



Национальные валюты

Рубль

Между экспортом и импортом

Изменение с начала 2022 г. по 3 июня 2022 г.

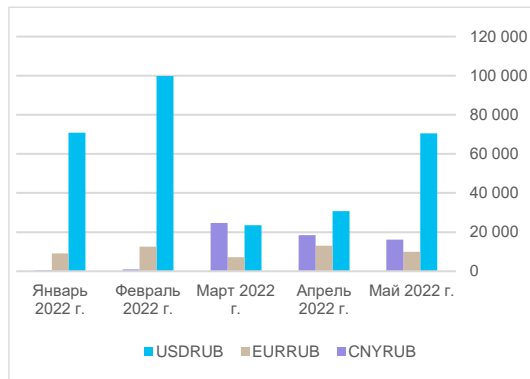
USDRUB	EURRUB	CNYRUB
-18,9%	-24,2%	-19,8%

Курс доллара к рублю с начала 2022 г.



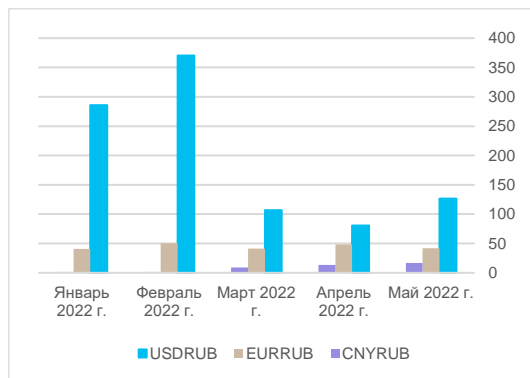
Источники: «Московская биржа», Открытие Research

Среднее количество сделок в день



Источники: «Московская биржа», Открытие Research

Средний торговый объем за месяц, млрд рублей



Источники: «Московская биржа», Открытие Research

Резюме

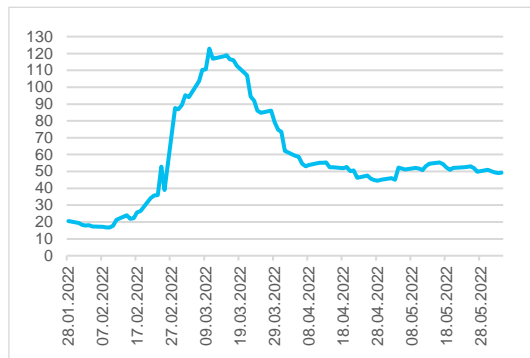
- Мы считаем, что на конец 2022 года рубль ослабнет и с большей долей вероятности закончит год в диапазоне 70–80 за доллар. Наш базовый сценарий подразумевает ослабление до 75 рублей за доллар, негативный — до 80 рублей, а оптимистичный — до 67 рублей. Наши ожидания построены на сценарии частичного восстановления импорта при заметном сокращении экспорта во второй половине текущего года (частичный запрет ЕС на импорт российской нефти, эмбарго на уголь и металлургическую продукцию, сокращение импорта газа).
- Стабилизация ситуации на валютном рынке позволила отменить часть введенных ранее мер валютного контроля и контроля за движением капитала, что также играет против крепости рубля. Эффективным инструментом дальнейшего сдерживания укрепления рубля может стать снижение ключевой ставки, которую мы в базовом сценарии оцениваем на уровне 9% годовых на конец 2022 года.
- Государство заинтересовано в более «слабом» рубле, поскольку укрепление рубля ведет к сокращению бюджетных доходов, которые, как никогда важны сейчас для финансирования различных программ в рамках мер антикризисной поддержки российской экономики.

Наш взгляд

С технической точки зрения нам представляется вероятным, что валютная пара USDRUB уже достигла своего локального «дна». Попытка возвращения курса в диапазон 55–60 рублей за доллар еще выглядит возможной, но пробой уровня поддержки в 55 рублей за доллар, минимума 2017 и 2018 годов, смотрится маловероятным. Теперь в будущем на попытках снижения USDRUB к 60,00 мы будем отмечать повышенную спекулятивную активность в покупках валюты. Косвенно об этом свидетельствует рост торговой активности на «МосБирже» в конце мая 2022 года после завершения налогового периода, в рамках которого российские сырьевые компании конвертировали валюту и уплачивали налог прибыль, НДС, НДС и акцизы.

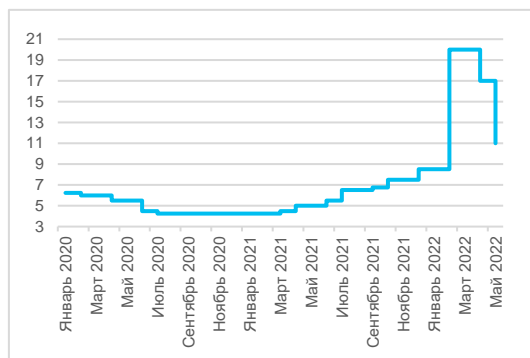
Краткосрочно под воздействием сохраняющегося сильного торгового баланса рубль может какое-то время оставаться в диапазоне 60–65 за доллар. Но мы сохраняем наши ожидания по возврату курса в диапазон 70–80 рублей за доллар к концу года. Базовый сценарий подразумевает 75 рублей за доллар, негативный — 80 рублей, а оптимистичный — 67 рублей за доллар. Эти сценарии построены на ожиданиях того, что во второй половине текущего года мы начнем ощущать восстановление импорта, а экспорт может заметно сократиться на фоне частичного запрета ЕС на импорт российской нефти, эмбарго на уголь и металлургическую продукцию, сокращения импорта газа. На днях ЕС согласовал шестой пакет санкций против России. Он будет включать запрет на танкерные поставки нефти, а поставки по нефтепроводу «Дружба» остаются не под санкциями. Запрет на закупки нефти начнет действовать через полгода после введения санкций, на импорт нефтепродуктов — через восемь месяцев. Президент Франции Эммануэль Макрон заявил, что Евросоюз

USDRUB: вмененная волатильность (1 мес.), %



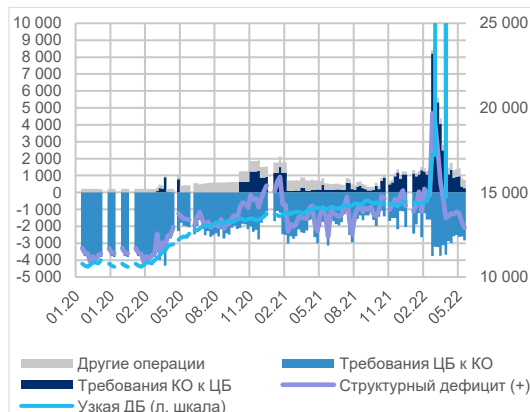
Источники: расчеты Открытие Research

Ключевая ставка Банка России, %



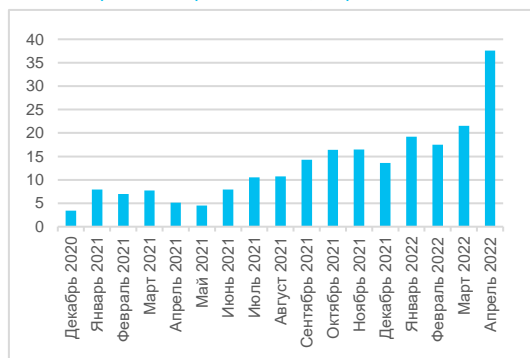
Источники: Банк России

Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности %, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты Открытие Research

Счет текущих операций РФ, \$млрд



Источники: Банк России, расчеты Открытие Research

сократит экспорт российской нефти к концу года на 92%. При этом эмбарго на российский газ не обсуждается. Однако Польша, Болгария, Финляндия, Нидерланды и Дания отказались от российского газа. Британская компания Shell также лишилась доступа к российским поставкам голубого топлива, так как не намерена платить «Газпрому» по схеме «газ за рубли».

Динамика курса рубля с начала 2022 года

Пара USDRUB завершила 2021 год на уровне 74,68 за доллар. После начала 24 февраля военной спецоперации на территории Украины санкции, введенные против России со стороны ряда стран, заметно отразились на валютном рынке. Введение санкций в начале марта способствовало резкому росту спроса иностранных инвесторов на валюту и снижению объема ликвидности на рынке валютных свопов. Санкции в отношении отдельных российских банков привели к увеличению объемов неисполненных сделок. На рынке сформировался острый дефицит валюты. Резервы Банка России были заморожены, что лишило его возможности проводить интервенции с целью поддержания курса рубля. Существенный дисбаланс спроса и предложения валюты привел к экстремальной волатильности курса. В результате курс доллара подскочил с начала года на 62,7% и достиг 10 марта на «Мосбирже» абсолютного исторического максимума в 121,53 рубля за единицу американской валюты. На внешнем рынке волатильность была еще куда более высокой.

После введения мер валютного контроля ситуация стабилизировалась. Курс USDRUB снизился к 25 мая до 55,80 (минимум в паре USDRUB с февраля 2018 года). В этой точке снижение с начала года составляло 25,5%. По состоянию на завершение торгов 31 мая курс составляет 61,50 рубля за доллар. В этой точке снижение с начала года составляло 17,2%.

Причины укрепления рубля

В открытой экономике (до марта 2022 г.) валютный курс определяется балансом спроса и предложения со стороны всех экономических агентов, т.е. счетом текущих операций и финансовым счетом. До конца января «бюджетное правило» (нефтегазовые доходы направляются в бюджет РФ для финансирования текущих расходов только в случае превышения цены нефти сорта Urals базовой цены, которая в рамках закона о бюджете на 2022 год установлена в размере \$44,2 за баррель, а дополнительные доходы направляются в «Фонд национального благосостояния»; при снижении цены нефти ниже зафиксированного в бюджете уровня должны проводиться продажи валюты) сглаживало колебания курса, связанные с сырьевыми ценами на мировом рынке, то с марта в экономике с ограничениями на движение капитала основным фактором, определяющим динамику курса, стал торговый баланс. Укрепление рубля в значительной степени было связано с экстремально низким объемом импорта на фоне спада потребительской активности, санкций и ограничений зарубежными компаниями поставок товаров в Россию и, как следствие, более низким спросом импортеров на валюту.

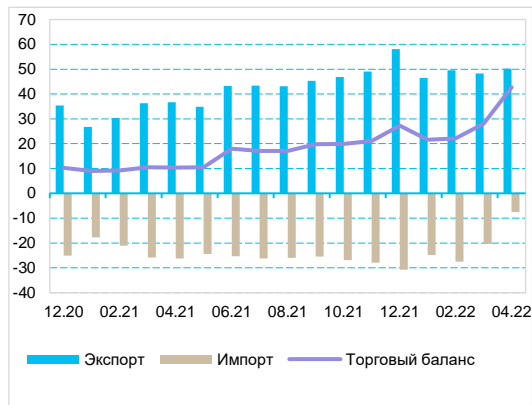
Решение президента России продавать газ недружественным странам за рубли, также стало драйвером роста российской валюты. Напомним, схема предполагает, что покупатель открывает в «Газпромбанке» валютный и рублевый счет. Покупатель переводит валюту, «Газпромбанк» обменивает её на бирже на рубли и зачисляет рубли на соответствующий рублевый счет, с которого идет оплата «Газпрому».

Экспортеры обеспокоены рисками заморозки активов и предпочитают рубль как «безопасную гавань», которая к тому же приносит высокий доход в размере не менее действующей ключевой ставки Банка России. Снижение доходности в рубле должно способствовать диверсификации этих вложений в пользу других валют — казахстанского тенге, китайского юаня или дирхама ОАЭ, последний из которых жестко привязан к доллару США.

Меры, направленные на стабилизацию курса рубля

Быстрая реализация недружественными странами большого пакета санкционных мер (блокировка части золотовалютных резервов Банка России, включение системно значимых банков в SDN-лист, запрещающий с ними операции и предполагающий блокировку активов) и готовность к их дальнейшему расширению послужили причиной введения мер валютного контроля:

Внешняя торговля России, \$ млрд



Источники: Банк России, расчеты Открытие Research

- Обязательная продажа 80% валютной выручки экспортерами;
- Ограничения на покупку иностранной валюты на российском рынке для нерезидентов из недружественных стран;
- Количественные ограничения на снятие наличной иностранной валюты, а также на переводы иностранной валюты за рубеж;
- Дополнительные комиссии на совершение операций по покупке отдельных видов иностранной валюты (USD, EUR, GBP) в размере 30%;
- Повышение ключевой ставки до 20% годовых.

Смягчение мер валютного контроля и других ограничений

Стабилизация ситуации на валютном рынке позволила отменить часть введенных ранее ограничений:

- Доля обязательной продажи валютной выручки экспортерами снижена до 50%, срок обязательной продажи увеличен до 120 рабочих дней;
- Увеличен лимит на перевод физическими лицами денежных средств за рубеж (до \$50 тыс. на банковский счёт и до \$5 тыс. без открытия счета);
- Разрешена продажа физическим лицам наличной иностранной валюты: с 18.04.2022 — долларов США и евро, поступивших в кассу банка начиная с 9 апреля, с 20.05.2022 — иных видов валюты без ограничений;
- Отменена комиссия на покупку валюты через брокерские компании;
- Ключевая ставка была снижена до 11% годовых, ЦБ сигнализировал возможное снижение на предстоящих заседаниях;
- С 1 июня отменен запрет на короткие продажи на биржевом рынке и запрет на покупку валюты «с плечом».

Недовольство укреплением рубля

Укрепление рубля ведет к сокращению бюджетных доходов, которые, как никогда важны сейчас для финансирования различных программ в рамках мер антикризисной поддержки российской экономики. Премьер-министр РФ Михаил Мишустин заявил, что власти видят тенденцию перекоса торгового баланса в пользу экспорта и стремятся купировать волатильность на валютном рынке. Глава Минэкономразвития РФ Максим Решетников отметил, что есть опасения становления дефляционной спирали на фоне «переукрепившегося» рубля, поэтому важно смягчить денежно-кредитную политику и ослаблять российскую валюту.

Восстановление импорта — ключевой фактор ослабления рубля

По предварительной оценке состояния платежного баланса профицит текущего счета платежного баланса РФ в январе—апреле 2022 года продолжил рост и составил \$95,8 млрд, увеличившись в 3,5 раза по отношению к соответствующему периоду прошлого года (\$27,5 млрд). Динамика текущего счета платежного баланса определялась расширением положительного сальдо баланса товаров и услуг на фоне снижения импорта. В итоге баланс товаров и услуг составил \$106,5 млрд, в 3 раза превысив аналогичный показатель за январь—апрель 2021 года.

По оценкам «Открытие Research» на основе данных Банка России, сальдо торгового баланса по торговле товарами и услугами только за апрель могло составить до \$40,2 млрд по сравнению со среднемесячными \$20 млрд в январе—феврале и около \$25 млрд в марте. Экспорт товаров в апреле мог вырасти до \$50,2 млрд (+4% м/м) по сравнению с \$48,3 млрд в марте и \$36,7 (+37% г/г) млрд в апреле 2021 года. При этом импорт товаров в апреле, согласно нашей оценке, мог составить \$7,5 млрд. Падение к марту на 63%, падение в годовом базисе на 71%.

Рост цен на мировом рынке пока во многом компенсирует снижение объемов экспорта. Из-за этого при существенно пострадавшем импорте сильный торговый баланс приводит к укреплению рубля. По-настоящему действенной мерой, которая выглядит способной вернуть рубль в тренд ослабления в среднесрочном горизонте, является восстановление импорта.

Согласно базовому сценарию Банка России, который изложен в опубликованном накануне майском «Докладе о денежно-кредитной политике, российский экспорт товаров и услуг в реальном выражении

может сократиться в текущем году на 17–21% и продолжит сокращаться в 2023 году, но в 2024 году снижение прекратится, а экспорт стабилизируется. Тот же сценарий предполагает, что импорт в реальном выражении сократится в текущем году на 32,5–36,5%. Восстановление импорта предполагается возможным уже в 2023 году за счет формирования альтернативных цепочек поставок. Правительство еще в марте легализовало параллельный импорт в России (ввоз в страну оригинальных товаров без согласия правообладателя). В начале мая Минпромторг опубликовал перечень товаров для параллельного импорта, который будет корректироваться раз в несколько месяцев. Спрогнозировать точные сроки и объемы восстановления импорта в количественном выражении вряд ли представляется возможным. Однако, на наш взгляд, нижнюю точку по сокращению импорта мы уже прошли, поэтому мы ожидаем увидеть сигналы устойчивого восстановления во второй половине года.

Снижение ключевой ставки — фактор, сдерживающий рубль

Номинальная доходность вложений в российских рублях пока является высокой, чтобы обусловить резкое и устойчивое изменение капитальных потоков — дифференциал между внутренними и внешними ставками сохраняется значительным и перекрывает девальвационные риски. Инструментом сдерживания укрепления рубля может стать дальнейшее снижение ключевой ставки — не исключая внеплановых решений.

Открытие Research прогнозирует инфляцию на следующие 12 месяцев на уровне 4–6%. Это позволит Банку России продолжить активное снижение ключевой ставки. В июне мы ожидаем снижения на 100 б.п. до 10% годовых, однако не исключаем, что это произойдет не на плановом заседании 10 июня 2022 года, а на внеплановом решении ближе к концу месяца, когда появятся новые данные по инфляционным ожиданиям и инфляции, а также будет понятна реакция рынков и банковской системы на произошедшее существенное снижение. Наш базовый сценарий предполагает снижение ключевой ставки до 9% годовых к концу года и до 7% годовых на конец 2023 года.

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО ОБЛИГАЦИЯМ

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации превышает средние значения для данного кредитного качества. У облигации есть факторы роста цен, способствующие ускоренной реализации потенциала в краткосрочном периоде.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность от инвестиций в облигации находится на уровне средних значений для данного кредитного качества. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность от инвестиций является не компенсирует инвестиционные риски. На динамику цен облигаций и кредитное качество эмитента могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе «**Ваш финансовый аналитик**» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «**Личный брокер**» <http://private.open-broker.ru/>

Открытие © 2021

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. 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. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

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 сумм, 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.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

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.

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

Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Управление анализа рынков

research@open.ru

Антон Затолокин

Начальник управления

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российский рынок акций

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Алексей Корнилов, CFA

Главный аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Эркен Кичибаев

Аналитик, международный рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Беришев

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков, PhD

Ведущий аналитик, еврооблигации

Осман Алистанов

Младший аналитик, рублёвые облигации

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Михаил Шулгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования