



12 августа 2020 г.

## Курс рубля

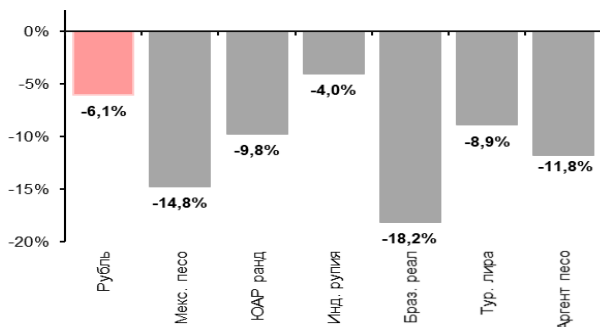
Прогноз справедливой стоимости рубля на 2021 г. говорит не в пользу укрепления

Учитывая крайне высокую степень волатильности на рынке в последние месяцы, анализ справедливой стоимости рубля сейчас необходим для определения долгосрочного курса рубля. Пандемия дорого обошлась российской экономике, и справедливая стоимость рубля, рассчитанная нами на основе четырех моделей, сместилась из диапазона 63-70 руб./\$ на этот год к диапазону 68-78 руб./\$ на 2021 г. Потенциальное улучшение капитального счета пока еще может обеспечить краткосрочное укрепление курса рубля к доллару, но этим движением следует воспользоваться для увеличения валютной позиции: на конец 2021 г. мы ожидаем курс 75 руб./\$.

Курс рубля демонстрировал сильную динамику в карантинные месяцы... Курс рубля показал относительно сильную динамику в период с марта по июнь: он потерял только 6% своей номинальной стоимости за четыре месяца, тогда как большинство валют-аналогов ослабло на 9-18% (см Рис. 1). Такая динамика объясняется целым рядом благоприятных факторов. Во-первых, несмотря на сильное снижение цен на нефть в марте-апреле, России удалось избежать дефицитного текущего счета в 2К20, завершив квартал с небольшим профицитом на уровне \$0,6 млрд (см наш обзор "Платежный баланс за 1П20" от 15 июля 2020 г.). Снижение импорта товаров (на 14% г/г в 2К20) и импорта услуг (на 60% г/г за аналогичный период) помогло нейтрализовать снижение нефтяных доходов: иными словами, Россия смогла успешно переложить часть экономической стоимости кризиса на своих торговых партнеров. Во-вторых, поддержку курсу оказало и поведение иностранных инвесторов: в период карантина доля иностранных инвесторов на рынке ОФЗ сохранялась на уровне выше 30%, что было сопоставимо с 32% в начале этого года, тогда как в других странах уход иностранного капитала стал причиной давления на местные валюты: например, в Мексике доля иностранных инвесторов на рынке государственного долга опустилась с 58% до 50% в 1П20, а в ЮАР за аналогичный период она снизилась с 37% до 30%. В итоге неудивительно, что чистый отток частного капитала из России в 2К20 составил \$12,1 млрд, оказавшись ниже уровня 1К20 (\$16,8 млрд). Наконец, решение Минфина начать продажу валюты с целью покрыть бюджетный дефицит также играло в пользу роста предложения валюты на рынке. Как мы уже говорили в нашем обзоре ("Платежный баланс за 1П20" от 15 июля), ЦБ продал \$10,8 млрд от имени Минфина и примерно \$2,6 млрд через собственные операции. Все три фактора позитивно повлияли на относительно сильную динамику курса рубля к доллару в эти месяцы.

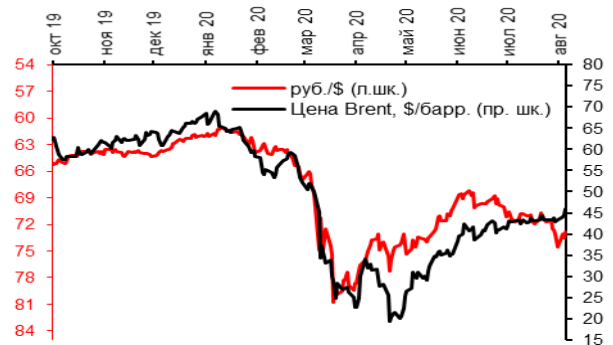
...однако не оправдал наши ожидания в последние недели: Тем не менее, в последние недели этот тренд развернулся: хотя под давлением оказался целый ряд валют развивающихся рынков, ослабление курса рубля было более сильным. Посмотреть на динамику курса рубля можно и с другой точки зрения: справедливая стоимость рубля при цене на нефть \$40/барр. составляет 72 руб./\$ и 67 руб./\$ – при цене на нефть на уровне \$50/барр. Таким образом, текущий диапазон курса рубля 73-74 руб./\$ примерно на 3-4 руб./\$ слабее того уровня, который соответствует текущей цене на нефть (см Рис. 2). Подобное несоответствие курса рубля и цены на нефть объясняется слабостью капитального счета, то есть настроем инвесторов, продиктованным возвратом на повестку дня санкционных рисков. И хотя ситуация пока далека от той, которая наблюдалась в 2018 г., из-за приближения президентских выборов в США инвесторы вынуждены проявлять большую осторожность. В итоге, настрой рынка по рублю сейчас выглядит крайне разнонаправленным: часть инвесторов ожидает продолжающегося ослабления рубля от текущих уровней, другие же готовы отыгрывать сценарий возвращения курса к уровням 2019 г., то есть к 60-65 руб./\$.

Рис. 1: Динамика валют ЕМ в марте-июне 2020, %



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 2: Курс рубля и цены на нефть

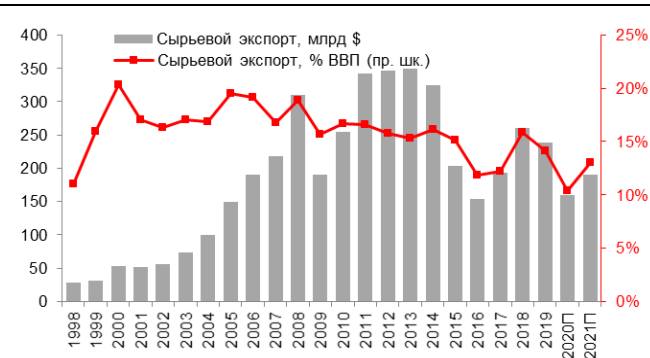


Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Аналитический отдел [research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

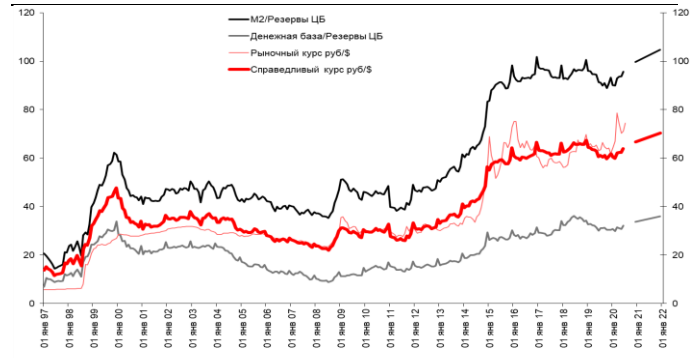
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце дан

Рис. 3: Сырьевой экспорт, \$ млрд и % ВВП



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Рис. 4: Денежная масса (база)/резервы ЦБ, фактическая и справедливая стоимость рубля, руб./\$



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

**Оценки справедливой стоимости рубля давали диапазон 63-70руб/\$ на этот год, теперь следует посмотреть на горизонт 2021 года:** Высокий уровень неопределенности не позволяет сформировать устойчивый сценарий развития ситуации на рынке, и в этих условиях важно исходить из диапазона равновесного курса рубля, который мы традиционно оцениваем на базе четырех специальных моделей. В феврале 2020 г., накануне введения карантинных мер и обвала цен на нефть, справедливая стоимость рубля, рассчитанная аналогичным образом для 2020 года, находилась в диапазоне 63-70 руб./\$. При этом две из используемых нами моделей расчета учитывают чувствительность курса рубля к цене на нефть, тогда как две других опираются на несырьевые индикаторы. Теперь пришло время посмотреть на оценки курса на горизонте 2021 года.

**Значение равновесного курса рубля, рассчитанного исходя из доли сырьевого экспорта в ВВП, на горизонте 2021 года составляет в лучшем случае 78 руб./\$:** Первый из четырех подходов, которые мы используем для определения равновесной стоимости рубля, основывается на оценке доли сырьевого экспорта в ВВП. На долгосрочном горизонте доля сырьевого экспорта в ВВП выглядит устойчивой: с начала 2000 г. в среднем она составляла 16% ВВП, и ранее мы использовали именно этот ориентир для расчета фундаментальной стоимости рубля. В начале этого года этот подход указывал на курс 70 руб./\$ на этот год. Тем не менее, недавнее сильное снижение цен на нефть, признаки более быстрого в сравнении с ожиданиями перехода развитых экономик на альтернативные виды топлива и неопределенность в отношении масштабов сжатия добычи нефти в России указывают на то, что доля сырьевого экспорта в российском ВВП, вероятно, будет иметь тенденцию к структурному снижению. С 2015 г. она в среднем находилась на уровне всего 13% ВВП (см Рис. 3), и теперь мы предпочитаем использовать именно этот уровень для расчета справедливой стоимости курса. Исходя из этого уровня сырьевого экспорта в структуре ВВП, справедливая стоимость рубля составит 78 руб./\$ на 2021 г. Следует обратить внимание на тот факт, что использование при расчете справедливой стоимости рубля доли сырьевого экспорта в 16% ВВП дало бы гораздо более слабое значение равновесного курса рубля. Поскольку в последние годы уровень сырьевого экспорта в структуре ВВП все же был ниже 16%, такой индикативный курс нам представляется излишне пессимистичным; тем не менее, этот расчет важно иметь в виду как указание на то, что если зависимость России от сырьевого экспорта не будет снижена, она станет угрозой для стабильности валютного курса.

**Оценка курса через модель монетарного равновесия говорит в пользу курса на уровне 70 руб./\$:** Второй подход для определения справедливой стоимости рубля, который также косвенно учитывает динамику цен на нефть, основан на сравнении динамики денежных индикаторов и резервов ЦБ; при таком подходе справедливая стоимость рубля определяется как среднее арифметическое двух индикаторов – отношения денежной массы к резервам ЦБ и отношения денежной базы к резервам ЦБ. Хотя вплоть до марта месяца данный подход указывал на возможное укрепление рубля и справедливую стоимость рубля на уровне 63 руб./\$ на горизонте 2020 г., на 2021 год он дает гораздо менее оптимистичный прогноз. На это есть две причины: во-первых, если в начале года правительство планировало увеличить средства ФНБ на \$30 млрд, сейчас оно вынуждено тратить деньги фонда – к концу этого года уровень резервов ЦБ окажется ниже ожидаемого изначально уровня. Во-вторых, из-за нервозности на фоне пандемии и связанных с ней карантинных мер возрос спрос домохозяйств на наличные денежные средства (по состоянию на июнь этого года денежная база продемонстрировала сильный рост на 18% г/г); финансовая поддержка правительства также пошла на пользу сохранению депозитной базы населения, и рост денежной массы составляет 15% г/г по состоянию на июнь. Сочетание более сильного роста денежных индикаторов и замедленной динамики резервов создает фундаментальные условия для ослабления курса рубля. На основе этого подхода курс рубля сейчас составляет 70 руб./\$ на горизонте 2021 г.

**Подход на основе сравнения динамик промпроизводства в США и России дает оценку равновесного курса на уровне 75 руб./\$ на горизонте 2021 г.:** Третий подход, который мы используем, основан на сравнении роста промпроизводства в России и США. Этот подход к оценке также указывал на курс рубля на уровне 63 руб./\$ до введения карантинных мер, однако в данный момент также нуждается в серьезном пересмотре. Внезапная остановка экономической активности оказалась гораздо глубже в США, чем в России – промпроизводство США снизилось на 14,3% г/г в 2К20, тогда как в России – на 8,5% г/г. Это указывает на то, что на краткосрочном горизонте



российская промышленность сможет выдержать укрепление курса рубля к доллару. В то же время на горизонте 2021 г. динамика производства США нам представляется лучше, чем в России. Администрация США предоставила значительную финансовую поддержку населению, обеспечив сильный рост реальных располагаемых доходов в этом году (по ожиданиям рынка, рост этого показателя в США составит примерно 4% г/г по итогам этого года), тогда как в России реальные располагаемые доходы снизятся, по нашей оценке, на 5% г/г. Мы считаем, что в 2021 г. расхождение в состоянии конечного спроса между Россией и США будет играть в пользу более быстрого восстановления американской экономики и, учитывая план бюджетной консолидации, экономический и промышленный рост в России, скорее всего, будут отставать от динамики этого индикатора в США. На фоне этих ожиданий справедливая стоимость рубля на основе этого подхода составляет 75 руб./\$ на будущий год.

**Равновесная стоимость рубля составляет 68 руб./\$ через паритет процентных ставок:** Учитывая важность состояния капитального счета, мы использовали четвертый способ оценки равновесного курса рубля, который основывается на анализе паритета процентных ставок. Логика этого индикатора заключается в том, что чем шире дифференциал реальных ставок, тем сильнее должна быть справедливая стоимость рубля. Исторически равновесный уровень дифференциала реальных процентных ставок с 2014 г. для России составлял примерно 4%, что соответствовало номинальной стоимости рубля на уровне 65 руб./\$. Анализ чувствительности указывает на то, что отклонение на 1 п. п. паритета реальных процентных ставок приводит к отклонению курса рубля примерно на 1,7 руб./\$ от равновесного уровня. На горизонте 2021 г. мы ожидаем, что дифференциал реальных ставок между Россией и США сохранится не выше 2% – таким образом, равновесная стоимость рубля через паритет процентных ставок должна составить примерно 68 руб./\$ на будущий год.

**Несмотря на возможность краткосрочного укрепления рубля, мы ждем курс 75руб./\$ на 2021 г.:** Представленный выше анализ справедливой стоимости рубля позволяет сделать три важных вывода. Во-первых, тот факт, что российская экономика пострадала меньше других стран от карантинных мер позволяет рассчитывать на некоторое краткосрочное укрепление курса рубля к доллару. Такую индикацию в частности дает сравнение динамики промышленности в США и в России. Именно этим объясняются наши ожидания укрепления курса рубля до 65 руб./\$ в ближайшие месяцы и ориентир 67 руб./\$ на конец этого года. Это возможное укрепление рубля соответствует и оценке его справедливой стоимости на основе паритета процентных ставок на 2021 год, который указывает на привлекательность России для рынков капитала, исходя из дифференциала процентных ставок. Второй вывод, однако, заключается в том, что несмотря на возможное укрепление курса рубля с текущих уровней, карантинные меры спровоцировали структурную слабость его справедливой стоимости: из диапазона 63-70 руб./долл., рассчитанного для 2020 года, она сместилась в диапазон 68-78 руб./\$ на 2021 год, при этом три из четырех использованных моделей указывают на то, что фундаментальный курс будет слабее уровня 70 руб./\$. По этой причине наш ориентир по курсу на конец 2021 г. – это уровень 75 руб./\$. Третье важное наблюдение связано с тем, что подход к оценке на основе нефтяных доходов говорит в пользу возможности более радикального ослабления курса рубля, если Россия не сможет диверсифицировать свой экспорт. Исходя из результатов нашей оценки справедливой стоимости, мы считаем, что курс рубля вряд ли надолго вернется в диапазон 60-70 руб./\$; таким образом, его возможное укрепление до этих уровней следует использовать для увеличения валютной позиции.

Таб. 1: Оценки справедливой стоимости рубля на 2020г и 2021г., руб./\$

	Оценка равновесного курса рубля на 2020г. (от февраля 2020г.)	Оценка равновесного курса на 2021г. (от августа 2020г.)
(1) Доля сырьевого экспорта в ВВП	70	78
(2) Монетарное равновесие	63	70
(3) Сопоставление промпроизводства Россия и США	63	75
(4) Дифференциал процентных ставок	64	68

Источники: ЦБ РФ, Росстат, Bloomberg, Альфа-Банк



## Альфа-Банк Рынок акций

Проспект Академика Сахарова 12  
Москва, Россия 107078  
+7 (495) 795-3712

**Начальник дирекции Ценных бумаг**  
+7 (495) 7857404  
Михаил Грачев  
[mgrachev@alfabank.ru](mailto:mgrachev@alfabank.ru)

**Начальник управления Акции**  
+7 (495) 228 8828  
Константин Шапшаров  
[kshapsharov@alfabank.ru](mailto:kshapsharov@alfabank.ru)

### Аналитический отдел

**+7 (495) 795-3676**

#### Начальник отдела

Борис Красноженов  
[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

#### Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D.  
[norlova@alfabank.ru](mailto:norlova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3677

Анна Киюцевская  
[AKiyutsevskaya@alfabank.ru](mailto:AKiyutsevskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

#### Стратегия

Джон Волш  
[jwalsh@alfabank.ru](mailto:jwalsh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

#### Металлы и горная добыча

Борис Красноженов  
[bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

Юля Толстых  
[yatolstyh@alfabank.ru](mailto:yatolstyh@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Радмир Фаттахов  
[rifattakhov@alfabank.ru](mailto:rifattakhov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

#### Нефть и Газ

Никита Блохин  
[NBlokhin2@alfabank.ru](mailto:NBlokhin2@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

**Торговые операции и продажи (Москва) +7 (495) 223-5500**

#### Международные продажи

Александр Зоров  
[azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина  
[sgolodinkina@alfabank.ru](mailto:sgolodinkina@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7416

#### Торговые операции

Артем Белобров  
[abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7414

#### РЕПО

Вячеслав Савицкий  
[vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)

Олег Морозов  
[omorozov@alfabank.ru](mailto:omorozov@alfabank.ru)  
+7 (495) 783-5101

### Потребительский

Евгений Кипнис  
[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева  
[ooovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ooovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

### Финансы

Евгений Кипнис  
[ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

### TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова  
[akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева  
[ooovorobyeva@alfabank.ru](mailto:ooovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

София Сыроватская  
[SSyrovatskaya@alfabank.ru](mailto:SSyrovatskaya@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

### Перевод

Анна Мартынова  
[amartynova@alfabank.ru](mailto:amartynova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3676

### Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев  
[didorofeev@alfabank.ru](mailto:didorofeev@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

**Альфа Директ +7 (495) 795-3680**

#### Директор

Сергей Рыбаков  
[srybakov@alfabank.ru](mailto:srybakov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680

#### Аналитический отдел

Алан Казиев  
[akaziev@alfabank.ru](mailto:akaziev@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8568)

Елизавета Наумова  
[enaumova@alfabank.ru](mailto:enaumova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3680 (доб. 8806)

#### Продажи

Ирина Фадеева  
[ikfadeeva@alfabank.ru](mailto:ikfadeeva@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 8328)

Валерий Кремнев  
[vkremnev@alfabank.ru](mailto:vkremnev@alfabank.ru)  
+7 (499) 215-9009

Ольга Бабина  
[obabina@alfabank.ru](mailto:obabina@alfabank.ru)  
+7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2020 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами, и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.