развития и предполагаемый курс рубля в 2018 году

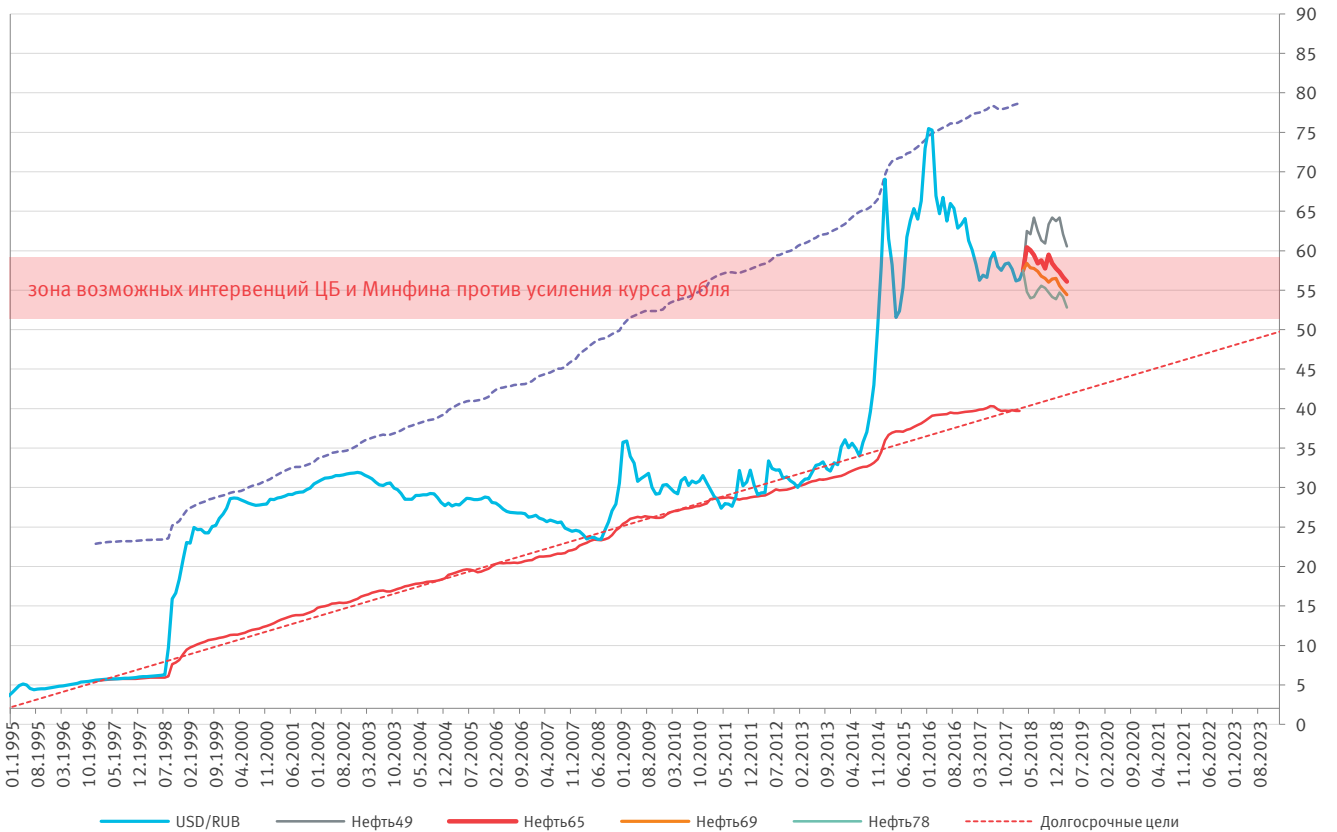
За последние два года влияние факторов курсообразования заметно изменилось. В настоящее время российская внешняя торговля и госфинансы полностью восстановились и приспособились к новой реальности, а российская экономика обещает дальнейшее поступательное ускорение роста. Как следствие фактор цен на нефть хоть и остается определяющим для рубля, но заметно снижает свое влияние. При этом рубль все больше зажимается между притоком средств в российские активы со стороны зарубежных инвесторов и интервенциями Минфина против укрепления рубля. Эти процессы приводят к тому, что волатильность рубля снижается при сохранении тенденции к слабому укреплению. На наш взгляд, именно это будет продолжать происходить с российской валютой в ближайший год. В качестве наиболее вероятного ориентира на конец года мы видим диапазон курса 56,5-57,7 с возможностью снижения ниже 55 к весне 2019 года.

Сценарий	Описание сценария	16.03.18	30.06.18	30.09.18	31.12.18	31.03.19
Нефть49	Сценарий слабости глобальной экономики. Глобальная экономика перестает ускоряться в росте. Темпы роста спроса на нефть Китая и Индии стабилизируются. Члены ОПЕК и независимые производители не выдерживают дисциплину в рамках пакта ОПЕК+. Цена «черного золота» опускается ниже 45-50 долларов за баррель. При этом можно ждать, что фундаментальная недооценка рубля и снижение доли нефтяных налогов в бюджете приведут к притоку капитала в Россию, и это окажет некоторый позитивный эффект на курс. Минфин приостанавливает интервенции против рубля. Последующие сворачивания инвестиционных программ и банкротства ряда технологических производителей нефти могут развернуть цены нефти вверх. В текущих условиях мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный.		64,2	60,9	63,8	60,5
Нефть65	Сценарий баланса рынка нефти. В первом квартале наблюдается локальный небольшой профицит «черного золота», который сменяется в 2-4 кварталах слабым дефицитом. Глобальная экономика продолжает плавно ускоряться в росте. Рынок нефти продолжает балансировать между ростом добычи сланцевых производителей, ростом мирового спроса и сокращением излишних запасов. Укрепление курса заставляет Минфин проводить в течение года умеренные интервенции против чрезмерного укрепления рубля. Этот сценарий сейчас видится наиболее вероятным.	57,5	59,5	57,7	57,7	56,1
Нефть69	Сценарий более активного роста цен на нефть. Добыча альтернативных производителей нефти стабилизируется. Мировая экономика растет более активно. К активному росту спроса на нефть в Китае и Индии добавляется ускорение роста спроса в ЕС. Выплаты по внешним российским долгам минимальны. Минфин проводит активные интервенции против чрезмерного укрепления рубля. Мы рассматриваем этот вариант как второй по вероятности.		57,7	56,5	56,5	54,4
Нефть78	Сценарий активного роста мировой экономики. Рост глобальной экономики превышает в 2018 году 4,0% вместо ожидаемых 3,7%. Спрос на нефть растет активно во всех крупнейших экономиках. Сланцевые компании исчерпывают локальные возможности открытия новых контрактов на продажу. Львиная доля российских внешних долгов в 2018 году рефинансируется. Минфин вынужден проводить крайне агрессивные интервенции против укрепления курса национальной валюты. К интервенциям Минфина присоединяется Банк России. В текущих условиях мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный.		54,1	55,3	53,9	52,8

Февральские сценарии динамики цены нефти Brent до марта 2019 года (значения на конец месяца)



Сценарии динамики курса USD/RUB до марта 2019 года (значения на конец месяца)



Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Ближайший офис: <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Отдел продаж г. Москва
+7 (495) 223-02-02
открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
salesoffice@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ**Отдел персонального
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин
Начальник отдела

Руслан Ситдеков
Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

Отдел анализа рынков

Константин Бушуев, PhD
Начальник отдела, макроэкономика,
глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик, акции, облигации

Андрей Кочетков, PhD
Аналитик

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Сергей Колесников, FRM
Аналитик, международные рынки

Иван Авсейко
Аналитик, международные рынки

Тимур Нигматуллин, MBA
Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2018

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.