

## Обзор рынков

Четверг, 06 марта 2014

- Глава ЦБ РФ Э. Набиуллина к реальным интервенциям добавила словесные, заявив, что нет [“фундаментальных причин”](#) для падения рубля.
- Опубликованы [интервенции](#) понедельника - \$11.37 млрд., рекорд с “плавной девальвации”. По словам Набиуллиной во вторник они были \$300 млн.
- Россия и Запад продолжают резкие заявления по Украине, но предстоит длительная торговля, которая может завершиться только с приходом легитимного правительства после выборов 25 мая. Рынок акций РФ перешел в режим ожидания на низких уровнях.
- Китайская Shanghai Chaori Solar Energy Science & Technology заявила, что завтра не погасит купон облигации. Это будет первый дефолт на материковом Китае. Есть мнение, что может случиться китайский “credit crunch” и [“Bear Stearns Moment”](#).

### Комментарий:

В среду индекс ММВБ показал минус 0.4%, тогда как основные индексы почти не изменились. S&P 500 минус 0.01%, а STOXX Europe 600 минус 0.03%. После обвала в понедельник, некоторый возврат понедельника некоторые объявили “отскоком дохлой кошки”.

Рубль вчера непродолжительно был ниже круглой отметки 36/доллар, но сейчас торгуется около 36.05/доллар.



В понедельник было продано 11.38 млрд. долларов - это дневной рекорд с кризиса 2008 года. Общие накопленные интервенции Центробанка с апреля 2013 (когда был “нарек” ФРС на “сведение на нет” QE) составили 64 млрд. долларов.

Получается, что в понедельник Центробанк удовлетворил спрос на конвертацию примерно 1.3% всех российских денег, измеренных агрегатом М2, который сейчас составляет 30 трлн. (см. график на следующей странице; также напомним, что М2 это все бумажные наличные рубли на руках плюс все рублевые счета в банках, т.е. текущие счета и срочные депозиты). Если считать накопленные с мая интервенции,

то они равны примерно 7% всех российских денег по агрегату M2.

Заметим, что интервенции Центробанка не забирают рубли из экономики, то есть не уменьшают M2.

При интервенциях Центробанка одни активы частных банков (рублевые “резервы”, т.е. коррсчета в

центробанке) замещаются другими активами - валютой. При этом пассивы банков в рублевой части не изменяются - производится перевод рублей со счета одного клиента, купившего валюту на счет другого, продавшего. Если иностранная валюта хранится в банках, то пассивы банковской системы при конвертации будут, даже, расти. Центробанк позволяет банкам замещать выпавшие рублевые резервы (через РЕПО), так что дефицита рублей не возникает. Интервенции снижают объем резервов (или банковской “ликвидности”), но другой рукой Центробанк ее возвращает.

Теоретически, Центробанк так может истратить все валютные резервы. Поэтому, чтобы остановить бегство из валюты приходится задействовать инструменты монетарной политики. Для этого Центробанк начинает изымать резервы, повышая процентную ставку, в стране начинает падать кредит, M2 сокращается. Это же означает “делевериджинг”.

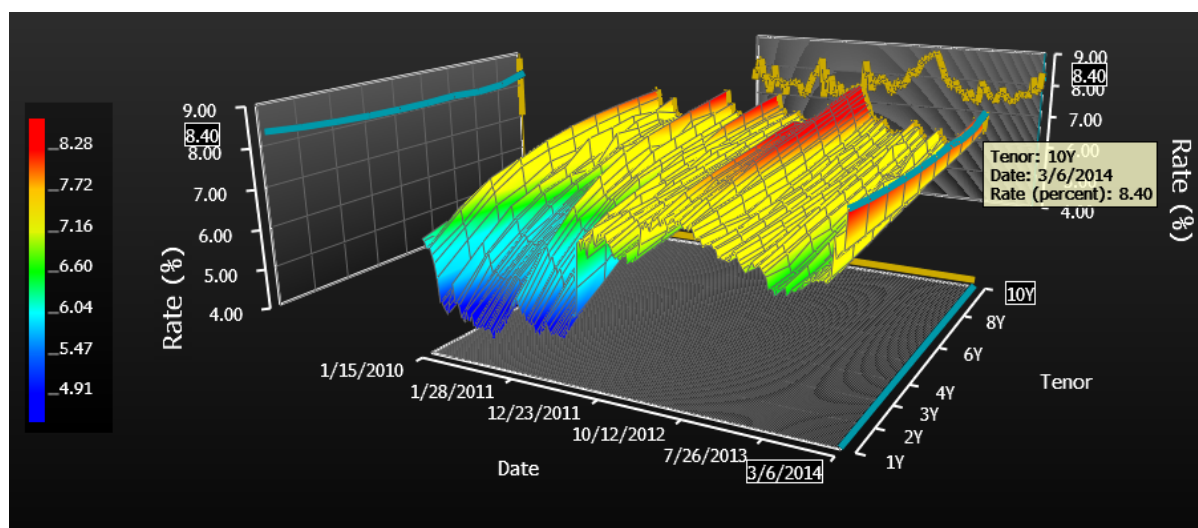
При этом будут расти невозвраты, поскольку кредита на всех не хватит, ставки будут высокими.

Повышение ставки с 5.5% до 7% в понедельник относится к этому. направлению регулирования, хотя текущая ставка межбанка на уровне около 8% далека от пиковых 20-25%, наблюдавшихся во время краха 2008.

На следующей странице показан любопытный график из Блумберг, 3-D поверхности

временной структуры ставок рынка ОФЗ . Хорошо видно, когда Центробанк ужесточил денежную политику в конце 2011 года, подняв “короткий конец” ставок. А на текущий момент ставки короткого конца (1-летние) находятся на максимуме за приведенную нами историю. Дальний “конец” ставок реагирует мало. Пока повышение ставок можно расценивать в большей мере как сигнал спекулянтам, что центробанк готов действовать более жестко.

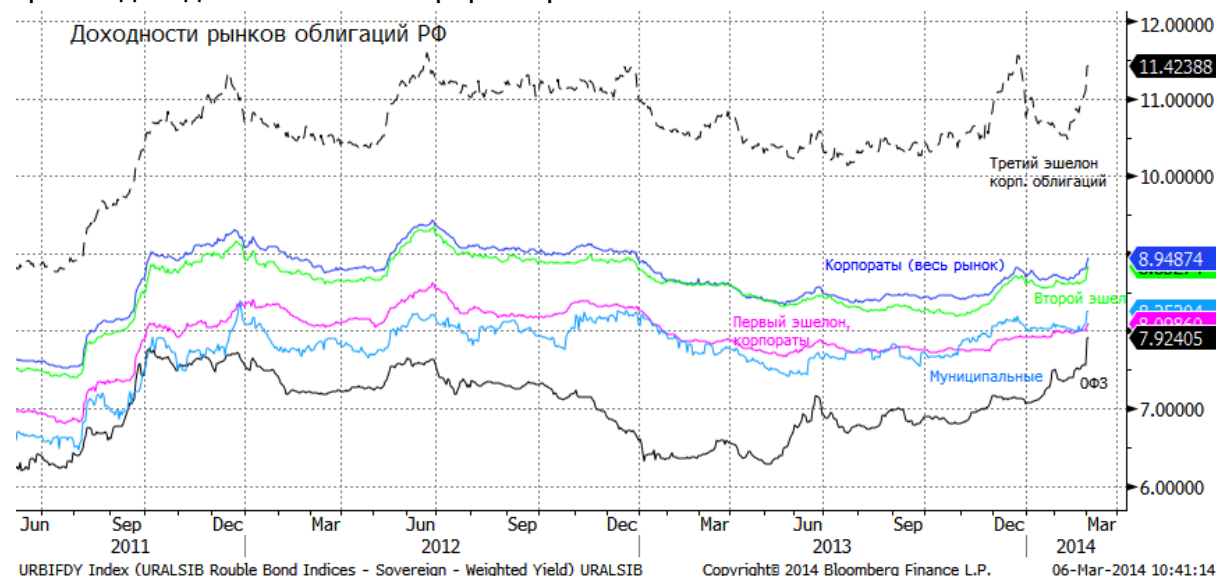




Повышение ставок называется “временным” решением. Вчера глава Центробанка Э. Набиуллина заявила: “По нашим оценкам, с учетом принятых мер мы можем достичь к концу года заявленной цели по снижению инфляции до 5%.... В январе инфляция составляла 6,1% в годовом исчислении, в феврале - 6,2%. Накопленная инфляция с начала года за два месяца - 1,3% ...

*Решение по повышению ключевой ставки на 1,5 процентного пункта*  
 Центральный банк рассматривает в настоящее время как временное, так как оно имеет определенные издержки, в том числе влияние на экономический рост. Нужно следить за развитием ситуации и исходя из нее проводить соответствующую денежно-кредитную политику”

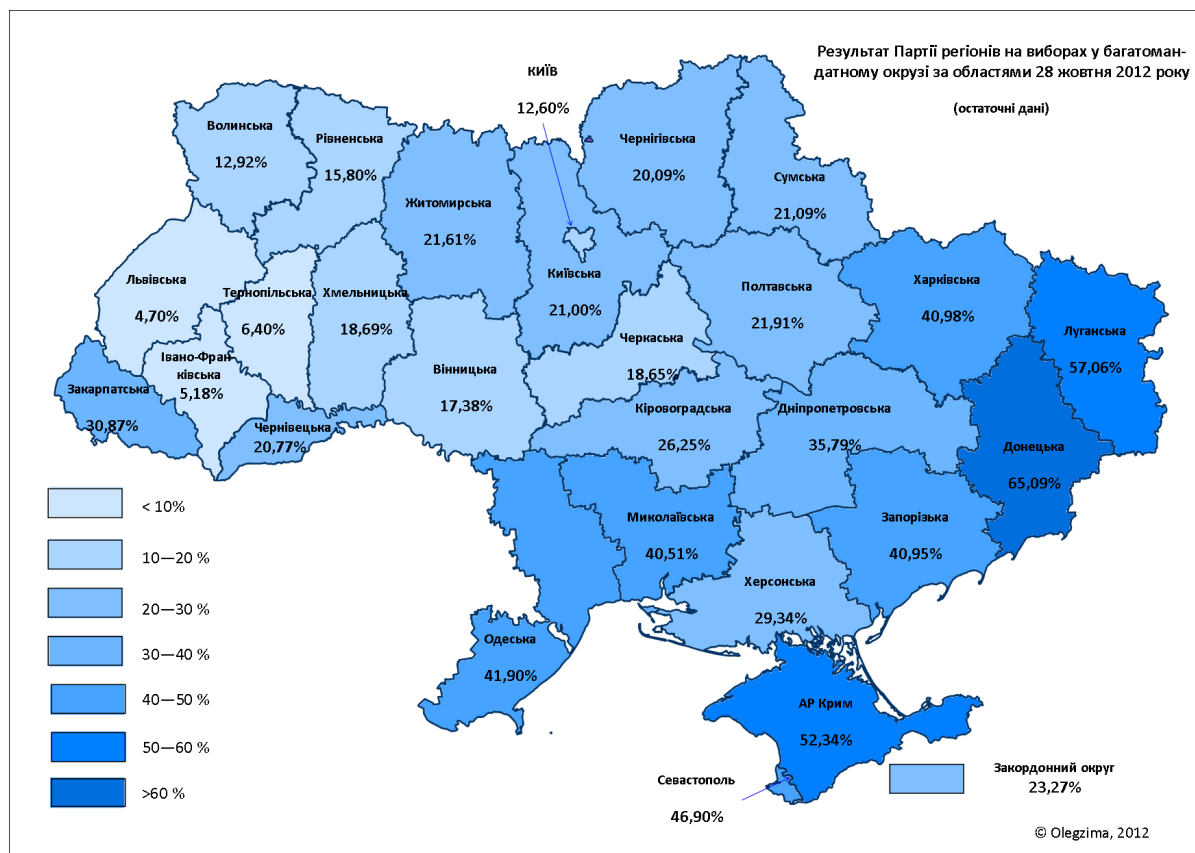
Мы согласны с этими утверждениями. Сейчас, когда многие обсуждают инфляционное давление от возросших на снижении рубля цен импорта из внимания ускользает следующий факт. Поднятые ставки Центробанком еще больше дестимулируют спрос по кредитным каналам, спровоцировав небольшой “делевеиджинг”. Связанная с этим рецессия будет оказывать дефляционное воздействие и достижение цели по инфляции в 5% становится более вероятным. Следом произойдет снижение ставок Центробанка - вот почему длинный конец кривой доходности почти не прореагировал.



Интересно, что повышение ставки пока мало сказалось на облигациях, особенно первого - второго эшелона. Есть две гипотезы. Первое, возможно, участники рынка воспринимают повышение ставки как временное, что наиболее вероятно. Как только давление на рубль спадет, следом ставки будут возвращены на место. Вторая причина - неликвидность корпоративных облигаций, так что потребуется какое-то время, чтобы это отразилось в цене. ОФЗ более ликвидны (но и более спекулятивные) и по ним скачек ставок заметнее.

В связи с событиями на Украине предлагаем взглянуть на карту голосования на прошлых выборах за придерживающуюся пророссийской риторики “Партию регионов”. Выборы прошли в конце 2012. Это позволяет оценить ресурс, которым обладает Россия. Как мы понимаем Путина - намерение ввести войска и действия в Крыму направлены на мобилизацию этого ресурса.

Повышение ставок и конфронтация с Западом нужны чтобы задействовать этот ресурс в переговорах по поводу новой конституции, при формировании повестки и органов власти. В противном случае можно получить что-нибудь вроде “неграждан” Латвии



Источник: [ru.wikipedia.org/wiki/Парламентские выборы на Украине \(2012\)](http://ru.wikipedia.org/wiki/Парламентские_выборы_на_Украине_(2012))

## Ответы про рубль

К нам обратились журналисты с несколькими вопросами. Мы предлагаем прочитать наши ответы.

**Вопрос: Нужно ли менять рубли на иностранную валюту, чтобы не**

### потерять еще больше?

Мой ответ - нет, не нужно. Вы ничего не потеряете, если будете просто хранить деньги в рублях на банковском депозите величиной до 700 тысяч. Банковская система надежна, бюджет правительства сбалансирован. Процентные ставки в России сейчас заметно опережают инфляцию, которая в этом году будет около 5%, то есть снизится с 6.2% в феврале. Есть почти все шансы, что 2014 год станет рекордным за последние 20 лет по этому показателю.

Такой рекорд ожидаем, потому что с 2011 года у Центрального банка РФ приоритетом стала именно инфляция, а все прошлые годы приоритетом был курс рубля. Это хорошо, рубль становится надежным инструментом для сбережений. Я понимаю, что в это трудно поверить после многих лет потрясений, но это так.

Инфляция - рукотворное явление. Она возникала, потому что в 90-е правительство финансировало дефицит бюджета за счет эмиссии рублей. В 2000-е годы за счет эмиссии были куплены огромные валютные резервы Центрального банка РФ. Сейчас нет ни того, ни другого. События на Украине, провал курса рубля - это временные явления, которые не окажут долгосрочного влияния.

Центральный банк РФ практически перестал вмешиваться в курс. Поэтому рубль, как любая «плавающая» валюта, продолжит заметно колебаться и вверх и вниз. Мой прогноз, что в конце года мы увидим курс скорее ближе к 34 рублям за доллар, чем к 36 рублям.

- некоторые банки выставили потолок курса обмена в 60 рублей за евро.

### Вопрос: Возможно ли дальнейшее падение рубля?

То, что банки выставили 60 рублей за евро впервые выходные марта, - это простая спекуляция. Это их хлеб (с маслом). Есть панический спрос, почему бы на этом не заработать? Будь у вас наличные евро, и вам предложили бы их продать в субботу по 60, вы бы не продали?

Вообще-то панические настроения - это главная причина, почему рубль упал в этом году. В обществе возник миф, что за Олимпиадой последуют кризисы, дефолты и прочие кары небесные. Миф этот глупый, поскольку Олимпиада - это не какой-то дурной знак, а вполне обычное мероприятие. Россия на него потратила меньше 2% от ВВП, то есть немного в масштабах экономики. Но были перепуганные, менявшие свои рубли на доллары. Достаточно небольшого числа людей, чтобы вызвать снижение рубля. Ситуация на Украине еще больше обвалила рубль, поскольку возникла новая волна паникующих (на этот раз уже резонно). Но Олимпиада и Украина не связаны между собой, это досадное совпадение. Олимпиады не вызывают кризисы.

Почему некоторые люди и бизнесмены паникуют? Потому что у них временем, историей воспитан рефлекс, бежать в обменник, как только курс начинает двигаться вверх. Этот рефлекс был правильным в прошлые годы. Но сейчас



курс рубля «плавающий», он может дергаться вверх и вниз, и это не означает беды. К сожалению, рефлекс остался.

Миф обвала рубля привел к покупкам одних, что вызвало движение курса, заставил паниковать других, и возник самоподдерживающийся механизм. Если использовать выражение экономистов, «фундаментальных причин» для обвала не было и нет.

До начала марта Центробанк не собирался особо мешать движению курса. Может быть, потому что хотел отучить россиян от приобретенного рефлекса. Но в связи с противостоянием с Украиной политика поменялась.

3 марта курс взлетел до 36.5 рублей за доллар и Центробанк начал активно действовать. Он поднял процентные ставки и провел мощные интервенции. Два месяца до этого - январь и февраль 2014 года вместе - интервенции составили 20 млрд. долларов. А 3 марта было продано 11 млрд. долларов за один день. Этого, похоже, оказалось достаточно, чтобы сбить панику и остудить спекулянтов. Есть большие шансы, что пик провала рубля пройдет. Движение курса я воспринимаю как небольшой «пузырь», который рано или поздно сдуется. Как у многих пузырей, угадать пик невозможно. Но есть признаки, что фаза «надувания» закончилась.

**Вопрос: придет ли курс к привычному положению в размере 42-43 рублей за евро?**

Если выставленный выше диагноз верен, то следует ожидать обратного укрепления рубля в ближайшие месяцы. Мой прогноз, что мы увидим курс около 34 рублей за доллар в конце 2014 года. Это будет означать курс к евро на уровне 45-46 рублей.

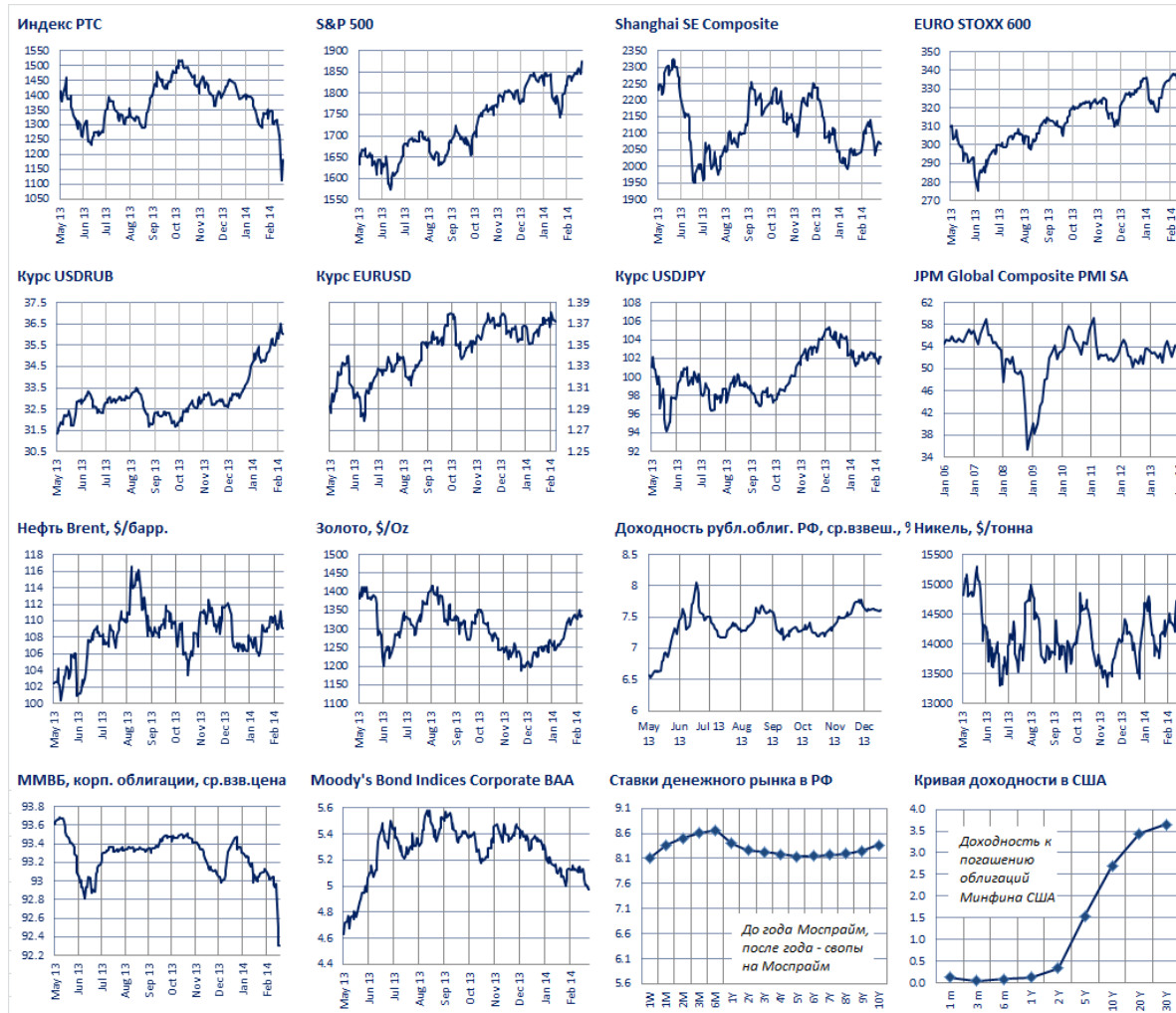
Аналитики - это тоже люди, которые не знают будущего и могут ошибаться. Их прогнозы часто не сбываются. Если вы не верите в рубль и сильно беспокоитесь, то купите, что больше нравится.

Общий итог таков. Заниматься валютными спекуляциями вредно для нервов. Берегите здоровье!

## Местное:

- **«Уралкалий» возвращается в Белоруссию.** Новые акционеры компании впервые публично выразили свое видение отношений с «Беларуськалием», отметив, что восстановление партнерства «сыграет на руку обеим компаниям». Планируется создать нового единого трейдера для «Уралкалия» и «Беларуськалия» с регистрацией в Москве, где российская сторона хочет получить контрольный пакет (65%). Правда, вторая сторона пока не согласна с таким распределением долей 50% на 50%, поскольку мощности Уралкалия выше. Объединение трейдинга будет способствовать стабилизации цен на калий, но процесс не будет быстрым.

## 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.