

Обзор рынков

Вторник, 5 мая 2015

- Основное событие прошлой недели - снижение ключевой ставки Центробанком на 150 б.п. Почему столько? Снижение на 100 б.п. ожидалось практически всеми, но довольно много аналитиков ждали большего. Итак, Центробанк решил “не разочаровывать”, но и слишком быстро снижать пока не желает.
- Реакция на курс. Мы не ожидаем особой реакции ставки на курс рубля. Собственно, в четверг ее и не было. Рубль закрылся 50.7/долл. Тренда в курсе не наблюдается уже больше трех недель, сохраняются уровни чуть выше 50. Цена на нефть тем временем остается вблизи максимумов с прошлого года, Brent выше 66 руб./долл. Конечно, смягчение ставки слегка понижает привлекательность carry-trades. Но есть противоположный эффект, нормализация ставки улучшает перспективы экономики, возвращая ее к росту. Текущий консенсус (опросы в Bloomberg) предполагает, что ВВП РФ пройдет дно в 3-м квартале текущего года (правда либеральные мыслители ждут продолжения спада и в 2016). Мы более оптимистичны, и ждем дно экономических показателей уже в текущем, 2-м квартале. Уже с лета начнется постепенное возобновление. Снижение ставки Центробанка все больше убеждает в этом.



Колебания вызывают движения капитала. Вывоз частного капитала из страны в прошлые месяцы связан не только с санкциями, но и ожиданиями. В условиях рецессии стимулы инвестировать в стране слабы, сбережения также имеют тенденцию «утекать». Нормализация кредита и возврат экономики к росту будет выступать «магнитом», притягивающим уже вывезенный россиянами из страны. Также он позволит задействовать зарубежный кредит, на что появилась надежда после того, как Уралкалий открыл «кредитное окно» (речь о синдицированном займе от 20 апреля)

- Причина высокой ставки. Россияне подозрительно смотрят на рубль и при росте напряженности начинают от него избавляться. Павловская реформа 1991 г., регулярные крахи банков, гиперинфляция начала 90-х, большая инфляция 99 года свежи в памяти. Когда они меняют рубли на «твердые валюты», они обваливают его курс. Когда, как в декабре, они с вытаращенными глазами избавляются от рублей, покупая разные товары, это вызывает скачок цен. Так вот, в ответ на декабрьскую панику Центробанк дернул «стоп кран», задрал ставку до 17%. Но «ехать» дальше в

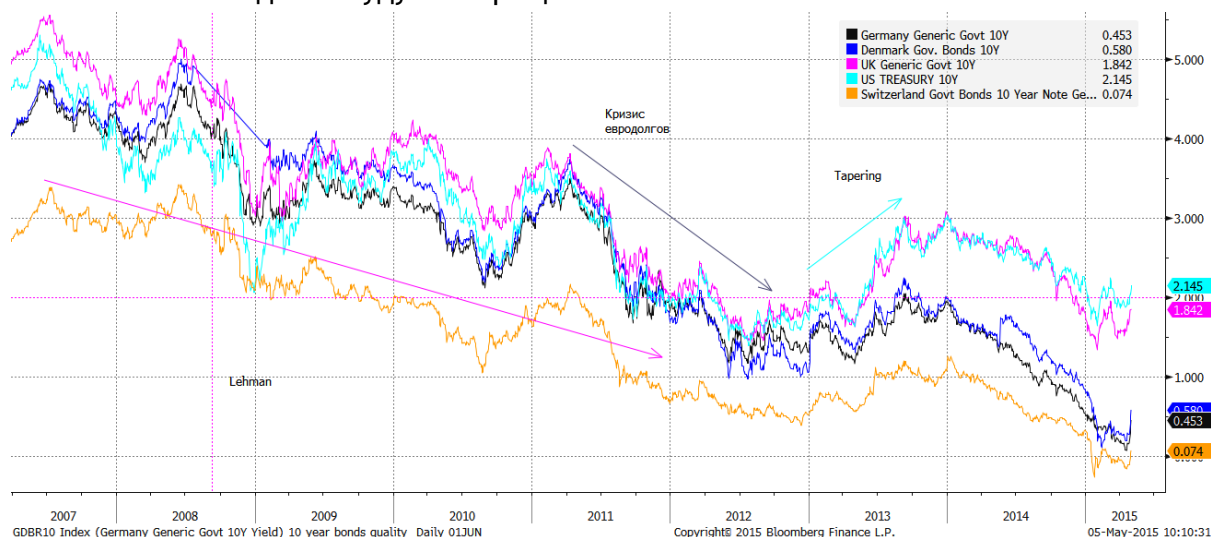
таком режиме экономика не может. Сейчас нужда в этих экстренных мерах исчезает, и снижение ставки вполне закономерно и разумно.

Известно, что инфляция составляет 16.9% (март к марту). Но это вид в «зеркало заднего вида» - это инфляция прошлого. Если взглянуть вперед, то она, видимо значительно ниже. Средние ожидания разных экспертов на будущие 12 месяцев составляют порядка 6-8%. В таких условиях ключевая ставка 14% (или сниженная - 12.5%) - это достаточно жестко.

Как ЦБ регулирует валютный курс. С 10 ноября 2014 г. курс рубля плавающий, и ЦБ практически не вмешивается в курсообразование. С нашей точки зрения сейчас не следует слишком увязывать ключевую ставку (при ее разумных значениях) с курсом рубля.

Куда важнее валютная составляющая - валютное РЕПО. Наш прогноз - что РФ будет жить с курсом 50-60 руб./долл. много лет. Это не означает, то мы не можем увидеть курс за пределами этих границ, но это будут временные «выпадения». Центробанк с 10 ноября сделал рубль плавающим и не собирается вмешиваться со своими интервенциями. Но он сохраняет не прямое влияние через валютное РЕПО. Низкий курс рубля нужен чтобы подавить импорт и высвободить часть валюты для возврата внешних долгов компаниям, которые не могут рефинансироваться на Западе из-за санкций. Теоретически, Центробанк мог бы полностью заместить этот выпавший кредит, но он не хочет нести всю тяжесть этого бремени.

Мы полагаем, что в случае падения рубля за границу 60 руб./долл., Центробанк вновь начнет «откручивать кран» валютного РЕПО, снижая его ставку. Если рубль будет слишком укрепляться, «кран» будет затянут еще. Большая часть валюты выдается в виде годового РЕПО, и банки будут должны вернуть эти деньги обратно. Если даже представить, что проблема санкций и внешнего долга разрешится, то возврат долларов Центробанку будет удерживать рубль дешевым еще некоторое время. В этом и есть причина почему мы ждем 50+ руб/долл. даже после того как внешние частные долги будут возвращены.



- Заметная коррекция на рынке длинных «качественных» облигаций. На графике показан обзорный график доходности 10-ти летних «бондов» для стран с наивысшим кредитным рейтингом. Наиболее заметна она для немецких облигаций, которые, казалось, скоро уйдут в отрицательную доходность. Но этого не случилось, они

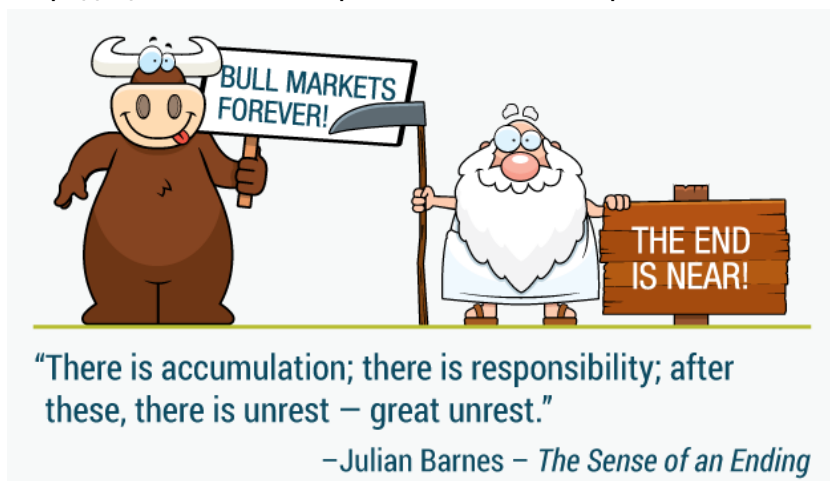
резко и быстро упали (что было [названо](#), flash crash)

Причины для столь резкого снижения немецких длинных облигаций не было, причина является внутривнутрирыночной (“эндогенной”). Существуют [предсказания](#), что на рынках есть масса людей, готовых заработать на обвале рынка облигаций, поскольку нулевая и отрицательная доходность считается неустойчивой. Ставки против облигаций представляют собой опцион с хорошим математическим ожиданием. Вероятность того, что доходность “длинного конца” станет еще более отрицательной кажется крайне низкой, а рост доходности сможет привести к хорошей прибыли подобных “шортов”.



Билл Гросс (ранее работавший в PIMCO, сейчас - в Janus Capital) считает “шорт” немецких 10-ти летних облигаций [“сделкой целой жизни”](#).

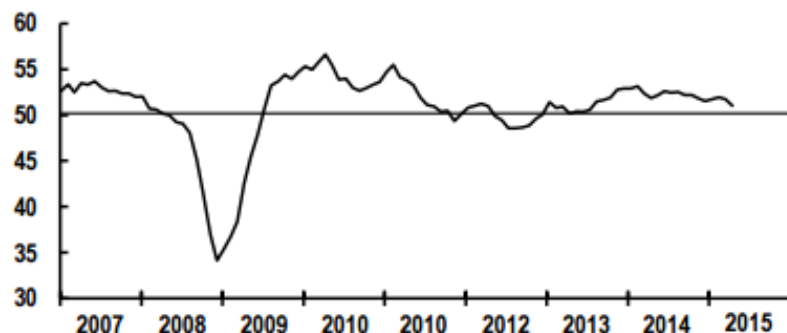
Он также [заявляет](#), что в целом [бычий рынок как для акций, так и для облигаций США, продолжающийся с 1981 г. \(!\) заканчивается](#). А причина в том, что нетрадиционная монетарная политика завершается .



- Во время праздничных дней на markiteconomics.com были опубликованы финальные оценки промышленных индикаторов PMI. Мировая промышленность теряет инерцию, Global PMI в апреле упал до 21-месячного минимума - 51.0 п. J.P.Morgan в комментарии к записке указывают, что есть надежды на восстановление деловой активности в обрабатывающих отраслях к середине года.

JPMorgan Global Manufacturing PMI

DI, sa



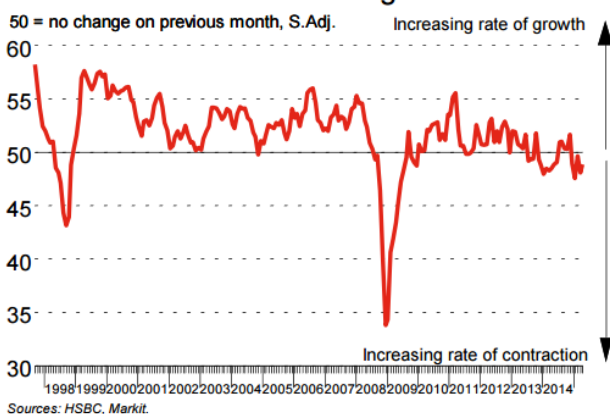
- В апреле промышленность Еврозоны продолжает расти. Запущенная программа QE ЕЦБ дает свои плоды, но эффект носит отложенный характер. Тревожные сигналы поступают от экономик Греции и Франции. Ожидается, что темпы роста ВВП в Еврозоне во втором квартале составят 0,4%.



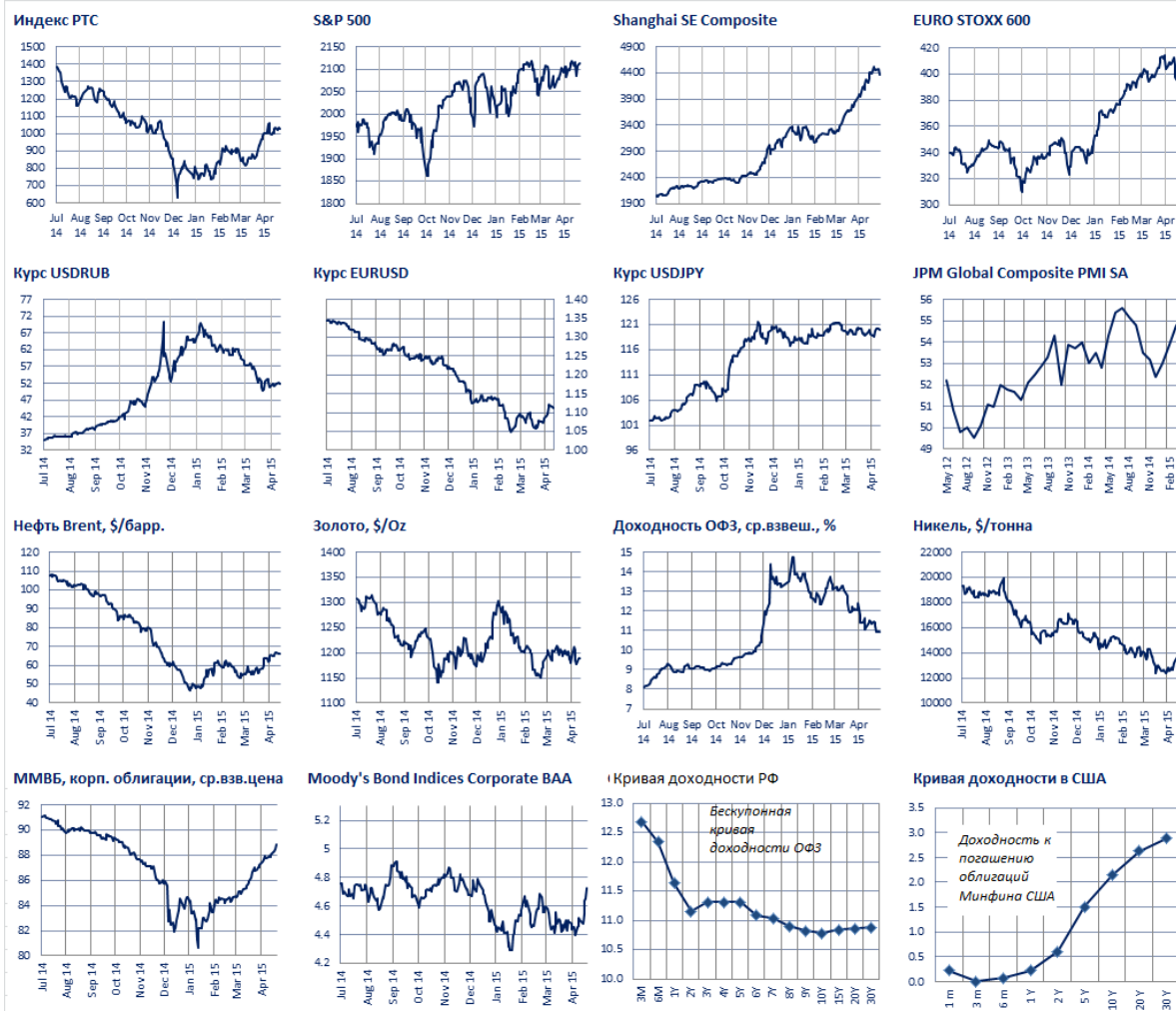
- Россия продолжает вставать с колен. Промышленный PMI растет в апреле, оставаясь ниже отметки в 50 п. Промышленность растет, рубль укрепляется, инфляция замедляется, но ложкой дегтя в бочке меда стало мощнейшее падение новых заказов за последние 6 лет.

Historical Overview

HSBC Russia Manufacturing PMI®



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.