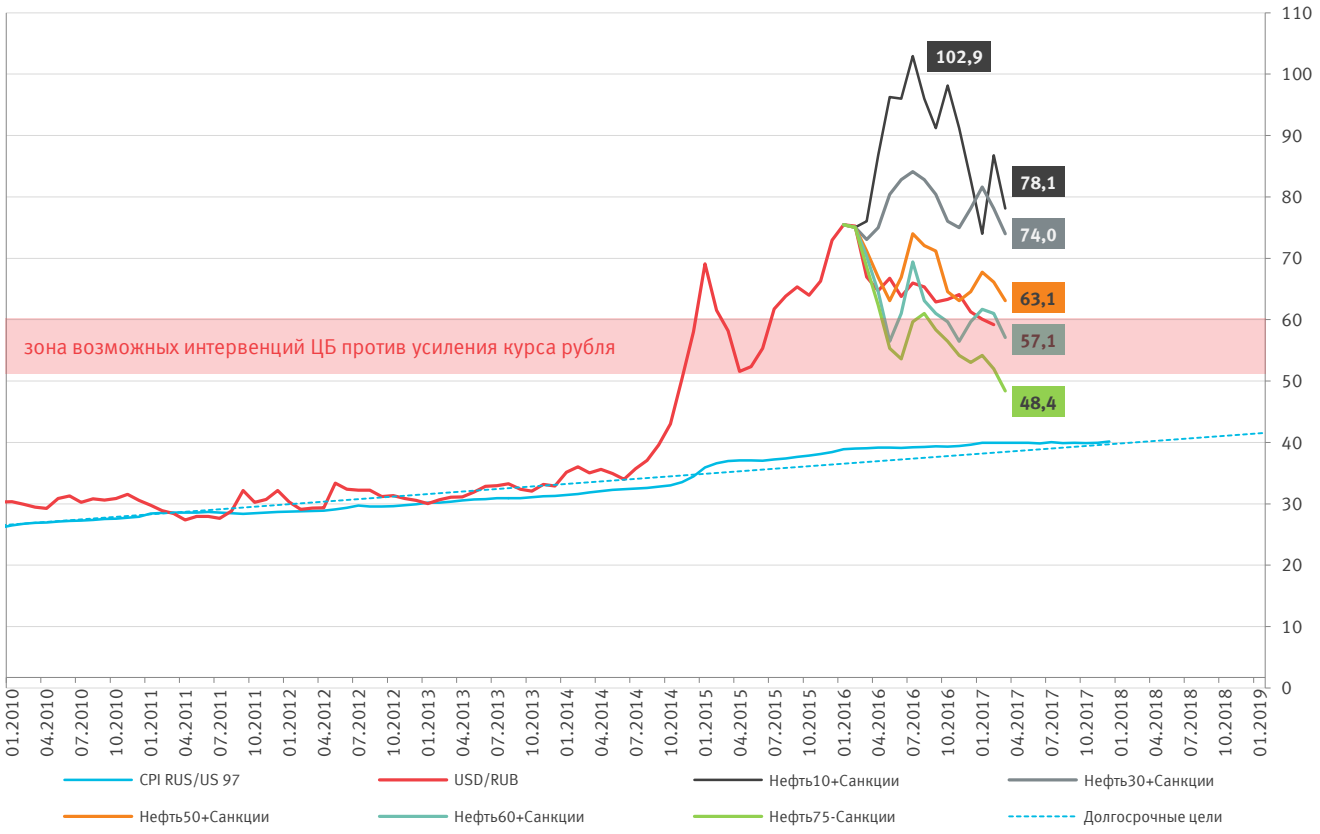
В начале прошлого года мы в очередной раз перестраивали возможные сценарии движения курса рубля к доллару в зависимости от изменения основных факторов, влияющих на российскую валюту (28.03.16 «Рубль – Сценарии 2016»). Сегодня мы в вновь оцениваем реализацию наших прошлогодних сценариев изменения курса рубля и задаем новые ориентиры на год вперед.

Разбор полётов. Исполнение прогнозов 2016 года

Наиболее вероятным сценарием в начале прошлого года нам виделся «сценарий ретеста», предусматривающий цену на нефть Brent в конце 2016 года в районе 50 долларов за баррель и сохранение финансовых санкций против российских госкомпаний и госбанков. При этом в качестве второго по вероятности сценария мы рассматривали «сценарий восстановления рынка», при котором цена на нефть к концу года поднималась бы до 60 долларов за баррель. Сейчас **по факту можно говорить о том, что мы адекватно оценили возможности рынка** – цена нефти Brent на конец года составила 56,8 долларов, хотя еще в январе 2016 она падала ниже 28 долларов. А **курс рубля к доллару вышел в целевой диапазон 57,1-63,1**. Также стоит отметить, что указанная нами зона возможных интервенций против укрепления по факту сработала – после прохождения курса USD/RUB ниже уровня 60 в последние недели Банк России заявил о чрезмерном укреплении рубля, а Минфин начал интервенций против национальной валюты с 7 февраля.

Прогнозные сценарии динамики курса USD/RUB начала 2016 года (значения на конец месяца) и фактический курс рубля

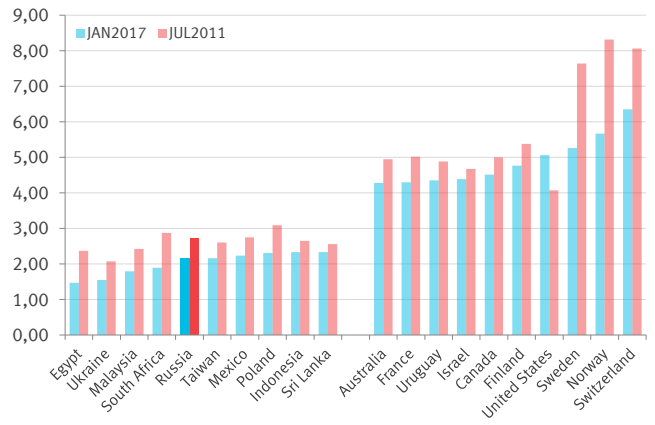


Российская экономика и курс рубля в 2016 году

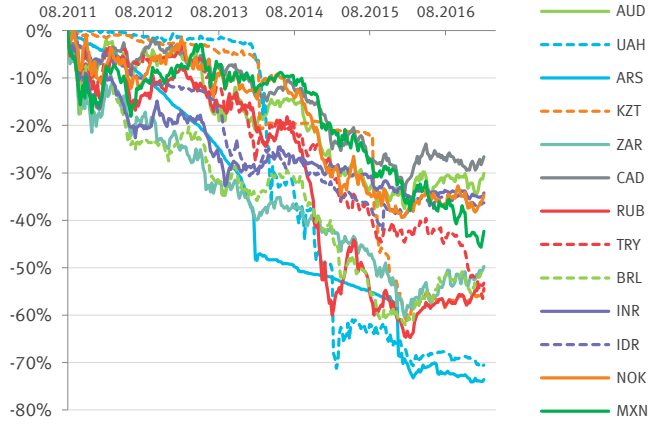
Прошлый год оказался первым за последние шесть лет, в котором рубль уверенно продемонстрировал свою силу. Если в начале 2016 года мы слышали апокалиптичные предсказания ряда экспертов о неизбежном росте пары USD/RUB в район 120-140, то к концу года все эти предсказания куда-то испарились. При этом если еще в январе цены одного Биг Мака в России и Украине были самыми низкими в мире, то уже в январе 2017 года Россия поднялась в рейтинге Биг Мака, обогнав Египет, Малайзию и Южную Африку. При этом ВВП по обменному курсу по итогам 2016 года по-прежнему составляет лишь низкие 35,5% от ВВП по паритету покупательной способности (ППП). Эти **цифры говорят о теоретически сильной недооценке российской национальной валюты, хотя надо понимать, что из-за структурных особенностей экономик развивающихся стран, такие дисбалансы могут сохраняться длительное время**.

Российская экономика в 2016 году показала первый год замедления спада. По факту максимальные темпы падения ВВП пришлись на 2-й квартал 2015 года, а фондовые активы начали рост традиционно заранее, с кризисного декабря 2014 года. Дополнительным «бумажным позитивом» для экономики стал пересмотр методики расчета ВВП Росстатом, в результате чего показатель снизился по итогам года лишь на -0,4% г/г при ожидавшихся ранее -0,6% г/г. При этом по прогнозам всех крупнейших мировых институтов и рейтинговых агентств, в ближайшие три года Россия будет показывать положительные ускоряющиеся темпы роста ВВП, что может положительно сказываться на курсе рубля в долгосрочной перспективе.

В 2016 году цена Биг Мака в России в долларах отвоевала несколько позиций в рейтинге у других развивающихся стран



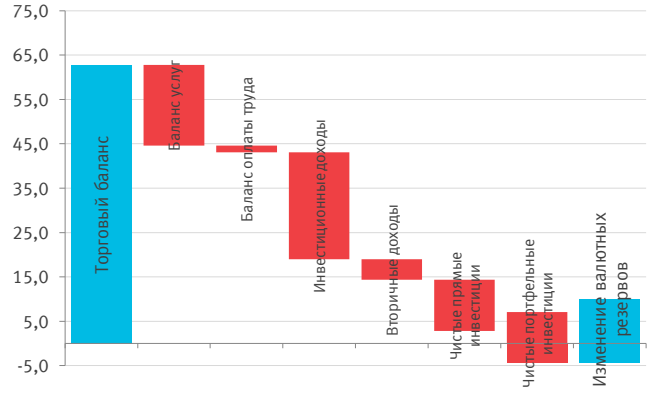
За исключением турецкой лиры, мексиканского, аргентинского песо и гривны валюты других крупных сырьевых стран показали в 2016 году рост к доллару США



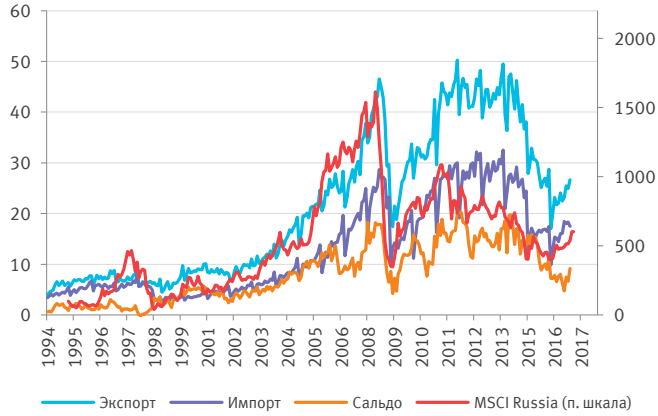
Платежный баланс определяет

Между тем, в более короткой перспективе главными факторами, определяющими движения курса рубля, являются наиболее крупные компоненты российского платежного баланса. Традиционно основным фундаментом, на который опирается российский платежный баланс, является сальдо торгового баланса. При этом все последние годы экспорт сырьевых товаров и товаров низких переделов из России составлял 85-90%, а на экспорт продукции нефтегазового комплекса приходится до 1/3 всего экспорта. В то же время до половины российского импорта составляет продукция машиностроения. Россия экспортирует товары преимущественно в долларах, импортируя преимущественно в евро – именно поэтому Банк России рассматривает в первую очередь курс бивалютной корзины доллар-рубль и евро-рубль.

Российский платежный баланс определяет факторы формирования обменного курса рубля на валютном рынке (сальдо квартальных данных, 3Q2016)

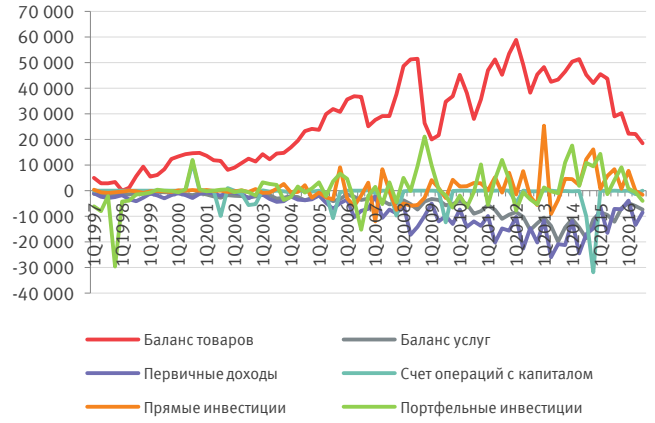


Девальвация рубля и падение потребительского спроса позволили удержать сальдо российского торгового баланса в положительной области

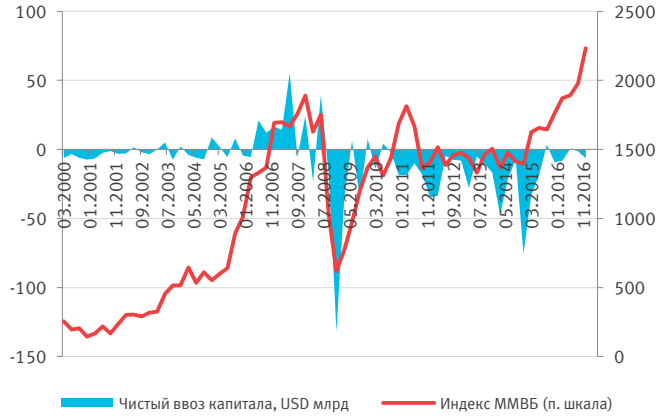


Девальвация рубля в 2014-2015 годах и падение внутреннего спроса позволили компенсировать эффект от падения цен на «черное золото», сохранив сальдо торгового баланса в плюсе. Сейчас уже можно говорить о стабилизации баланса на новых уровнях и потенциальном росте. При этом за счет сокращения внутреннего спроса и девальвации рубля также выровнялась динамика баланса услуг – в первую очередь за счет сокращения выездного и роста въездного туризма.

Снижение сальдо российского торгового баланса было отчасти компенсировано в платежном балансе снижением объема вывода доходов и зарубежного туризма



Разворот российской экономики вверх, укрепление курса рубля и успешная борьба с нелегальным оттоком капитала сократили чистый вывоз капитала



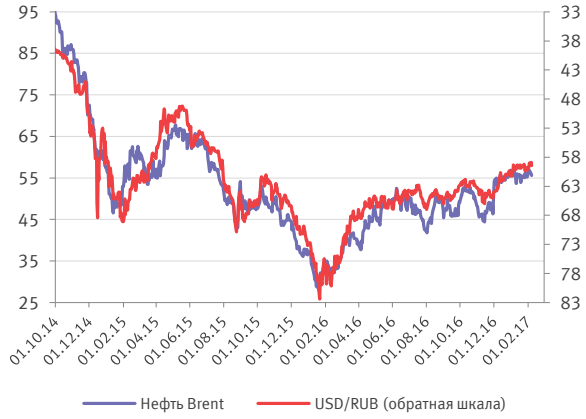
Сальдо первичных доходов также с 2014 года показывает улучшение. Борьба Банка России с отмывочными схемами и общее улучшение ситуации в российской экономики привели к резкому снижению чистого оттока капитала в 2015-2016 годах. В итоге сейчас

можно говорить о том, что снижение сальдо торгового баланса было частично компенсировано в платежном балансе за счет других статей. А сам **платежный баланс выглядит вполне устойчивым, формируя устойчивую базу для рубля**.

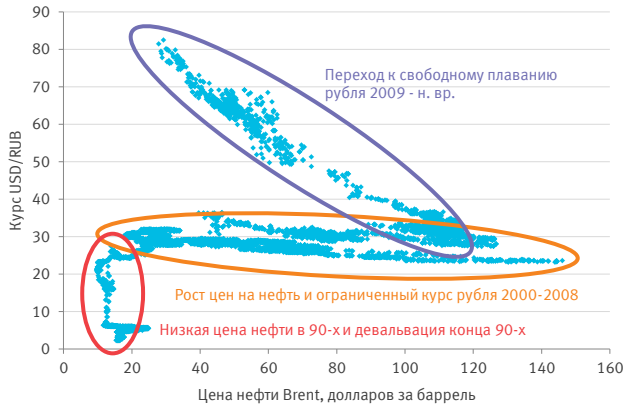
Нефть превыше всего

Как уже было сказано выше, российский торговый баланс определяет через платежный баланс основное поведение курса рубля. В свою очередь сам торговый баланс сильно зависит от колебаний цен на экспортируемые российские углеводороды. Это в конечном итоге во многом завязывает курс рубля на нефтяные цены. При этом если в 90-е годы и начале 2000-х Банк России придерживался политики контроля курса рубля, то в кризис 2008 года регулятор начал постепенно переходить к политике плавающего рубля. А в ноябре 2014 года ЦБ полностью отправил рубль в свободное плавание. Рыночное курсообразование, безусловно, дает массу преимуществ, стабилизируя экономику, процентные рынки, позволяя проводить политику таргетирования инфляции.

С момента ввода финансовых санкций против российских госкомпаний и госбанков рубль стал сильнее зависеть от цены на нефть

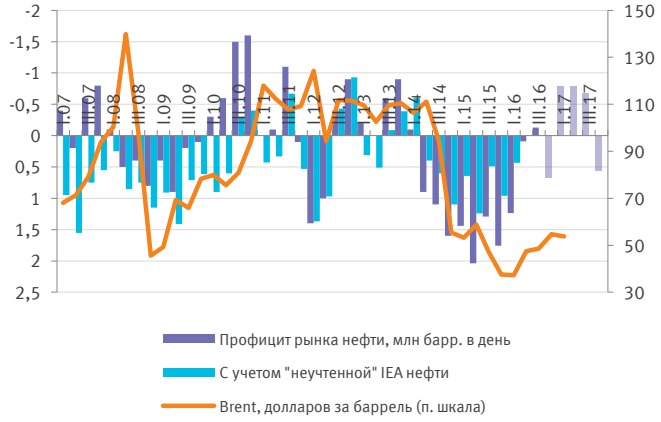


Отправка курса рубля в свободное плавание в ноябре 2014 года стала логическим завершением перехода в политике ЦБ, начавшегося в 2008-2009 годах

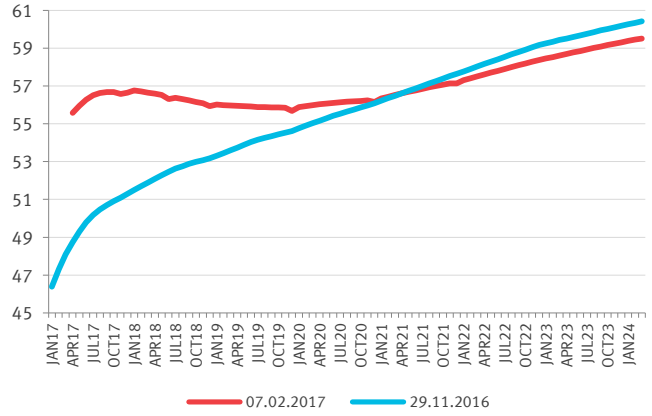


Особенно сильная зависимость курса рубля от цен на нефть возникла с лета 2014 года, когда в результате ввода финансовых санкций против российских госкомпаний и госбанков резко сократились возможности рефинансирования российских внешних долгов.

По прогнозам Международного Энергетического Агентства, в 1-3 кварталах 2017 года можно вновь ждать дефицита на глобальном рынке нефти



Вслед за ростом цен ближних фьючерсов на нефть на сделке ОПЕК последовали массивные продажи «черного золота» в середине форвардной кривой



В результате в настоящее время можно говорить о том, что фактор нефти является доминирующим для курса рубля, и мы строим свои годовые сценарии по рублю, опираясь в первую очередь на поведение цен «черного золота».

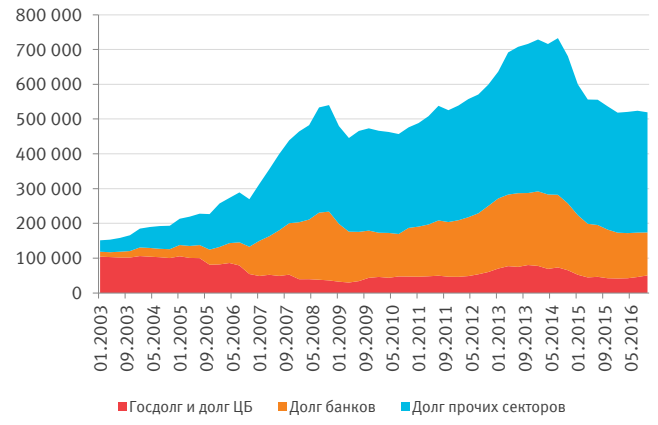
Сейчас можно уже с уверенностью говорить, что худший период для глобального рынка нефти позади – соглашение ОПЕК сняло излишек производства с рынка, определяющий рынок спрос в Китае и Индии начинает расти более активно. Прогнозы наиболее авторитетного Международного Энергетического Агентства (МЭА) указывают на возможный дефицит на рынке в размере 500-600 тыс. баррелей в день в 1-3 кварталах текущего года, что благоприятно для роста цен. Соглашение стран ОПЕК и крупнейших независимых стран-производителей нефти, ставшее первым с 2001 года, двинуло цены в диапазон 55-60 долларов за баррель нефти Brent. Между тем, при входе в этот диапазон вполне ожидаемо мы начали наблюдать агрессивный рост продаж средних и дальних фьючерсов на форвардной кривой. При этом максимальное давление наблюдается во фьючерсах с поставкой в 2019-2020 годах, а дальний конец форвардной кривой сейчас и вовсе находится ниже уровней, предшествующих соглашению ОПЕК. На наш взгляд, это могут быть продажи реальных хеджеров – альтернативных производителей нефти, в первую очередь сланцевых компаний. Таким образом, несмотря на ожидавшийся МЭА дефицит пока что мы видим над рынком некоторую «крышку» от сланцевых производителей, мешающих дальнейшему росту цен. Число буровых в штатах уже растет около года, а производство нефти за полгода отыграло половину предыдущего падения.

На наш взгляд, наиболее вероятно, что весь 2017 год мы сможем наблюдать противостояние растущего глобального спроса на углеводороды и сохраняющегося навеса над рынком альтернативных производителей нефти. Высокий текущий уровень запасов «черного золота» также может сдерживать рост производства и цен. Как следствие **по году можно рассчитывать в целом на позитивную динамику нефти, но довольно умеренную**. Впрочем, возможные неординарные события, такие, например, как возврат санкций против нефтегазового комплекса Ирана, могут привести к более агрессивному росту.

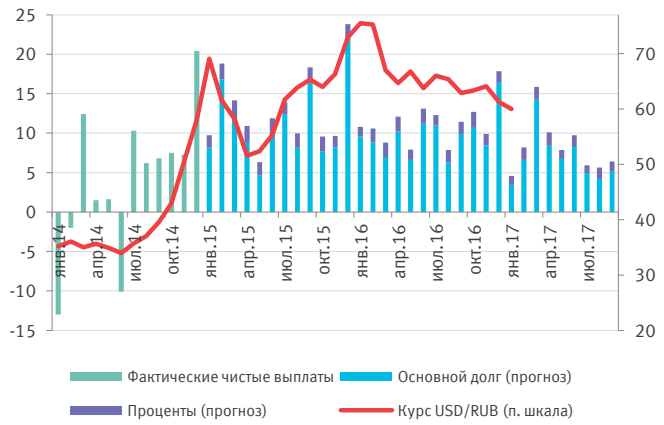
Внешние долги

После ввода финансовых санкций в июле 2014 года фактор выплаты по внешним долгам резко усилил свою роль в курсообразовании – российские госкомпании и госбанки, активно наращивавшие внешние заимствования в 2011-2013 годах, столкнулись с трудностями в рефинансировании. Как результат им потребовалась валюта под выплаты. С момента ввода финансовых санкций российские внешние долги сократились на 1/3. Сейчас же можно с уверенностью говорить о том, что пики выплат по внешним долгам были пройдены в 2014-2015 годах, а суммарных объем задолженности в 2016 году стабилизировался.

С 2014 года российские внешние долги снизились почти на треть (млн USD), стабилизировавшись в 2016 году



После удачного рефинансирования декабрьских выплат и минимумов выплат января, уже в марте можно ждать очередного пика выплат по внешним долгам



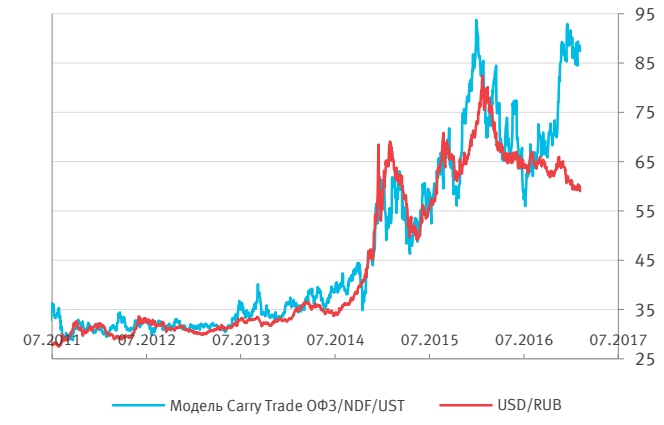
Ожидается, что общий тренд сокращения выплат по внешним долгам, начавшийся в 2016 году, продолжится и в 2017-м. Между тем, краткосрочно ожидаемые выплаты по внешним долгам могут повышать волатильность курса. В декабре 2016 года большинство выплат были ожидаемо рефинансированы. В январе текущего года Банк России и вовсе прогнозировал многолетний минимум выплат по внешним долгам. Между тем, уже в марте можно ждать годовой пик выплат, при этом в отличие от декабря рефинансировать долги в марте будет труднее. Таким образом, **фактор внешних долгов может быть негативным для рубля к марту и благоприятным далее до конца года**.

Carry Trade

Фактор carry trade (то есть покупки финансовых инструментов в стране с высокими ставками за счет привлечения средств в стране с низкими ставками) долгосрочно может оставаться позитивным для российской валюты. Ожидаемые продолжение роста цен на нефть, возврат к росту и ускорение российской экономики, снижение инфляции, снижение базовых ставок является благоприятным моментом для игроков carry trade, вкладывающихся в рубль на продолжительный период.

Прогнозы снижения инфляции и ставок сохраняют долгосрочный интерес зарубежных инвесторов к российским гособлигациям...

...но модель безрискового carry trade из доллара в российские ОФЗ при текущих значениях курса может давать сбои



Между тем, для игроков carry trade, покупающих ОФЗ с хеджированием валютного риска, ближайшие месяцы, на наш взгляд, стали разочаровывающими. После победы в ноябре Дональда Трампа и сделки ОПЕК курс рубля вырос, доходности ОФЗ снизились. При этом одновременно заметно повысились доходности гособлигаций и процентные ставки в США, а также доходности гособлигаций других развитых стран. В такой ситуации, на наш взгляд, можно говорить о том, что **фактор carry trade в настоящее время является нейтральным или нейтрально-негативным по отношению к рублю**.

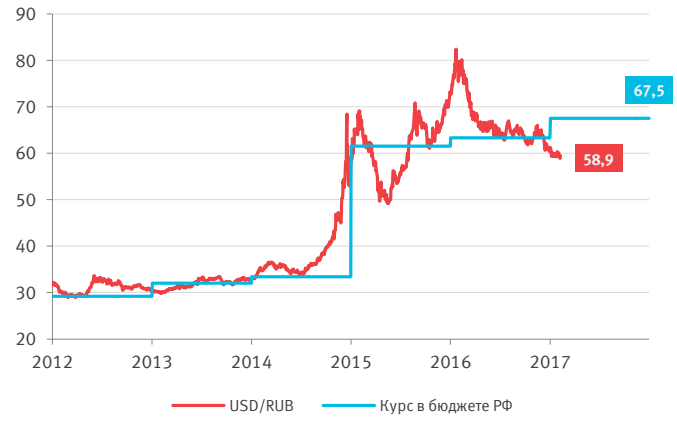
Бюджетный фактор

Хотя фактор дефицита российского бюджета вряд ли можно назвать прямым для курсообразования, косвенно он может влиять и влияет на многие статьи платежного баланса. Сохранение бюджетной дисциплины, предсказуемость и выдерживание параметров бюджета повышает доверие инвесторов и снижает премии за риск при заимствовании средств государством, а также косвенно страновые премии за риск для всех финансовых инструментов в стране.

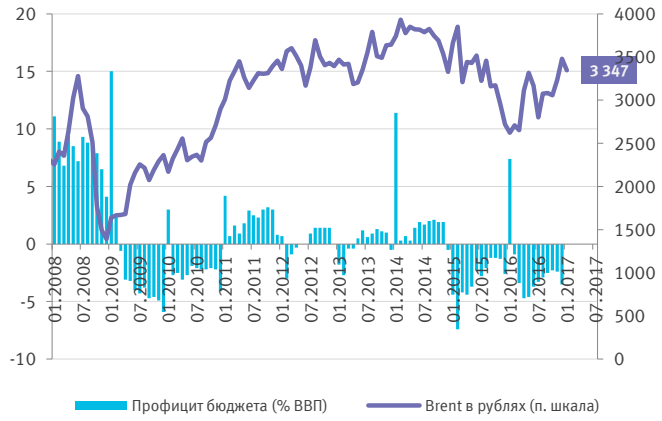
По итогам 2016 года Минфин вышел на запланированный дефицит бюджета в размере 3,7% от ВВП при прошитом в бюджете курсе 63,3 рубля за доллар. Но на 2017 год запланированный дефицит составляет 3,2% ВВП при прошитом в бюджете курсе USD/RUB на уровне 67,5. Учитывая, что наиболее вероятной траекторией цен на нефть в году может быть умеренный рост, текущий курс рубля

на уровне 58,9 становится головной болью для Минфина. Ранее Банк России также заявлял о том, что уровни курса ниже 60 могут создавать угрозу для экономики. В результате с 7 февраля Минфин запустил программу покупки валюты на открытом рынке.

В российском бюджете на 2017 год заложен курс USD/RUB на уровне 67,5, что делает Минфин заинтересованным в ослаблении текущих котировок



Несмотря на восстановление цены нефти в рублях, при текущем курсе рубля сохраняется повышенный дефицит бюджета

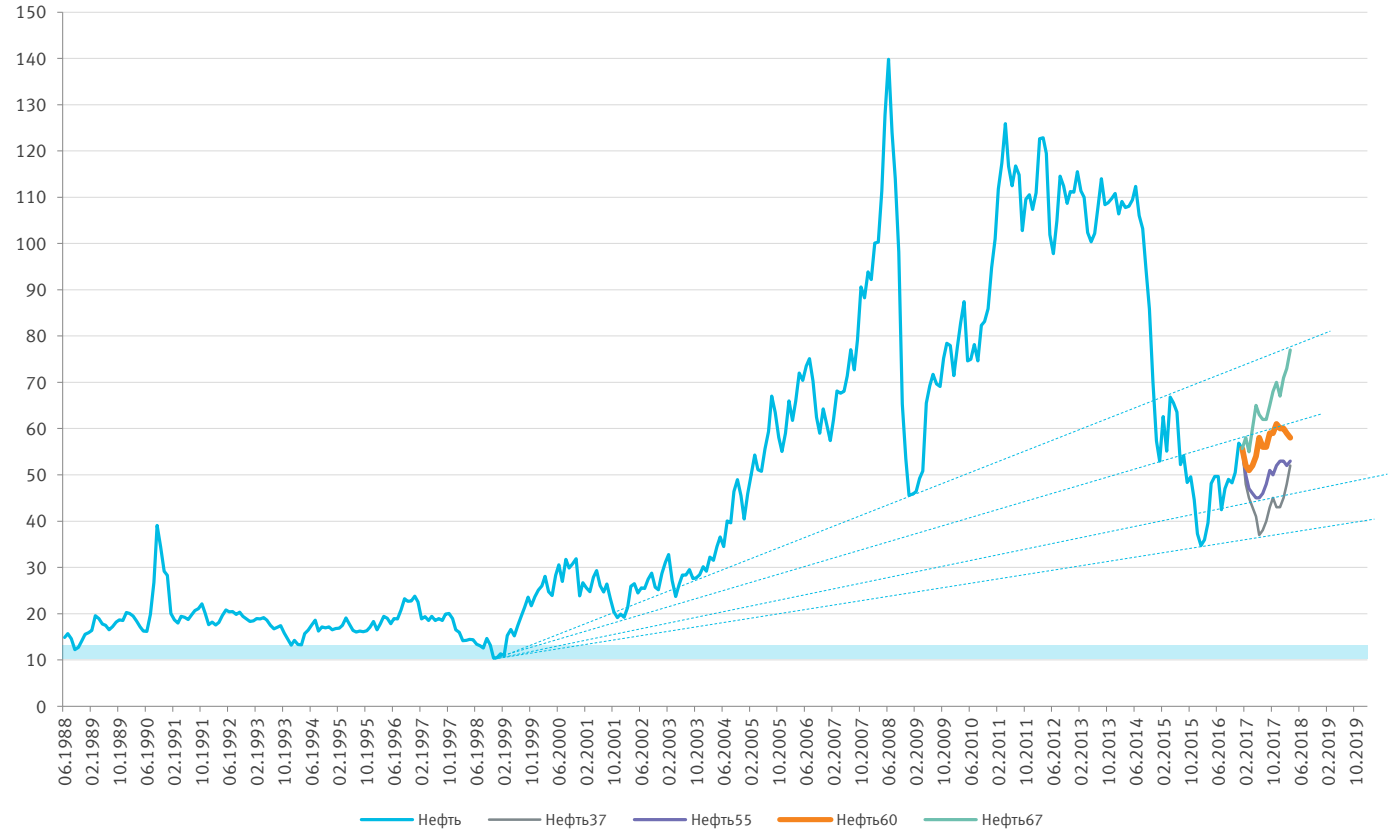


Ежедневно министерство будет покупать валюту на 6,3 млрд рублей в день на общую сумму 113,1 млрд рублей. Безусловно, для российского валютного рынка эти суммы являются малозначимыми. Но в сочетании с другими факторами и при отсутствии роста цен на нефть эти 6,3 млрд рублей в день могут стать последним камешком, который подтолкнет курс к локальному ослаблению. Таким образом, можно говорить, что **бюджетный фактор в настоящее время является негативным для курса рубля**.

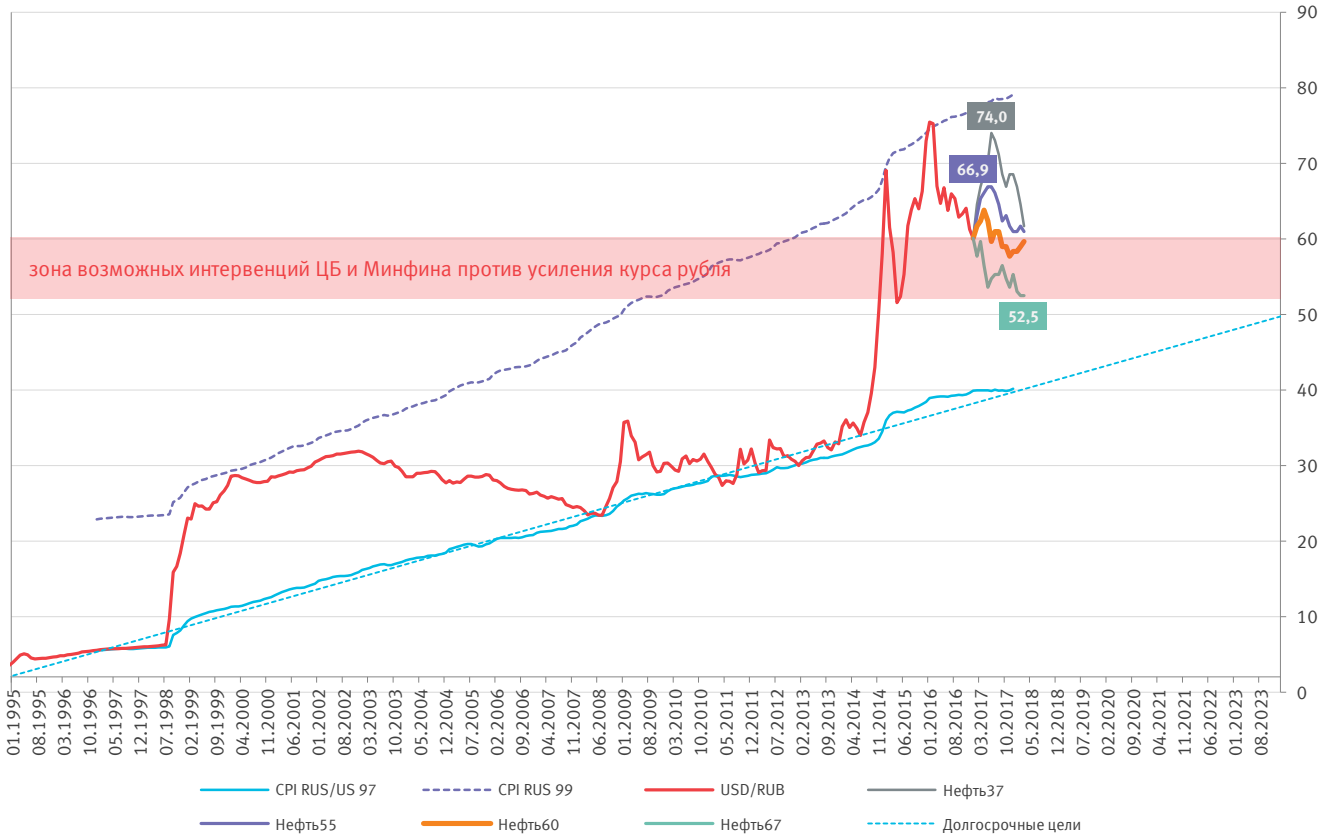
Основные сценарии развития и предполагаемый курс рубля в 2017 году

Сценарий	Описание сценария	31.01.17	31.03.17	30.06.17	29.09.17	29.12.17
Нефть37	**Сценарий срыва сделки ОПЕК**. Члены картеля и независимые производители не выдерживают дисциплину. Цена «черного золота» одномоментно опускается ниже 40 долларов за баррель, возвращая цены в март 2016 года. При этом можно ждать, что фундаментальная недооценка рубля и снижение доли нефтяных налогов в бюджете приведут к притоку капитала в Россию, и это окажет некоторый позитивный эффект на курс. Минфин приостанавливает интервенции против рубля. Последующие сворачивания инвестиционных программ и банкротства технологичных производителей нефти могут резко развернуть цены нефти вверх. **В текущих условиях мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный**.		66,9	74,0	68,6	68,6
Нефть55	**Сценарий выравнивания форвардной кривой Brent**. Навес альтернативных производителей нефти усиливается. К середине года ближние фьючерсы отступают вниз, возвращая форвардную кривую к нормальному виду. Спрос в Китае и Индии растет умеренными темпами. Мартовские выплаты по внешним российским долгам и интервенции Минфина оказывают дополнительное одномоментное давление на рубль. **Мы рассматриваем этот вариант как второй по вероятности**.	60,1	65,3	66,9	62,4	61,0
Нефть60	**Сценарий баланса рынка**. В течение всего года рынок «черного золота» продолжает балансировать между ростом добычи сланцевых производителей, ростом мирового спроса и сокращением излишних запасов. Мартовские выплаты по внешним российским долгам оказывают одномоментное давление на рубль. Укрепление курса заставляет Минфин и ЦБ проводить в течение года умеренные интервенции против рубля. **Этот сценарий сейчас видится наиболее вероятным.**		62,4	59,6	59,0	58,4
Нефть67	**Сценарий сноса сланцевого навеса**. США и ЕС вновь вводят санкции против нефтяной отрасли Ирана. Рост спроса на нефть в Индии и Китае заметно ускоряется. Сланцевые компании исчерпывают локальные возможности открытия новых контрактов на продажу. Львиная доля российских внешних долгов в марте рефинансируется, санкции против российских госбанков и госкомпаний ослабляются. Минфин и Банк России вынуждены проводить крайне агрессивные интервенции против укрепления курса национальной валюты. **В текущих условиях мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный**.		59,6	54,7	56,5	55,3

Сценарии динамики цены нефти Brent до марта 2018 года (значения на конец месяца)



Сценарии динамики курса USD/RUB до марта 2018 года (значения на конец месяца)



Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «**Личный брокер**») http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/

УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Ближайший офис: http://www.open-broker.ru/ru/branch/
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66– бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Отдел продаж г. Москва
+7 (495) 223-02-02
открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
salesoffice@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ

Отдел персонального брокерского обслуживания

Николай Рузайкин
Начальник отдела

Руслан Ситдеков
Деск облигаций

+7 (495) 777-34-87
http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/

Отдел анализа рынков

Константин Бушуев, PhD
Начальник отдела, макроэкономика, глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик, акции, облигации

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Игорь Калязин
Аналитик, международные рынки

Дмитрий Данилин, CFA
Аналитик, международные рынки

Специальные проекты

Андрей Кочетков
Пульс рынка

Николай Кужлев
Аналитик, технический анализ

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2017

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 подобного 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.

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.

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.