

Финансовые рынки. Четверг, 06 ноября 2014

- Курс рубля вчера достиг 45/доллар, отражая ряд факторов. Из них мы бы выделили мировые: 1) падение курсов сырьевых валют (например, см. [CAD](#), [NOK](#)) к доллару, 2) Brent торговался на минимумах (был ниже 82/баррель), но слегка отскочил после не подтвердившихся [слухов](#) о взрыве нефтепровода в С.Аравии.
- Однако есть специфические российские обстоятельства. 3) Так, Центробанк РФ изменил режим интервенций, пообещал теперь продавать не больше 350 млн. в день, делая рубль почти полностью плавающим. Правда, есть еще обещание проводить внештатные интервенции, "[при угрозе финансовой стабильности](#)".
- Центробанк вчера сообщил [размеры интервенций](#) за октябрь. Продано 29 млрд. долл. (включая продажи евро по курсу). Это месячный рекорд с января 2009.
- Несмотря на продолжение падения рубля, появляются новости, переломить этот негативный тренд.
 - Центробанк [заявил](#), что запустит длинные годовые валютные РЕПО. Они будут проходить ежемесячно. Первый аукцион будет во второй декаде ноября с неплохим лимитом в \$10 млрд. Ставка по сравнению с предыдущими краткосрочными РЕПО снижена на 50 базисных пунктов до LIBOR + 150 б. п.
 - Газпром вчера [смог разместить](#) еврооблигации на 700 млн. долларов. Похоже, что, долговое окно закрыто не полностью. Это внушает оптимизм.
 - Еще одна новость - Альфа-банк собирается [разместить долларовые](#) субординированные евробонды. Похоже, что размещение будет нерыночным, но если бы оно было таким, это была бы еще одна хорошая новость для рубля.
- Опубликована инфляция октября, 8.3% к аналогичному месяцу прошлого года. В сентябре показатель был 8%. Ожидания ускорения инфляции высоки, поскольку еще не полностью отразилось падение рубля октября (39,6 в конце сентября -> 45 сейчас).
- Республиканцы в США получили большинство в обеих палатах и теперь могут сильнее вставлять палки в колеса Обамы. Также республиканцы считаются более агрессивными на внешней политике, что может обострить конфликт на Украине.
- Меркель заявила, что нет и речи [об отмене санкций против РФ](#) из-за прошедших выборов ДНР/ЛНР.

Американский S&P 500 вчера вырос на 0.6% и закрылся на новом историческом максимуме. Неплохо выросла Европа, +1.7% по STOXX 600, но эта часть мирового фондового рынка смогла отыграть только 2/3 провала сентября-октября. Индекс ММВБ закрылся в результате +0.3%, это максимум с июля. Его долларовая калька - индекс РТС вчера, напротив, упал на 2.2%, это близко к минимумам с марта. Разница в поведении индексов объясняется курсом рубля.

Вчера Центробанк принял серию важных решений, решив, фактически, отпустить курс. Для этого он ограничил интервенции величиной 350 млн. в день. Для сравнения, в октябре ЦБ типично продавал по 1+...2+ млрд. в день (и 29 млрд. за весь октябрь, в котором было 22 рабочих дня). Курс рубля к доллару достиг 45, это новый исторический рекорд. Однако вчера мы увидели первые положительные моменты, способные прекратить

обвал национальной валюты, причем, уже в ближайшей перспективе. ЦБ решил запустить длинные РЕПО на 1 год, с неплохим объемом в 10 млрд. в месяц и со сравнительно низкой ставкой LIBOR + 150 б. п. Первый аукцион пройдет в конце ноября

Правда, мы опасаемся, что до аукциона времени рубль может упасть еще дальше, скажем, до 50 руб./доллар, посему предпочли бы более близкий срок. Но, тем не менее, можно сказать, что правительство очнулось. Мы считаем единственным рациональным шагом чтобы “спастись” в текущей ситуации активное использование валютных резервов для рефинансирования внешних частных долгов корпораций и банков РФ.

Пока общий лимит валютных РЕПО, включая краткосрочные, составляет 50 млрд., но по словам ЦБ может быть расширен. Принятое решение позволит банкам рефинансироваться под валюту ЦБ и оставляет за бортом долг внешних корпораций. Вот перечень наших пожеланий для правительства и Центробанка:

- 1) Активная раздача валюты под рефинансирование существующих долгов как для банков, так и для корпораций
- 2) Для банков валютное рефинансирование можно организовывать под существующие инструменты (РЕПО), но также следует кредитовать под залог нерыночных активов (ипотека, кредитные требования)
- 3) Для корпораций ситуация сложнее. Здесь целесообразно использование опосредованного обеспеченного и необеспеченного кредитования, для чего можно задействовать ВЭБ или госбанки, с целью обеспечения контроля кредитного качества
- 4) Ставки не должны быть запретительными, хотя и не должны быть слишком легкими. Определение справедливых ставок для разных заемщиков - непростая задача.
- 5) Требуется удлинение сроков по сравнению с текущими. Типичная дюрация корпоративных и банковских долгов составляет три года, этот срок был бы более подходящим. Срок на которые выдается финансирование должен должны перекрывать период возможного действия санкций и правительство должно пообещать пролонгировать его в случае необходимости.
- 6) Потенциально объем предложения валюты должен измеряться суммами в 100-200 млрд. в год. (см. 3-D график ниже)

Мы не видим никаких проблем в том, что Центробанк заместит в своих валютных резервах права требований к американскому правительству или европейским государствам и банкам другими правами требований - к российским корпорациям. Это, безусловно, означает ухудшение кредитного качества резервов и снижение их ликвидности. Но большие ликвидные резервы Центробанку в условиях свободного плавания не нужны.

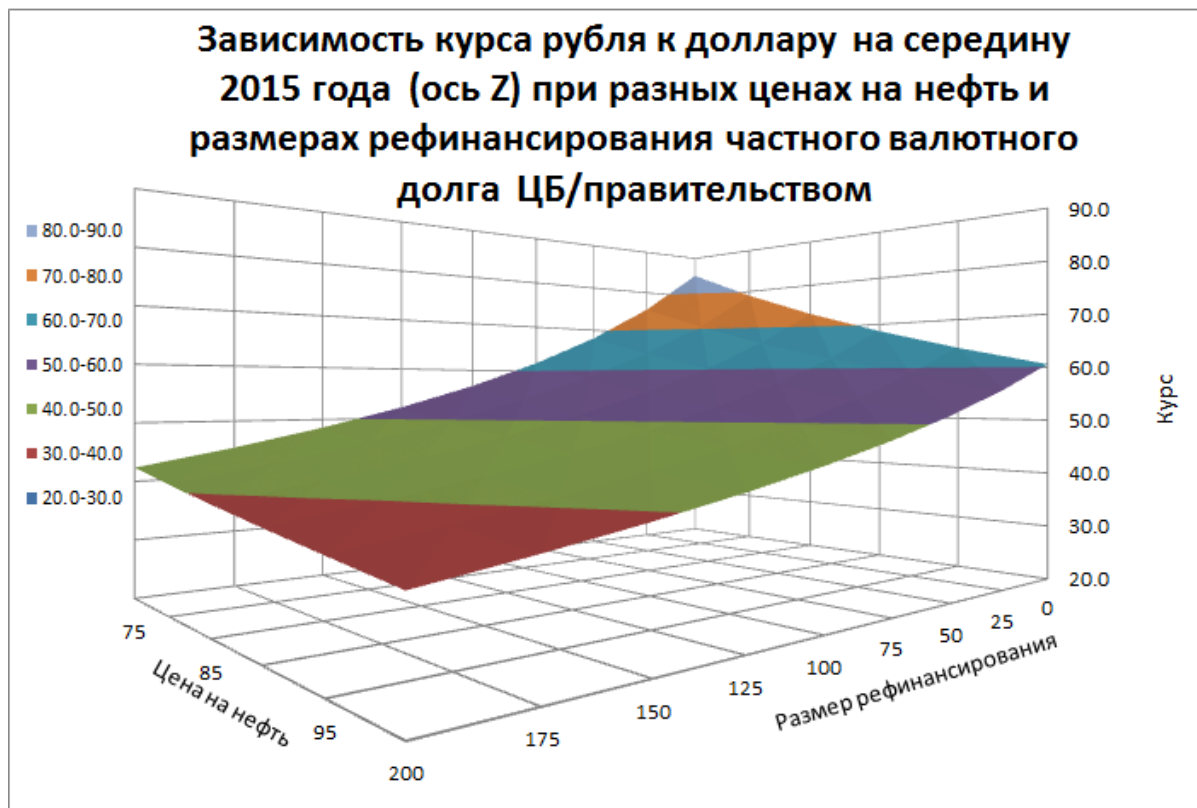
Реализация названных мер позволит избежать негативных последствий.

- Падение рубля остановится, поскольку его истинная причина не в “нехватке валютной ликвидности”, а в возникшей несбалансированности платежного баланса. Гашение внешних долгов без возможности рефинансирования предполагает, что в дополнение к традиционному (и традиционному

паническому) “оттоку” капитала добавляется вынужденное гашение внешних долгов. По нашим подсчетам, эти факторы означают увеличение оттока с 50 до примерно 200 млрд. долларов. (50 “традиционных” и 150 дополнительных).

Мы не считаем падение рубля самой большой проблемой, скорее симптомом. В конце концов дешевый валютный курс позволит запустить импортозамещение и увеличит прибыль бизнеса в стране.

- Главной проблемой мы видим является возникающее избыточный спрос на внутреннем кредитном рынке из-за выходящего на него внешних заемщиков. Коротко говоря, внутреннего кредита на всех не хватит. Это означает, что наименее качественные заемщики не смогут рефинансироваться, будут объявлять дефолты. Это будет увеличивать долю плохих долгов в банковской отрасли, угрожая еще большим ступором на кредитном рынке. Нарушение нормальной работы банков будет означать экономические беды, как-то безработицу, череду банкротств и заметное падение ВВП.

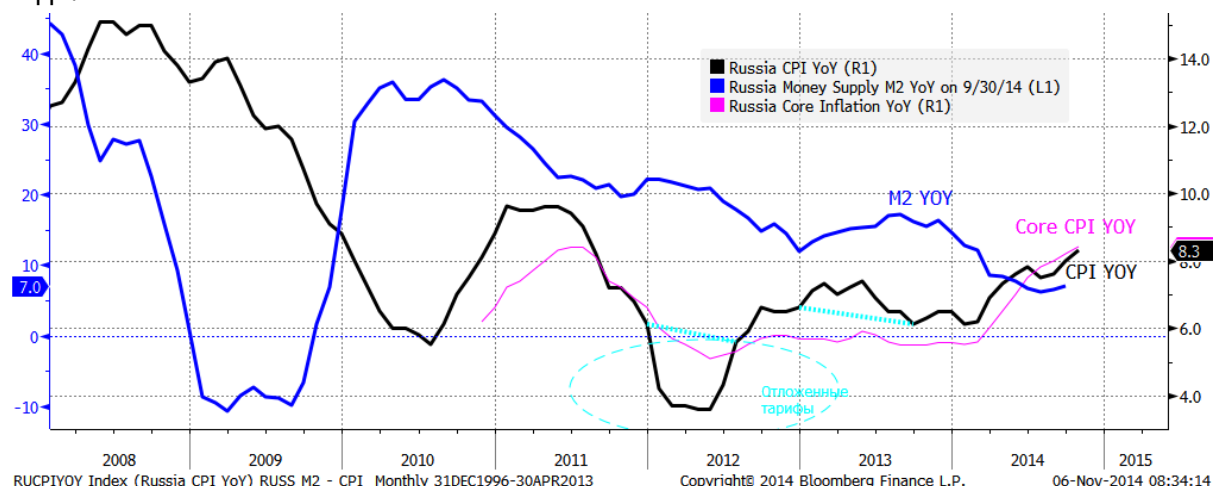


Итак, после вчерашних заявлений мы видим, что правительство делает шаги в правильном направлении, но они по-прежнему недостаточные. Для нивелирования проблемы санкций нужны объемы предложения валюты для рефинансирования, порядка 200 млрд. в год.

Возможно, вся эта валюта не понадобится, если внешние рынки откроются из-за раннего снятия санкций или того, что некоторые заемщики из РФ смогут получить внешний кредит. Так, вчера впервые за время действия секторальных санкций Газпром разместил еврооблигации на 700 млн. долларов сроком на год и дорогой ставкой почти в 4.5%. Итак, появляются признаки, что “долговое окно” закрыто не полностью.

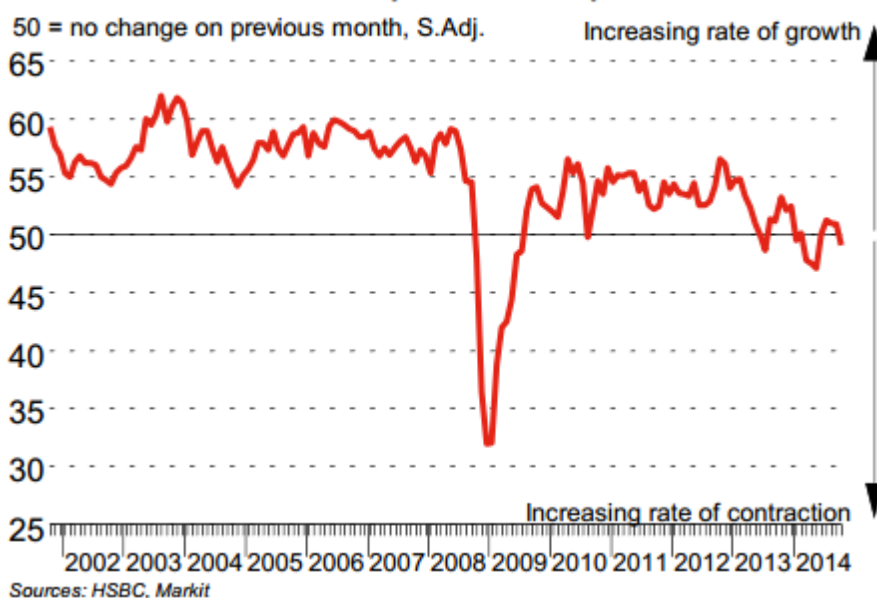
В последнее время мы видим оптимистов по рублю. Так Capital Economics вчера заявила, что (цитируем по Блумберг) российская валюта “нащупает дно раньше”, чем в том случае, если бы центробанк придерживался прежнего подхода. Также решение ЦБ РФ “снижает риск того, что резкий обвал рубля превратится в самореализующийся валютный кризис”

Вчера Росстат опубликовал инфляцию сентября. Она оказалась максимальной с 2011 года.

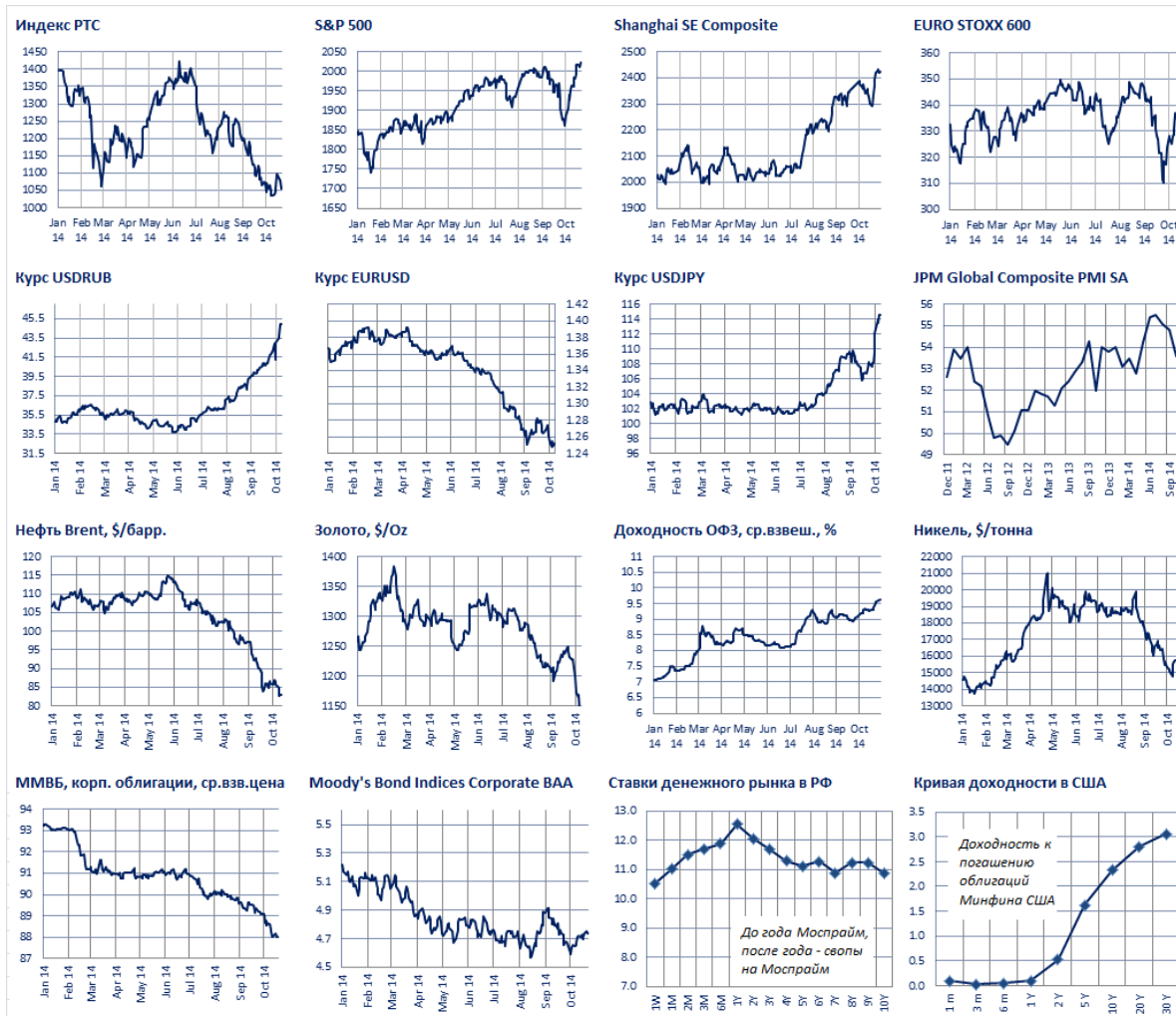


Российский композитный индекс HSBC в октябре скатился до 49,1 с сентябрьских 50,9 п., сигнализируя о падении в частном секторе впервые за последние 5 мес. Есть ожидания, что ВВП в четвертом квартале упадет на 1% QoQ. В комментарии к записке указано, что экономику ждет рецессия, которая по характеру будет мягче, нежели кризис 2008-2009 гг., но по времени будет более продолжительной.

HSBC Russia Composite Output Index



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.