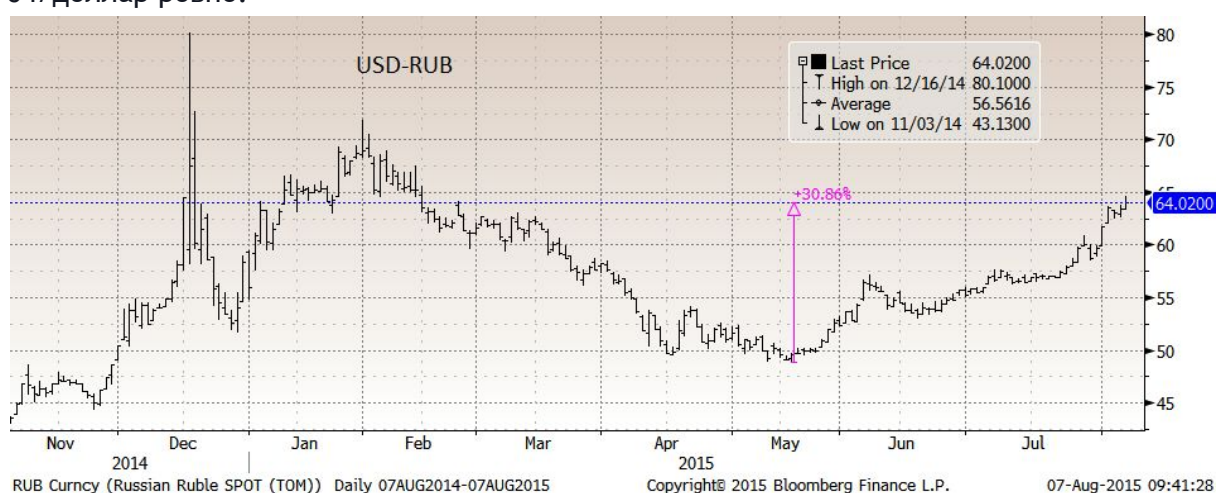




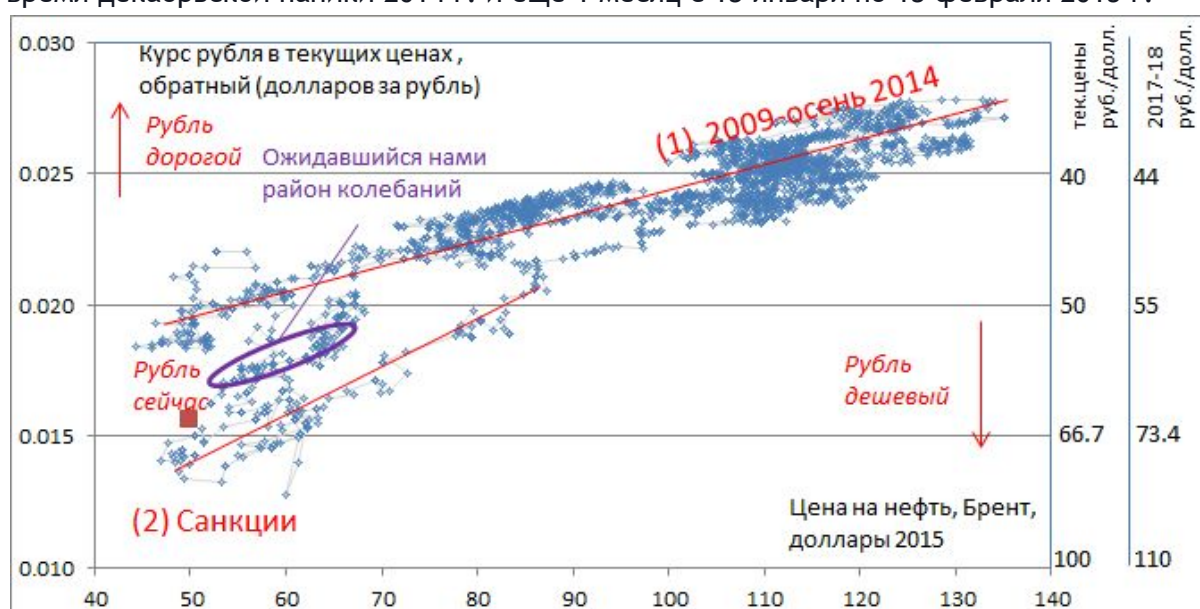
Обзор рынков

Пятница, 7 августа 2015

- Цены на нефть остаются важным раздражителем для российских акций. Вчера ближайший фьючерс на Brent совершил ложный прорыв, показав новые минимумы с января, достигнут 48.9 (вчера минимум интрадей был чуть выше 49/баррель). Случилось это между 18:00 и 19:00 МСК, то есть, во время полноценных торгов на Московской бирже.
Из-за таких новостей курс рубля на пике достигал 64.6/доллар. Однако вечером Brent, как ни в чем не бывало опустился до уровня закрытия предыдущего дня. Рубль также отчасти отыграл назад, закрывшись почти ровно на 64/доллар. Сейчас Brent еще выше, на 49.8/баррель, так что можно ожидать дополнительного укрепления до 63+ (хотя живые котировки на покупку банков в Блумберг на момент написания были почти 64/доллар равно).



На текущий момент цена доллара к рублю поднялась уже на 31% с рекордных уровней мая. Выше текущего уровня в номинальном выражении рубль был только пару дней во время декабрьской паники 2014 г. и еще 1 месяц с 13 января по 13 февраля 2015 г.



Для этого, безусловно, есть причина - цены на нефть находятся на минимальных

значениях с января, рискуют упасть дальше. Но мы видим положительный момент в том, что до сих пор не было видно паники россиян.

Чтобы понять где находится рубль, можно еще раз взглянуть на диаграмму рассеяния реального USD-RUB и реальной нефти. Тренд (1) был бы подходящим для построения прогнозов, если бы не было санкций, которые перекашивают платежный баланс и делают рубль дешевле. Тренд (2) диаграммы отражает период паники, когда россияне бежали от рубля, считая что валюты не хватит. Эти опасения позже оказались некорректными, гашение долга и отток капитала оказался не таким драматическим. По этой причине можно ожидать, что рубль будет колебаться между этими трендами, сохраняя зависимость от нефти.

В случае, если россияне (физлица и бизнес) начнут паниковать, есть риск повторения пика декабря или января, но мы считаем его маловероятным. Само по себе движение цен на нефть не воспринимается россиянами как повод для бегства от рубля. На рубеже 2014 и 2015 панику вызывали боевые действия на Украине, противостояние с Западом, санкции, страх дефицита валюты, ожидания кризиса. Сейчас экономика входит в формат “как обычно”, напряженность на Востоке Украины спала. Конечно, есть опасения, что война развернется опять, но мы этого предсказывать не можем. Предварительный (мы будем уточнять его еще) расчет модели платежного баланса указывает на курс около 60 руб./доллар.

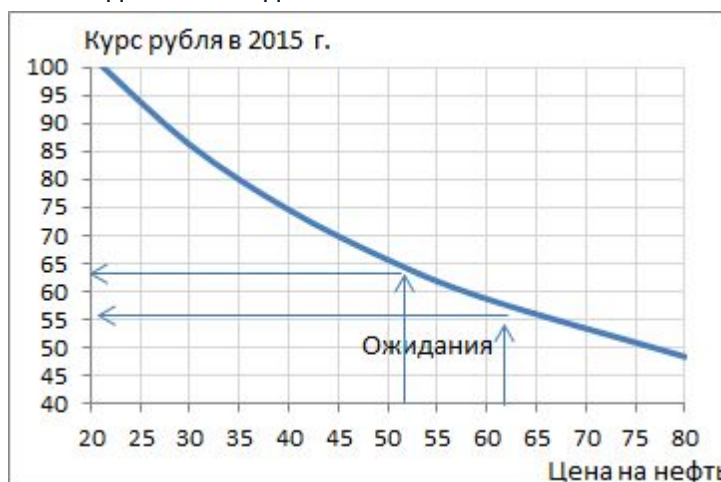
Показатель	2013	2014	2015	2016	2017
Цена на нефть, долл. за барр.	108.3	98	58	63	67
Экспорт, товары и услуги, млрд. долл.	593	561	426	444	464
Импорт, товары и услуги, млрд. долл.	-469	-429	-311	-335	-346
Сальдо первичных и вторичных доходов (NIRA), млрд. долл.	-90	-74	-62	-56	-50
Счет текущих операций, млрд. долл.	34	57	53	53	68
Счет операций с капиталом, млрд. долл.	-	-42	-	-	-
Финансовый счет, млрд. долл.	-34	-14	-53	-53	-68
Вывоз капитала частн.сект.(включая ошибки и пропуски), млрд	-62	-151	-90	-60	-35
Правительство и ЦБ, млрд. долл.	6	29	-3	-3	-3
Интервенции, рефинансирование («+» - снижение, «-» - рост),	22	108	40	10	-30
Макс. курс	33.6	80.0	72.7	65.3	64.4
Мин.курс	29.8	32.8	49.0	53.5	55.9
Курс среднегодовой	31.9	38.8	60.0	59.1	60.0
Инфляция рубля, среднегодовая	6.8%	7.8%	15.5%	6.1%	5.0%
Инфляция доллара, среднегодовая	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%
Реальный импорт	469.0	421.8	300.1	316.8	321.3
Курс в ценах 2013 г	31.9	36.6	49.9	47.3	46.6
Падение реального импорта к уровню 2013	0.0%	-10.1%	-36.0%	-32.4%	-31.5%
Реальный RUB-USD к 2013 г	-	-12.8%	-36.0%	-32.4%	-31.5%
Эластичность импорта (изм.импорта при изм.реальн.USDRUB)	1				
Диапазон колебаний, логарифм.измен	5.9%	44.6%	19.7%	10.0%	7.0%

Это отличается от наших оценок весны. В модели есть три главных компоненты, определяющих рубль. 1) Нефть определяет объем валютных доходов страны 2) Величина “оттока”, т.е. сколько капитала будет уходить из РФ для гашения долгов и в виде “бегства” и 3) Важно как будут реагировать власти, а именно выделять валюту. Формула такова: валютные доходы, минус “отток”, минус некоторые менее важные статьи в платежном балансе, плюс-минус интервенции Центробанка. То что остается - это валюта финансирующая импорт. Будет мало валюты - импорта будет мало, рубль

будет дешевым, россияне его не смогут себе позволить в объемах. Будем много валюты - рубль будет дорогим. Есть вопросы к тому какова эластичность, но мы полагаем ее равной 1.

Сейчас ясно, что цены на нефть вряд ли будут повышаться так, как мы ждали (весной мы ставили среднегодовую 65 долл. за баррель в 2015 г. с повышением далее). Есть неопределенность что будет делать Центробанк, будет ли выделять валюту предприятиям или скупать ее в резервы. Центр развития Н. Акиндиновой в ВШЭ, например, [считает](#), что осенью Центробанк должен вновь выделять валюту банкам в виде РЕПО, поскольку в это время возникает пик платежей, на который не хватит долларов из счета текущих операций. В их логике (которая кажется резонной), если ЦБ не будет рефинансировать, то может случиться очередной залет курса доллара вверх.

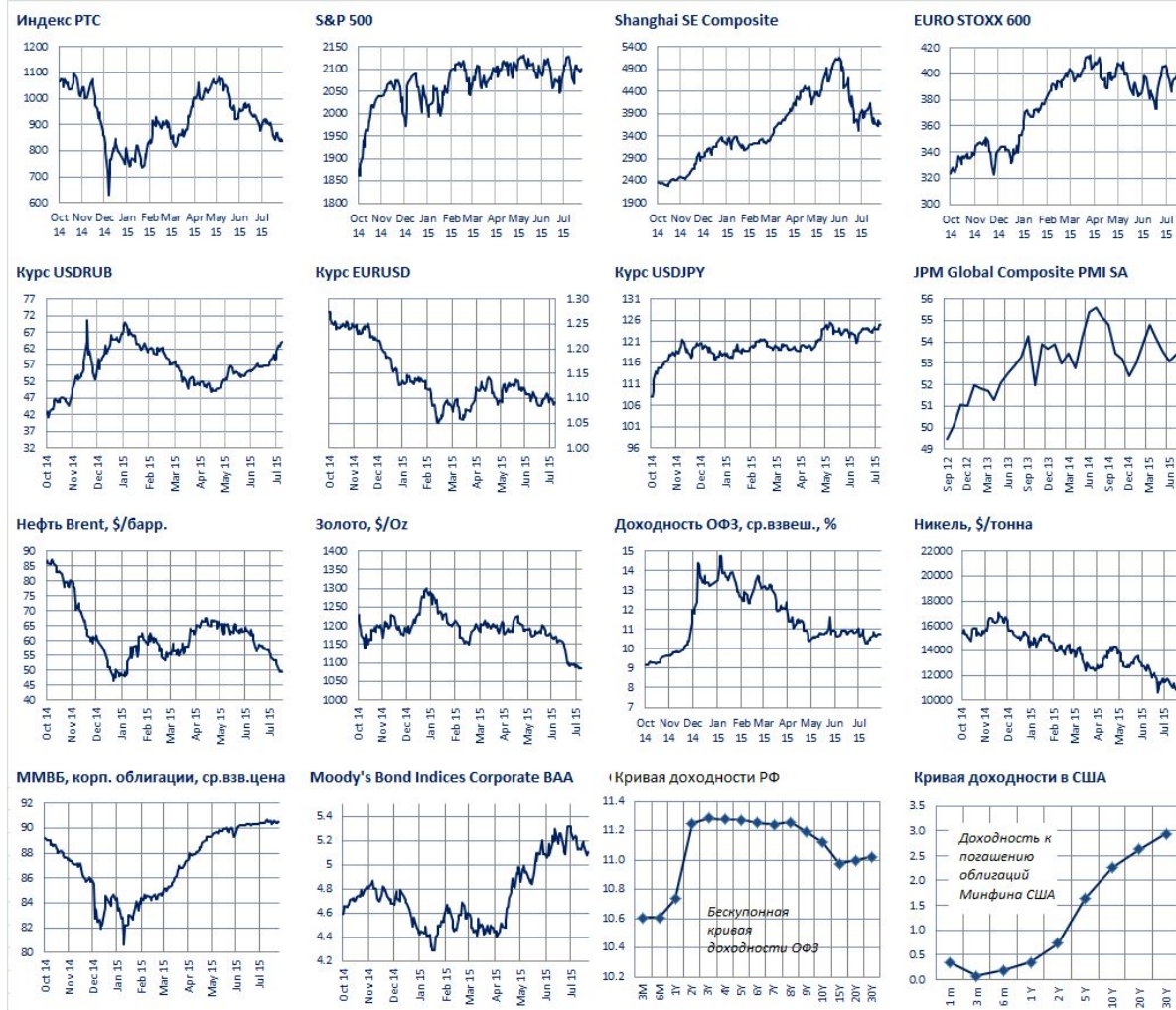
Наша модель не предназначена для того, чтобы отражать колебания внутри года, оценивать сезонность и волатильность. Графическое отображение зависимости рубля отражено на графике. Это просто средний для года курс, при котором платежный баланс должен сходиться.



Мы не раз писали, что на финансовых рынках отклонения могут быть куда значительнее, чем “равновесное значение” или “фундаментальная стоимость”. Еще нам очень нравится одно выражение уже [покойного](#) Бартона Биггса, автора известной в РФ книги “[Вышел хеджер из тумана](#)” (неудачное название [Hedgehogging](#)). Он в 2009 году, корректно предсказывая ралли акций в США, [заявил](#), что “никто толком не знает, продолжит фондовый рынок падать или вырастет: рынок - это жуткое садистское чудовище и, возможно, он предпримет что-нибудь, чтобы еще больше нас запутать”. Мы также можем вспомнить воспоминания Нассима Талеба (философию которого мы не полностью разделяем), что они выгоняли из трейдингового зала тех, кто заявлял об “эквилибриуме” или “справедливой стоимости” валютного курса. Рынки акций, валют и товарных рынков могут отклоняться от данного равновесия на очень большие расстояния. Для трейдеров и портфельных управляющих, работу которых оценивают ежемесячно, поквартально это может быть смертельно, чревато потерей убытками и увольнением. В итоге, они не задумываются о том, сколько должна стоить акция или где должен быть валютный курс, они предпочитают торговать тренды. А это делает курсовые цены еще более волатильными и отдаляет цены от данного равновесия. Можно сказать, что для торгующей публики подобного равновесия как бы не существует вообще.



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.