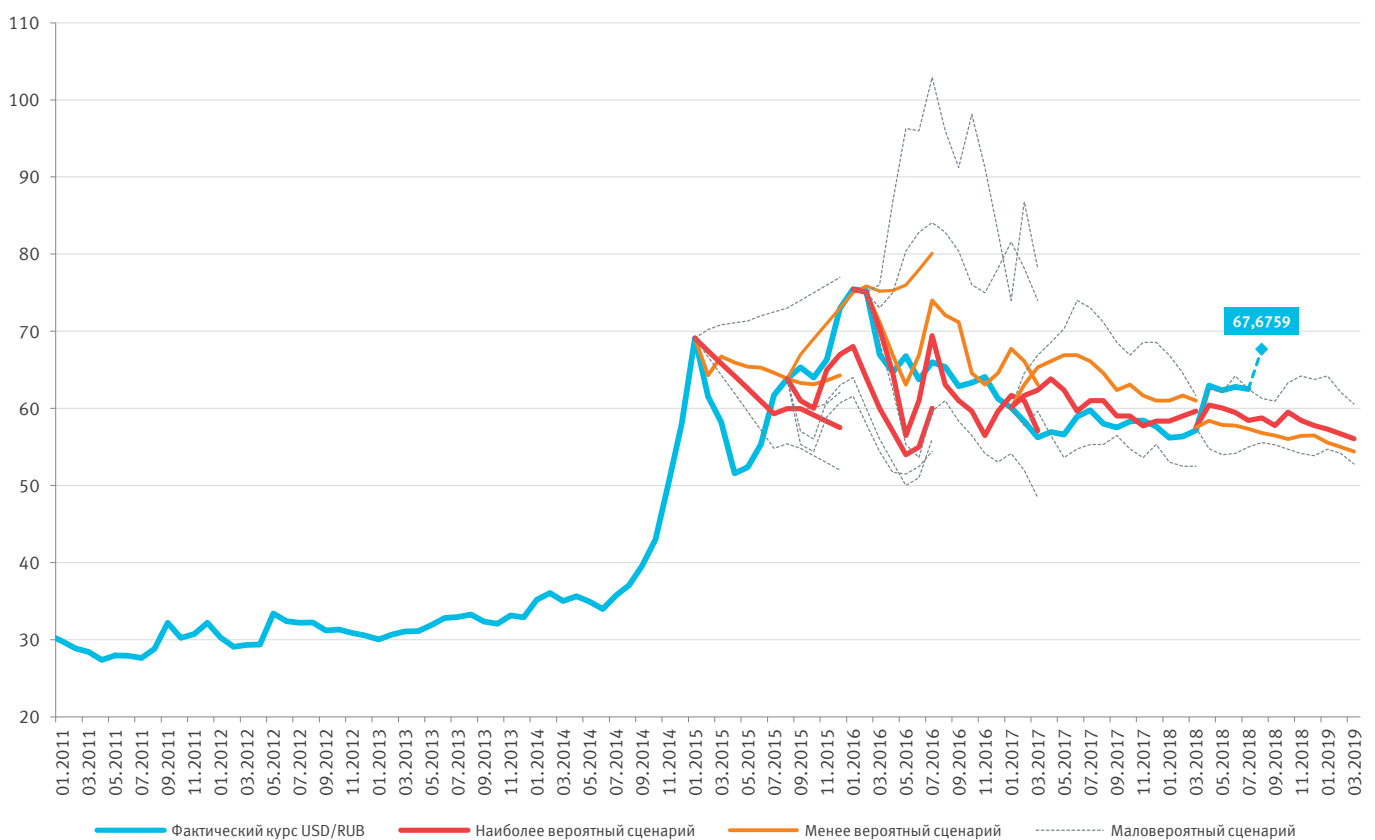


С момента публикации наших последних сценариев возможной годовой динамики курса рубля (20.03.18 «Рубль – Сценарии 2018») произошло много событий, которые заметно изменили фундаментальные оценки курса. В конце марта мы прогнозировали всплеск волатильности и одномоментный взлет курса USD/RUB в апреле, после чего ожидали его укрепления к концу года. Между тем, взлет доходностей 2-летних гособлигаций США на 1,25% привел к давлению на гособлигации развивающихся рынков, на наиболее слабых из которых стартовали «медвежьи» тренды, а центральные банки этих стран были вынуждены запустить циклы повышения ставок. Российский рынок акций подвергся агрессивным распродажам в апреле на фоне санкций США против Русала, а движение средств нерезидентов в ОФЗ развернулось от покупок к продажам. При этом президент Путин задал ориентиры по удвоению экспорта неэнергетического сектора за пять лет, а новые майские указы потребовали поиска дополнительных 8 трлн рублей, что заставило правительство идти на непопулярные меры.

Так или иначе, в настоящее время курс USD/RUB в моменте вышел за рамки наших предыдущих прогнозов, и мы вновь вынуждены актуализировать наши сценарии.

Предыдущие прогнозные сценарии динамики курса USD/RUB и фактический курс рубля (значения на конец месяца кроме текущего значения)



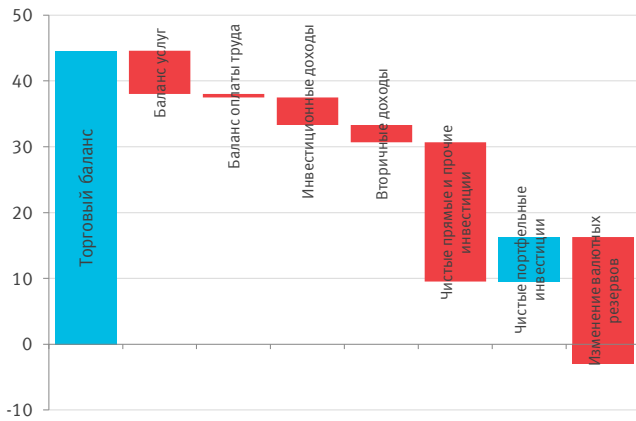
Платежный баланс определяет

Мы не будем вновь в очередной раз погружаться в детали всех факторов, которые влияют на курс рубля в долгосрочной и краткосрочной перспективе. Остановимся на российском платежном балансе и его компонентах как основных для курсообразования на среднесрочных горизонтах.

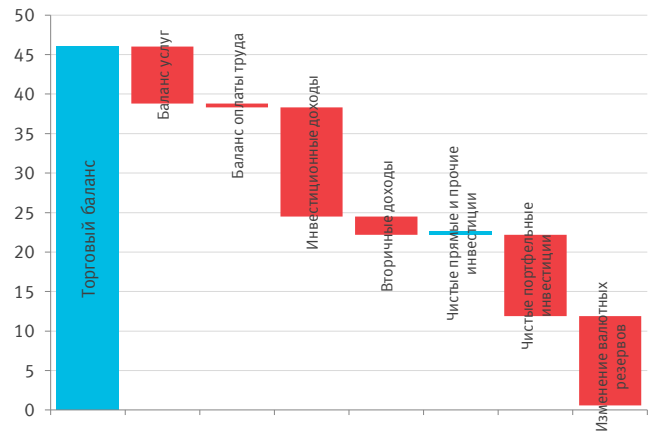
Основные параметры платежного баланса в 1-м и 2-м квартале остались сильными. За счет поднявшихся цен на нефть сальдо российского торгового баланса приблизилось к своим историческим максимумам. При этом сальдо баланса услуг, формирующегося во многом по результатам туристических поездок россиян, 2,5 года остается на стабильном уровне – сказывается низкий спрос на зарубежные поездки на фоне слабых доходов россиян. Точно также стабильным остается и сальдо первичных доходов. Все это делает российский платежный баланс сильным. Между тем, в первом квартале прошел значительный объем прямых инвестиций из России за рубеж, который лишь на треть был компенсирован притоком портфельных инвестиций. Во 2-м квартале прошел сезонный перевод инвестиционных доходов, а чистые портфельные инвестиции и вовсе продемонстрировали первый серьезный отток за несколько лет. При этом в течение всего полугодия Банк России продолжал покупки валюты по бюджетному правилу для Минфина, сводя платежный баланс к дефициту.

Борьба Банка России с отмывочными схемами и общее улучшение ситуации в российской экономике привели к резкому снижению чистого оттока капитала в 2015-2018 годах.

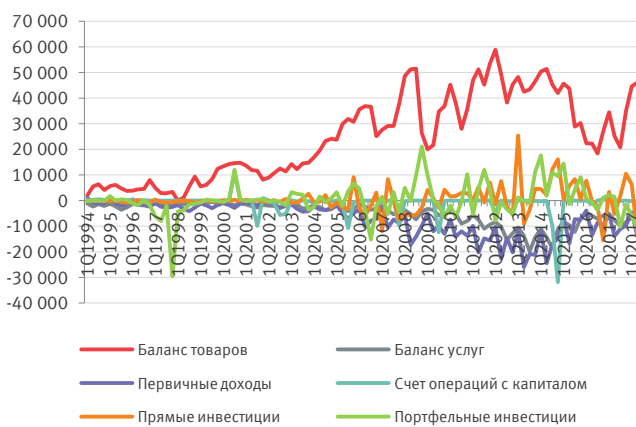
Негативными факторами для платежного баланса в 1-м квартале стали прямые инвестиции прочих секторов за рубеж (USD12,5 млрд) и интервенции Минфина



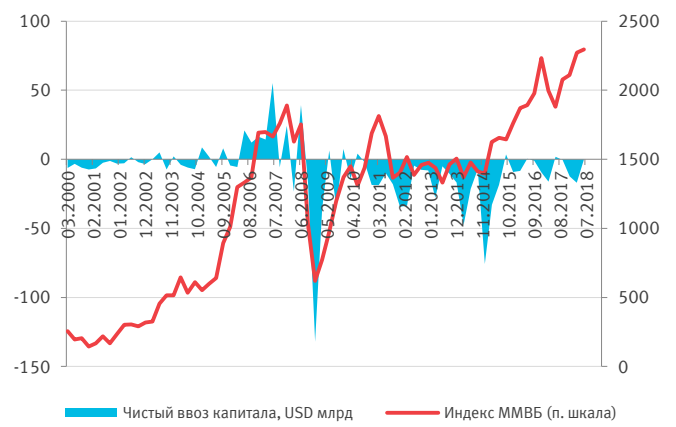
2-й квартал охарактеризовался повышенной выплатой за рубеж инвестиционных доходов, разворотом портфельных инвесторов и... опять интервенциями Минфина



За исключением разового оттока прямых и портфельных инвестиций платежный баланс России в первом полугодии остался стабильно сильным



Разворот российской экономики вверх и успешная борьба с нелегальным оттоком капитала сократили чистый вывоз капитала

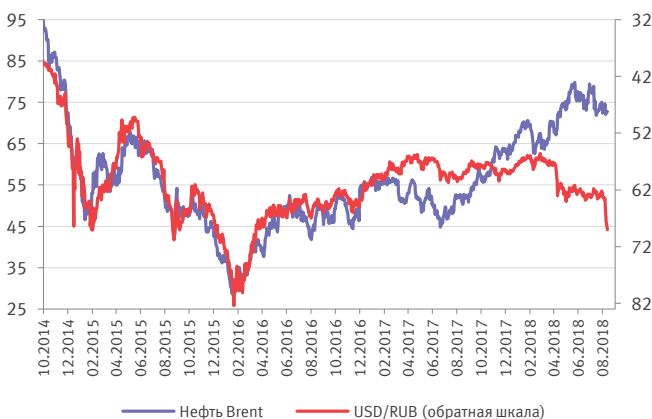


Сейчас можно говорить о том, что российский платежный баланс выглядит сильным, формируя устойчивую базу для рубля. Между тем, во 2-м квартале мы наблюдали первый заметный локальный отток средств портфельных инвесторов, который может повториться через 6-12 месяцев. А постоянные активные покупки валюты на открытом рынке для Минфина по бюджетному правилу уже являются главным негативным фактором для курса рубля.

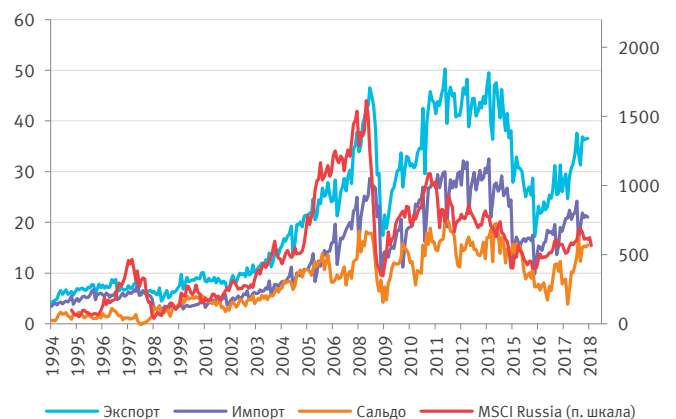
Нефть превыше всего, но уже менее значима для курса

2/3 российского экспорта по-прежнему 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 упростить 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. Сейчас же корреляция курса рубля и цены на нефть драматически снизилась в связи с вступлением в игру других факторов – движения средств зарубежных инвесторов в российских финансовых активах и интервенций Минфина на открытом рынке.

С момента ввода финансовых санкций рубль сильно зависел от цен на нефть, последние два года нефтяной фактор стал нивелироваться интервенциями



Сальдо российского торгового баланса остается сильным, вновь приближаясь к исторически рекордным уровням



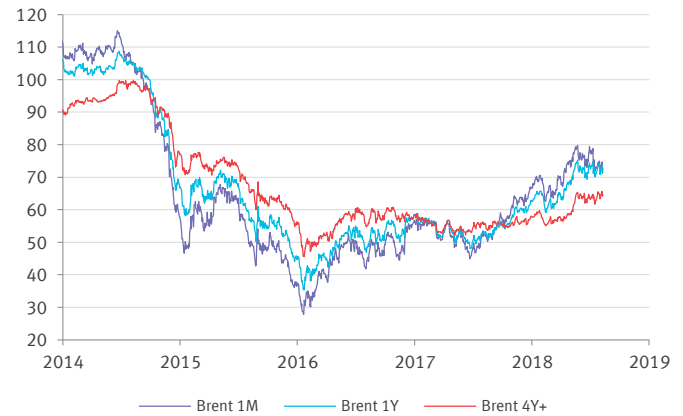
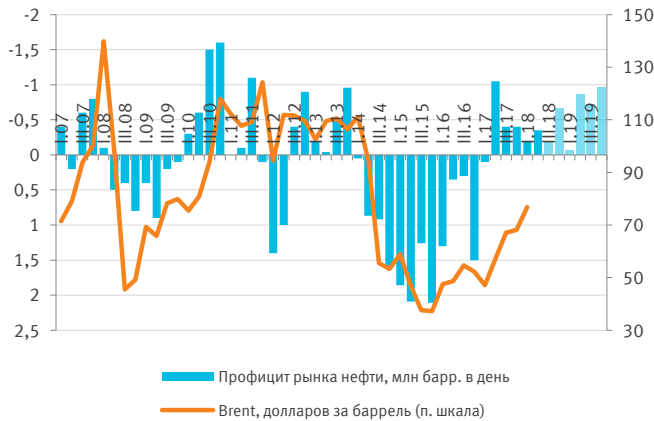
Тем не менее, цены на нефть все еще продолжают оставаться главным фактором для курса рубля. При этом по прогнозам Международного Энергетического Агентства (IEA), в 3-м квартале 2018 года мы можем увидеть небольшое снижение дефицита на гло-

бальном рынке, который сменится более серьезным дефицитом в 4-м квартале (в начале ноября США будут вводить санкции против иранской нефтедобычи). В 1-м квартале 2019 года дефицит может снизиться до минимумов, что грозит некоторой коррекцией цен. В остальном до конца 2019 года пока что можно ждать усиление дефицита «черного золота», что вероятно будет толкать цены дальше вверх.

В целом можно говорить, что предложение нефти в мире после заключения пакта ОПЕК+ стабилизируется, глобальные запасы сокращаются ниже среднегодовых уровней, 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 видим, что дальний конец кривой, наконец, уверенно преодолел уровень в 60 долларов за баррель и закрепился выше него, что может подтверждать долгосрочный тренд роста цен «черного золота».

Прогнозы Международного Энергетического Агентства указывают в пользу усиления дефицита и роста цен на рынке нефти до конца 2019 года

Дальние фьючерсы на нефть марки Brent с исполнением свыше 4-х лет перешли рубеж в 60 долларов за баррель, подтверждая сильный долгосрочный тренд



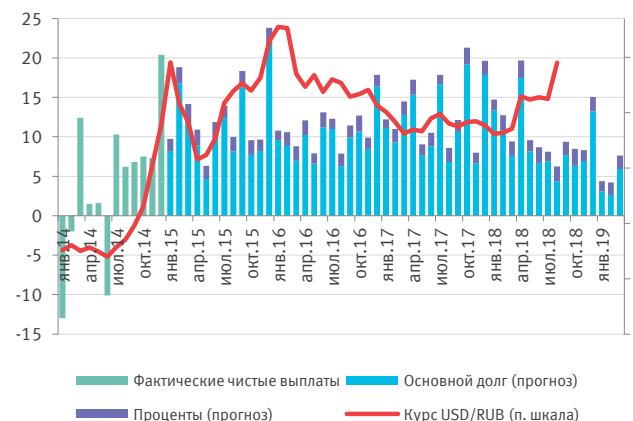
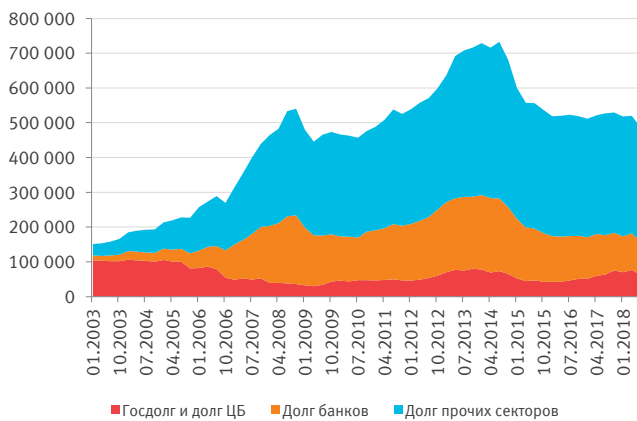
Таким образом, можно говорить, что фактор цен на нефть может оказывать нейтральное воздействие в 3-м квартале этого года и быть слабо негативным для рубля в 1-м квартале 2019 год, но в остальное время нефть может более активно расти.

Выплаты по внешним долгам

Политика финансовых санкций против российских госкомпаний и госбанков продолжается, и во 2-м квартале оценочно российские внешние долги вновь пошли на снижение. Вполне возможно, что фактор выплат по внешним долгам стал дополнительным драйвером для роста пары USD/RUB в апреле.

С 2014 года российские внешние долги снизились почти на треть (млн USD), во втором квартале 2018 снижение продолжилось

Банк России отменил повышенные выплаты по внешним долгам в апреле, но не ждет высоких выплат в ближайшие месяцы кроме традиционного декабря



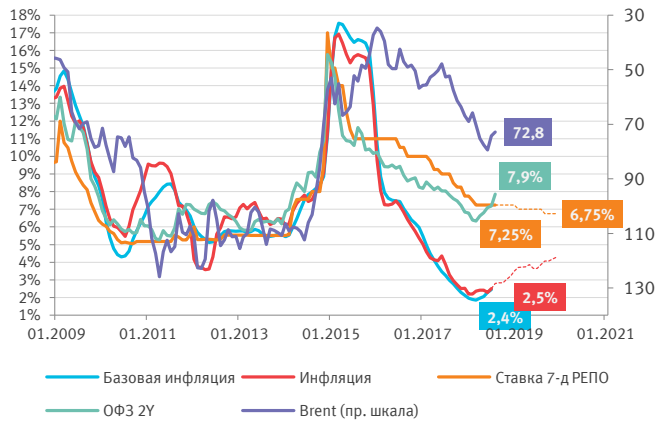
Между тем, спекуляции по поводу предстоящих повышенных выплат по внешним долгам видятся нам сейчас неактуальными. Банк России ожидает снижение уровней выплат по внешним долгам в ближайшие девять месяцев. Декабрьские повышенные ожидаемые выплаты являются традиционными, но по факту почти всегда рефинансируются (кроме случаев финансовых кризисов). Таким образом, фактор внешних долгов может быть благоприятным как минимум до апреля следующего года.

Портфельные инвестиции зарубежных инвесторов

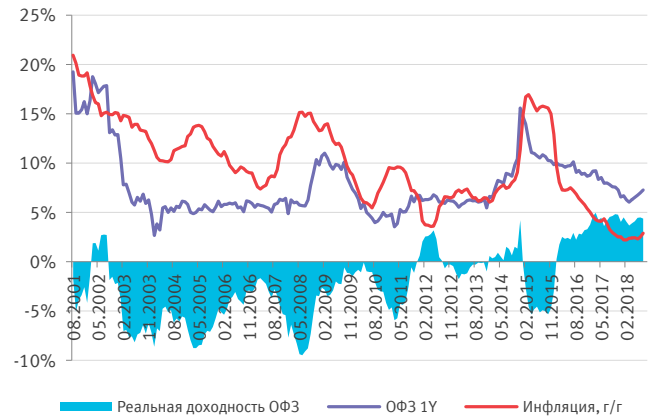
Запустив в 2008 году процессы внутреннего рефинансирования банков, и отпустив в 2014 году рубль в свободное плавание, Банк России дал базу для активного развития внутреннего рублевого рынка госдолга. При этом в 2012-2013 годах в Россию пришли системы Euroclear и Clearstream, что значительно облегчило доступ зарубежных инвесторов к российским финансовым активам. А девальвация рубля и взлет ставок в декабре 2017 года создали для них отличные возможности для вложений средств в российские долговые инструменты. С января 2012 года по март 2018 года доля нерезидентов на рынке ОФЗ выросла с 3,7% до 34,5%.

Между тем, с апреля текущего года тренд роста вложений нерезидентов в российский рублевый госдолг развернулся, и к июлю доля нерезидентов в ОФЗ сократилась до 28,2%. Мы уже отмечали, что этот процесс не связан напрямую с пакетами новых американских санкций против России. Скорее он отражает глобальные тренды в гособлигациях многих развивающихся стран, чьи рынки облигаций подверглись распродажам в первом полугодии, после того как доходности 2-летних U.S. Treasuries взлетели на 1,25% вверх.

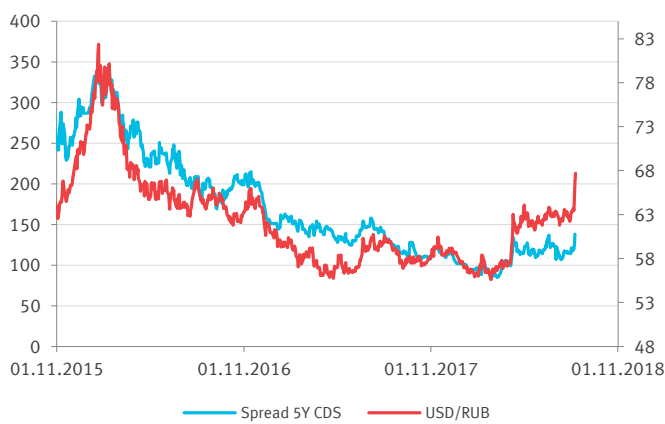
Несмотря на разворот инфляции, Банк России рассчитывает продолжить цикл снижения базовой ставки, что может быть позитивно для рынка ОФЗ-ПД



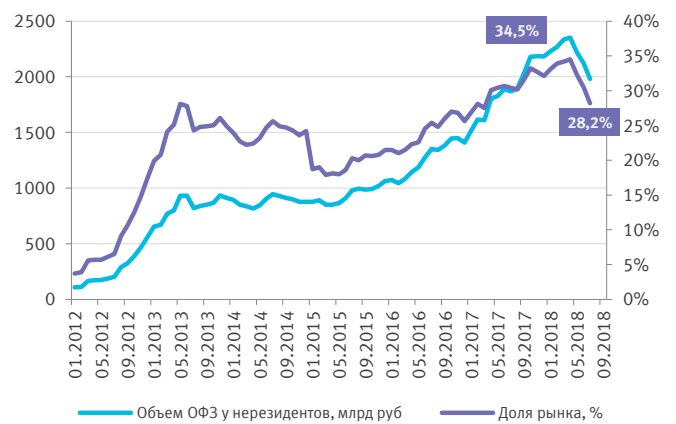
Реальная доходность российских госблизаций продолжает оставаться одной из наиболее сильных мире и лучшей среди крупнейших развивающихся стран



Разворот в госблизациях развивающихся стран и страхи вокруг новых санкций США подняли спред 5-летних российских страховок от дефолта к CDS США



Рост рисков в госблизациях развивающихся рынков заставил глобальных инвесторов сократить свои вложения в российских ОФЗ



Впрочем, уже сейчас можно констатировать, что курс рубля уже сильно передавили относительно кредитных спредов. При этом реальные (за вычетом инфляции) доходности 2-летних ОФЗ превышают 5% годовых, что является лучшим значением среди всех крупнейших развивающихся экономик с инвестиционным рейтингом. А Банк России сохраняет прогноз снижения базовой ставки в 2019 году. Таким образом, наиболее вероятно, что после текущей очередной волны всплеска рисков на emerging markets наступит период успокоения, во время которого инвесторы будут возвращаться в риск. То есть можно ждать, что на годовом горизонте фактор carry trade и зарубежных вложений в российский госдолг может быть позитивным. Хотя на длинном горизонте общий «медвежий» тренд в госблизациях развитых и развивающихся стран будет негативно влиять на рубль.

Об ожидаемых новых санкциях США против России

Отдельно стоит упомянуть пакеты новых санкций, которые были применены против России в этом году, или ожидаются к применению.

Апрельские санкции против Русала и связанных с ним компаний и владельцев стали шоком для российского финансового рынка, а 9 апреля «голубые фишки» падали в течение дня на 10-20%. Между тем, на наш взгляд, санкции против Русала лишь являются продолжением прагматичной политики Дональда Трампа по выправлению торговых дисбалансов США. В частности еще в марте Трамп обещал американским металлургам увеличить загрузку внутренних мощностей по выплавке алюминия с 43% до 80%. По удивительному совпадению объем планируемого наращивания используемых мощностей в абсолютном выражении почти в точности совпадает с объемом алюминия, поставленного Русалом в США (19% выручки компании в 2017 году). Так что мы видим здесь скорее «бизнес и ничего личного».

Последние коррекции на российском рынке также пытаются увязать с возможными новыми санкциями. В начале августа сенаторы внесли новый законопроект на рассмотрение, после чего сразу ушли на каникулы до сентября. Новый законопроект сенаторов, который окрестили «санкциями из ада» призван объединить все предыдущие санкции против России в один закон, назвать Россию спонсором терроризма и еще много других глупостей. Но главное, что законопроект включает в себя запрет на покупку американцами новых российских госдолгов, а также возможные ограничения на операции с долларом российских госбанков. На наш взгляд, данный законопроект призван больше напугать, и является средством политической борьбы перед ноябрьскими довыборами в Сенат. Минфин США в феврале и апреле уже дважды заявлял, что запреты на покупки российского госдолга будут являться вредными для мировой финансовой системы («читай, для США»). А ограничения на операции российских госбанков с долларами приведут только к тому, что расчеты России с ЕС за нефть и газ будут переведены в евро и рубли, заметно сократив влияние зоны доллара.

Вдобавок к этому администрация Трампа перехватила инициативу у сенаторов, применив собственные новые санкции против России. С 22 августа будут вводиться ограничения на поставки продукции двойного назначения (что де-факто уже и происходит, ничего нового). А вторая часть санкций подразумевает понижение дипломатических отношений, отзыв разрешений на полеты и полную заморозку товарооборота между Россией и США. При этом вторая часть может вводиться по условию через 3 месяца, то есть уже после довыборов в Сенат, когда ажиотаж вокруг российской темы может пойти на спад. При этом надо понимать, что ввод новых

«беззубых» санкций со стороны администрации Трампа вынудит сенаторов вновь переделывать свой законопроект для учета в нем и их тоже.

В результате мы сильно сомневаемся, что в текущем виде законопроект о новых санкциях против России с запретом на покупку американцами новых российских госдолгов и запретами в отношении российских госбанков может быть принят. Тем не менее, один из наших сценариев рассматривает такой вариант.

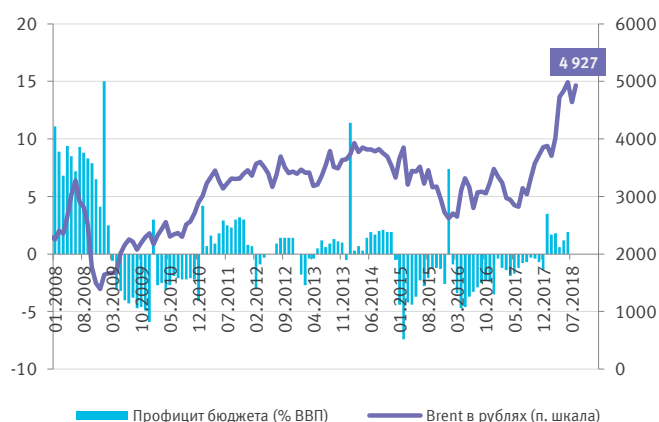
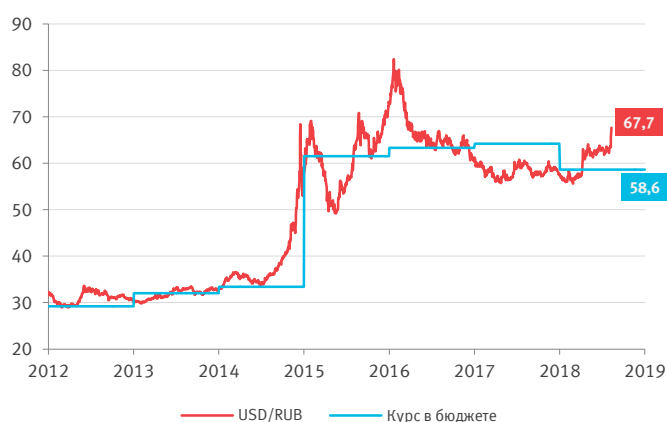
Бюджетный фактор

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 достигать и до -10% ВВП.

По итогам же 2017 года дефицит российского бюджета сократился до -1,5% ВВП. А в первом полугодии 2018 года на фоне максимальных рублевых цен на нефть бюджет вновь вышел в профицит (1,5-2,0% ВВП). При этом Минфин два года подряд закладывал консервативные уровни курса в бюджет. Но в июне Госдума приняла поправки в бюджет с курсом 58,6. Как следствие, если осенью курс в бюджете не будет пересмотрен, то Минфин будет косвенно заинтересован в локальном укреплении рубля. Сейчас можно говорить, что **бюджетный фактор является нейтрально-позитивным для курса рубля.**

В июне Госдума приняла поправки, снижающие заложенный в бюджете 2018 года курс с изначальных 64,7 до 58,6 рублей за доллар

Цена на нефть Brent в рублях обновила исторические максимумы, а российский бюджет начал демонстрировать стабильный профицит в 1,5-2%

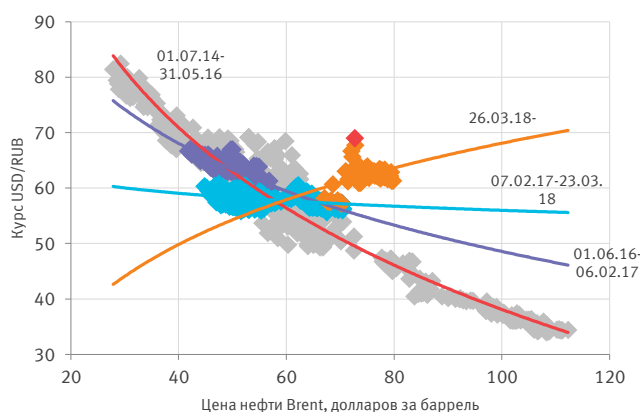
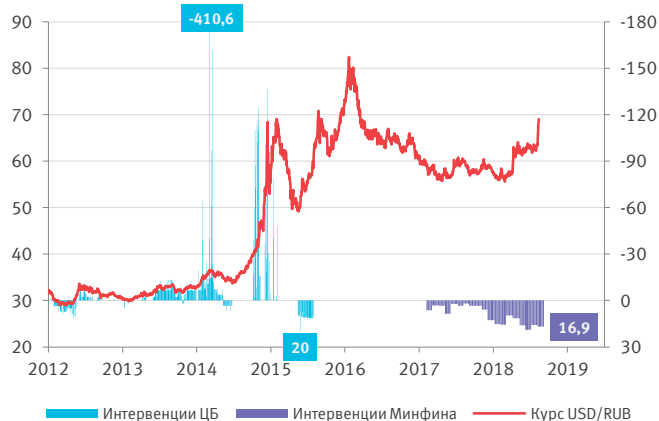


Фактор интервенций на открытом рынке

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. Согласно бюджетному правилу в начале каждого месяца ведомство определяет объем покупок валюты на месяц вперед, опираясь на цену нефти Brent за предыдущий месяц (при цене выше 40 долларов за баррель).

Заметный рост цен на нефть и бюджетное правило привели к резкому усилению негативного влияния фактора интервенций Минфина на курс рубля

При одновременном оттоке средств финансовых инвесторов и бюджетном правиле рост цен на нефть приводит к дополнительному ослаблению курса рубля



При этом наблюдения показывают, что если в условиях притока зарубежных портфельных инвестиций в ОФЗ интервенции Минфина позволяли стабилизировать курс рубля, то при исходе нерезидентов из ОФЗ покупки Минфина вступают в резонанс с оттоками и заметно обесценивают рубль. То есть в условиях оттока спекулятивных капиталов и действующего бюджетного правила рост цены на нефть фактически ослабляет рубль, а не укрепляет.

Бюджетное правило позволяет государству проводить политику слабого рубля для реализации майских указов, а также достижения на пятилетнем горизонте целей по удвоению несырьевого экспорта. Для российских экспортеров это, безусловно, хорошие новости, но для внутренних секторов экономики, уровня жизни и потребления это является долгосрочным негативом.

Кроме того, текущее бюджетное правило стимулирует регулярные спекулятивные «набеги» на рубль с целью его ослабления, так как, сдвинув в моменте спекулятивно курс вверх, можно всегда рассчитывать на фиксацию прибыли в большем объеме в биржевые заявки ЦБ. В моменты резкого взлета курса 9 апреля Банк России на неделю прекращал закупки валюты для Минфина, возобновив их позже с большей силой. В четверг 9 августа на фоне взлета курса USD/RUB ЦБ сократил интервенции вдвое, а в пятницу сократил их до нуля. Но при этом подтвердил, что сохраняет общие планы закупки валюты в течение месяца.

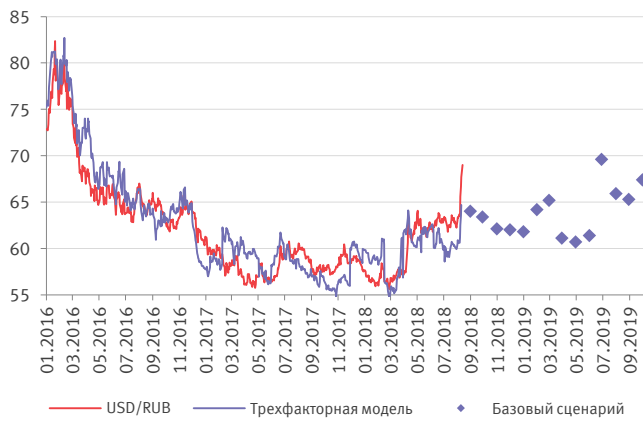
Бюджетное правило и интервенции Минфина на открытом рынке являются в настоящее время главным негативным фактором для курса рубля.

Трехфакторная модель

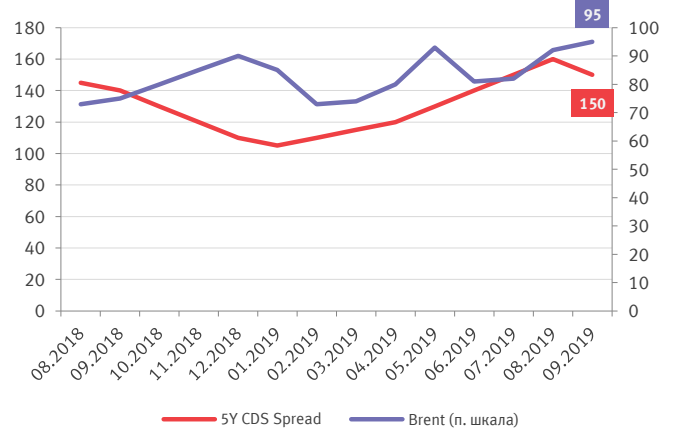
Опираясь на текущую стабильность большинства факторов платежного баланса, мы скорректировали упрощенную модель курсообразования с учетом трех основных факторов. Безусловно, мы не можем предугадать колебания всех возможных показателей платежного баланса, но учитываем факторы торгового баланса, движения портфельных инвестиций и интервенций Минфина.

Наш базовый прогноз пары USD/RUB на конец года сдвигается с 57,7 до 61,8. Менее вероятный прогноз предполагает снижение пары до уровня 59,3.

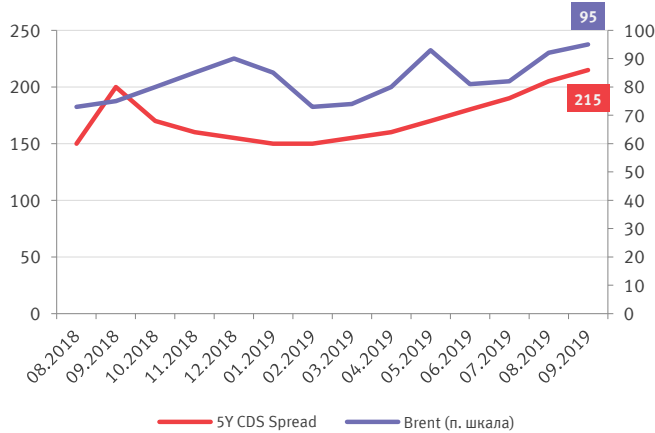
Упрощенная трехфакторная модель курса USD/RUB и ожидания уровней курса на конец месяца в рамках сценария «Базовый прогноз»



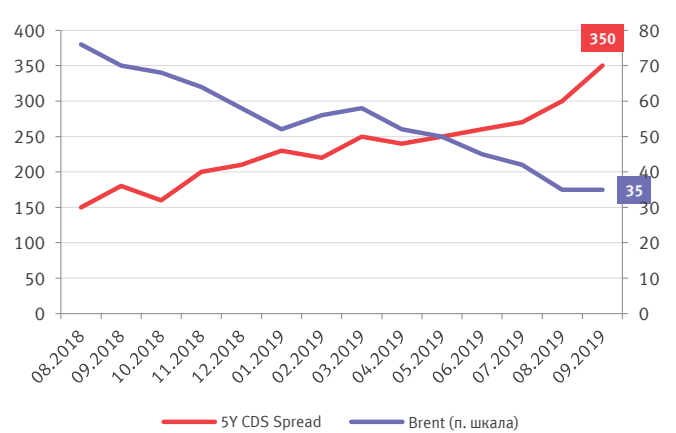
Ожидаемая динамика основных факторов сценария «Базовый прогноз» и сценария «Модификация бюджетного правила»



Ожидаемая динамика основных факторов сценария «Давление на долг»



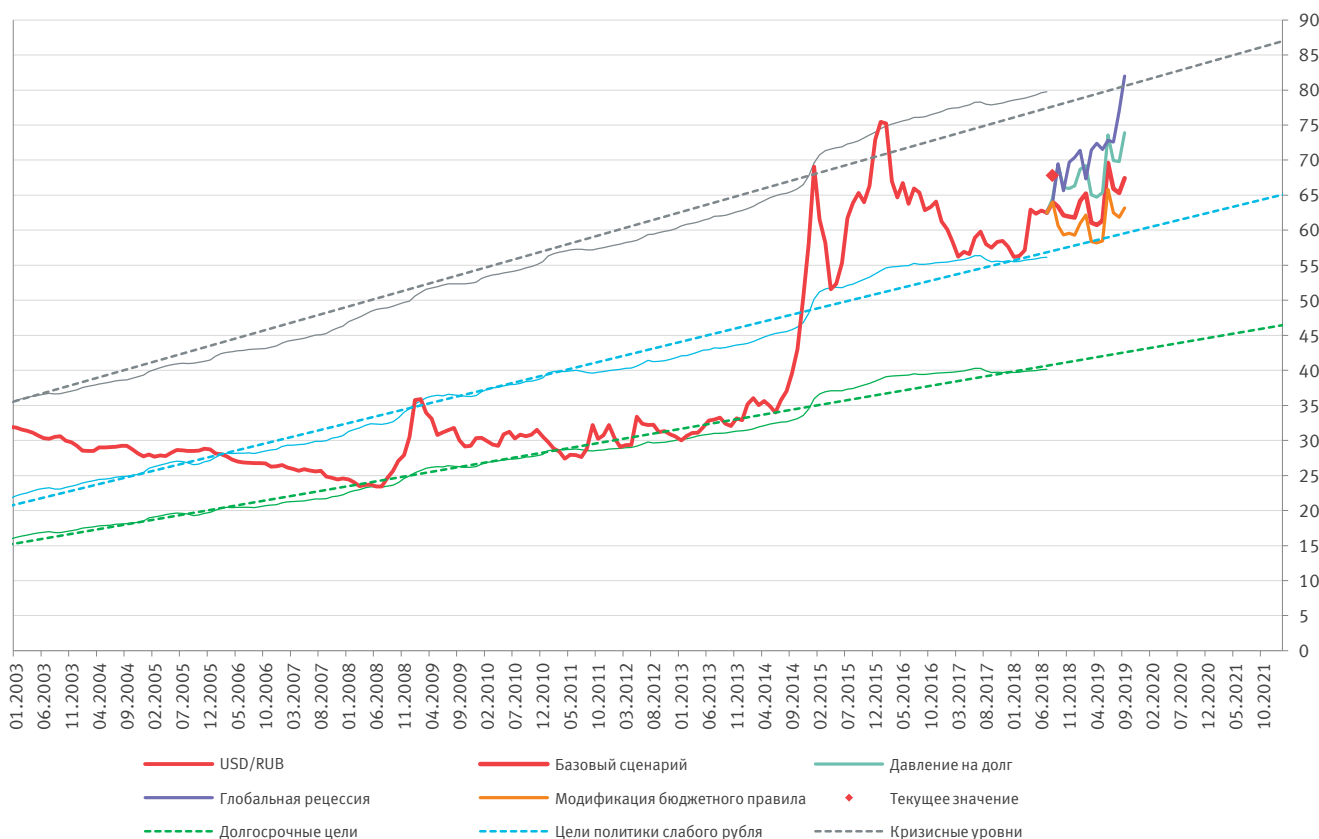
Ожидаемая динамика основных факторов сценария «Глобальная рецессия»



Основные сценарии развития и предполагаемый курс рубля в 2018-2019

	Базовый прогноз	Модификация бюджетного правила	Давление на российский долг	Глобальная рецессия
Описание сценария	Сценарий предполагает, что текущее движение средств в российских активах отражает локальный рост рисков в мире в целом. Пакет санкций администрации Трампа будет имплементирован. Пакет «санкций из ада», предложенных Сенату США, будет отклонен. Глобальная экономика продолжит проинфляционный рост. Дефицит на рынке нефти будет расширяться. Бюджетное правило останется без изменений.	Сценарий полностью повторяет базовый за исключением того, что бюджетное правило смягчается.	Сценарий повторяет базовый за исключением того, что США все-таки примут пакет «санкций из ада», ограничивающий вложения американцев в новые российские госдолги, а также резко ограничивающие деятельность российских госбанков с долларовыми активами.	Наиболее негативный сценарий. Глобальная рецессия. Взлет рисков. Вследствие падения цен на нефть Минфин прекращает интервенции против рубля.
Вероятность	наиболее вероятный	менее вероятный	низкая вероятность	очень низкая вероятность
Нефть Brent	90 (31.12.18) 95 (30.09.19)	90 (31.12.18) 95 (30.09.19)	90 (31.12.18) 95 (30.09.19)	58 (31.12.18) 35 (30.09.19)
Russia 5Y CDS Spread	110 (31.12.18) 150 (30.09.19)	110 (31.12.18) 150 (30.09.19)	155 (31.12.18) 215 (30.09.19)	210 (31.12.18) 350 (30.09.19)
Курс USD/RUB	61,8 (31.12.18) 67,4 (30.09.19)	59,3 (31.12.18) 63,2 (30.09.19)	66,3 (31.12.18) 73,9 (30.09.19)	70,4 (31.12.18) 82,0 (30.09.19)

Сценарии динамики курса USD/RUB до октября 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
Диск 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

Илья Мартыненко
Аналитик, технический анализ

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 Соединённых 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.