

МАКРОЭКОНОМИКА

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

ПРОГНОЗ ПО КУРСУ USD/RUB ПОВЫШАЕМ, НО В УСИЛЕНИЕ РУБЛЯ В 4К23 ВЕРИМ

Последние недели прошли под знаком очень высокой волатильности рубля. Девальвация, которую мы связываем с целым рядом факторов, подробнее рассматриваемых ниже, вынуждает нас внести коррективы в среднесрочные прогнозы. Мы полагаем, что рубль в середине года уже оттолкнулся от дна, так как видим несколько факторов, которые должны способствовать его усилению. На 4К23 прогнозируем курс USD/RUB в диапазоне 85–90.

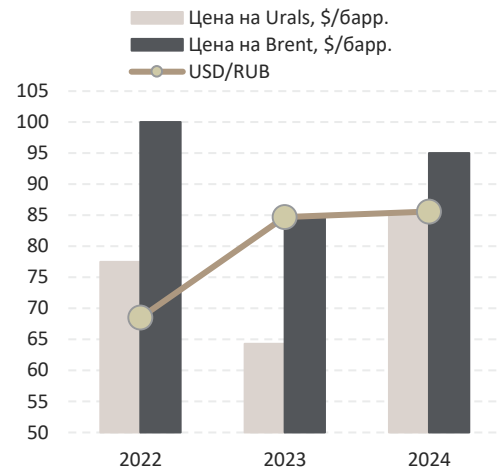
Рубль становится менее зависимым от экспорта в номинальном выражении. Последний остается весьма солидным, несмотря на все внешние ограничения. По данным Банка России, в июне экспорт составил около \$30 млрд, снизившись со среднемесячных по прошлому году \$44 млрд. Доля юаней в экспортных расчетах увеличилась с 7% в среднем в 2022 г. до 25% к концу 1П23, рублей — с 27% до 42% (\$14 млрд в месяц). Все больше сделок заключается с расчетами в российской валюте, и курс рубля все меньше зависит от экспортными потоками. Существенную их часть составляют оплачиваемые в валютах стран-покупателей поставки газа, нефти и сельхозпродукции.

Биржевой и внебиржевой валютный рынок сильно отличаются по структуре. Доля юаня в торгах на МосБирже выросла в июле до рекордных 44,0%. При этом на внебиржевом рынке доля «недружественных» доллара и евро остается стабильно высокой, составив в июле около 70% всего объема сделок, тогда как на юань пришлось 19,2%. Это указывает на по-прежнему большой спрос на доллары и евро, который иногда, если нужны большие суммы, выплескивается и на биржевой рынок тоже, ослабляя рубль. Эта диспропорция указывает на возможность перенести еще какую-то часть внебиржевых операций в торговлю «дружественными» валютами на открытом рынке.

Продажи валютной выручки могут вырасти в связи с увеличением экспорта. По данным ЦБ РФ, экспортеры продолжают продавать валютную выручку в стабильных объемах (в июле — на \$7 млрд). По нашим оценкам, в период с января по июль среднемесячные чистые продажи валюты экспортерами не превышали 55% от среднемесячного экспорта нефти и газа. Отношение нетто-продаж к совокупному экспорту в 1П23 составило всего 24%, и, судя по всему, этого оказалось недостаточно для усиления рубля. Доходы от нефтегазового экспорта к концу года вырастут, по нашему мнению, с текущих \$15 млрд до примерно \$20 млрд в месяц. Учитывая предпринимаемые на официальном уровне шаги, направленные на увеличение продажи валюты экспортерами, мы ожидаем роста валютной ликвидности на рынке примерно в таком же объеме.

Наш прогноз на 4К23 — USD/RUB 85–90. Мы ожидаем укрепления рубля в последнем квартале года, прогнозируя увеличение экспорта (предложения валюты) на фоне снижения импорта (спроса на валюту). Мы видим следующие причины такого развития событий. 1. Рост цен на нефть и сужение дисконта Urals к Brent в условиях дефицита нефти на мировом рынке и ожидаемого в 4К23 обновления максимумов ее потребления. 2. Рост реализации валютной выручки экспортерами (правительству удалось неофициально договориться с ними об увеличении объемов продажи валюты). Оба фактора предполагают увеличение экспорта в номинальном стоимостном выражении. 3. Снижение номинального импорта частным сектором ввиду имевшего место ослабления рубля. 4. Уменьшение объема спекулятивных сделок в связи с планируемым ужесточением регулирования.

ОБНОВЛЕННЫЙ ПРОГНОЗ



Источники: Банк России, ИБ Синара

Сергей Коныгин
Главный экономист

РУБЛЬ СТАНОВИТСЯ МЕНЕЕ ЧУВСТВИТЕЛЬНЫМ К НОМИНАЛЬНОМУ ЭКСПОРТУ

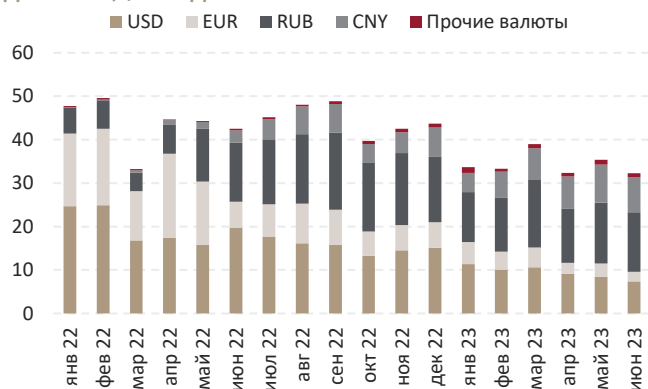
Недавно курс USD/RUB подскочил выше 100, и такая ситуация с национальной валютой привлекла внимание монетарных властей. Банк России организовал внеочередное заседание своего совета директоров, по итогам которого ставку подняли сразу до 12%, выше, чем ожидал рынок. Чтобы вернуть ситуацию под контроль, правительство проводило консультации как с центральным банком, так и с экспортерами, совещались министерства финансов и экономического развития.

Девальвацию рубля мы связываем с воздействием сразу нескольких факторов, которые подробнее рассмотрим далее.

В первую очередь обратим внимание на экспорт, который в номинальном выражении остается весьма солидным, несмотря на все внешние ограничения. По данным Банка России, в июне экспорт составил около \$30 млрд, снизившись со среднемесячных в прошлом году \$44 млрд. Однако куда большую роль играют изменения в валютной структуре этого экспорта. Например, доля юаней в расчетах по нему увеличилась с 7% в среднем в 2022 г. до 25% к концу 1П23, рублей — с 27% до 42% (\$14 млрд в месяц). Таким образом, все больше сделок заключается в российской валюте, а российские экспортеры сейчас получают как никогда много рублей, вследствие чего курс рубля все меньше зависит от экспортных потоков, существенную часть которых формируют оплачиваемые в валютах стран-покупателей поставки газа, нефти и сельхозпродукции. В таких условиях экспорт не оказывает поддержки рублю, несмотря на по-прежнему большие номинальные значения.

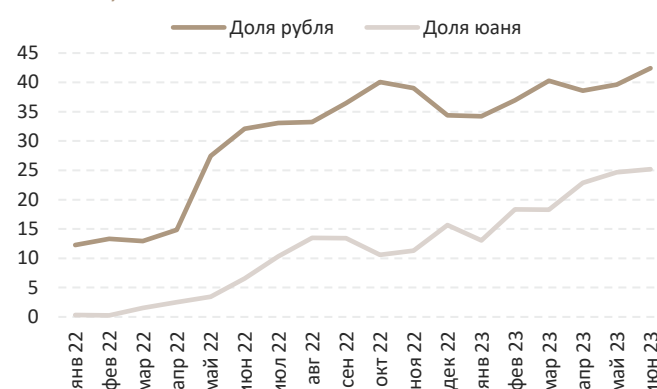
Доля юаня в экспортных расчетах выросла до 25%, доля рубля — до 42%

СТРУКТУРА РАСЧЕТОВ ПО ЭКСПОРТУ В ПЕРЕСЧЕТЕ НА ДОЛЛАРЫ, \$ МЛРД



Источник: Банк России

ДОЛЯ ЭКСПОРТНЫХ ДОХОДОВ В РУБЛЯХ И ЮАНЯХ СИЛЬНО ВЫРОСЛА, %



Источник: Банк России

СТРУКТУРА ТОРГОВ НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ СИЛЬНО ОТЛИЧАЕТСЯ

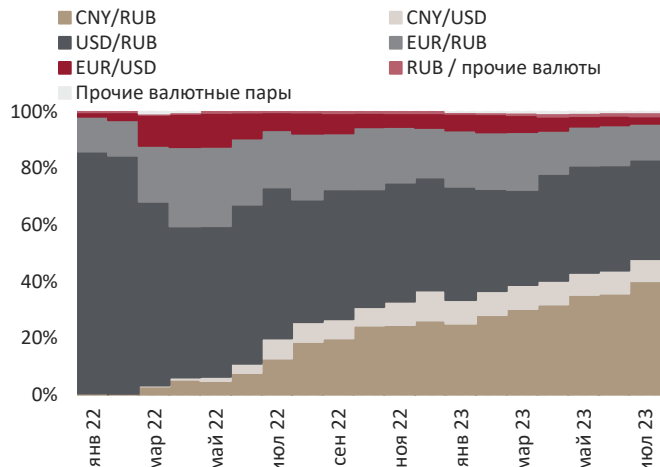
На валютном рынке юань начинает доминировать во всех основных торговых режимах. В паре с китайской валютой в отдельные дни августа наторговывали более чем на 166 млрд руб., с долларом — всего на 122 млрд руб. В июле объем торгов юанем с поставкой «завтра» превысил 2,4 трлн руб. против 1,7 трлн руб. по сделкам с долларом. В структуре валютного рынка валюты «дружественных» стран приобретают все больший вес: доля юаня в торгах на МосБирже выросла с 39,8% в июне до рекордных 44,0% в июле. Доля же «токсичных» валют на биржевом рынке уменьшилась с 58,8% до 54,4%.

Впрочем, на внебиржевом рынке ситуация сильно не изменилась: долларами и евро по-прежнему торгуют куда более активно, чем на биржевом. В секции переговорных сделок доля юаня в июле подросла до 19,2%, тогда как на евро и доллар приходится 70% оборота. Это значит, что российским контрагентам по-прежнему требуются «недружественные» валюты, но покупать доллары и евро они предпочитают на внебиржевом рынке.

Доля юаня в торгах на МосБирже выросла в июле до 44,0%. На внебиржевом рынке на евро и доллары по-прежнему приходится до 70% оборота

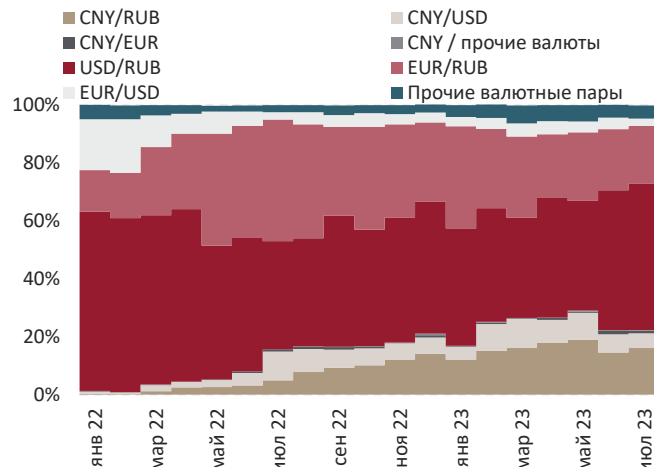
Курс рубля остается под давлением ввиду до сих пор высокого спроса на «недружественные» валюты на внебиржевом рынке. Иногда, если необходимы большие суммы под сделки, этот спрос вытесняется на биржевой рынок. Диспропорция между внебиржевым и биржевым рынком свидетельствует о возможности перевести еще какую-то часть в торговлю «дружественными» валютами на открытом рынке, что стало бы позитивным для рубля фактором.

ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ



Источник: Банк России

ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ВНЕБИРЖЕВОГО РЫНКА



Источник: Банк России

ПРОДАЖИ ВАЛЮТЫ МОГУТ ВЫРАСТИ ЗА СЧЕТ ЭКСПОРТА

По данным ЦБ РФ, экспортеры продолжают продавать валютную выручку стабильными объемами, в июле — на \$7 млрд. Отношение чистой реализации валюты к валютной выручке крупнейших экспортеров (то есть без учета их доходов в рублях) составило в июне 84% (за май — 88%).

По нашим оценкам, в период с января по июль 2023 г. среднемесячный объем чистых продаж валюты экспортерами составлял лишь 55% от среднемесячного экспорта (\$8 млрд к \$14,6 млрд). В среднем экспорт в стоимостном выражении в 1П23 составлял \$34 млрд в месяц, а отношение продаж валюты к экспорту за этот же период — всего 24%, и, судя по всему, реализации валюты оказалось недостаточно для укрепления рубля.

По нашим оценкам, нефтегазовый экспорт вырастет к концу года с \$15 млрд до примерно \$20 млрд в месяц. Учитывая принимаемые на официальном уровне и направленные на увеличение продажи валюты экспортерами меры, ожидаем соразмерного роста валютной ликвидности.

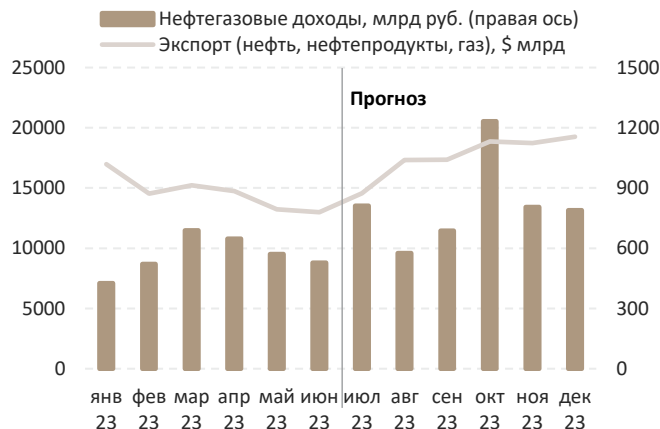
В период с января по июль 2023 г. среднемесячный объем чистых продаж валюты экспортерами составлял лишь 55% от среднемесячной валютной выручки от экспорта нефти и газа

ПО ОТНОШЕНИЮ К ЭКСПОРТНЫМ ДОХОДАМ ДОЛЯ ПРОДАЖ ВАЛЮТНОЙ ВЫРУЧКИ НЕВЕЛИКА



Источники: Банк России, Минфин России

НЕФТЕГАЗОВЫЕ ДОХОДЫ И ЭКСПОРТ ВЫРАСТУТ



Источники: Банк России, Минфин России

НАШ ПРОГНОЗ НА 4К23 — USD/RUB 85–90

Мы прогнозируем как увеличение предложения валюты в экономике за счет экспорта, так и снижение спроса на валюту ввиду замедления роста импорта. Мы видим следующие причины такого развития событий.

- 1. Рост цен на нефть и сужение дисконта Urals к Brent.** В условиях дефицита нефти на мировом рынке и ожидаемого в 4К23 роста ее потребления мы прогнозируем на 4К23 среднюю цену Brent в \$96/барр. и \$85/барр. за весь год. Дисконт Urals к Brent с начала года уменьшился значительно, чем мы предполагали: сейчас он составляет менее \$14/барр., притом что в январе-феврале достигал \$34/барр., а в среднем по году ожидаем \$21/барр.
- 2. Рост реализации валютной выручки экспортерами.** Правительству удалось на неофициальном уровне договориться с экспортерами об увеличении объемов продажи валюты. В первую очередь это касается компаний не из энергетического сектора, поскольку в основном выручку в страну не возвращали производители удобрений. Представители бизнеса в целом согласились продавать больше валюты. Если же этого не произойдет, государство сделает, на наш взгляд, продажу валютной экспортной выручки обязательной, тем самым увеличив отношение продаж валюты к экспорту.
- 3. Падение импорта.** В целом объемы импорта определяются валютным курсом. При слабом рубле (курсе USD/RUB выше 90) частные импортеры сворачивают деятельность, ведь она становится экономически невыгодной. Спрос на валюту со стороны таких клиентов снижается.
- 4. Уменьшение объема спекулятивных сделок.** Правительство сообщило, что планирует ввести меры, сдерживающие спекулятивный спрос на валюту. Это может снизить внутридневную волатильность, сделав спекулятивные операции менее прибыльными. Снизится также спрос на валюту со стороны спекулянтов, осуществляющих короткие продажи.

Таким образом, мы ожидаем увеличения экспорта (предложения валюты) на фоне снижения импорта (спроса на валюту). Рубль в таком случае усилится по сравнению с текущими уровнями, и на 4К23 мы прогнозируем курс USD/RUB в диапазоне 85–90.

Мы ожидаем увеличения экспорта (предложения валюты) на фоне снижения импорта (спроса на валюту), что поможет рублю укрепиться в 4К23

Аналитический департамент

Sinar_Research@sinar-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinar-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinar-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinar-finance.ru

Александр Гайда

GaidaAS@sinar-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinar-finance.ru

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinar-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinar-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinar-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinar-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinar-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinar-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinar-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinar-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinar-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinar-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinar-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinar-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinar-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinar-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinar-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinar-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinar-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinar-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т.ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т.ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательности в будущем.

Иностранцы финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является offer, предложение делать offer. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сергея Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Группа Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТГК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «МММК», ПАО «Мечел», ПАО «ММК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Флокс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефт».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположения: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидается доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозной дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, усредненная по рейтингу «покупать», если не превышает, оставшаяся положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продавать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○ (низкая), ●○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.