



# Самая доходная валюта против рубля: юань или доллар?

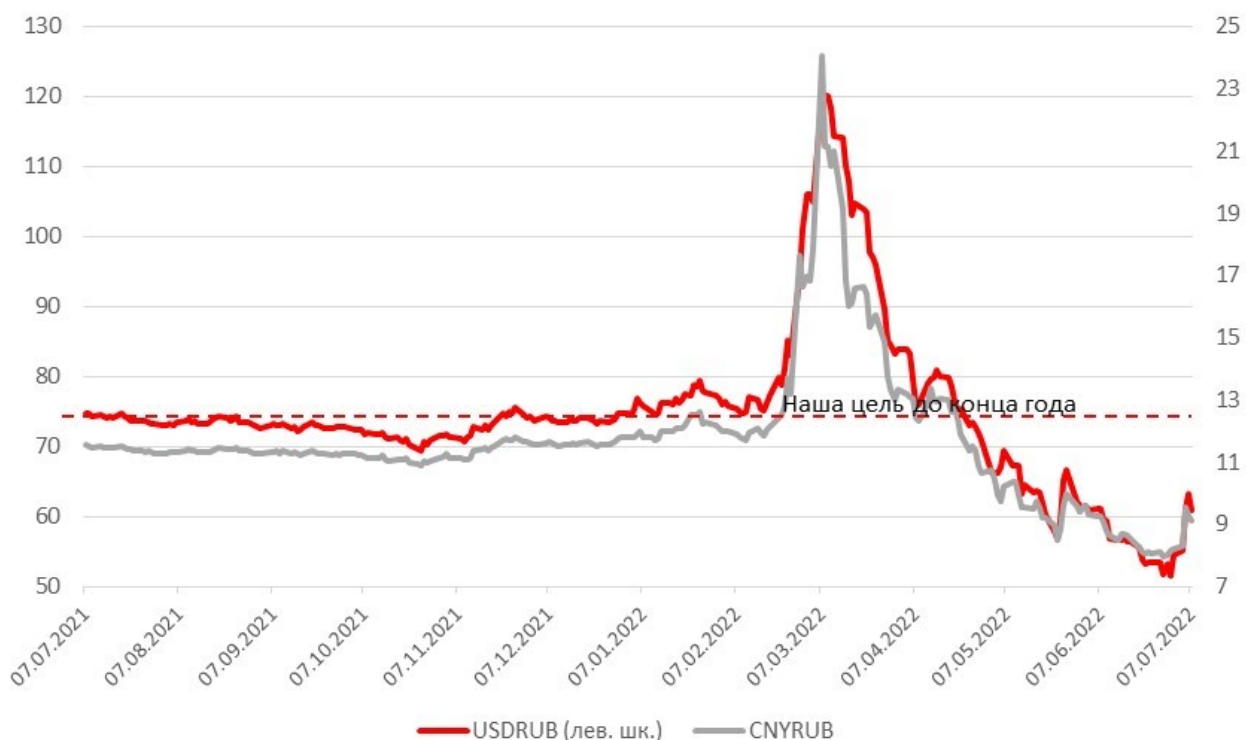
**ЗАКЛЮЧЕНИЕ: ЦЕЛЬ ПО ПАРЕ ЮАНЬ/РУБЛЬ НА КОНЕЦ ГОДА -  $\text{¥}12,5/\text{₽}$ , ПО ПАРЕ РУБЛЬ/ДОЛЛАР -  $\text{¥}75/\text{\$}$**

Изменение тренда на валютном рынке, в результате чего рубль перестал укрепляться к доллару, заняло около месяца. С 25 по 27 мая доллар укрепился не так стремительно - на 20%. С 29 июня по 6 июля российская валюта ослабла на 30%, с  $\text{¥}50/\text{\$}$  до  $\text{¥}64,95/\text{\$}$ .

Основная причина удешевления рубля сейчас, как и в конце мая - вербальные интервенции финансовых властей ввиду ожиданий возобновления покупок валюты Минфином и ослабления контроля над движением капитала. Самый эффективный инструмент воздействия на курс - это возобновление действия "бюджетного правила" посредством покупки валюты (юаней) в эквиваленте  $\text{\$}4$  млрд в месяц. Традиционное правило подразумевает покупку валюты при цене нефти Urals выше  $\text{\$}44/\text{барр.}$ , сейчас же сырье торгуется по  $\text{\$}69/\text{барр.}$

По нашему мнению, высока вероятность того, что власти скоро объявят параметры покупки валюты (ее приостановили в начале марта), а также пойдут на тестовые интервенции в рамках "бюджетного правила", которое заработает не ранее 2023 г.

**В случае возобновления покупки валюты, а именно юаней, мы ожидаем ослабления рубля до  $\text{¥}12,5/\text{₽}$  и более до конца года, а пары доллар/рубль до  $\text{¥}75/\text{\$}$  и более. Как только механизм заработает полноценно, установится долгосрочный коридор курса, который будет существенно выше текущих значений (т.е. рубль ослабнет).**



Источник: ITI Capital, Bloomberg

## ПОСЛЕДНЕЕ УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ ПЕРЕД ЕГО ОСЛАБЛЕНИЕМ?

**Без возобновления покупок валюты и роста параллельного импорта как фундаментального фактора удешевления рубля, ослабление контроля над движением капитала вряд ли позволит курсу достигнуть  $> \text{₽}65/\text{\$}$** , тем более что многие банки, избежавшие санкций, отказались от перевода средства за рубеж через SWIFT из-за риска "заморозки" валютных активов.

**К концу июля рубль может вернуться к диапазону  $\text{₽}55\text{-}60/\text{\$}$** . Следовательно, без дальнейших действий Минфина/ЦБ, направленных на стабилизацию курса или разъяснений на этот счет рубль продолжит органически укрепляться, особенно с 18 июля и до конца месяца.

Такая динамика будет обусловлена двумя причинами. **Первая - это уплата налогов, в частности налога на прибыль за второй квартал, объемом  $\text{₽}1200$  млрд. Уплата основного объема НДС, акцизных сборов и НДСИ производится с 25 июля. Вторая причина - выплата дивидендов за прошлый год, которые в июле могут составить  $\text{₽}600$  млрд.** Большая часть ( $\text{₽}480$  млрд) этих платежей придется на экспортеров (с учетом налоговых отчислений их платежи составят  $\text{₽}1700$  млрд), что приведет к продаже валюты примерно на  $\text{\$}4\text{-}6$  млрд и укреплению рубля ниже  $\text{₽}60/\text{\$}$ .

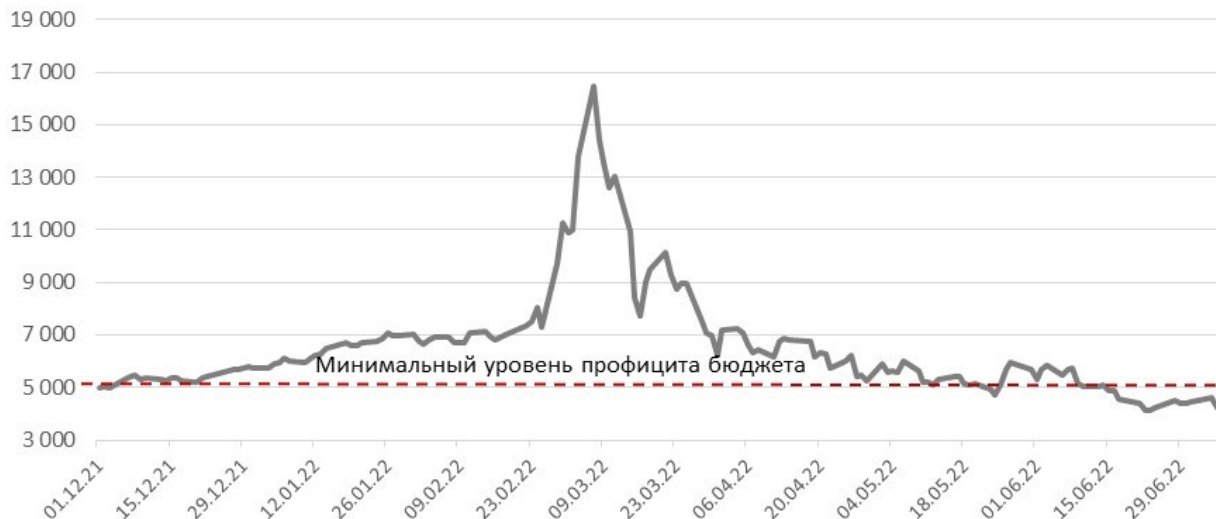
## НА КРАЮ ЛЕЗВИЯ

По нашим оценкам, профицит федерального бюджета обеспечивается при цене Urals в \$67/барр. и при курсе доллара выше  $\text{₽}65/\text{\$}$ . Таким образом, нефть должна стоить не меньше  $\text{₽}4300/\text{барр.}$  по сравнению с  $\text{₽}4350/\text{\$}$  сейчас.

По нашим оценкам, без негативного сценария (т.е. без ввода эмбарго на нефть и газ и резкого скачка бюджетных расходов) профицит российского бюджета по итогам 2022 г. может достичь  $\text{₽}3$  трлн, или 2,1% ВВП, при средней цене Urals в  $\text{\$}80/\text{барр.}$  по сравнению со средней ценой  $\text{\$}82/\text{барр.}$  сейчас и при среднегодовом дисконте в  $\text{\$}25\text{-}30/\text{барр.}$  к Brent ( $-\text{\$}35/\text{барр.}$  сейчас), а также при среднем курсе доллара выше  $\text{₽}75/\text{\$}$ .

Следовательно, текущий курс рубля несёт серьезные риски федеральному бюджету и экономике, а также вызывает убытки стратегических отраслей, прежде всего металлургии. Риск увеличения дефицита бюджета при текущем курсе рубля при дальнейшем ограничении экспорта газа, который упал на 49% г/г в июне, и экспорта нефти уже вынудил правительство изъять прибыль Газпрома за три месяца в размере  $\text{₽}1,2$  трлн в виде НДС.

## ЦЕНА НЕФТИ URALS, $\text{₽}$



Источник: ITI Capital, Bloomberg

## ПОКУПКА ВАЛЮТ "ДРУЖЕСТВЕННЫХ" СТРАН

Важной вехой в финансовой политике станет возобновление действия "бюджетного правила", что подразумевает покупку валют, в основном "дружественных" стран, в частности юаней, рупий и т.д. в эквиваленте более  $\text{\$}4$  млрд в месяц ввиду увеличения экспорта в Китай и Индию.

Сейчас на Китай и Индию суммарно приходится порядка 25% экспорта российской нефти и нефтепродуктов. Помимо переориентации российского

экспорта ожидается рост объема параллельного импорта, что также приведет к спросу на валюту.

Мы считаем, что основной объем покупки валют придется на юань, его доля в золотовалютных резервах страны растет и уже превышает 17%, или порядка \$100 млрд. В прошлом году товарооборот двух стран превысил \$140 млрд, а за пять месяцев этого года - \$65 млрд, согласно данным Союза китайских предпринимателей в России. Торговый оборот России с "дружественными" странами будет только расти, компенсируя падение оборота с "недружественными" странами.

Поскольку 80% расчетов за нефть и газ проводится в долларах (60%) и евро (20%), экспортерам вероятно придется продавать доллары и покупать офшорные юани у китайских банков-контрагентов. Потом российский ЦБ в интересах Минфина будет за рубли выкупать эти юани у экспортеров на Мосбирже через локальные банки. Покупка долларов в рамках "бюджетного правила" несет высокие риски ввиду возможности "заморозки" валюты даже на транзитных счетах. Еврокомиссия готовит законодательную базу для передачи "замороженных" государственных активов России и активов российских бизнесменов Украине для восстановления страны.

#### ЮАНЬ МОЖЕТ СТАТЬ ГЛАВНОЙ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТОЙ РОССИИ?

Юань по сути самая ликвидная валюта из валют "дружественных" России стран. Материковый юань (CNY) и гонконгский доллар (HKD) входят в десятку самых торгуемых валют в мире, дневной оборот торгов CNY в мире превысил \$350 млрд в день, или около 5% от мировой торговли валютой, по сравнению с 2017 г. показатель вырос в несколько раз. Доля юаня в мировых золотовалютных резервах (ЗВР) превышает 3% и, по нашим оценкам, через 30 лет она превысит 18%, в результате чего юань займет второе место в мировом топе резервных валют. Сейчас доля юаня в системе международных торговых платежей составляет порядка 2,9%, юань занимает пятое место по объему международных платежей в денежном выражении.

Объем торговли в юанях растет по всему миру, и Россия - не исключение. В последнее время объем торгов пары юань/рубль вырос колоссально и превысил объем торгов евро/рубль, особенно в конце мая, когда ЕС ввел санкции против НРД. Вероятно объем торгов пары юань/рубль превзойдет объем торгов пары USDRUB, когда США введут санкции против Национального клирингового центра (НКЦ) и доллар перестанет быть валютой обеспечения. Среднемесячный объем торгов пары CNYRUB уже сопоставим с объемом торгов пары EURRUB (около \$50 млрд) и пока в два раза уступает объему торгов пары USDRUB, хотя раньше уступал в три-четыре раза.

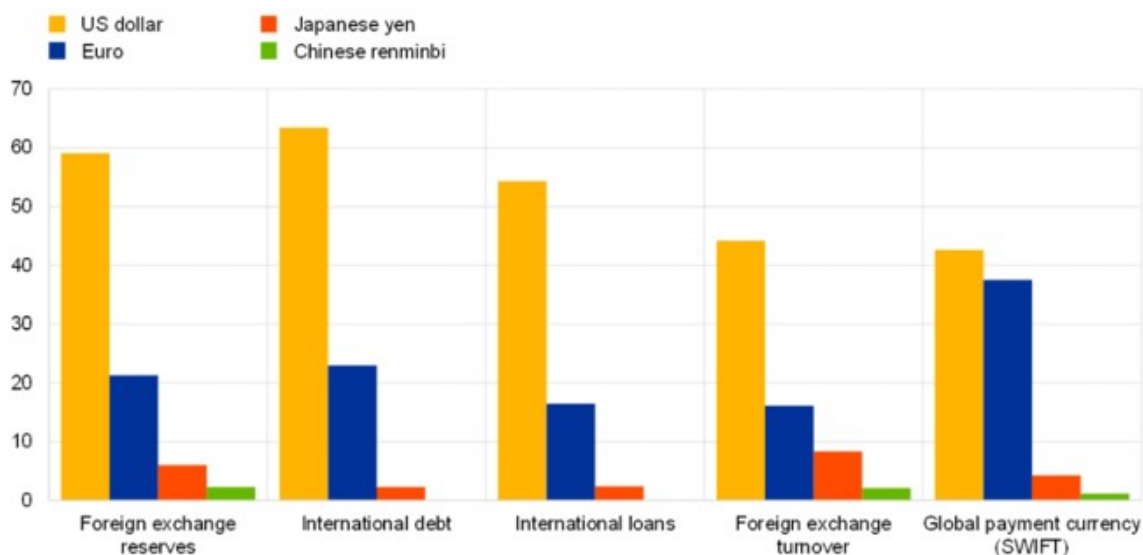
НКЦ 18 июля 2022 г. решил ограничить прием долларов в качестве валюты обеспечения исполнения обязательств по сделкам с частичным обеспечением. Теперь только 80% из валютных активов в долларах принимаются в

обеспечение, т.е. дисконт для профучастников составит 20%, поэтому им придется переложить на клиентов еще больше издержек.

**В итоге доллары, как и евро, перестанут приниматься в качестве обеспечения и нас ждет волна продаж валюты для покупки рублей и юаней. Ранее эта участь постигла евро, когда в мае ЕС ввел санкции против НРД.**

Объем торгов в валютах "дружественных" стран крайне мал, их влияние на курс на данном этапе будет ограниченным, но будет возрастать вместе с увеличением торгового оборота с "дружественными" странами и сокращением - с "недружественными".

### ДОЛЯ ЮАНЕЙ В ГЛОБАЛЬНОМ ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ



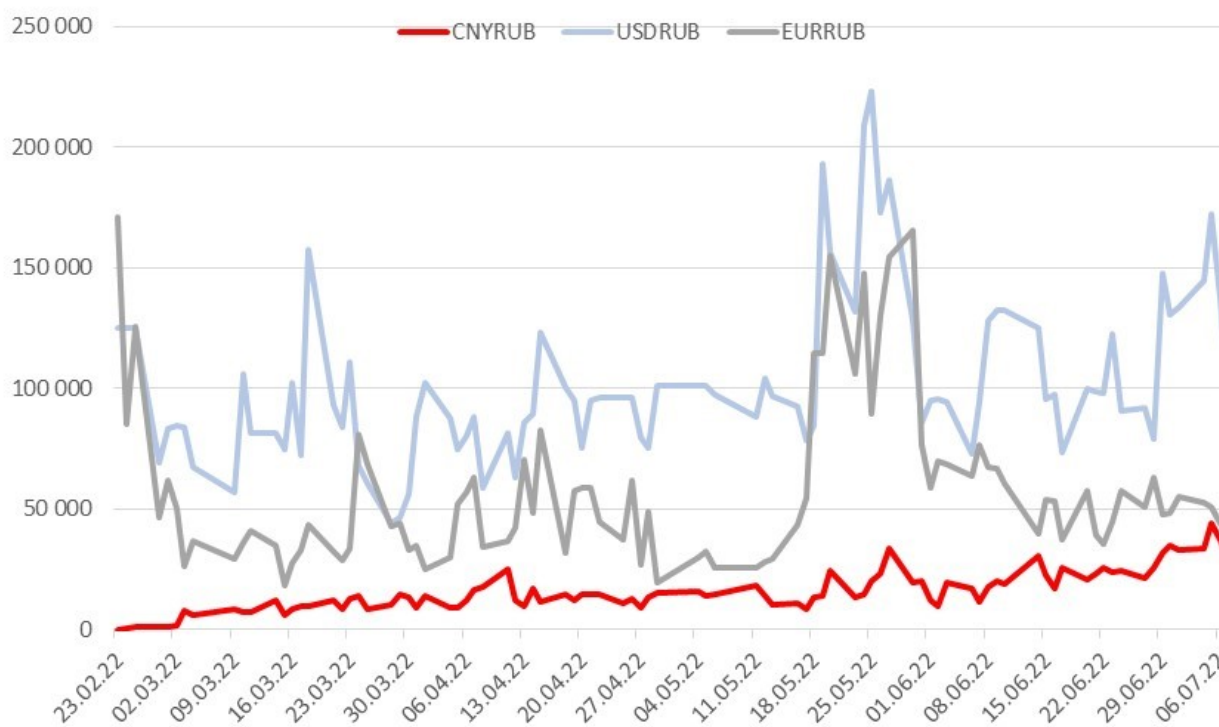
Источник: Банк международных расчетов, ITI Capital

### ДИВЕРГЕНЦИЯ ЮАНЕЙ ДЛЯ ПОДДЕРЖКИ ПАРЫ ЮАНЬ/РУБЛЬ

Как и в случае с евро, наблюдается масштабная дивергенция между CNYUSD на мировой бирже и на московской (CNYUSD TOM), причем наиболее активная фаза такой динамики продолжалась с 20 июня до начала июля вместе с ростом объема торгов, и уровень дивергенции юаня оказался заметно выше дивергенции евро.

**Это означает спред между парой юань/рубль и кросс-курсом CNYUSD. Но это не исключает того, что спред в какой-то момент сузится и опять расширится или некоторое время будет сохраняться неизменным.**

## ОБЪЕМЫ ТОРГОВ CNY/RUB НА МОСБИРЖЕ, ₺ МЛН



Источник: ITI Capital, Bloomberg

## ДРУГИЕ ВАЖНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ОСЛАБЛЕНИЯ РУБЛЯ

Во исполнение президентского указа от 5 июля о репатриации резидентами-участниками внешнеэкономической деятельности иностранной и российской валюты компании под санкциями выпускают замещающие валютные облигации на локальной бирже, сформируется спрос на валюту, который может ослабить рубль. По нашим оценкам, объем находящихся в обращении облигаций компаний под санкциями, составляет \$25 млрд. Около 50% этого объема, или \$12,5 млрд, может быть куплено через НРД.

Если компании не находятся под санкциями, в частности Газпром, Фосагро, МТС и прочие, и если им придется выпускать облигации на локальной бирже в валюте в обмен на те, которые находятся в обращении за рубежом, тогда суммарный объем облигаций (корпорации и банки) увеличится до \$70 млрд, в пропорции 50/50 между НРД и Euroclear.

## СОБЫТИЯ КОТОРЫЕ ВЛИЯЛИ НА ДИНАМИКУ USD/RUB

Дата	Событие
1 28 февраля	Обязательные продажи экспортерами 80% валютной выручки
2 20 февраля-20 марта	Интервенции ЦБ (\$38 млрд из ЗВР России)
3 04 марта	Введение 12% комиссии для физлиц при покупке валюты на бирже
4 10 марта	Ограничение на снятие наличных до \$10 тыс.
5 23 марта	Перевод расчетов по газовым контрактам на рубли
6 С конца марта	Вынужденные продажи валюты и активов банков под санкциями
7 С конца апреля	Срок, в течение которого валютная выручка подлежит обязательной продаже, увеличен с 3 до 60 дней Нерезидентам из «дружественных» стран разрешили переводить себе на счет за рубежом не более \$50 тыс., или эквивалент в другой иностранной валюте
8 16 май 22	Банкам разрешили без ограничений продавать гражданам любую наличную иностранную валюту, за исключением долларов США и евро
9 20 май 22	ЦБ сообщил, что 1 июня снимает запрет на «короткие» продажи, а также на покупку валюты «с плечом»
10 20 май 22	Введение отдельного режима торгов для нерезидентов, в рамках которого они смогут за рубли продавать и покупать российские ценные бумаги
11 20 май 22	Банк России увеличил срок продажи валютной выручки экспортерами до 120 рабочих дней
12 26 май 22	Снижение ключевой ставки на 300 б.п., до 11%
13 26 май 22	Отмена обязательной продажи валюты экспортерами
14 10 июн 22	Снижение ключевой ставки на 150 б.п., до 9,5%
15 10 июн 22	Обсуждение возврата к бюджетному правилу и прочих мер, направленных на ослабление и стабилизацию рубля
16 Начало июля	



Источник: ITI Capital, Bloomberg

## КОНТАКТЫ

### Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | [Mikhail.Durov@iticapital.com](mailto:Mikhail.Durov@iticapital.com)

### Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | [Aleksandr.Panfilov@iticapital.com](mailto:Aleksandr.Panfilov@iticapital.com)

### Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | [Iskander.Lutsko@iticapital.com](mailto:Iskander.Lutsko@iticapital.com)

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | [Olga.Nikolaeva@iticapital.com](mailto:Olga.Nikolaeva@iticapital.com)

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | [Stanislav.Yudin@iticapital.com](mailto:Stanislav.Yudin@iticapital.com)

Елизавета Хёрн | Аналитик | [Elizaveta.Herne@iticapital.com](mailto:Elizaveta.Herne@iticapital.com)

Олег Макаров | Главный редактор | [Oleg.Makarov@iticapital.ru](mailto:Oleg.Makarov@iticapital.ru)

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

### РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

### ТЕЛЕФОН:

(495) 933–32–35 | 8 800 200–32–35

### ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>