

ПАРА USD/RUB ОТСТУПИТ ДО 90 И НИЖЕ

20 октября 2023

Основной вывод

Мы ждем значительного укрепления рубля против доллара в период с октябрьских налоговых выплат и до конца декабря. В это время рубль может в определенные моменты укрепляться до уровней ниже 90 и достигать отметки 85 за доллар. Однако наиболее долгосрочный диапазон уже с начала 2024 г. будет составлять 90-95 руб. за доллар (возможно, чуть ниже). **Следовательно, при текущем курсе (более 95 руб. за доллар) мы рекомендуем продавать пару USD/RUB, пока она не достигнет уровней ниже 90, а затем формировать новые длинные позиции.** Ожидаемый нами долгосрочный диапазон обусловлен санкционными ограничениями и геополитическими факторами. Мы также учитываем комментарии президента РФ о том, что долгосрочный курс рубля для бюджета должен быть «чуть-чуть пониже», чем сейчас. Напомним, что 30 октября предстоят большие налоговые выплаты - свыше 2,2 трлн руб. (рекордный объем в этом году). Половина этих выплат придется на НДС, который, по оценке Reuters, составит около 1,14 трлн руб. (с учетом поправок по демпферу в Налоговом кодексе). Сумму всех налоговых поступлений от нефтегазового сектора в октябре Reuters оценивает в 1,6 трлн руб. против 0,74 трлн руб. в сентябре. Кроме того, до конца октября ожидаются выплаты промежуточных дивидендов в размере 256 млрд руб.

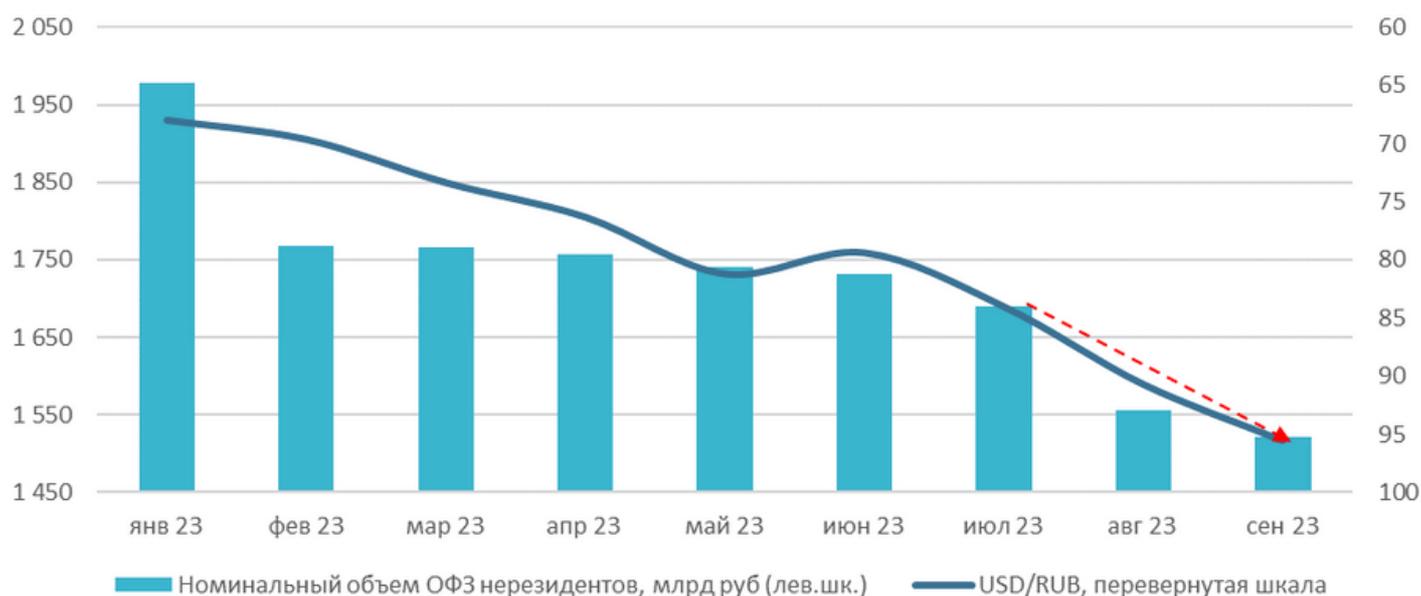
Что произошло?

Волатильность рубля как следствие оттока капитала: С начала июня 2023 г. пара USD/RUB – одна из трех самых волатильных среди валютных пар G20 после турецкой лиры и аргентинского песо. С начала года пара USD/RUB выросла на 34%, а на пике рост составлял более 40%. Основная причина ослабления рубля – отток капитала. Это, в частности, было отражено в рекордных темпах роста кредитования в рублях. Эти рублевые средства в дальнейшем переводились в финансовые организации в дружественных странах для последующей конвертации в иностранную валюту. Полученная валюта использовалась для выкупа активов у нерезидентов из недружественных стран, или просто для вывода капитала.

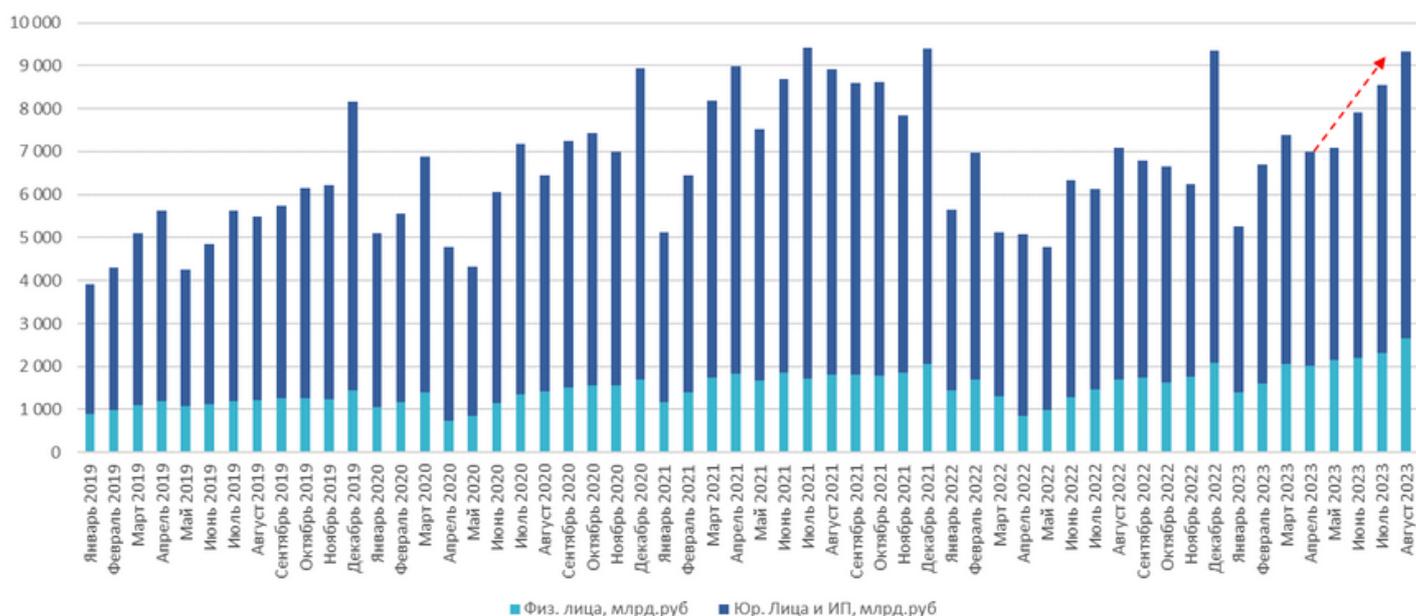
Сотни миллиардов рублей на выкуп активов. Согласно статистике ЦБ, суммарный объем кредитов, выданных юридическим лицам, включая ИП, а также физлицам, за август составил 9,3 трлн руб., а общая сумма задолженности достигла рекордных 60,3 трлн руб. Приведенный ниже график показывает, что темпы роста кредитования юрлиц и ИП были рекордными в период с мая по август 2023 г.

Публичные активы на выкуп у нерезидентов – это в основном рублевые ОФЗ. По данным ЦБ, основное сокращение доли нерезидентов в ОФЗ наблюдалось с июня по август: в этот период она снизилась на 200 млрд руб. (более \$2 млрд) и составила чуть меньше 8% (1,5 трлн руб., или \$15,9 млрд), тогда как в феврале 2022 г. (до начала СВО) достигала 20%. Другие популярные категории активов для выкупа – акции на счетах «С», депозитарные расписки и еврооблигации.

Отток капитала через ОФЗ и влияние на курс



Рекордные темпы рублевых заимствований



Источник: ЦБРФ

ЦБ пригрозил отозвать лицензии брокеров за вывод замороженных активов. Банк России 11 августа ЦБ провел встречу с ведущими локальными брокерами, в ходе которой пригрозил жесткими мерами за сделки с российскими активами в евроклизе у недружественных нерезидентов и за схемы по выводу замороженных активов нерезидентов. После этого активность локальных брокеров по покупке российских активов в Euroclear резко снизилась, и многие из них прекратили такие сделки. Эта тенденция укрепилась после публикации указа президента РФ № 665 «О временном порядке исполнения перед резидентами и иностранными кредиторами государственных долговых обязательств Российской Федерации, выраженных в государственных ценных бумагах, номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, и иных обязательств по иностранным ценным бумагам». Этот документ также вносит торговые ограничения относительно суверенного долга РФ.

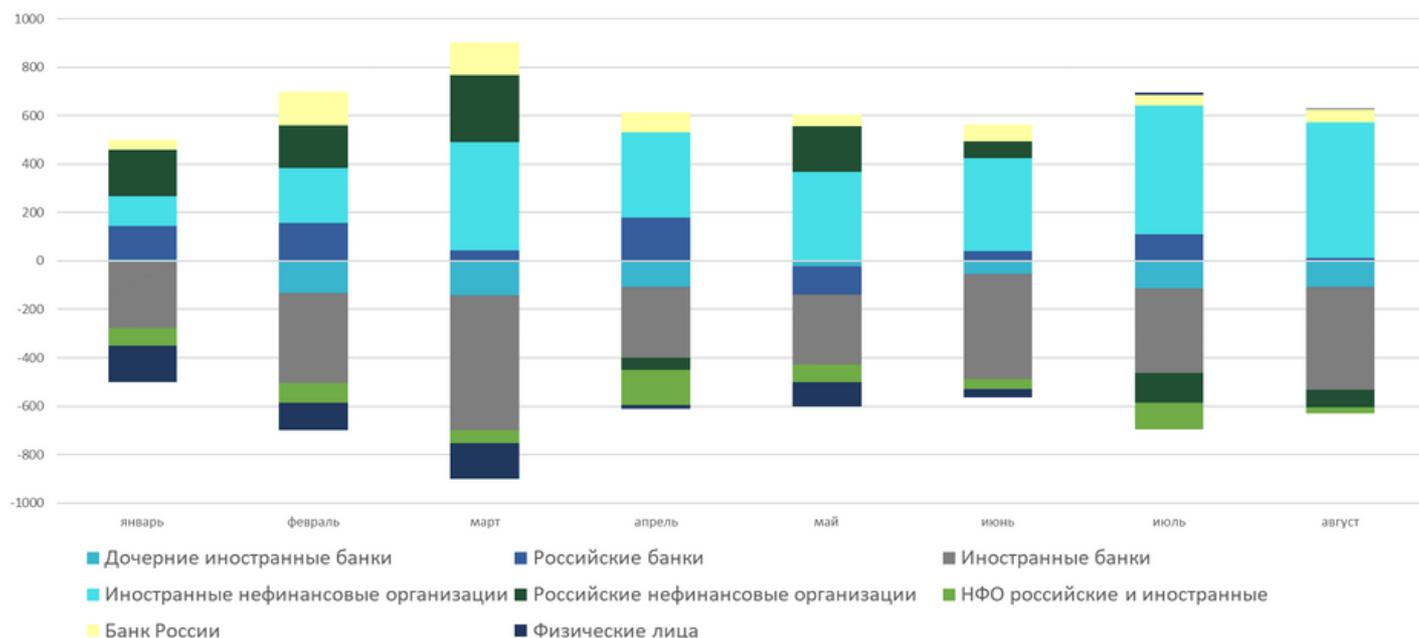
Непубличные активы на выкуп у нерезидентов – это в основном доли в нефтегазовых сделках после согласования с администрацией президента. Пример такой сделки – выкуп доли Shell в СПГ-проекте «Сахалин-2» компанией НОВАТЭК за 96 млрд руб. Кроме того, РФ может выкупить долю российского бизнеса Яндекса. Возможны и другие сделки: например, продажа 20%-й доли ВР в Роснефти (балансовая стоимость по состоянию на 2021 г. – \$14 млрд), а также в Таас-Юрях Нефтегазодобыче (\$1,5 млрд). Потенциальных активов для продажи достаточно, однако многие инвесторы из недружественных стран предпочитают сохранить свои доли в прибыльном нефтегазовом секторе. Те, кто хотел (например, такие крупные инвесторы как Equinor и Shell), уже продали свои доли ранее.

Отток капитала: механизм и ключевые корпоративные участники

1. Иностранные нефинансовые организации, которые юридически связаны с экспортерами, и зарубежные трейдеры продают валюту за рубли при расчетах за российский экспорт в рублях. Доля их операций в чистых продажах валюты, по данным ЦБ, выросла с 24% в начале года до 89% в августе.
2. Впоследствии эти рубли или новые рублевые средства, полученные в виде кредитов (см. выше), российские нефинансовые организации переводят в дружественные иностранные банки и покупают иностранную валюту (обеспечивая офшорный спрос на валюту) для выкупа активов у недружественных нерезидентов и просто для вывода капитала. В результате иностранные банки, их «дочки» и российские нефинансовые организации с апреля стали активными нетто-покупателями иностранной валюты (в основном «токсичных» доллара США и евро). **На российский рынок попадает только малая часть от общих покупок валюты – не больше 40% от валютной выручки экспортеров, но сейчас будет в два раза больше.**
3. После оплаты за экспорт те рубли, которые не были конвертированы в валюту, возвращаются из иностранных банков в РФ.

В такой ситуации ЦБ и Минфин хотят остановить отток рублей и вернуть валюту в страну (за счет в том числе репатриации валютной выручки), чтобы удовлетворить внутренний спрос на валюту, который в последнее время сократился из-за действий ЦБ и составит примерно \$3,0-3,5 млрд в месяц.

Структура нетто-покупателей (-) и нетто-продавцов (+) токсичной валюты и юаня на биржевом и внебиржевом валютном рынке, млрд. рублей



Источник: ЦБРФ

Реакция властей

После долгих дискуссий между Минфином и ЦБ о целесообразности введения ограничений на движение капитала была введена мера, которая уже продемонстрировала свою эффективность в период с конца 2014 г. по середину 2015 г., когда рубль уже был полностью свободно плавающей валютой, и РФ столкнулась с первыми масштабными санкциями. Российский президент Владимир Путин 11 октября подписал указ «Об осуществлении обязательной продажи выручки в иностранной валюте, получаемой отдельными российскими экспортерами по внешнеторговым договорам». Правительство РФ 13 октября утвердило порядок и объемы обязательной продажи валютной выручки российскими экспортерами, и с 16 октября они вступили в силу. Действие указа распространяется на 43 компании, на долю которых приходится примерно 70% всего российского экспорта, точный список компаний не известен. **Постановление, как и президентский указ, действует до 30 апреля 2024 г.**

Эта группа экспортеров в течение **60 дней с момента получения средств обязана зачислять на свои счета в российских банках не менее 80% всей иностранной валюты в рамках экспортных контрактов. Из этих 80% в течение двух недель они должны продать не менее 90% или 72% экспортной валютной выручки со своих счетов в российских банках но не менее 50% от средств, полученных – независимо от того, в какой валюте – в соответствии с каждым экспортным контрактом, в срок не более 30 дней с момента их получения. Последняя мера вводится, чтобы ограничить перевод этих рублевых средств на офшорные счета с дальнейшей конвертацией в «токсичные» валюты, что было одной из основных причин ослабления рубля.**

Финансовый мониторинг таких операций крайне важен (индикативный план-графиков по покупке и продаже иностранной валюты на внутреннем рынке), так как иностранную валюту можно сразу же выкупить или вывести часть экспорта за контур групп. В любом случае эта мера временная (с конца 2014 г. она действовала около 6 месяцев), и это может способствовать более ответственному соблюдению требований государства. Важные последние дополнения к указу: 1) Требования распространяются на дочерние структуры включенных в указ компаний, в том числе и зарегистрированные за рубежом. 2) В документе зафиксирована возможность для экспортера попросить об исключении, обратившись в подкомиссию правительственной комиссии по иностранным инвестициям.

Сколько валюты продавали экспортеры и сколько будут продавать?

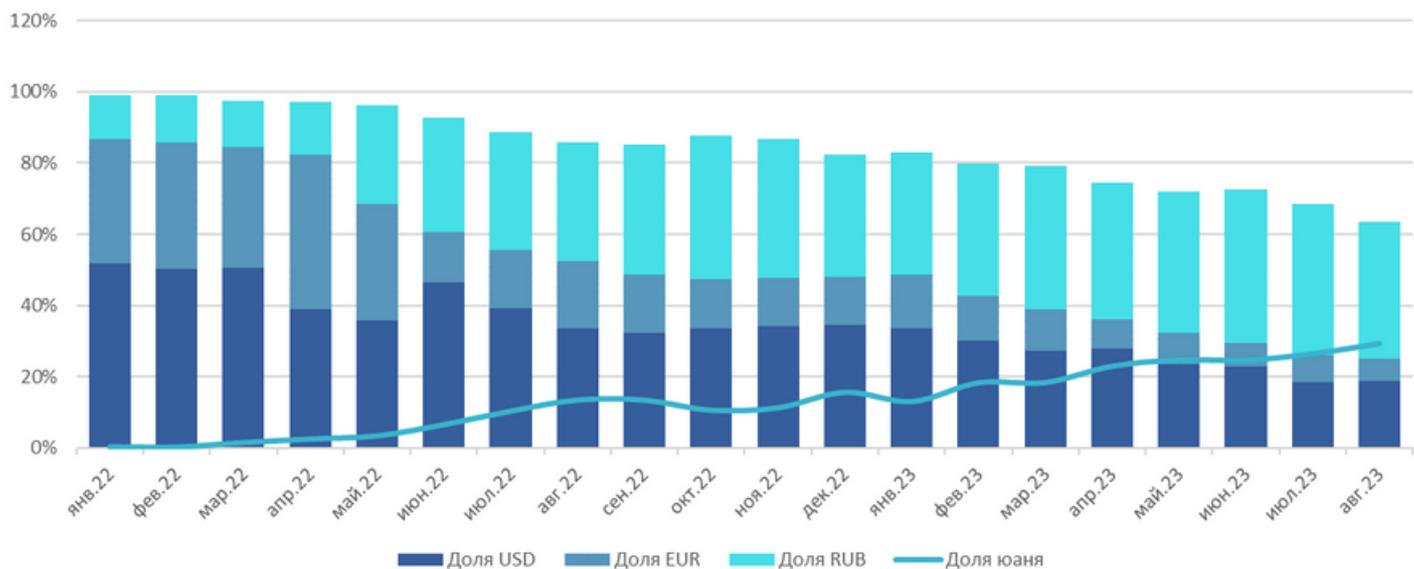
Прежде всего отметим, что структура валютной экспортной выручки в настоящее время кардинально изменилась по сравнению с той, что был в период до начала СВО. **Ранее доля «токсичных» валют в структуре экспортной выручки достигала 85%, а доля рубля составляла 13%.** После начала СВО доля «токсичных» валют упала до 25%, доля китайского юаня выросла с 0% до 29%, а доля рубля – с 13% до 38%. Доля прочих валют дружественных стран в структуре экспортной выручки увеличилась с 1% до 7%. **Таким образом, сейчас экспортеры, по сути, могут продать за рубли только 62% валюты от всей экспортной выручки.** По оценкам ЦБ, экспорт за сентябрь составит \$38,2 млрд исходя из списка 29 компаний. Следовательно, валютная составляющая экспорта – это 62%, или эквивалент \$23,6 млрд в иностранной валюте. **Из них компаниям надо продать как минимум 50% валютных средств исходя из экспортного контракта, или \$12 млрд. Это значит, что к сентябрьским продажам валюты добавится еще \$3 млрд.**

Существует много разных параметров для оценки продаж валюты экспортерами и их влияния на обменный курс. **В рамках указа президента об обязательных продажах валюты важен такой показатель, как чистые продажи валюты относительно валютной выручки (без учета рублей).** В сентябре они уже достигли уровня 72% (см. в разделе «Реакция властей»). При этом продажи валюты относительно экспорта в сентябре составили всего 24% при норме 50% (в 2022 г. этот показатель составлял в среднем 40%).

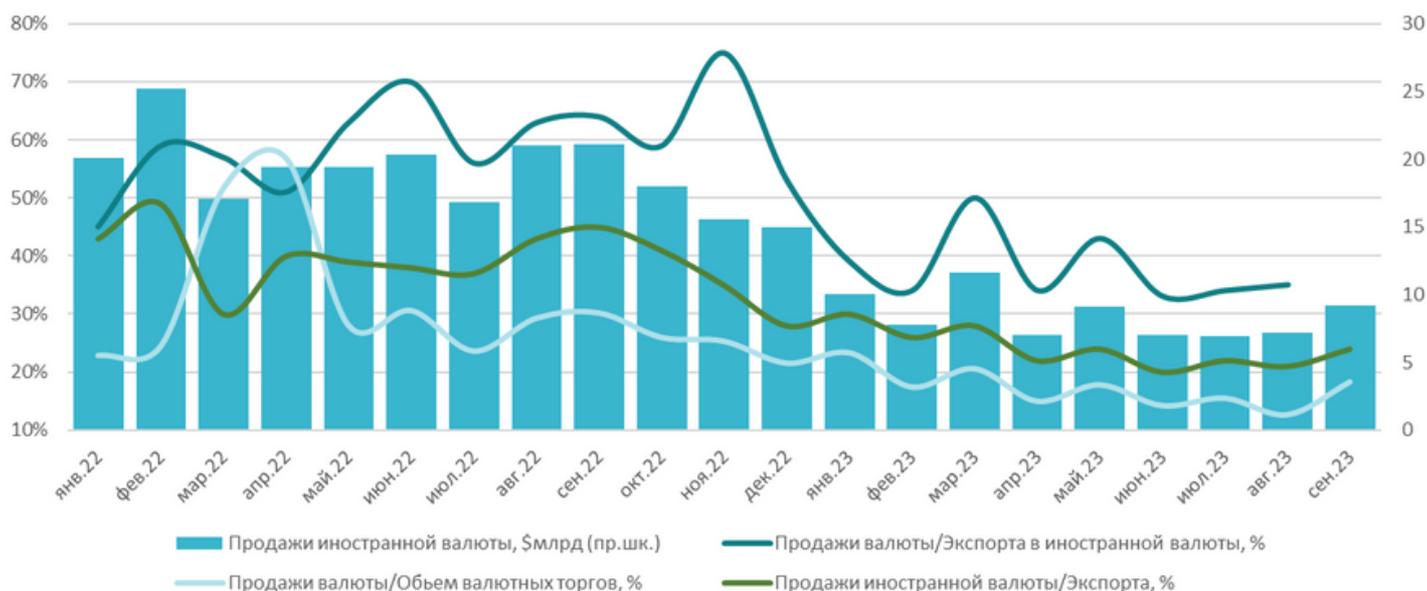
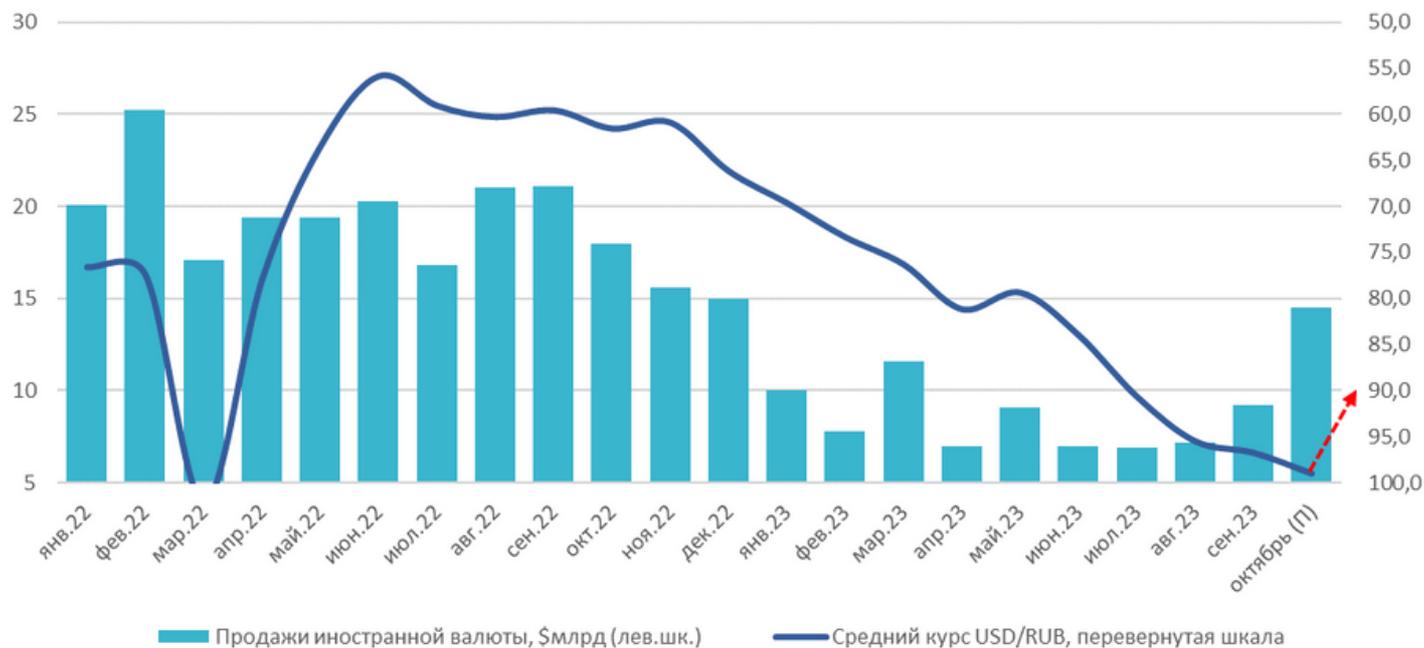
Другой важный индикатор — это продажи валюты относительно объемов торгов. В августе этот показатель был минимальным за период с 2014 г. (13%). По нашим оценкам, в сентябре эта доля выросла до 18%. **Для сравнения, в 2022 г. она в среднем составляла свыше 30%. Отношение чистой валютной выручки крупнейших экспортеров к общему экспорту (без учета рублевых средств) в августе также достигло нового минимума, а в сентябре составило около 50%, тогда как в 2022 г. в среднем превышало 90%.**

В случае увеличения дополнительных продаж валюты значительно вырастут и другие названные ранее показатели, и в результате рубль может укрепиться до 90 за доллар, при условии, что новые объемы будут стабильно реализоваться в рамках октябрьского указа президента РФ.

Структура валютной экспортной выручки РФ



Влияние продажи валюты на курс рубля



Наши комментарии

Необходимы комплексные решения, действующие по принципу «сверху вниз», для поддержания стабильности курса, снижения его волатильности и удержания в адекватном диапазоне.

1. Обязательные продажи валюты и сохранение в объеме свыше \$12 млрд в месяц.
2. Отмена бюджетного правила на покупку валюты или его распределение на более длительный период времени. Также важно существенно повысить цену нефти в расчетах бюджетного правила.
3. Сохранение высокой ключевой ставки ЦБ в диапазоне 15-17% на горизонте до 24 месяцев.
4. Сокращение бюджетных расходов и федеральных заимствований.
5. Снижение импортных пошлин.

Факторы поддержки рубля:

1. Сальдо торгового баланса РФ значительно улучшилось с августа. Эта тенденция продолжится на фоне роста цен на нефть и ожидаемой коррекции импорта (на фоне снижения внутреннего спроса).
2. При сохранении текущих темпов роста экспорта (до \$40 млрд и выше) и сокращении импорта до уровней ниже \$25 млрд валютный рынок, вероятно, стабилизируется, и мы увидим явное укрепление рубля при увеличении доли продаж от экспортной выручки на рынке.
3. Предстоят высокие налоговые выплаты, которые будут рассчитываться исходя из цен на нефть Urals сентябрь. Средняя цена за сентябрь составляет \$83/барр., что в 1,2 раза выше, чем в сентябре 2022 года (\$68,25/барр.).
4. Рекордные налоговые выплаты за октябрь в этом году, где объем нефтегазовых налогов превысит 1,6 трлн рублей и дивиденды свыше 250млрд рублей до конца месяца.
5. Продажи валюты начнутся раньше, чем через 60+14 дней (29 декабря 2023 г.). Масштабные продажи будут наблюдаться уже в преддверии октябрьских и ноябрьских налоговых выплат, они достигнут максимума под конец года, продолжатся в начале 2024 года, а затем курс рубля стабильно останется в диапазоне 90-94 за доллар.

**Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)**

тел.: +7495 21-21-101

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее — Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Передаваемая информация носит конфиденциальный характер, в силу чего не подлежит разглашению и передаче ни в какой форме. Вы принимаете на себя обязательства обращаться с предоставленной информацией как с конфиденциальной, чтобы не допустить несанкционированного разглашения и передачи данной информации

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022