



Наталья Орлова, Ph.D.

Главный экономист

+7 (495) 795-3677

Кира Шемякина

Экономист

+7 (495) 795 36 76 (x3317)

1 сентября 2021 г.

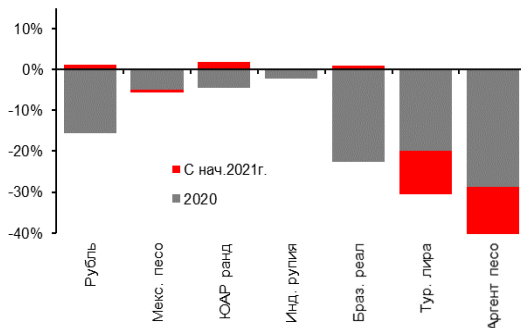
## Курс рубля 2022

### Надеяться на лучшее, готовиться к худшему

Диапазон справедливой стоимости рубля на 2022 г. составляет 70-80 руб./\$, однако по двум причинам мы выставляем годовой прогноз по нижней границе прогнозного диапазона. Первая причина заключается в том, что риски ослабления курса в 2022 г. не подконтрольны российским экономическим властям – ориентир из модели фундаментального курса, основанной на дифференциале реальных процентных ставок (ориентир 70 руб./\$), может пострадать от ужесточения монетарной политики в США, тогда как значение равновесного курса, рассчитанного из доли сырьевого экспорта в ВВП (80 руб./\$), подвержено рискам ужесточения повестки декарбонизации. Вторая причина заключается в том, что в период ожидаемого монетарного ужесточения мы предпочитаем полагаться на значения равновесного курса, которые высчитываются из немонетарных моделей (78-80 руб./\$). Именно этот диапазон мы используем как ориентир на будущий год.

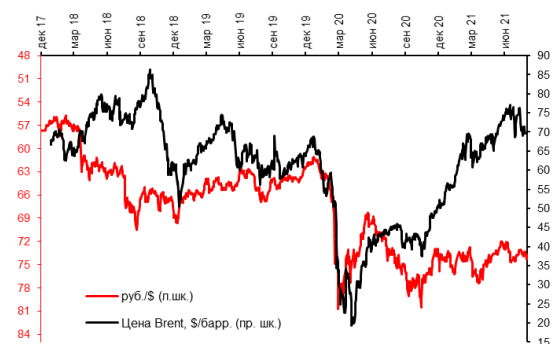
Курс рубля в этом году демонстрировал стабильность, однако отставал от динамики цен на нефть: Все 8 месяцев 2021 г. курс рубля торгуется вблизи уровней конца прошлого года, создавая поле для двух разнонаправленных трактовок сложившейся ситуации. По мнению части рынка, ситуация складывается благоприятно для российской валюты – с начала года курс рубля демонстрирует очень хорошую динамику (см Рис. 1) в сравнении с валютами других стран развивающихся рынков (СФР), не реагируя на введенные с июня санкции США на первичные размещения российского долга. По мнению же других, курс остается слабым, так как хотя цены на нефть восстановились до уровней, предшествовавших пандемии, курс рубля потерял примерно 10% своей стоимости (см Рис. 2). Текущая динамика курса рубля полностью соответствует нашим ожиданиям (см наш обзор “Курс рубля: Обновленный расчет равновесного курса не принес хороших новостей” от 6 апреля 2021 г.) – напомним, что наш выставленный в апреле ориентир по курсу на конец года составляет 76 руб./\$; тем не менее, на момент публикации прогноза мы исходили из ожиданий более низких цен на нефть и гораздо более низкой ключевой процентной ставки ЦБ. Таким образом, мы разделяем мнение тех, кто считает, что курс рубля демонстрирует слабую динамику в этом году.

Рис. 1: Валюты СФР в 2020 г и с начала 2021 г., %



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 2: Курс рубля и цены на нефть



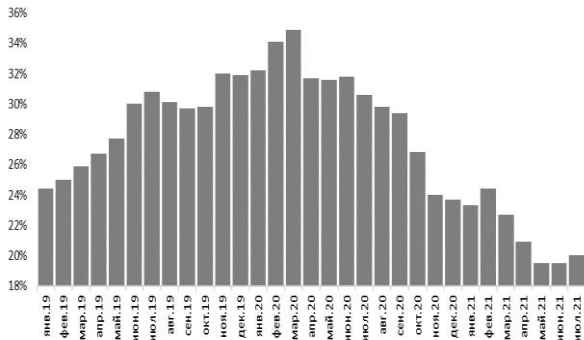
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

**Изменения в поведении инвесторов – ключевая причина, которая стоит за расхождением между курсом рубля и ценой на нефть:** Воздействие цен на нефть на курс рубля проходит по двум каналам. Первый – это прямой эффект от большего профицита текущего счета, который в основном нейтрализуется бюджетным правилом: в 2021 г. мы ожидаем, что Минфин купит на валютном рынке валюты примерно \$35 млрд, и с января по август его покупки уже составили \$17,5 млрд. Второй канал связан с эффектом повышения цены на нефть на капитальный счет – улучшение перспектив динамики ФНБ и снижение аппетита российского правительства к заимствованиям в прошлом были драйверами более сильного капитального счета. В 2021 г. на этом поле произошло два негативных изменения. Во-первых, в свете новых санкций США доля нерезидентов на локальном рынке ОФЗ снизилась до 20% с 23% в 1К21 (см Рис. 3), и даже сейчас их портфель ОФЗ в номинальном выражении все еще ниже максимального уровня 1К21. Во-вторых, российские домохозяйства начали активно инвестировать в зарубежные активы – на апрель 2021 г. их портфель зарубежных облигаций и акций составил \$20 млрд, и, по нашим оценкам, чистые инвестиции россиян в эти активы составили примерно \$5-7 млрд в 1П21, в том числе \$3 млрд в 1К21. В 1К21 на долю этих операций пришлось 18% совокупного оттока частного капитала из России (см Рис. 4). Этот тренд является относительно недавним для России и, на наш взгляд, является причиной появившегося расхождения между динамикой цен на нефть и курсом рубля.

Аналитический отдел [research@alfabank.ru](mailto:research@alfabank.ru)

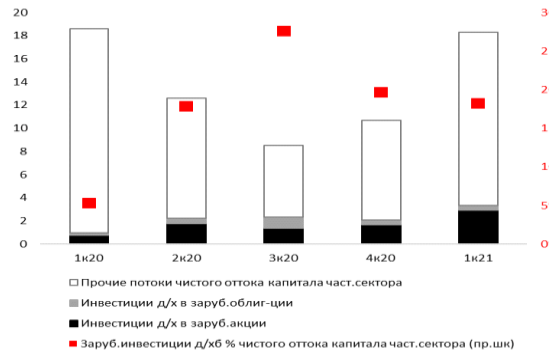
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. 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.

Рис. 3: Доля нерезидентов на рынке ОФЗ, %



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

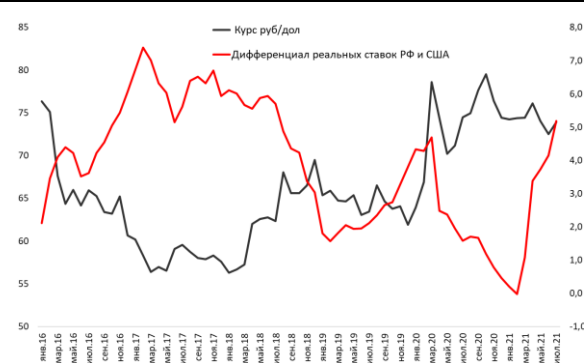
Рис. 4: Чистый отток капитала част. сектора и инвестиции д/х в зарубежные активы, \$ млрд и %



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

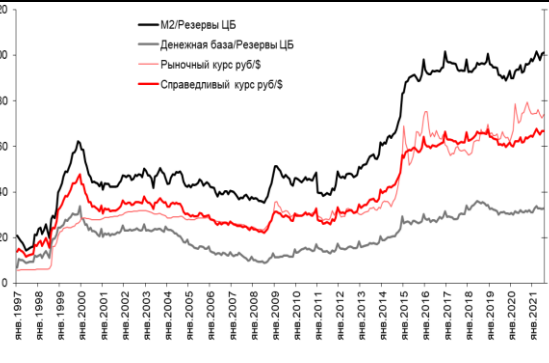
**Равновесная стоимость рубля через паритет процентных ставок сместилась к 70 руб./\$ на 2022 г.:** Российский локальный рынок, судя по всему, игнорирует ухудшение структуры оттока частного капитала и рассчитывает на то, что сильное расхождение между ценой на нефть и курсом рубля может сократиться в будущем, так как повышение ключевой процентной ставки ЦБ восстановит аппетит иностранных инвесторов к локальному долговому рынку. Для проверки этого сценария мы обновили одну из наших четырех моделей оценки равновесного курса рубля, в основе которой лежит анализ паритета процентных ставок между Россией и США. Рис. 5 показывает, что если до 2020 года среднеравновесный дифференциал реальных ставок на уровне 4% соответствовал уровню среднеравновесного курса 65 руб./\$, то в результате динамики 2020 года неизменному среднеравновесному дифференциалу реальных ставок около 4% теперь соответствует среднеравновесный курс 67 руб./\$. Смещение равновесия говорит о росте премии за риск, заложенной в курсообразовании; это отражает структурное давление на курс по линии капитального счета, и этот результат в целом соответствует описанной возрастающей склонности российских домохозяйств к инвестированию в зарубежные активы. Ранее модель процентного дифференциала давала значение равновесной стоимости рубля на уровне 66 руб./\$ на конец 2021 г.; обновленная модель показывает, что равновесный курс рубля на 2022 г. сместился до уровня 70 руб./\$. Таким образом, повышение ключевой процентной ставки ЦБ не сделало рубль более привлекательным, а скорее было платой за рост неопределённости, в том числе за счет роста инфляционного давления (см наш обзор от 7 июля “Инфляция в РФ: слишком много рисков на горизонте”). Кроме того, нас беспокоит тот факт, что динамика дифференциала реальных ставок на 2022 г. будет сильно чувствительна к изменениям монетарной политики США и может сложиться неблагоприятным для рубля образом.

Рис. 5: Дифференциал процентных ставок России и США, п. п. и курс рубля, руб./\$



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 6: Денежная масса, база/резервы ЦБ, фактическая и справедливая стоимость, руб./\$



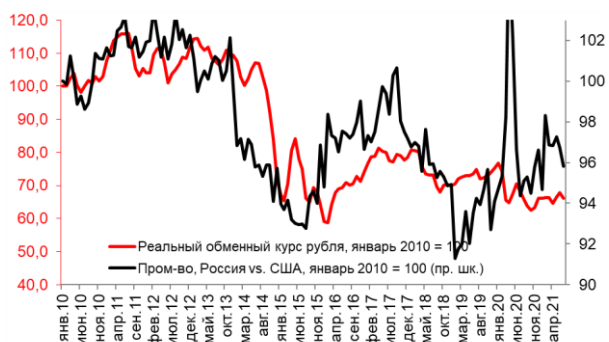
Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

**Оценка по монетарному подходу говорит в пользу неизменного курса рубля на уровне 70 руб./\$:** Другой подход к оценке курса, чувствительный к изменениям монетарной политики, который мы использовали для оценки справедливой стоимости рубля, 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. 6). Ранее этот подход указывал на справедливую стоимость рубля на уровне 70 руб./\$ на 2021 г., и на 2022г. она не изменилась. В основе этой оценки лежит сценарий умеренного роста денежной массы на 7% г/г в 2022 г., что соответствует нашим ожиданиям роста рынка депозитов; мы также включили в расчет базового уровня резервов этого года сумму \$17,5 млрд, предоставленных ЦБ РФ в рамках пакета помощи МВФ на восстановление экономики после пандемии.

Прогноз резервов на 2022 г. будет складываться под влиянием двух факторов: (1) перевода в ФНБ примерно \$35 млрд, которые будут куплены Минфином на валютном рынке в этом году; (2) расходов ФНБ на инфраструктурные проекты. Хотя траты из ФНБ несут некоторую неопределенность, в целом мы ожидаем, что рост резервов нейтрализует эффект роста денежной массы на справедливую стоимость курса рубля.

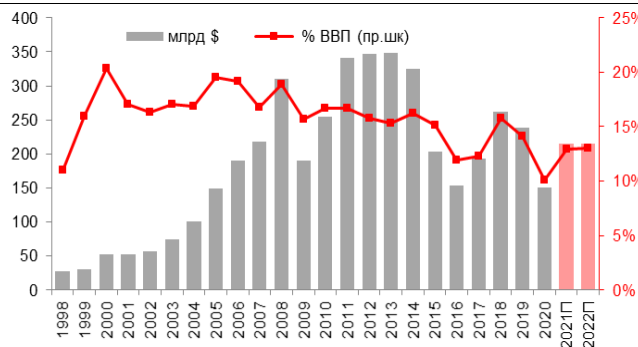
**Подход на основе сравнения динамики промпроизводства в США и России указывает на некоторое улучшение оценки равновесного курса рубля до уровня 78 руб./\$ на горизонте 2022 г.:** Небольшой позитивный сюрприз для прогноза курса рубля дает третья модель оценки, в основе которой лежит дифференциал промпроизводства. На 2021 г. этот расчет давал ориентир справедливой стоимости рубля на уровне 80 руб./\$, отражая прогноз очень сильного восстановления экономики США на фоне более умеренных ожиданий по динамике в РФ. Однако российское промпроизводство преподнесло позитивный сюрприз в 1П21 – оно выросло на 4,4% г/г, включая сильное восстановление обрабатывающей промышленности, где выпуск вырос на 6,4% г/г. Решение ОПЕК+ смягчить ограничения по добыче с августа этого года также, вероятно, будет стимулировать промышленную активность в 2П21, формируя потенциал догоняющего восстановления в нефтедобыче и инвестициях. Эти тренды окажут поддержку курсу рубля на горизонте следующего года; сопоставляя динамику дифференциала промпроизводства в России и в США и реального эффективного курса рубля (см Рис. 7), подход показывает уровень 78 руб./\$ на 2022 г.

**Рис. 7: Динамика промпроизводства в США и России и реальный курс рубля, янв. 2010=100**



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg, Альфа-Банк

**Рис. 8: Сырьевой экспорт РФ, \$ млрд и его доля в ВВП, %**



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

**Значение равновесного курса рубля, рассчитанного исходя из доли сырьевого экспорта в ВВП снизилось до 80 руб./\$:** Последний 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 все возрастающие риски по поводу соблюдения ESG-стандартов, а также рост спроса на альтернативные виды топлива, мы понизили долгосрочный ориентир до 13% ВВП, что соответствует среднему значению этого показателя за последние 5 лет (см Рис. 8). Предыдущая оценка справедливой стоимости рубля, основанная на использовании этого значения в качестве равновесного уровня, на 2021 г. составляла 76 руб./\$; однако из-за роста инфляционного давления и увеличения доли ненефтяного экспорта в российском ВВП модель теперь указывает на движение равновесного курса на 80 руб./\$ на 2022 г. Мы считаем, что этот прогноз в целом соответствует рискам, связанным с глобальным переходом к безуглеродной экономике.

**Таб 1. Оценки справедливой стоимости рубля к доллару на 2020, 2021 и 2022 (руб./\$)**

	Оценка стоимости от февраля 2020 (на 2020)	Оценка стоимости от августа 2020 (на 2021)	Оценка стоимости от апреля 2021 (на 2021)	Оценка стоимости от сентября 2021 (на 2022)
Доля нефтяного экспорта в ВВП	70	78	76	80
Монетарное равновесие	63	70	70	70
Рост промпроизводства Россия к США	63	75	80	78
Дифференциал процентных ставок	64	68	66	70

Источник: Альфа-Банк

**Наш прогнозный ориентир на конец 2022 г. составляет 78-80 руб./\$:** В результате проведенного анализа равновесной стоимости курса рубля на основе четырех моделей оценки мы пришли к выводу, что прогнозный диапазон составляет 70-80 руб./\$ на 2022 г. (см Таб. 1). Это хорошая новость, особенно в свете того, что рубль пока тяготеет к более сильной части этого интервала. В то же время мы видим девальвационные структурные риски, которые могут затронуть как верхнюю, так и нижнюю границу диапазона. Так, граница справедливой стоимости, которая соответствует модели оценки на основе дифференциала процентных ставок (70 руб./\$), чувствительна к изменениям в монетарной политике США; это риск находится вне зоны контроля российских экономических властей. Слабая граница коридора равновесной стоимости рубля, которая рассчитывается из доли сырьевого



экспорта в ВВП, подвержена рискам, связанным с глобальным регулированием сырьевого сектора, которые крайне сложно нейтрализовать инструментами внутренней политики. Иными словами, складывается впечатление, что риски ослабления курса рубля лежат вне прямого контроля российских экономических властей, и даже взвешенная макроэкономическая политика не сможет полностью нейтрализовать их. Еще одно важное наблюдение заключается в том, что оптимистичный прогнозный ориентир в 70 руб./\$ на 2022 г. дают модели оценки (на основе монетарного подхода и на основе дифференциала процентных ставок), в основе которых присутствуют компоненты монетарной политики, в связи с чем эти модели не являются особенно надежными в период предстоящих изменений в монетарной риторике США. Таким образом, мы отдаем предпочтение результатам оценки двух моделей, которые в большей степени отражают динамику реальных показателей производства. Исходя из этого, наш прогнозный диапазон курса рубля на 2022 г. составляет 78-80 руб./\$ на конец 2022 г.



## Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27 Москва, Россия 107078  
+7 (495) 795-3712

**Начальник дирекции Ценных бумаг** Михаил Грачев  
+7 (495) 7857404 [mgrachev@alfabank.ru](mailto:mgrachev@alfabank.ru)

**Начальник управления Акции** Константин Шашаров  
+7 (495) 228 8828 [kshapsharov@alfabank.ru](mailto:kshapsharov@alfabank.ru)

### Аналитический отдел

#### Начальник отдела

Борис Красноженов [bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

#### Макроэкономика

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

Кира Шемякина [KShemyakina@alfabank.ru](mailto:KShemyakina@alfabank.ru)  
+7 (499) 795 36 76

#### Стратегия

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

#### Металлы и горная добыча

Борис Красноженов [bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

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

Радмир Фаттахов [rifattakhov@alfabank.ru](mailto:rifattakhov@alfabank.ru)  
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

#### Нефть и Газ

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

#### Торговые операции и продажи (Москва)

#### Международные продажи

Александр Зоров [azorov@alfabank.ru](mailto:azorov@alfabank.ru)  
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина [sgolodinkina@alfabank.ru](mailto:sgolodinkina@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7416

#### Торговые операции

Артем Белобров [abelobrov@alfabank.ru](mailto:abelobrov@alfabank.ru)  
+7 (495) 785-7414

#### Потребительский

Евгений Кипнис [ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева [oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Финансы

Евгений Кипнис [ekipnis@alfabank.ru](mailto:ekipnis@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3713

#### TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова [akurbatova@alfabank.ru](mailto:akurbatova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева [oovorobyeva@alfabank.ru](mailto:oovorobyeva@alfabank.ru)  
+7 (499) 681-3075

#### Перевод

Анна Мартынова [amartynova@alfabank.ru](mailto:amartynova@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3676

#### Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорощев [didorofeev@alfabank.ru](mailto:didorofeev@alfabank.ru)  
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

#### РЕПО

Вячеслав Савицкий [vsavitskiy@alfabank.ru](mailto:vsavitskiy@alfabank.ru)  
+7 (495) 783-5107

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

**Альфа Директ** +7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2021 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащая 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.