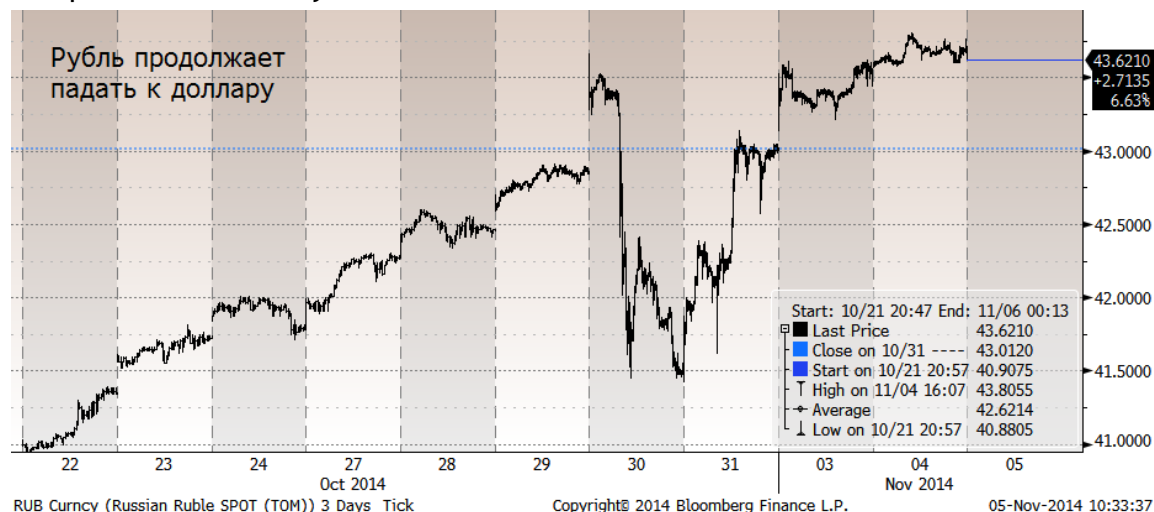


Финансовые рынки. Среда, 05 ноября 2014

- В пятницу ЦБ РФ агрессивно поднял [ключевую ставку](#) с 8% до 9.5%, по-прежнему борясь с инфляцией (27 окт.: 8.4%). Мы считаем куда большей угрозой закрытые внешние рынки капитала, которые создают избыточный спрос на внутреннем рынке долга. Решением проблемы мы считаем рефинансирование за счет валютных резервов. Но на это пока правительство не идет, и повышение ставки угрожает банковской стабильности, ждем роста доли “плохих долгов”.
- Центробанк сообщил, что [не виноват](#) в провале курса доллара к рублю в четверг (43.5->41/доллар) и собирается расследовать аномальное движение. После этого рубль опять обвалился. А в мире доллар находится на максимуме к большинству валют.
- Цены на Brent на 82,5/баррель, свежий минимум с 2009 года. Саудовская Аравия опять [изменила размеры премий](#) для разных рынков, но это нельзя трактовать однозначно.
- ДНР/ЛНР 2 ноября провели выборы, которые вызвали гнев Запада, но признаются только РФ. США за это грозят новыми санкциями. Германия угрожает, только “[если ситуация ухудшится](#)”. Украина собирается отозвать [особый статус](#) этих территорий. [Пикантность критики](#) в том, что США и Украина сами являются сепаратистскими странами, отделившись от Великобритании и СССР, соответственно.
- Сегодня будут оглашены [результаты выборов Конгресса](#) США, в результате которых демократы могут утратить большинство в верхней палате (сенате). Республиканское законодательное большинство может сохраниться в течение 2 лет и способно привести к очередным политическим неожиданностям против демократического президента Обамы.

Пятница принесла +2.7% индексу ММВБ. В понедельник, в праздничный день, ММВБ еще поднялся на 0.2% и теперь находится на максимуме с июля. В долларовом измерении российские акции выглядят гораздо печальнее, в пятницу РТС было падение на 1.2%, в понедельник рынок снизился еще на 0.7%. Разница, как и раньше связана с курсом рубля, который продолжает снижаться к доллару после неожиданного роста в четверг. Сейчас курс находится на ~43.6/доллар, это исторические максимумы.



Вчера (вторник, когда торгов в РФ не было) индекс российских депозитарных расписок еще упал на 2.3% (в долларовом выражении), так что сегодня акции на ММВБ ожидает открытие с заметным понижением. Предположительно, это связано с угрозами Запада ввести новые санкции.



Другая причина - рост курса доллара к большинству мировых валют. Черная линия на графике выше отражает индекс Bloomberg Dollar Spot, измеряющий курс к 10 валютам мира и показывающая, что доллар достиг максимума за последние 6 лет (с 2009). Шкала (правая) индекса инвертирована, так что движение вниз - это рост доллара. Сохраняется высокая корреляция с ценами на нефть, которые также находятся вчера вышли на минимумы за последние 5 лет, около 82 долл./баррель (минимум с 2010).

Международные рынки за выходные скорее упали. STOXX Europe 600 сейчас немногим выше уровней закрытия четверга. S&P 500 в пятницу и понедельник зарывался на новых исторических максимумах, вчера немного снизился, минус 0.3%.

Основным событием пятницы стало решение Центробанка РФ повысить процентную ставку сразу на 150 б.п. до 9.5%. В комментарии [Центробанк указывает](#):

Темпы роста цен на непродовольственные товары оставались стабильными на уровне 5,5%. Основное влияние на динамику инфляции оказало ослабление рубля и внешнеторговые ограничения, введенные в августе 2014 года. По оценкам Банка России, совокупный вклад указанных факторов в годовой темп прироста потребительских цен по итогам года составит около 2,5 п.п. (из них 1,2 п.п. — вклад внешнеторговых ограничений, введенных в августе; 1,3 п.п. — вклад ослабления рубля с начала года). ...

Произошедшее ужесточение денежно-кредитных условий пока не компенсировало влияние указанных выше факторов на инфляционные ожидания. Тем не менее динамика денежно-кредитных агрегатов создает предпосылки к снижению инфляции в среднесрочной перспективе. По оценке

на 1 октября 2014 года, годовой темп прироста денежной массы (M2) составил 7,4% по сравнению с 16,1% по состоянию на аналогичную дату предыдущего года. Рост ставок по депозитам населения продолжился, что будет поддерживать склонность к сбережению и формировать условия для перетока наличных средств на банковские вклады. На фоне повышения процентных ставок по кредитам и требований банков к качеству заемщиков и обеспечения наблюдается некоторое замедление темпов роста кредитования экономики (с поправкой на валютную переоценку).

Показатели ключевых ставок сейчас выглядят следующим образом. Центробанк выдает ликвидность банкам под 9.5-10.5% (верхняя часть таблицы), что создает верхнюю часть “коридора ставок”. Также ЦБ берет (“абсорбирует”) ликвидность по 8.5%, что ограничивает межбанковские ставки снизу.

Процентные ставки по основным операциям Банка России¹
(% годовых)

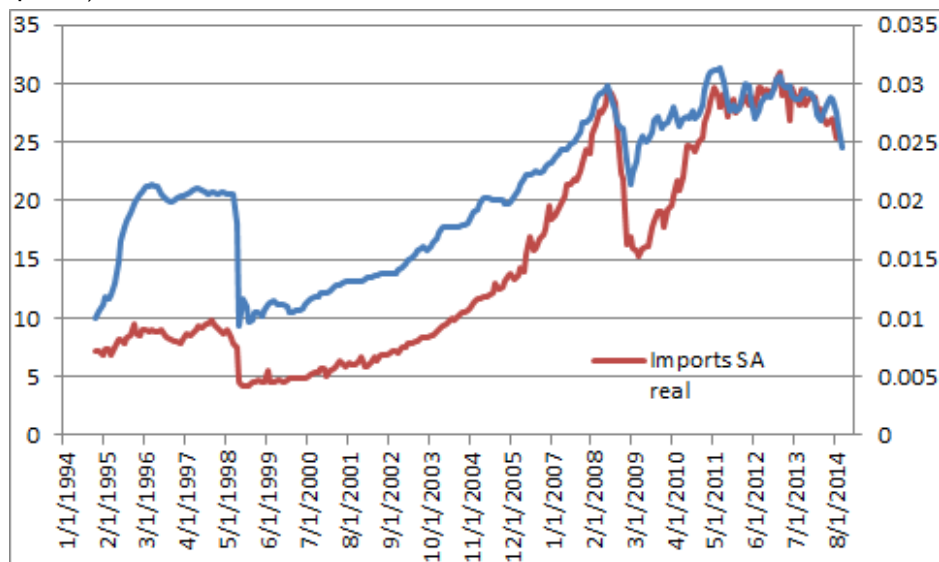
| Назначение | Вид инструмента | Инструмент | Срок | с 28.07.14 | с 05.11.14 |
|----------------------------|---|--|---|---------------------------|---------------------------|
| Предоставление ликвидности | Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам) | РЕПО; кредиты «овернайт»; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные золотом; кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) | 1 день | 9,00 | 10,50 |
| | Операции на аукционной основе (минимальные процентные ставки) | Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами ² | 3 месяца | 8,25 | 9,75 |
| | | Аукционы РЕПО | от 1 до 6 дней ³ , 1 неделя | 8,00 (ключевая ставка) | 9,50 (ключевая ставка) |
| Абсорбирование ликвидности | Операции на аукционной основе (максимальные процентные ставки) | Депозитные аукционы | от 1 до 6 дней ³ , 1 неделя | | |
| | Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам) | Депозитные операции | 1 день, до востребования | 7,00 | 8,50 |
| Справочно: | | | | | |
| Ставка рефинансирования | | | | 8,25 | 8,25 |

Мы считаем, что ЦБ борется не с тем и не теми средствами. Повышение инфляции в настоящий момент не является основной проблемой для РФ. Главная - закрытие рынка долга, который чреват нарушением финансовой стабильности в РФ. В качестве иллюстрации того насколько закрыт рынок: в выходные [появились сообщения](#) о том, что “ЛУКОЙЛ” впервые за пару месяцев пытался взять кредит на Западе в размере 1 млрд. долларов, но эта попытка провалилась.

Это приводит к тому, что российские компании вынуждены гасить долги по графику, но не могут рефинансироваться в долларах и евро. Тогда они выходят на российский долговой рынок, берут внутренний кредит, покупают валюту и возвращают ее по внешним долгам.

В результате возникает давление на рубль, который вынужден падать. Платежный баланс РФ может приспособиться только за счет импорта. Экспорт мало чувствителен к колебаниям курса, зависит только от цен на нефть. Даже при упавших ценах нефти РФ получит экспорт несколько больше 400 млрд. Отток капитала, включая вынужденный составит в 2015 году около 200 млрд. (+150 млрд. долл. - дополнительный “отток”, который можно оценить исходя из дюрации корпоративного долга в 3-4 года). Для стабилизации платежного баланса импорт РФ должен упасть примерно в 2 раза, если Центробанк не будет компенсировать усилившийся отток резервами.

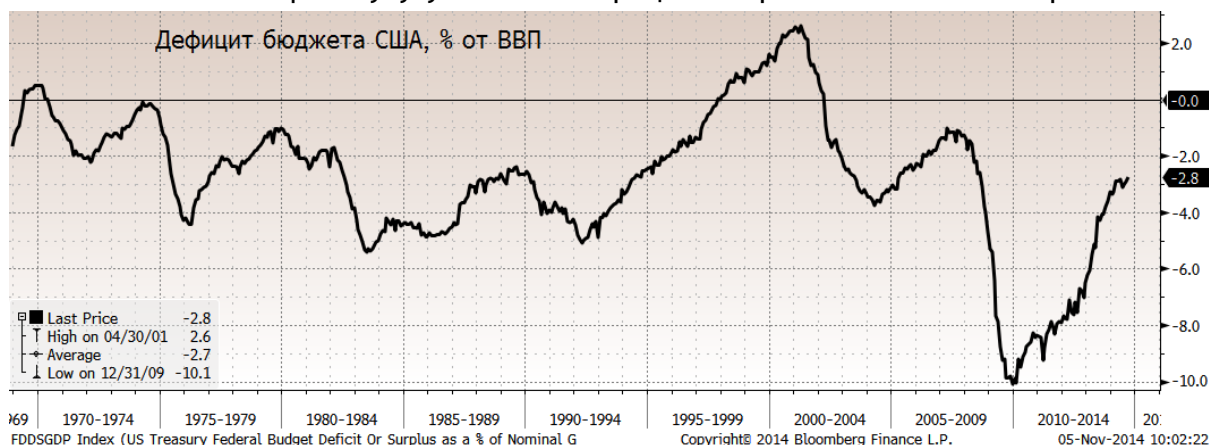
Мы предприняли попытку оценить эластичности импорта по курсу, что необходимо для оценки возможного “дна” рубля. Но оценки получаются настолько противоречивыми, что не позволяют сделать однозначного вывода. График ниже иллюстрирует связь реального импорта (левая шкала, красная линия) и реального обменного курса доллара к рублю (правая шкала, долларов за рубль, все с текущих ценах).



Использование разных временных окон и разных способов оценивания (в приращениях, абсолютные изменения) позволяет оценить эластичность импорта вот 0.5 до 2. Это слишком большой разброс, чтобы строить на нем точные прогнозы. Также следует выделять краткосрочную и долгосрочную эластичности.

Мы предполагаем, однако, что реальная эластичность ближе к 1 (1% падения курса приводит к 1% падения импорта). При такой цифре и исходя из предположения, что Центробанк в следующем году потратит только 100 млрд. долларов на компенсацию оттока, целевой курс рубля к доллару можно оценить за 50.

Падение курса не является главной проблемой. Мы крайне опасаемся того, что выдавливание нехватка внешнего кредита приведет к тому, что внутренний кредит окажется недоступным для менее качественных заемщиков в следующем году. Повышение ставки ЦБ РФ усугубляет этот процесс и чревато банковским кризисом.



Вчера в США была опубликована оценка дефицита бюджета. Она составляет 2.8% от ВВП, минимум с 2008 года.

Во время праздничных выходных была опубликована порция статистики индикаторов PMI в сфере услуг, промышленных и композитных. В китайской экономике наблюдается ослабление спроса как в обрабатывающих отраслях, так и в сфере услуг. Тем не менее композитный индикатор PMI

держится выше водораздела в 50 п., указывая на рост экономики, хотя и более слабыми темпами, чем ожидалось (51,7 п.). Если охлаждение в экономике продолжится в

последующие месяцы, то монетарные власти будут вынуждены вмешаться, проводя стимулирующую политику.

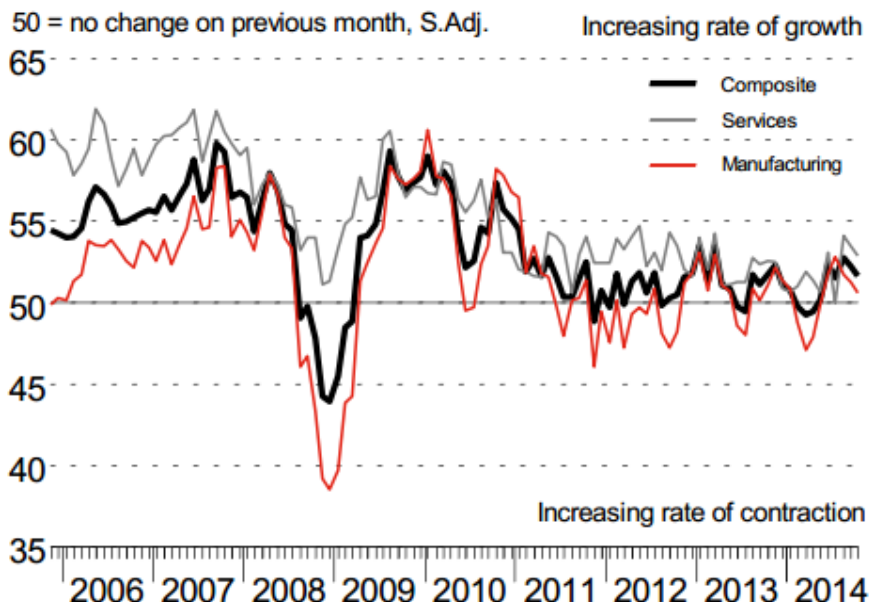
Деловая активность в обрабатывающих отраслях

Еврозоны показала слабый рост до 50,6 п.

по сравнению с

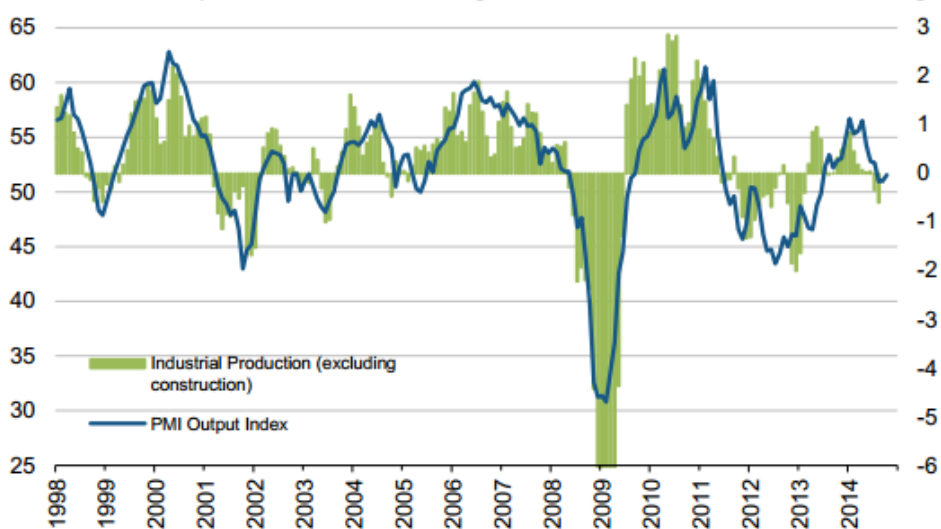
сентябрьскими 50,3. Есть опасения, что экономика Еврозоны может снова оказаться в рецессии, Франция стагнирует, Италия скатывается в рецессию, Германия также может неожиданно начать стагнировать.

HSBC China Output PMI



Sources: Markit, HSBC.

Eurozone PMI Output Index, sa, 50 = no change

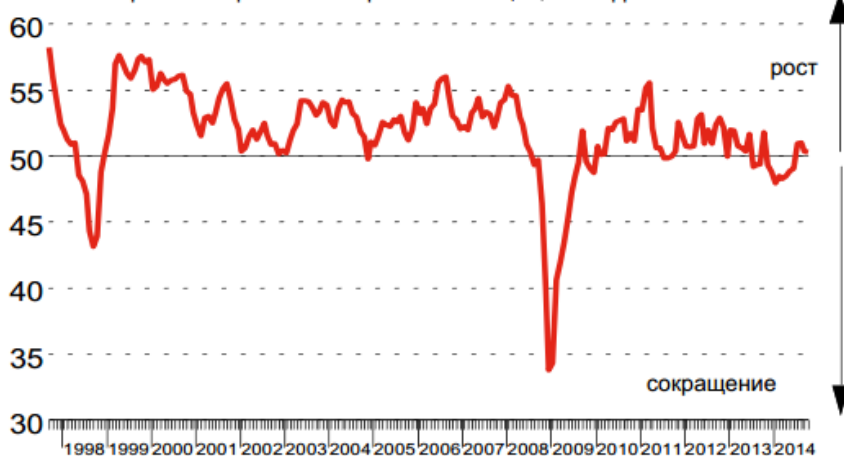


Sources: Markit, Eurostat

Промышленный индикатор по России в октябре держится стабильно на отметке чуть выше 50 п. - 50,3. Российская промышленность продолжает пребывать в состоянии стагфляции. в октябре инфляция закупочных цен оказалась максимальной за последние 3,5 года. Экспортные и новые заказы показывают негативную динамику. Глобальный промышленный PMI в октябре не изменился по сравнению с сентябрьскими 52,2 п. Эти цифры указывают на рост мирового производства в размере 3-4% годовых. Новые заказы растут, несмотря на признаки затоваривания.

PMI обрабатывающих отраслей России Банка HSBC

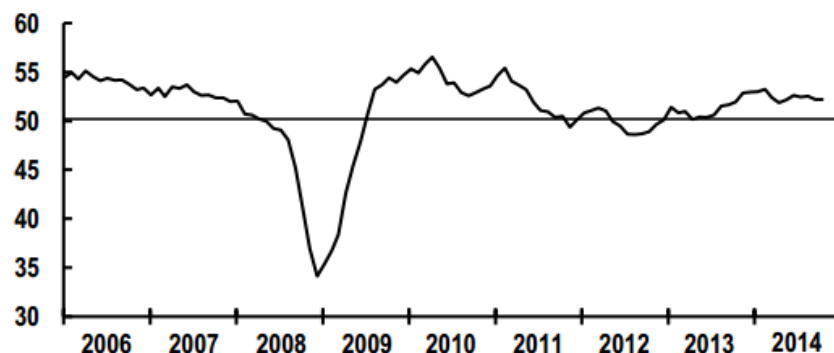
50 = нет перемен по сравнению с прошлым месяцем, сез.корр.



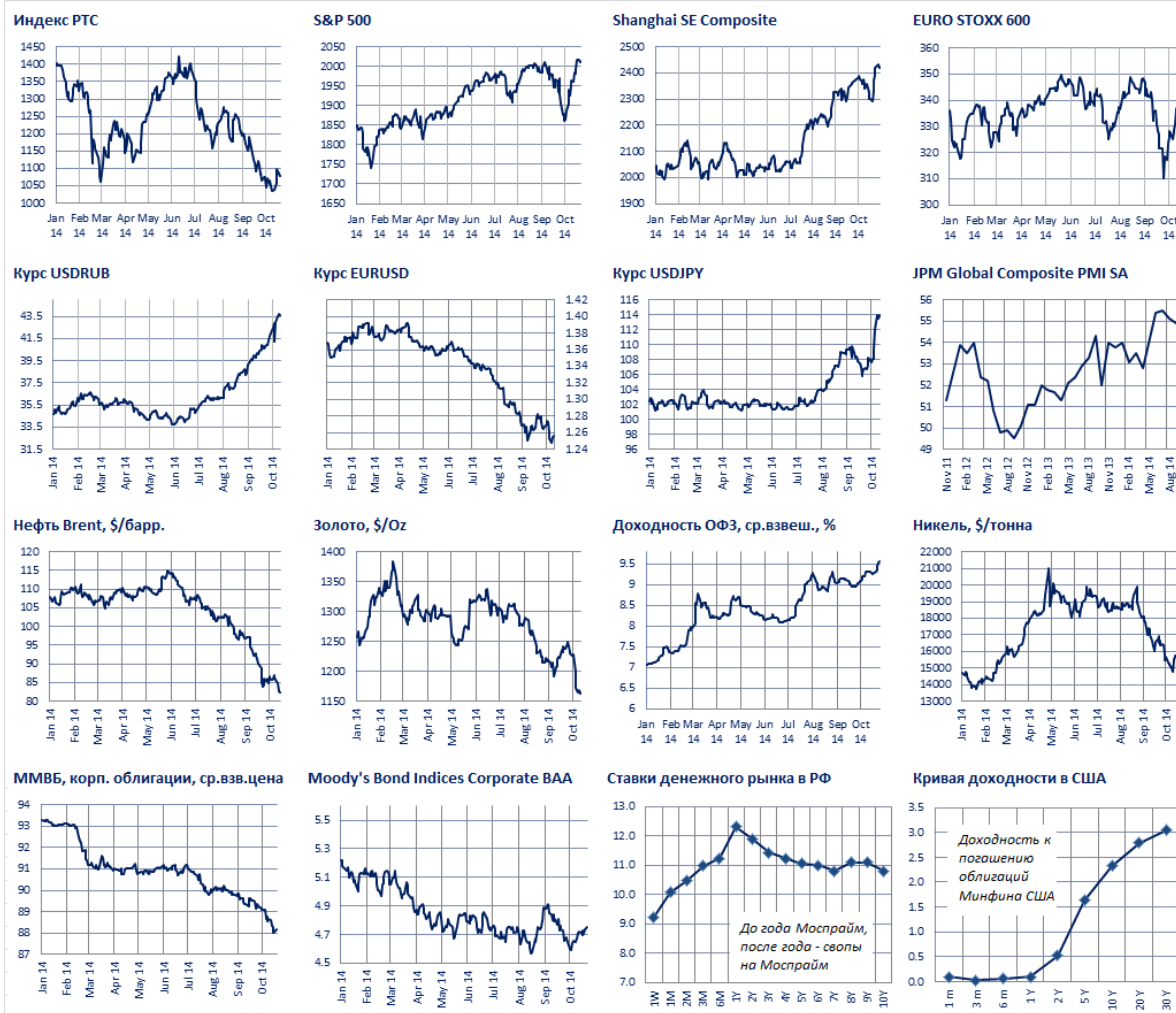
Источник: Markit, HSBC.

JPMorgan Global Manufacturing PMI

DI, sa



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.