

Точка зрения

Премия за геополитический риск возвращается

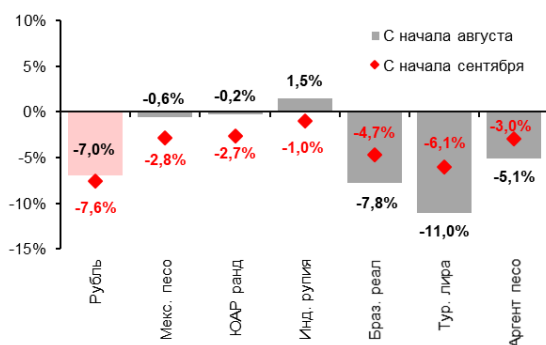
Курс рубля приблизился к отметке 80 руб./\$, подешевев сильнее других валют на ЕМ с начала сентября: С начала этой недели рубль ускорил свое падение, приблизившись к отметке 80 руб./\$. Изначально давление на российскую валюту возникло в связи с военным конфликтом вокруг спорной Нагорно-Карабахской территории на выходных, однако масштаб реакции рынка указывает на сильное ухудшение общего взгляда на динамику российской валюты. Эта деградация началась еще в начале августа с ростом политической нестабильности в Беларуси, которая создала опасения по поводу российского вмешательства в политическую ситуацию в стране и ответных санкций со стороны Запада. После этого новости об отравлении Алексея Навального добавили опасений по поводу санкций против России. События в Нагорном Карабахе сами по себе могут не иметь серьезных последствий для России, однако они в некоторой степени маскируют рост общей нервозности рынка по поводу (1) второй волны карантинных мер и (2) последствий приближающихся выборов в США для России. Учитывая это, с начала сентября рубль ослаб сильнее валют других стран ЕМ (см Рис. 1). Складывается впечатление, что опасения, связанные с российскими рисками, являются более существенным фактором для движения курса, нежели общее ухудшение настроений на глобальных рынках.

Наши оценки справедливой стоимости рубля не изменились – диапазон его фундаментальной стоимости сохраняется на уровне 68-78 руб./\$ на 2021 г.: Важно то, что недавнее ослабление курса рубля не является ответом на ухудшение фундаментальных факторов, но в всего лишь отражает рост геополитических опасений. В качестве иллюстрации заметим, что курс рубля сильно отклонился от цены на нефть, которая не меняется последние три месяца, торгуясь в диапазоне \$40-45/барр. Текущий уровень цен на нефть указывает на то, что курс рубля должен был бы оставаться на уровне примерно 72 руб./\$. Рынок вполне может вернуться к этому значению к концу года, если геополитическая премия сойдет на нет. Тот факт, что цены на российские облигации избежали сильной коррекции на этой неделе, подтверждает наличие хорошей фундаментальной поддержки. Наши оценки справедливой стоимости рубля на 2021 г. также не изменились на данный момент, и значение фундаментального курса находится в диапазоне 68-78 руб./\$. При этом справедливая стоимость, хотя и дает индикацию того, где должен быть курс рубля без учета геополитических рисков, она не может нейтрализовать опасения по поводу санкционных рисков.

Премия за геополитический риск – насколько высокой она может оказаться? Курс рубля на уровне 72 руб./\$ соответствует текущему уровню цен на нефть, что предполагает, что сейчас премия за геополитический риск составляет примерно 7-8 руб./\$. Изначально, когда рынок опасался только эскалации политической ситуации в Беларуси и последствий отравления Навального, эта премия составляла примерно 3-5 руб./\$, таким образом, сейчас она практически удвоилась. Однако в 2018 г., когда США ввели санкции против РУСАЛа и угрожали ввести санкции против российского суверенного долга и/или госбанков, премия за риск доходила до 10-15 руб./\$. Это предполагает, что курс рубля еще имеет пространство для дальнейшего ослабления, особенно при сценарии президентства Д. Байдена, который может вернуть на повестку некоторые из указанных санкций, и любое улучшение ситуации на рынке выглядит маловероятным до середины ноября. Наиболее привлекательный сценарий для России на данный момент – это сохранение курса рубля на уровне 75-80 руб./\$; однако учитывая рост опасений по поводу второй волны карантина, курс рубля может опуститься до 80-85 руб./\$, что будет отражать санкционную премию за риск по аналогии с 2018 г.

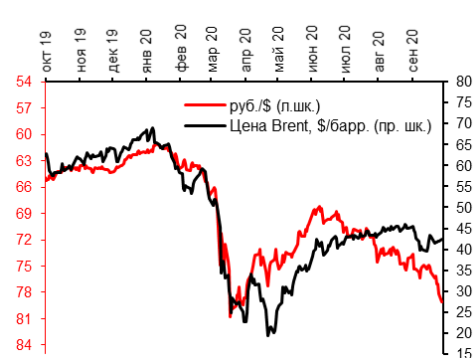
Выйдет ли ЦБ на рынок? Самый важный вопрос заключается в том, должен ли и будет ли ЦБ останавливать панику на рынке, если рубль в ближайшие недели или месяцы окажется под дополнительным давлением. Ответ на этот вопрос крайне неоднозначен. Действия ЦБ в 2018 не могут служить ориентиром в нынешней ситуации; тогда ЦБ прекратил покупку валюты в рамках бюджетного правила, которое само по себе оказывало давление на курс рубля. Сейчас давления, которое бы происходило от действий государства, нет, поэтому ЦБ не сможет использовать изменения в бюджетном правиле как основу для своих операций на валютном рынке. К сожалению, регулятор также недавно объявил о заимозачетах своих операций с Минфином, что оставило ЦБ с чистым остатком всего \$2,5 млрд на продажу до конца года, которые будут поступать на рынок регулярно, на ежедневной основе. Единственной опцией будут прямые валютные интервенции, мотивированные риском финансовой стабильности. Тем не менее, эта опция не использовалась с 2014 г., и ее использование само по себе станет тревожным признаком. В результате регулятор вряд ли сможет задействовать ее до тех пор, пока не станут известны результаты выборов в США; кроме того, если повестка дня нового президента усилит санкционные риски, совершенно не факт, что ЦБ может и должен компенсировать их за счет резервов. Возможной опцией может быть решение Минфина продать часть своих накоплений в рынок, но такое решение предполагает изменение стратегии финансирования бюджетного дефицита. И в любом случае рынок не должен ожидать, что рублю будет оказана какая-либо поддержка, пока не появится риск пробития диапазона 80-85 руб./\$; таким образом, в ближайшем будущем высокая волатильность сохранится.

Рис. 1. Рубль vs. валюты ЕМ, с нач. сентября и с августа



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рис. 2. Курс руб./\$ и цена на нефть, \$/барр



Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Аналитический отдел 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.

Альфа-Банк
 Проспект Академика Сахарова 12
 +7 (495)
Начальник дирекции Ценных бумаг
 +7 (495) 7857404
Начальник управления Акции
 +7 (495) 228 8828

Рынок акций
 Москва, Россия 107078
 795-3712
 Михаил Грачев
mgrachev@alfabank.ru
 Константин Шапшаров
kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел +7 (495) 795-3676

Начальник отдела
 Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3612

Макроэкономика
 Наталья Орлова, Ph.D.
norlova@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3677
 Анна Киюцевская
AKiyutsevskaya@alfabank.ru
 +7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Стратегия
 Джон Волш
jwalsh@alfabank.ru
 +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча
 Борис Красноженов
bkrasnozhenov@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3612
 Юлия Толстых
yatolstyh@alfabank.ru
 +7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

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

Нефть и Газ
 Никита Блохин
NBlokhin2@alfabank.ru
 +7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Торговые операции и продажи (Москва) +7 (495) 223-5500

Международные продажи
 Александр Зоров
azorov@alfabank.ru
 +7 (495) 745-5621
 Светлана Голодинкина
sgolodinkina@alfabank.ru
 +7 (495) 785-7416

Торговые операции
 Артем Белобров
abelobrov@alfabank.ru
 +7 (495) 785-7414

РЕПО
 Вячеслав Савицкий
vsavitskiy@alfabank.ru
 Олег Морозов
omorozov@alfabank.ru
 +7 (495) 783-5101

Потребительский
 Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3713
 Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
 +7 (499) 681-3075

Финансы
 Евгений Кипнис
ekipnis@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3713

ТМТ, Сельское хоз-во
 Анна Курбатова
akurbatova@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3740
 Олеся Воробьева
oovorobyeva@alfabank.ru
 +7 (499) 681-3075
 София Сыроватская
ssyrovatskaya@alfabank.ru
 +7 (499) 681-3075

Перевод
 Анна Мартынова
amartynova@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3676

Спец. по данным/Аналитик
 Денис Дорофеев
didorofeev@alfabank.ru
 +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Альфа Директ +7 (495) 795-3680

Директор
 Сергей Рыбаков
srybakov@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3680

Аналитический отдел
 Алан Казиев
akaziev@alfabank.ru
 +7 (495) 974-2515 (доб. 8568)
 Елизавета Наумова
enaumova@alfabank.ru
 +7 (495) 795-3680 (доб. 8806)

Продажи
 Ирина Фадеева
ikfadeeva@alfabank.ru
 +7 (495) 974-2515 (доб. 8328)
 Валерий Кремнев
vkremnev@alfabank.ru
 +7 (499) 215-9009
 Ольга Бабина
obabina@alfabank.ru
 +7 (495) 974-2515 (доб. 4092)

© Альфа-Банк, 2020 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16.01.2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся 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 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 и консультантами и 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. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другим и соответствующим законам, и положениями В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.