

Обзор рынков

Понедельник, 26 мая 2014

- На Украине, похоже, появился новый президент - Петр Порошенко. Он заявляет о готовности работать с Россией.
- Президент РФ В. Путин также в пятницу заявил о намерении сотрудничать. После его выступления на форуме в Санкт-Петербурге рубль укрепился до 34.1/доллар - новый рекорд с 23 января
- Сегодня начинаются российско-украинские переговоры по газу в Берлине.

Комментарий:

Индекс ММВБ в пятницу поднялся на +0.6%. Индекс S&P 500 +0.4%, новый исторический рекорд. STOXX Europe 600 +0.2%. Продолжается повышение курса рубля, который достигал в пятницу 34.06/доллар.

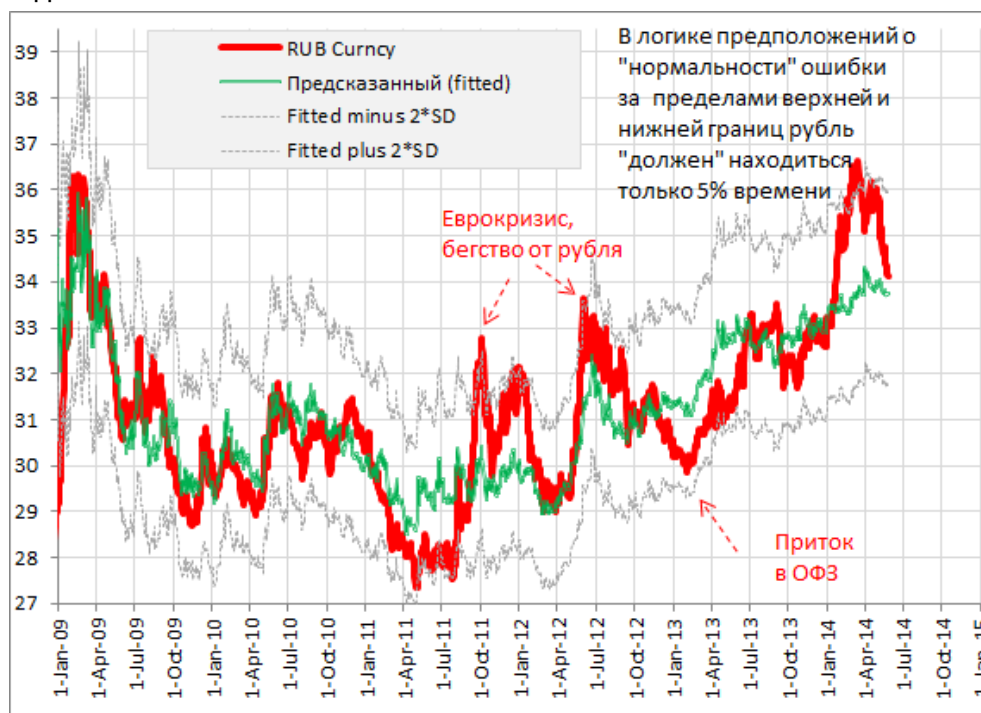


С нашей точки зрения движение курса в этом году представляло собой пузырь.

- В начале года падение до курса порядка 34 было “оправдано” тем, что в это время рос доллар и падали валюты развивающихся стран на том, что ФРС начала “сворачивание”.
- Но затем в рубле появилась собственная динамика, которую мы связываем с приобретенными инстинктами россиян, которые склонны поддаваться панике и избавляться от своей валюты. Речь не идет о всех россиянах, конечно, это небольшой сегмент бизнеса и физлиц, но даже их действий было достаточно чтобы рубль упал. А конвертация эта проходила под воздействием странного, но устойчивого мифа, что “после Олимпиады будет дефолт”.
- Разрешение на ввод войск на Украину, присоединение Крыма и последующие санкции стали апогеем обвала. Но

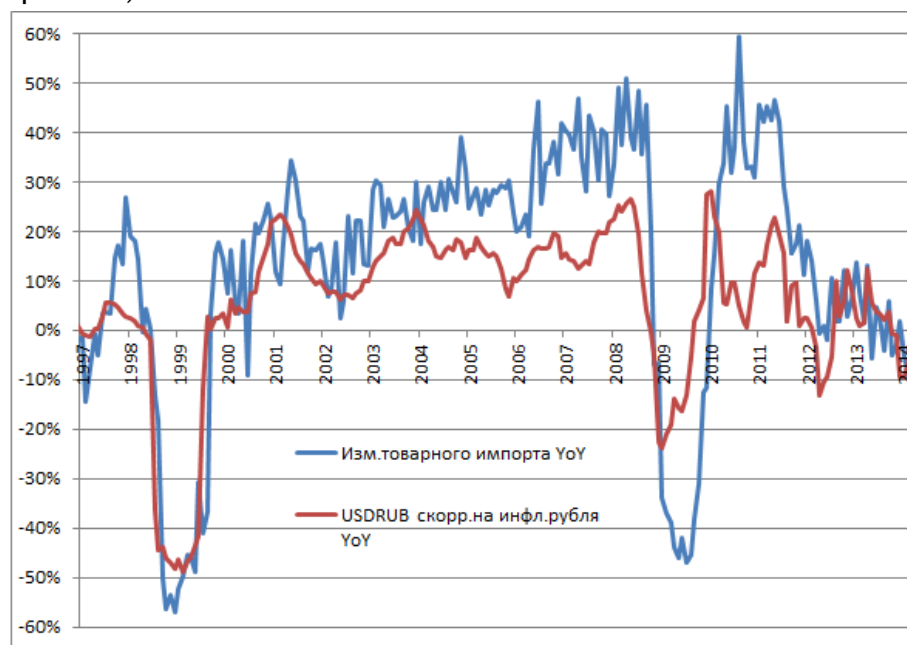
Дата	Руб/долл	%
26.Май.14	34.11	3.69
2013	32.89	7.65
2012	30.56	-4.88
2011	32.13	5.21
2010	30.54	1.66
2009	30.04	2.15
2008	29.40	19.33
2007	24.64	-6.4
2006	26.33	-8.41
2005	28.74	3.68
2004	27.72	-5.21
2003	29.24	-8.49
2002	31.96	4.75
2001	30.51	8.33
2000	28.16	2.21

уже очень скоро рубль начал укрепляться и с середины марта курс уже сдвинулся на 7% (см. график). А с конца 2013 года рост курса рубля к доллару составляет уже +3.7%, тогда как в марте доходило до +11.5%, то есть отыграны две трети обвала года.

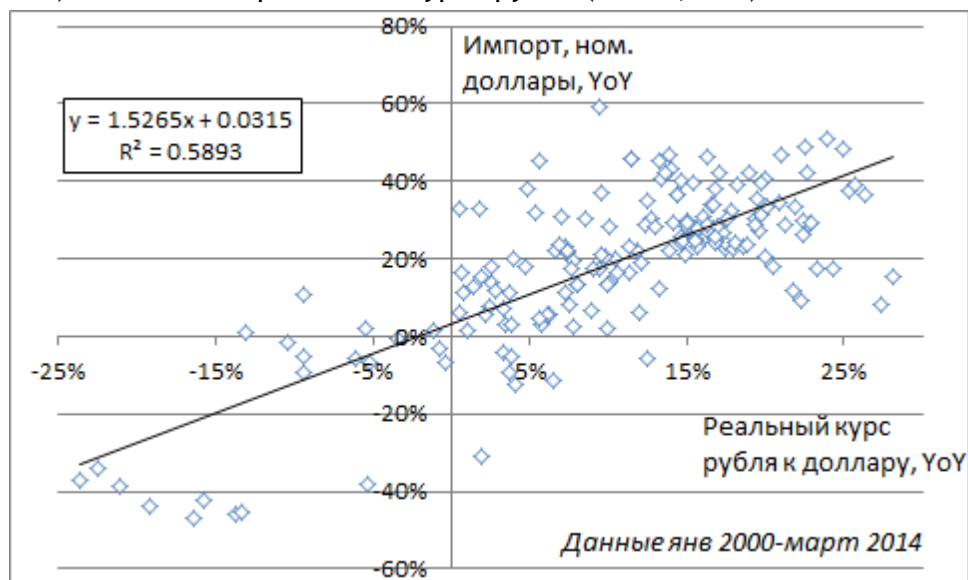


После такого укрепления разбег между модельным (33,77 руб./долл при текущей нефти 110.06/баррель) и текущим курсом стал минимальным с февраля - всего 1%. Мы не исключаем того, что курс в этом году может укрепиться до 32-33 руб./доллар, то есть рубль станет "переоцененным".

Причина обвалов - в движении капитала, который затем, частично, возвращается. Из опыта движений последних лет, укрепление занимает в 2-3 раза больше времени, чем сам обвал.



Если полагаться на эти рассуждения, то курс нормализуется ближе к осени. Причиной укрепления является не только движения капитала туда-сюда из рублей в доллары, но и вполне ощутимая реакция импорта на курс. На графике выше мы сопоставляем колебания товарного импорта (к аналогичному месяцу прошлого года, YoY) и колебания реального курса рубля (также, YoY).



“Скаттерплот” содержит уравнение регрессионной зависимости. Колебания курса на 1% приводили к изменению импорта на 1.5% в период с начала 2000-х. Если использовать данные за весь доступный период, с 1993 года, зависимость менее выраженная 1% курса изменяет импорт на 0.7%. [Работа С.Токарика из МВФ](#) оценивает эластичность импорта по разным странам в похожую величину. Краткосрочно, это 1-1.3, а долгосрочно - 1.2-1.7.

Так, если устойчиво рубль упадет на 10%, то годовой товарный импорт сократится на 10-15%. Можно рассчитать это в деньгах. Величина товарного импорта составляет 340 млрд. Прочие составляющие [счета текущих операций](#) будем считать неизменными, поскольку экспорт не зависит от курса, трансферты и факторные платежи также. Тогда профицит СТО увеличится в до 50 млрд.долл в год. притом, что он и без того был положительным (+33 млрд. в 2013-м и +71 млрд. в 2012). Этой цифры хватит на то, чтобы покрыть правдоподобно мыслимый “отток частного капитала”. Другое дело, что мы не ждем настолько большого оттока и ожидаем, что большая часть “сбежавших” из рублей в доллары капиталов будут возвращаться в страну в оставшиеся 1-2 года.

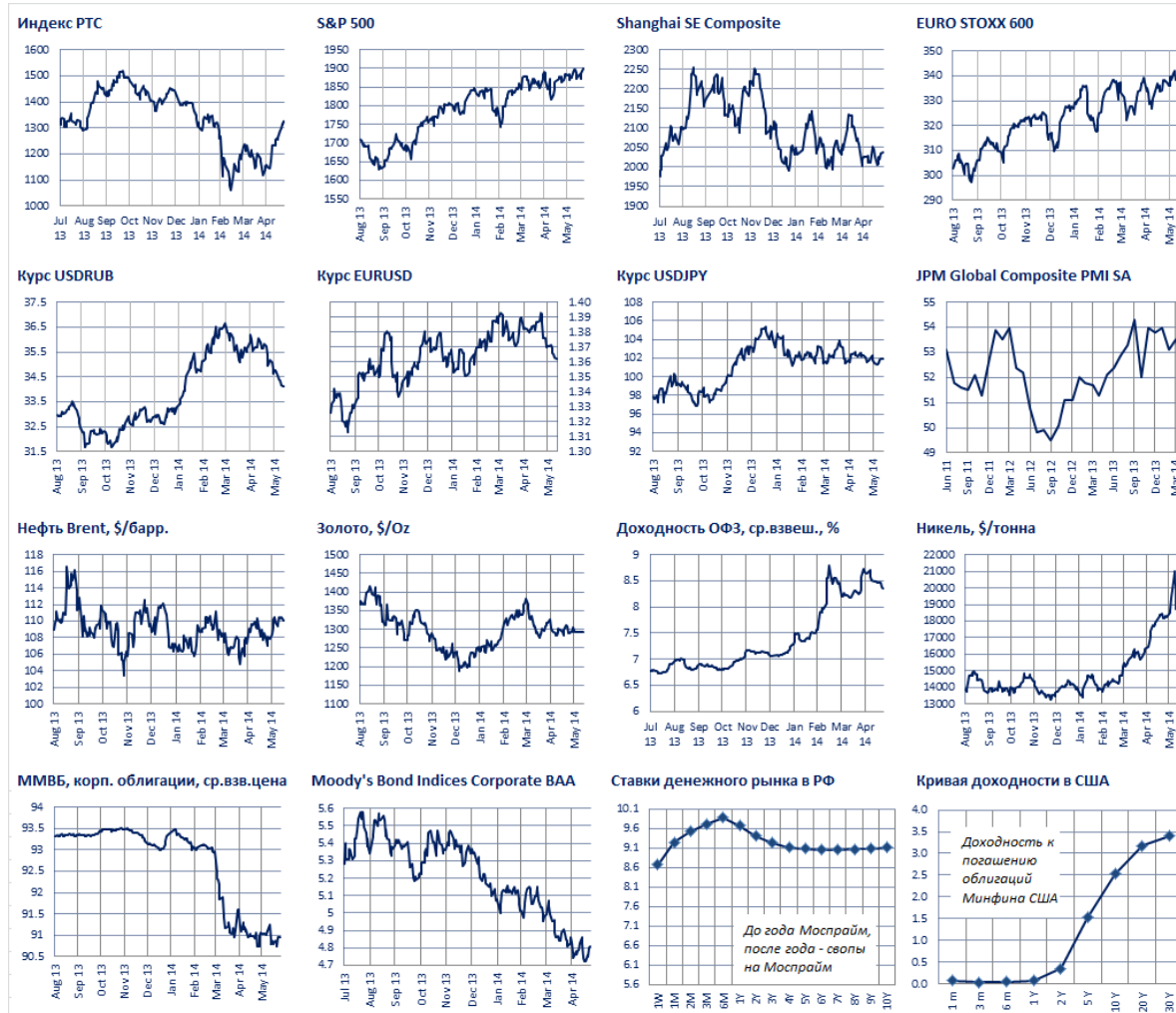
Мы так и не смогли предсказать, что рубль в начале года упадет. Если верить в объяснения провала, указанные выше, то причиной провала рубля стали иррациональные страхи и коллективные эмоции россиян. Иррациональность является главной причиной образования пузырей. А с пузырями есть проблема - нельзя предсказать когда они возникнут и как далеко смогут зайти. Зато в фазе “сдувания” предсказуемости значительно выше.

В курсе рубля такие мини-“пузырики” образуются регулярно. Это и осень 2011 года, и весна 2012, ассоциирующиеся с еврокризисом. 2013 год был сравнительно спокойным (если не считать рост курса после чрезмерного укрепления). Затем был 2014. Можно ли ожидать подобных забегов в 2015 и 2016м?

Вкратце:

В рамках Петербургского международного экономического форума министр экономического развития А. Улюкаев сделал несколько интересных заявлений. Министр намекнул, что для госбанков дивидендная политика будет более щадящей, чем в целом для госкомпаний. Напомним, в ближайшие годы планируется обязать госкомпании выплачивать 25% от консолидированной прибыли в качестве дивидендов. Для банков на фоне ужесточения регулирования и снижения прибыли, скорее всего, останется 25% чистой прибыли по российским стандартам. По приватизации «Роснефти» решение до сих пор не принято.

Конъюнктура:



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.