



5 апреля 2021 г.

Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист
(+7 495) 795-3677

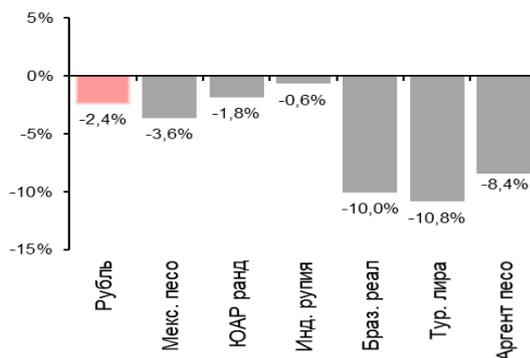
Курс рубля

Обновленный расчет равновесного курса не принес хороших новостей

Динамика курса рубля в 1K21 соответствовала нашему осторожному прогнозу, однако оказалась хуже ожиданий рынка из-за сочетания экономических факторов (сильное ускорение инфляции) и неэкономических компонент (протесты в поддержку А. Навального и усиление санкционного риска). Диапазон справедливой стоимости рубля на 2021 г. расширился с 68-78 руб./\$ до 66-80 руб./\$, однако интервал двух основных моделей сместился от 70-75 руб./\$ к 70-80 руб./\$, указывая на формирование некоторого дополнительного потенциала для ослабления курса. Мы по-прежнему считаем, что начало лета (когда могут смягчиться ограничения на зарубежные поездки) и конец года (когда ФРС может перейти к ужесточению риторики) выглядят неблагоприятными периодами для курса рубля; в результате мы немного понизили наш ориентир по курсу рубля на конец года до 76 руб./долл.

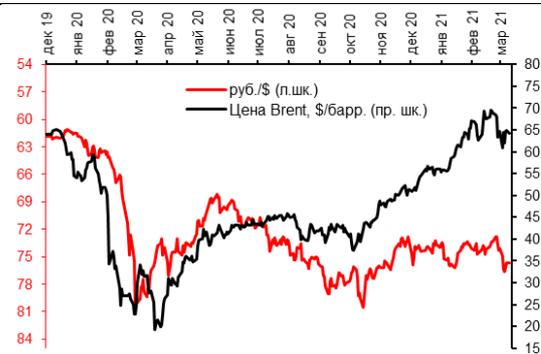
Динамика курса рубля в 1K21 разочаровала ожидания рынка: Восстановление роста мировой экономики и связанное с этим ускорение роста цен на сырьевых рынках сформировали позитивный взгляд на курс рубля в 1K21; в отличие от ряда СФР (стран развивающихся рынков), уязвимых к турбулентности на долговых рынках, российские активы воспринимались инвесторами как занимающие относительно комфортное положение. Ослабление номинального курса рубля на 17% в 2020 г. также стало фактором привлекательности российской валюты с учетом того, что часть стран в прошлом году продемонстрировала более существенное ослабление курсов (страны Латинской Америки и Турция), в то время как другим (Индия, ЮАР и Мексика) удалось сохранить стабильность своих валют. Тем не менее, динамика курса рубля в 1K21 была далека от впечатляющей. Отчасти это связано с общей слабостью конъюнктуры развивающихся рынков (см Рис. 1), отчасти, сказались и внутренние факторы: хотя средняя цена на нефть достигла 61\$/барр. в 1K21, то есть почти соответствовала среднему уровню 60\$/барр. за 2M20, в 1K21 курс рубля в среднем составлял 74 руб./\$, хотя за 2M20 он в среднем торговался около 63 руб./долл. (см Рис. 2).

Рис. 1. Динамика валют СФР в 1K21, % с 31 дек 2020 г.



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 2. Курс рубля и цены на нефть



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рост инфляционного давления, возобновление опасений по поводу протестов и угроза экономических санкций были негативными факторами для курса в 1K21: Мы считаем, что слабая динамика курса рубля в 1K21 была вызвана несколькими факторами. Во-первых, негативно сказалось быстрое ускорение инфляции с 4% г/г в октябре 2020 до 5,8% г/г в марте 2021, что заставило ЦБ изменить свою риторику и начать повышение ключевой процентной ставки уже 19 марта 2021. В итоге взгляд рынка на динамику ставки на конец года сейчас предусматривает ее возврат к 5,0-5,5%, что указывает на то, что давление на российский долговой рынок сохранится; так как продовольственная инфляция не показывает признаков замедления, и опасения по поводу продовольственной инфляции обретают мировой масштаб, жесткая риторика ЦБ, вероятно, сохранится надолго. Во-вторых, в феврале неожиданно вернулись на повестку дня риски протестов в России; учитывая, что в сентябре 2021 пройдут выборы в Думу, рынок продолжит обращать внимание на внутривнутриполитическую повестку, даже если вероятность новых протестов пока не выглядит высокой. Наконец, третий момент заключается в том, что если первоначально рынок рассчитывал, что санкции со стороны США будут исключительно персональными, то сейчас растет обеспокоенность по поводу экономических санкций. Ожидания, что администрация Байдена не будет уделять значительное внимание российско-американской повестке и предпочтет сфокусироваться на других направлениях, также не сбылись. Эти факторы, проявившиеся в 1K21, по всей видимости, будут формировать повестку на весь 2021 год, негативно воздействуя на курс.

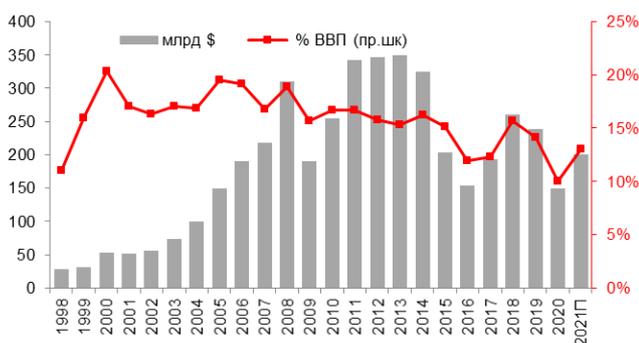
Аналитический отдел research@alfabank.ru

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 данного отчета.

Курс рубля торгуется в рамках диапазона справедливой стоимости, который мы оценивали в 68-78 руб./\$ на 2021 г.: Хотя динамика рубля в 1К21 оказалась хуже ожиданий, курс торгуется в рамках рассчитанного нами диапазона справедливой стоимости 68-78 руб./\$ (см наш обзор “Курс рубля: Прогноз справедливой стоимости рубля на 2021 г. говорит не в пользу укрепления” от 12 августа 2020 г.). Показательно, правда, что в среднем значения тяготеют к верхней границе интервала. Это может отражать описанное ранее сочетание геополитических и экономических рисков, проявившихся в 1К21, однако нельзя исключать и смещение расчётных значений фундаментального курса, которые требуют обновления. Напомним, что в своих расчетах мы используем 4 модели расчета справедливой стоимости, которые исходят из: 1) доли сырьевого экспорта в российском ВВП; 2) модели монетарного равновесия; 3) дифференциала промппроизводства; 4) дифференциала процентных ставок.

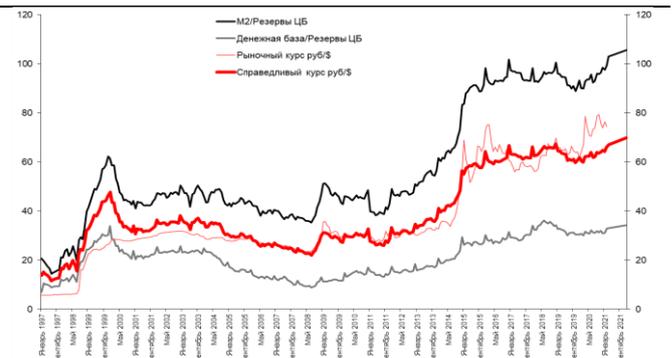
Значение равновесного курса рубля, рассчитанного исходя из доли сырьевого экспорта в ВВП, немного укрепилось и сейчас составляет 76 руб./\$ в 2021: Первый из четырех подходов, которые мы использовали для определения равновесной стоимости рубля, основывается на оценке доли сырьевого экспорта в ВВП. Исторически доля сырьевого экспорта в ВВП была очень устойчивой: с начала 2000 г. она в среднем составляла 16% ВВП, однако учитывая рост опасений по поводу соблюдения ESG-стандартов, а также рост спроса на альтернативные виды топлива, мы склоняемся к понижению долгосрочного ориентира до 13%, что соответствует среднему значению этого показателя за последние 5 лет (см Рис. 3). При использовании в качестве равновесного уровня это значение, наша предыдущая оценка справедливой стоимости рубля составляла 78 руб./\$ на 2021; однако сейчас, с учетом более быстрого восстановления нефтяного рынка и снижения важности ограничений по добыче в рамках сделки ОПЕК+, результат оценки курса на основе этого подхода показывает уровень 76 руб./\$.

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



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Рис. 4. Денежная масса/резервы ЦБ, фактическая и справедливая стоимость, руб./\$



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Оценка по монетарному подходу говорит в пользу неизменного курса рубля на уровне 70 руб./\$: Второй подход для определения справедливой стоимости рубля, который также косвенно отражает динамику цен на нефть, опирается на сравнение 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 (см Рис. 4). Ранее этот подход указывал на справедливую стоимость рубля на уровне 70 руб./\$ на 2021 г., и сейчас она не изменилась. В основе этой оценки лежит сценарий умеренного роста денежной массы на 7% г/г в 2021 г., что соответствует ожиданиям ужесточения бюджетной политики через сокращение бюджетных расходов на 5% г/г и ожиданиям слабого роста розничных депозитов с учетом сохранения интереса населения к финансовым рынкам; кроме того, мы исходим из того, что Минфин приобретает порядка \$20 млрд на валютном рынке в рамках бюджетного правила, что, на наш взгляд, выглядит реалистичным с учетом покупки \$4 млрд в 1К21.

Подход на основе сравнения динамики промппроизводства в США и России дает оценку равновесного курса на уровне 80 руб./\$ против ранее полученных 75 руб./\$: Сильное смещение оценки равновесного курса рубля происходит в рамках модели, в основе которой лежит дифференциал промппроизводства. Тогда как ранее этот расчет давал ориентир справедливой стоимости рубля на уровне 75 руб./\$, сейчас он указывает на потенциал ослабления курса до 80 руб./\$, что объясняется двумя факторами. Во-первых, значительное бюджетное стимулирование в США приводит к повышению прогнозов роста, и в данный момент рост ВВП США на 2021 г. ожидается на уровне 6,5%, по оценкам ФРС, в то время как амбициозный ориентир по росту российского ВВП от ЦБ РФ составляет 3,0-4,0%. Во-вторых, конкурентоспособность российской экономики пострадала из-за недавнего скачка инфляции, и ослабление курса рубля выглядит необходимым компенсаторным механизмом для ее восстановления. Таким образом, этот подход говорит об ухудшении перспектив динамики курса рубля, проявившемся в последние кварталы.

Равновесная стоимость рубля составляет 66 руб./\$ через паритет процентных ставок: Наш четвертый способ оценки равновесного курса рубля основывается на анализе паритета процентных ставок. Логика этого индикатора указывает на то, что чем шире дифференциал реальных ставок, тем сильнее должен быть курс 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. Первоначально мы ожидали, что к концу 2021 года дифференциал реальных ставок не превысит 2%, и с учетом этого факта модель позволяла оценивать равновесный курс рубля на уровне 68 руб./\$. Однако теперь, учитывая более жесткую риторику ЦБ, можно предполагать, что дифференциал реальных ставок будет находиться на уровне 3% к концу этого года и, следовательно, справедливая стоимость рубля скорее составит 66 руб./\$. Следует, однако, помнить, что хотя ФРС не планирует менять свою процентную ставку в течение длительного времени, доходности КО США значительно выросли с конца прошлого года; в результате, равновесная стоимость рубля с учетом дифференциала рыночных ставок не показывает дополнительного потенциала укрепления, и по этой причине мы не склонны воспринимать оценку 66 руб./\$ как серьезный сигнал для разворота рынка,

Диапазон справедливой стоимости рубля по результатам четырех подходов к оценке сместился от 70-75 руб./\$ к 70-80 руб./\$ на 2021 г.: Исходя из результатов четырех подходов к оценке курса рубля, за последние кварталы произошло смещение диапазона справедливой стоимости от 68-78 руб./\$ к 66-80 руб./\$. На первый взгляд, это движение не является существенным, учитывая, что среднее значение обоих диапазонов находится на уровне 73 руб./\$. Тем не менее, из четырех моделей две, а именно, оценка курса через долю экспорта в ВВП, и оценка через дифференциал процентных ставок, не могут дать четкого сигнала на разворот рынка: отношение сырьевого экспорта к ВВП оценивается с использованием только годовых данных, тогда как оценка на основе дифференциала процентных ставок важна в случае значительной доли иностранного капитала в локальном финансовом рынке, что трудно считать релевантным для рынка РФ, где доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляет лишь 23%. Две основные модели (на основе дифференциала промпроизводства и на основе монетарного подхода) являются более чувствительными к оперативной статистике и, таким образом, быстро отражают экономические изменения, важные для валютного рынка: прогноз по этим двум моделям оценки сместился от 70-75 руб./\$ к 70-80 руб./\$ (см таблицу), подтверждая, что фундаментальные перспективы курса рубля с прошлого лета несколько ухудшились. В ответ на смещение диапазона справедливой стоимости мы немного понизили свой ориентир по курсу рубля на конец 2021 года с 75 руб./долл. до 76 руб./долл.

Оценки справедливой стоимости рубля к доллару на 2020 и 2021 (руб./\$)

	Оценка стоимости от февраля 2020 (на 2020)	Оценка стоимости от августа 2020 (на 2021)	Оценка стоимости от апреля 2021 (на 2021)
Доля нефтяного экспорта в ВВП	70	78	76
Монетарное равновесие	63	70	70
Рост промпроизводства Россия к США	63	75	80
Дифференциал процентных ставок	64	68	66

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

Санкционная тема в центре повестки 2К21, внимание к ФРС – ближе к концу года: Учитывая результаты оценок справедливой стоимости курса рубля на основе четырех подходов, мы сохраняем осторожный прогноз по курсу рубля на этот год. В повестке 2К21, как мы ожидаем, будут преобладать санкционные опасения: исходя из опыта предыдущего квартала, мы сомневаемся в том, что США введут санкции в ближайшее время, однако рынок, вероятно, по-прежнему будет сильно реагировать на санкционные новости. Наименее благоприятным моментом выглядит начало летнего сезона, когда возможное смягчение ограничений на международные путешествия и поездки может совпасть с усилением санкционных рисков, вызвав ослабление курса рубля от текущего уровня. На ландшафт 2П21, на наш взгляд, будут оказывать влияние опасения, связанные с ужесточением политики ФРС: тот факт, что к этому времени ЦБ уже может довести ставку до уровня 5,0%, говорит о том, что дальнейшая адаптация российского рынка к глобальной конъюнктуре будет в большей степени происходить через механизм обменного курса, а не через механизм ставки. Что касается внутривнутрироссийской повестки, здесь особого внимания заслуживает курс правительства на бюджетную консолидацию: именно жесткость бюджетной политики является залогом сохранения курса в диапазоне 70-80 руб./\$. Однако существенный риск в будущем связан с тем, что из-за отставания российского экономического роста от роста мировой экономики российское правительство может быть вынуждено увеличить свои расходы, которые, в отличие от стимулов в развитых экономиках, приведут к ускорению оттока капитала. С другой стороны, эти риски выходят за рамки 2021 и будут учитываться при формировании прогнозов на 2022.

Контакты/Дисклеймер

Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27
+7 (495) 795-3712

Москва, Россия 107078
795-3712

Начальник дирекции Ценных бумаг
+7 (495) 7857404

Михаил Грачев
mgrachev@alfabank.ru

Начальник управления Акции
+7 (495) 228 8828

Константин Шашаров
kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел

Начальник отдела

Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

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

Анна Киюцевская
AKiyutsevskaya@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 30711)

Стратегия

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

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

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

Радмир Фаттахов

rifattakhov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

Нефть и Газ

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

Торговые операции и продажи (Москва)

Международные продажи

Александр Зоров
azorov@alfabank.ru
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина
sgolodinkina@alfabank.ru
+7 (495) 785-7416

Торговые операции

Артем Белобров
abelobrov@alfabank.ru
+7 (495) 785-7414

Потребительский

Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова
akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Перевод

Анна Мартынова
amartynova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3676

Спец. по данным/Аналитик

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

РЕПО

Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru
+7 (495) 783-5101

Олег Морозов
omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Альфа Директ

4886 +7 (495) 786-

© Альфа-Банк, 2021 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 публичных 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.