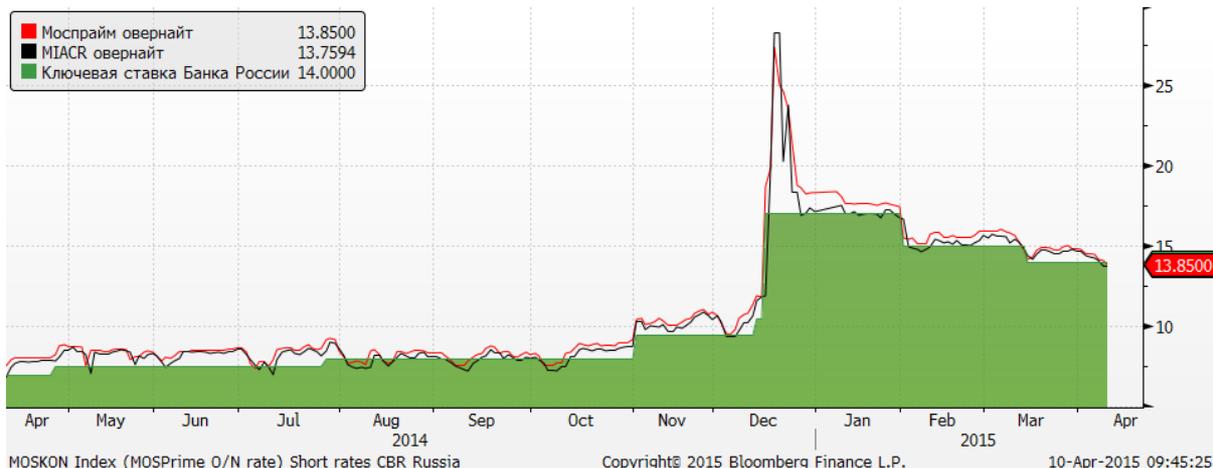


Обзор рынков

Пятница, 10 апреля 2015

- Продолжают расти развивающиеся рынки. Отчасти под влиянием этого, отчасти на фоне общероссийского оптимизма, РТС (+1.5%) вчера преодолел 1000 п., впервые с ноября. В России растут рублевые и долларовые облигации, что, похоже, связано с ожиданием снижения ставки Центробанка в конце этого месяца (СД будет 30-го) и стабилизацией рубля. Ставки на межбанке овернайт (Моспрайм и МІАСR) почему-то опустились ниже ключевой ставки БР, что может отражать происходящее де-факто смягчение денежной политики.

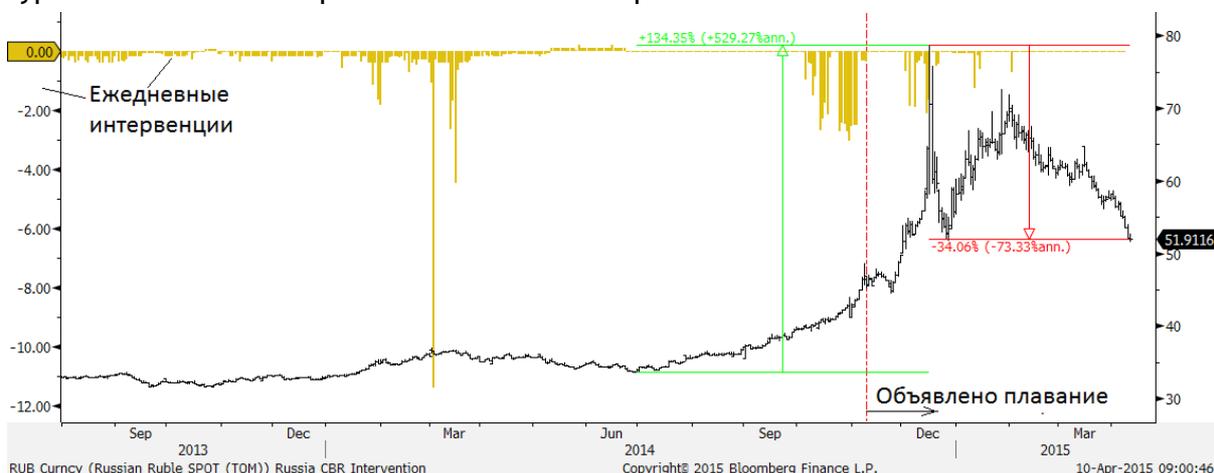


S&P 500 +0.45%, Европа вчера по STOXX Europe 600 (+1.1%) установила новый исторический рекорд.

- Рубль продолжает неумолимо расти, сейчас на торгах 51.9 руб./доллар, повергая в шок наблюдателей, кто недавно испытывал такой же шок от падения. Что происходит? Цены на нефть нельзя винить, как фактор, Brent был и остается на прежних уровнях (56.6 долл./барр. сейчас) [Бэртон Бигс](#) (1932-2012, инвестор, автор [Hedgehogging](#)) высказывался так: *“Как инвесторы мы также должны быть осведомлены о нашем врожденном и весьма человеческом свойстве воевать в последней войне. Мы забываем, что Мистер Рынок это подлинный садист, который получает удовольствие мучить нас самыми разными способами”*. За время работы на финансовых рынках мы привыкли, что рынки могут расти и падать гораздо сильнее, чем можно себе представить. Эта фраза в особенности относится к акциям и валютным курсам, как легко торгуемым активам (в отличие от недвижимости, например), не имеющим наблюдаемого “стоимостного якоря” (который есть у облигаций, от value anchor).
- По нашим субъективным оценкам, людей, не верящих в устойчивость ростового тренда рубля, много. Этот дух, например, выражает [заголовок Ведомостей](#) сегодня: “Время покупать доллары. Апрельский взлет рубля - удачный момент для покупки долларов и евро”. С другой стороны сейчас должны быть люди, паникующие в обратную сторону, считающие что купили доллары слишком дорого. В указанной статье сообщается, что много продаж валюты от населения в регионах. Это можно объяснить тем, что в головах населения психологическим “якорем стоимости” являются привычные уровни около 33 руб./доллар, наблюдавшиеся с 2009 по 2014 гг. Если ждать падения до этого курса, то текущие 51,9 руб./долл. - это еще

слишком дорого. Но 33 руб./долл. - это ложный ориентир по целому ряду соображений. Во-первых, мы игнорируем инфляцию и впадаем в “денежную иллюзию” (money illusion) - свойстве людей фокусироваться на номинальных величинах, которые с учетом высокой российской инфляции вводят в заблуждение. Для избежания инфляции мы [анализируем реальный рубль](#). Во-вторых, цены на нефть сейчас ниже, чем были и по этой причине 33 руб./доллар выглядит недостижимо. С 99% вероятностью можно утверждать, что 30+ мы не увидим никогда.

- Так случилось, что в России игра против рубля является национальным занятием. Главная причина в том, что сбережения в рублях и в отечественной финансовой системе за последние два десятилетия были рискованными. Из-за большой инфляции рублю нет доверия, а доллар воспринимается мерой стоимости. Когда глава Центробанка Э. Набиуллина подняла ставку до 17%, ее целью было остановить вакханалию бегства от национальной валюты, вызывающую инфляцию и падение курса. Неизбежная жертва - экономический рост.



Как раз перед этим Центробанк перестал проводить валютные интервенции (желтые столбики - ежедневные продажи), объявив с 10 ноября “свободное плавание” рубля. Какие-то интервенции проводились в декабре, во время паники, но основным шоком для рынка стало отсутствие Центробанка на торгах во время паники 16 декабря. Небольшие интервенции были в начале 2015 г., но это были преимущественно продажи Минфина. Рубль действительно стал плавающим.

- Россияне совсем не верят в российские акции. Так, по [статистике Московской биржи](#), активных счетов физлиц насчитывается менее 80 тыс. человек. Зато, по нашим прикидкам, покупками долларов в том или ином виде, занимается заметная доля населения из 143 млн. человек (без Крыма). Это точно миллионы. Сейчас, когда рубль стал совсем плавающей валютой, курс доллара будет двигаться еще сильнее, чем раньше. Сглаживания колебаний больше не будет. Если Центробанк решил на 80 / доллар не проводить интервенции, то и дальше они вряд ли появятся. С такой волатильностью желающих поиграть в доллар будет становиться все меньше, точно также как мало тех, кто “играет на бирже”. Конечно, рубль падал не только и не столько под влиянием покупок физлиц, а в большей мере - предприятий. Но не следует думать, что директора предприятий обладают большими способностями предсказывать валютную динамику. Они не отличаются от обычных физлиц в этом и покупают под влияние стадных чувств.

По этой причине волатильность рубля нас радует. Это хорошая прививка против игры в любую сторону, поскольку играющие в курс рубля неизбежно будут “попадать”. Со временем люди избавятся от привычки спекулировать, что сделает отечественную финансовую систему более стабильной.

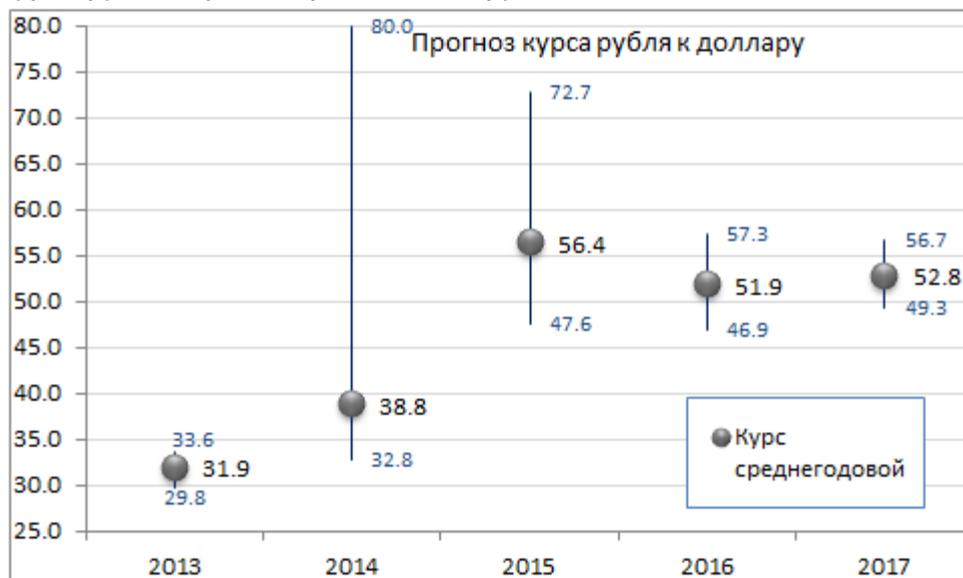
- Мы и сами не особо верим в устойчивость укрепления, хотя допускаем что окажемся не правы. Наш прогноз среднегодового курса на этот год составлял 61 руб. за долл. но он может быть немного улучшен, . Ранее мы много раз писали о том, что санкции Запада были причиной падения рубля. Но возможно, их влияние не так велико, как мы думали. Санкции могли быть лишь поводом, а основная причина почему рубль упал так сильно - это психология населения и бизнеса. Вчера в [Ведомостях вышла статья главного аналитика Сбербанка М. Матовникова](#): “Кризис: Неполная изоляция. Проблема внешнего долга не так остра, как кажется”. На время начала действия санкций, на 1 октября 2014 г. около 20% внешнего долга (155 млрд.долл.) - это были обязательства в рублях, которые явно не подпадают под санкции и на них можно не обращать внимание. Цитируем Матовникова (выделение наше):

“Важнее динамика погашения валютного долга, но и в этой части есть много вопросов. В его составе велика доля внутрикорпоративного долга (по моей оценке, более \$100 млрд). В части долга банков (\$171 млрд на 1 января 2015 г.) доля внутрикорпоративного долга невелика - порядка \$7 млрд. Большая часть внутрикорпоративного долга приходится на долг компаний: из общей суммы долга в \$376 млрд на 1 января 2015 г. на рублевый долг приходится около \$70 млрд и еще около \$100 млрд - на внутрикорпоративный валютный долг. Получается, порядка 45% внешнего долга небанковского сектора приходится на внутрикорпоративные обязательства. Это необходимо учитывать при оценке объемов ожидаемого оттока средств на погашение внешнего долга. Однако и это еще не все. Согласно графику погашения долга, публикуемому ЦБ, банки должны были погасить в IV квартале 2014 г. внешний долг на \$15,1 млрд. Но согласно оценке платежного баланса за IV квартал, опубликованной ЦБ, сальдо погашения и привлечения внешнего долга банками составило \$18,4 млрд. Эта цифра близка к объему сокращения внешнего долга банков за IV квартал - на \$21 млрд. Эта оценка ЦБ включает в себя переоценку рублевого долга. Это означает, что банки гасят примерно столько долга, сколько и должны, и степень их финансовой блокады достаточно велика: замещать старый внешний долг новым не удастся.

Но с компаниями все обстоит иначе. Они должны были в IV квартале 2014 г. согласно графику погасить внешний долг на \$41,5 млрд. Но оценка платежного баланса показывает, что сальдо погашения и привлечения средств составило всего \$11,5 млрд. При этом внешний долг небанковского сектора сократился на \$46 млрд преимущественно за счет переоценки рублевого долга (примерно на \$35 млрд). Как ни считай, выходит, что компании гасят только четверть от ожидаемого объема.”

 Рефинансирование за счет средств Центрального банка началось только с конца декабря, так что основная проблема санкций Запада была купирована властями РФ только в наступившем году.
- По этим причинам можно предположить, что платежный баланс будет не так сильно перекошен, как мы ждали ранее. Тогда можно рассчитать для курс рубля используя

следующие предположения. Пусть весь выпадающий валютный долг банков РФ (порядка 60 млрд. долл. в год) будет компенсирован за счет валютного РЕПО (т.е. Банк России выдаст 60 млрд. долл.), а предприятия будут гасить только 1/4 из внешнего долга (порядка 30 млрд. долл. в год). Предположим, что “традиционной отток” (после кризиса он был порядка 50 млрд. долл. в год) упадет из-за слабой экономики, но будет компенсирован возвратом капиталов в рубли из долларов и кэрри-трейдерами. Тогда мы получим следующие предположения о среднегодовом курсе рубля, при котором балансируется платежный баланс.

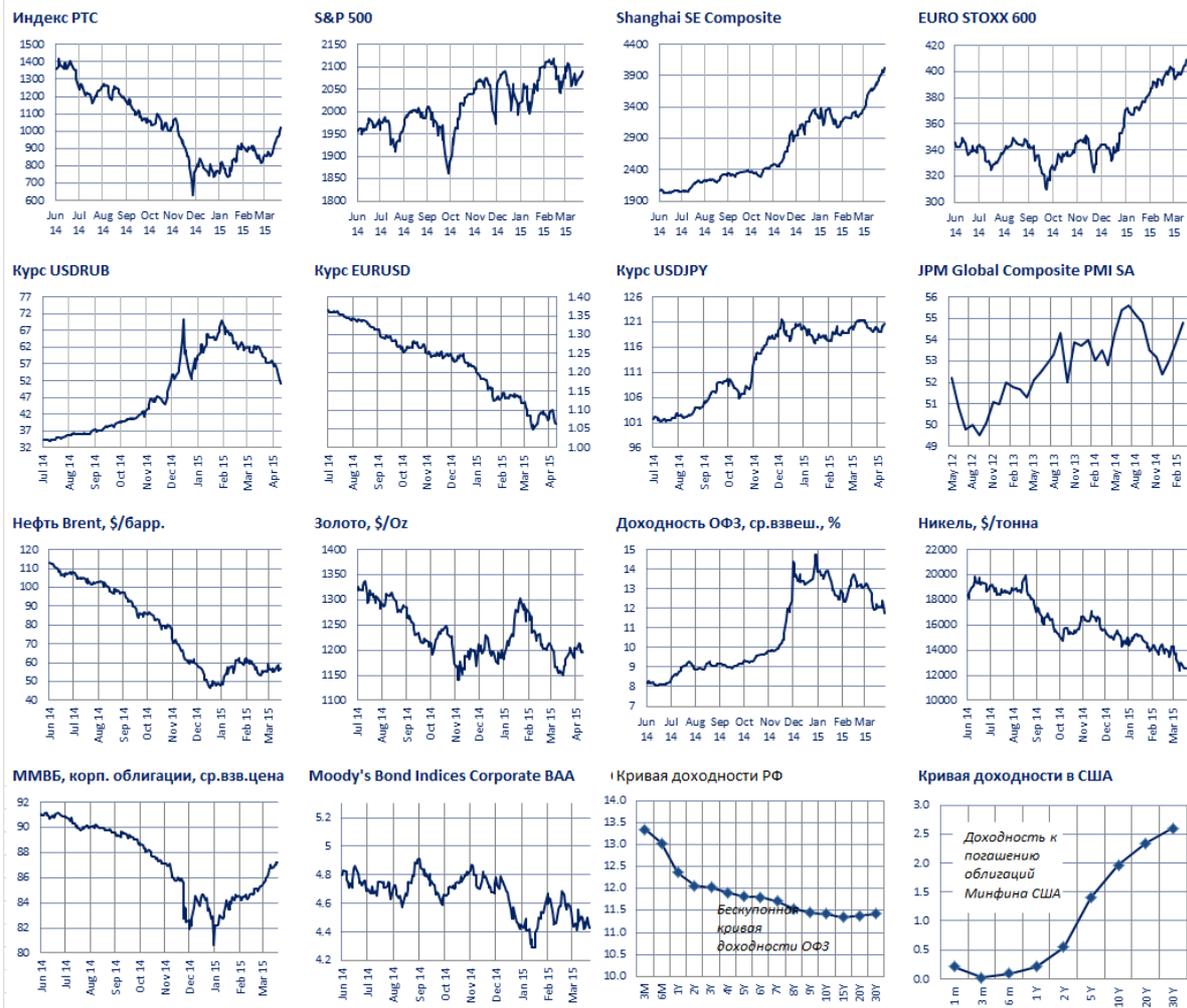


Разброс колебаний вверх и вниз приводится иллюстративную, без попыток угадать максимум из предположений о волатильности в 17% в 2015, 10% и 7% в 2016 и 2017 гг. (в непрерывных изменениях, т.е. $\ln(p1/p0)$).

Детали расчета показаны ниже.

Показатель	2013	2014	2015	2016	2017
Цена на нефть, долл. за барр.	108.3	98	58	65	75
Экспорт, товары и услуги, млрд. долл.	593	561	426	450	491
Импорт, товары и услуги, млрд. долл.	-469	-429	-331	-381	-393
Сальдо первичных и вторичных доходов (NIRA), млрд. долл.	-90	-74	-62	-56	-50
Счет текущих операций, млрд. долл.	34	57	33	13	48
Счет операций с капиталом, млрд. долл.	-	-42	-	-	-
Финансовый счет, млрд. долл.	-34	-14	-33	-13	-48
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски), млрд. до	-62	-151	-90	-40	-35
Правительство и ЦБ, млрд. долл.	6	29	-3	-3	-3
Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост), мл	22	108	60	30	-10
Макс. курс	33.6	80.0	72.7	57.3	56.7
Мин. курс	29.8	32.8	47.6	46.9	49.3
Курс среднегодовой	31.9	38.8	56.4	51.9	52.8
Инфляция рубля, среднегодовая	6.8%	7.8%	15.5%	6.1%	5.0%
Инфляция доллара, среднегодовая	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%
Реальный импорт	469.0	421.8	319.4	361.1	364.9
Курс в ценах 2013 г	31.9	36.6	46.9	41.5	41.0
Падение реального импорта к уровню 2013	0.0%	-10.1%	-31.9%	-23.0%	-22.2%
Реальный RUB-USD к 2013 г	-	-12.8%	-31.9%	-23.0%	-22.2%
Эластичность импорта (изм.импорта при изм.реальн.USDRUB)	1				

Графики:



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Отказ от ответственности

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.