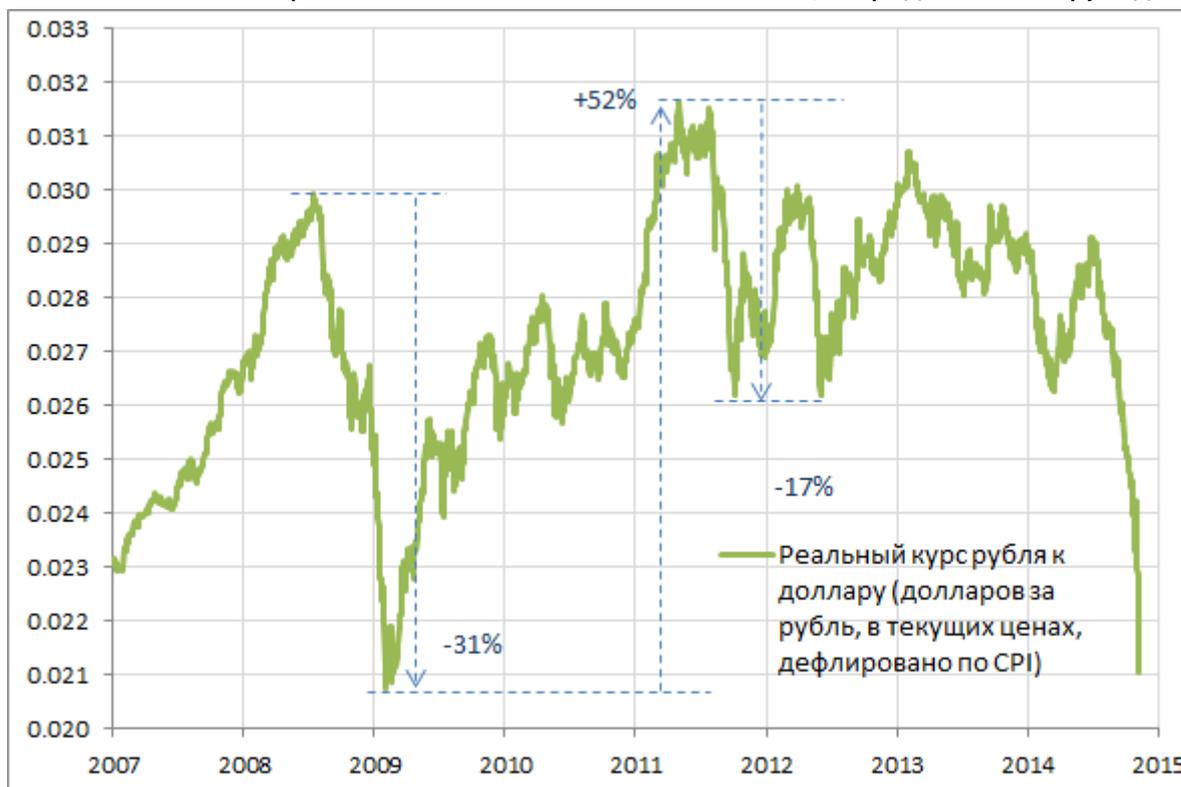


Финансовые рынки. Пятница, 07 ноября 2014

- После самоустранения ЦБ курс рубля перешел из режима сдерживаемого снижения в режим неконтролируемого обвала. Понятие “коридора”, как и самой “бивалютной корзины” утратило смысл.
- Вчера утром рубль “пробил” 45/доллар, сейчас торгуется на 47.5 руб./доллар. Похоже, что это еще не конец тренда, а курс 50 руб./доллар уже не кажется фантастикой. Напомним также, что значительный обвал рубля мы начали [предсказывать с 13 октября](#), почти месяц назад (курс тогда был ~40.4, мы тогда писали про цель в 57 руб./долл.). Интересно, что до сих пор в Блумберг самый пессимистический прогноз на 1 кв. 2015 составляет 45.5, а средний - 40.4 руб./долл.

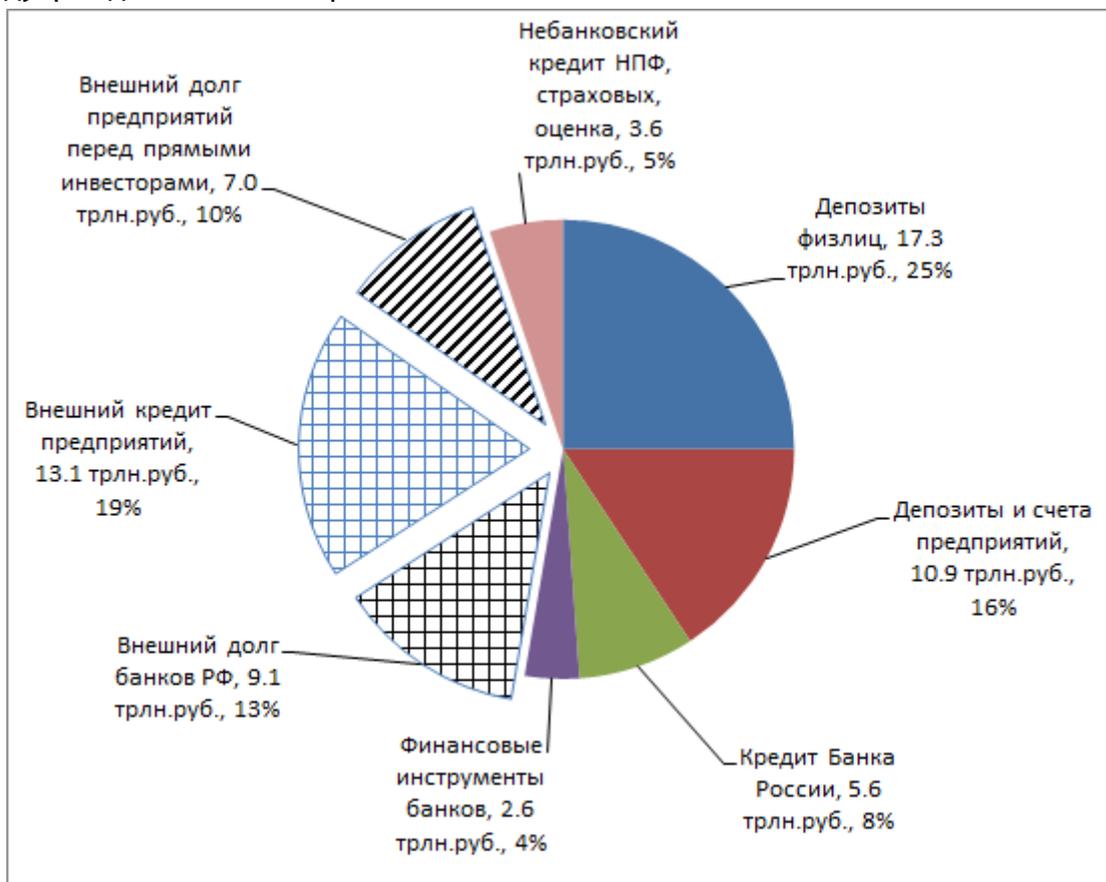


- В реальном выражении (т.е. после очистки от инфляции) рубль/доллар сейчас достиг “дна” 2009 года. (см. график, где $1/47.5=0.02106$ долл./рубль, движение кривой вниз = падение рубля). Есть большие шансы, что “дно” будет пробито.
- Остановить падение может только массивное (объемом в многие десятки и, даже, сотни миллиардов долларов) рефинансирование внешних частных долгов за счет резервов/фондов ЦБ/правительства. Если этого не будет, курс стабилизируется далеко за 50 руб./долл.
- ЕС готовит новые санкции, заявила еврокомиссар по иностранным делам [Могерини](#), и она “убеждена”, что ЕС должен оказывать давление на Россию. Обсуждение ЕС пройдет 17 ноября.
- Госсекретарь США Керри сказал, что [США усилят санкции к РФ](#) при невыполнении минского пакета. Канцлер Германии Ангела Меркель заявила о возможном расширении санкций Евросоюза против РФ
- А минский пакет, похоже, не будет выполняться. Вчера усилились обстрелы. Причина недовольства Запада - выборы в ДНР/ЛНР. Вчера Украина заявила, что [60](#)

[единиц бронетехники](#) прибыли на эти территории из РФ.

- Россия вчера [отказалась от подготовки к саммиту МАГАТЭ 2016 год](#), заявив, что не поедет на него. В части контроля над ядерным оружием и режимом распространения Россия, похоже, отказывается от сотрудничества с Западом.
- Обвал рубля из-за санкций - это уже свершившийся факт. Другая, менее очевидная, но куда более деструктивная проблема - нехватка кредита. Так, Мечел вчера [заявил](#), что сокращает производство из-за нехватки оборотного капитала. Это первый звоночек. Мечел может казаться исключением из правил, из-за избыточного долга. Но мы считаем, что это закономерность, в 2015 году она станет очевидна.
- Мы ждем, что кредитные проблемы будут нарастать, поскольку по курсу начала октября внешний кредит РФ составлял около 1/3 от всего кредита РФ. А сейчас при 47.5/доллар он возрос до ~43% (см. график ниже, дает приблизительные расчеты, полосатые сегменты - внешний кредит). Чтобы отдать возросший внешний долг, надо перезанять рубли и доллары на внутреннем рынке, что вытолкнет менее качественных кредиторов за грань выживания.

Если не начнется массовое рефинансирование частных долгов валютой ЦБ/правительства где-то в первой половине 2015 года в РФ начнется банковский кризис, который станет причиной мощной рецессии. Об этом мы также предупреждаем с 13 октября.



- Сегодня [РБК сообщил](#), что банки РФ предлагают Центробанку начать политику QE. Это выглядит как анекдот, особенно в условиях когда ЦБ РФ только что поднял ставку. И еще потому, что QE это монетарная политика в условиях нулевых ставок. Но мы видим в этом некоторый смысл. Кредита в РФ не хватает потому, что

зарубежная и значительная часть его выпала из-за санкций, она будет сокращаться. График выше показывает все источники кредита в РФ, где Центробанк уже обеспечивает 8% общего объема (5.6 трлн. руб. через операции рефинансирования). ЦБ может и должен (и мы верим, что так и будет) дать больше кредита. Другое дело - форма его предоставления. Мы не хотели бы больше рублевого кредита, а больше долларового. Ну, вы знаете, рефинансирование за счет резервов... Третий раз в одном обзоре повторять идею спасения РФ от санкционных напастей мы не будем.

- Появилась серия новостей от ОПЕК, собрание членов которого пройдет через 2 недели. Из них следует, что сокращения производства вряд ли состоится, если только цена не упадет [до 70/баррель](#). Но долгосрочно картель верит [в высокие цены](#).

Причина падения рубля вчера - отказ Центробанка от больших интервенций. Уже вторую сессию подряд продается не больше 350 млн. долларов за день, что крайне мало. Однако это лишь проблема текущего момента. Подлинная причина обвала рубля - вынужденный "отток" капитала для гашения внешних долгов, по сравнению с привычной ситуацией рефинансирования. При средней дюрацией корпоративного долга в 3-4 года и внешнем частном долге в 614 млрд. дополнительный отток в годовом выражении будет составлять 150 млрд. долларов в год. К этому можно приплюсовать традиционный для РФ отток капитала порядка 50 млрд. в год. Это в сумме даст общий "отток" порядка 200 млрд. в год. Чтобы его обеспечить, импорт должен резко сократиться, а это значит падение рубля.

Нефть > Объем рефинанс., млрд. долл. V	75	80	85	90	95	100
0	85.5	79.0	73.4	68.5	64.3	60.5
25	75.8	70.7	66.1	62.2	58.7	55.5
50	68.1	63.9	60.2	56.9	54.0	51.3
75	61.8	58.4	55.3	52.5	49.9	47.6
100	56.6	53.7	51.05	48.7	46.5	44.5
125	52.2	49.7	47.4	45.4	43.5	41.7
150	48.4	46.3	44.3	42.5	40.8	39.3
175	45.2	43.3	41.6	40.0	38.5	37.1
200	42.3	40.7	39.1	37.7	36.4	35.2

В таблице выше приведен сценарный анализ курса рубля на середину 2015 года исходя из оттока капитала в 200, разных вариантов цены на нефть и разной степени использования валютных резервов ЦБ РФ (от нуля до 200 млрд. долл. в год). Наш базовый сценарий 100 млрд. и цена на нефть 85 дают 51 руб./долл.

Есть новости, которые дают нам надежду, что худшего можно избежать. Несмотря на закрытое внешнее "кредитное окно", Газпрому удалось-таки продать еврооблигации, а покупателями стали преимущественно британцы и инвесторы из США, стран, наиболее агрессивных к РФ. Bloomberg со ссылкой на источники дает следующий расклад. Инвесторы США купили 41%, причем один из них купил 10% .

Еще 36% - инвесторы из Великобритании и 15% - из Западной Европы. Конечно, “Газпром” - уникальная компания, неплохо было бы увидеть размещения облигаций или синдицированные кредиты на Западе менее качественных заемщиков. В Ведомостях сегодня есть следующие комментарии:

«Несмотря на то что санкции не распространяются на «Газпром», ему пришлось предложить существенную премию даже по короткому выпуску. Это еще раз свидетельствует о том, что длинная ликвидность на внешнем рынке для российских заемщиков недоступна».

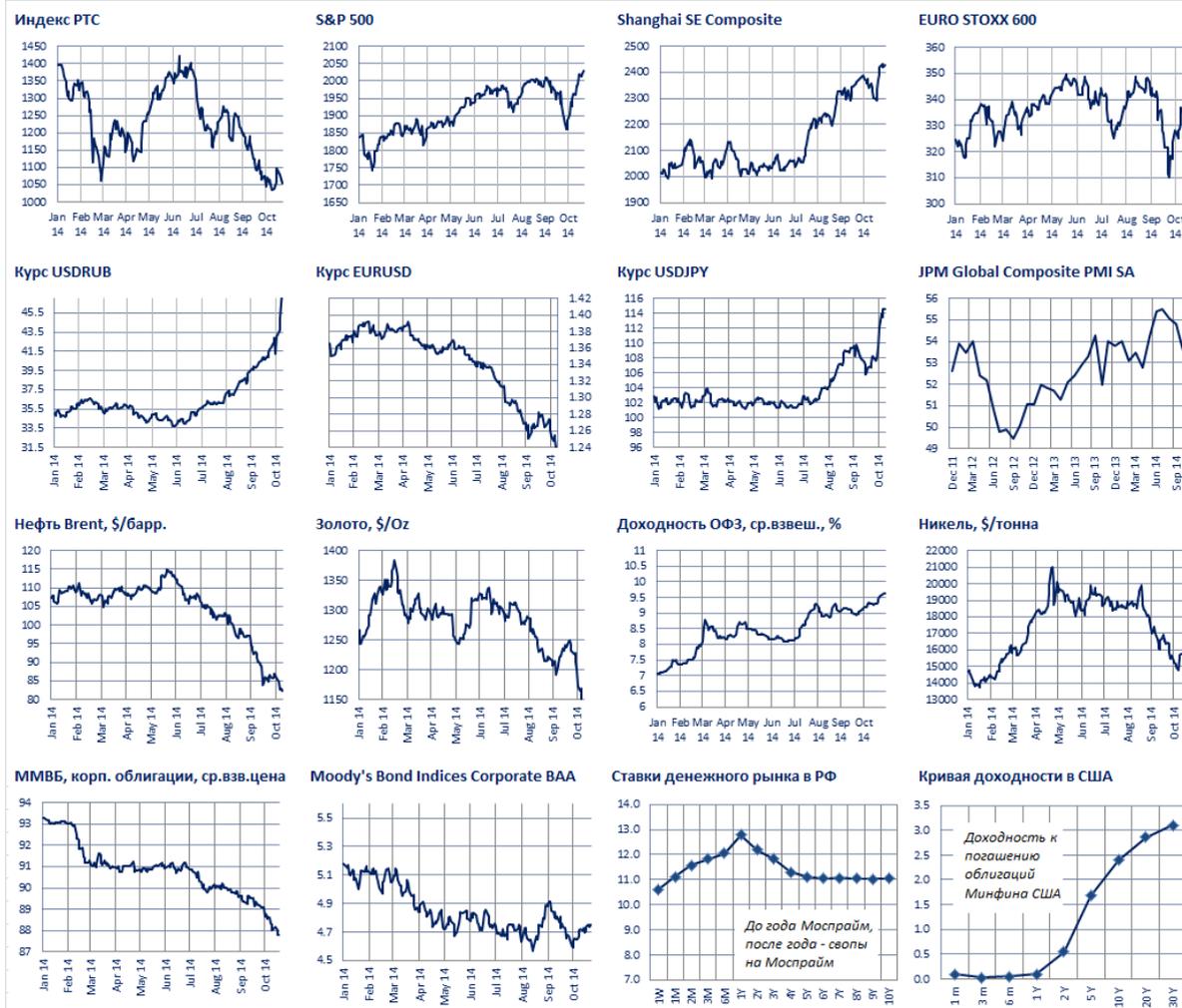
«Газпром мог бы по такой ставке или даже ниже привлечь финансирование у банков, но его цель была показать, что рынок евробондов открыт», - говорит сотрудник госбанка. Даже на валютных аукционах ЦБ годовые деньги дешевле - LIBOR + 1,5%.

В долларовом выражении индекс РТС (-4%) вчера опустился до минимума с августа 2009 года. Сегодня, он, похоже, собирается пробить круглую отметку в 1000 п. Напомним, что в декабре 2011 он достигал 2130 пунктов, то есть российские акции стоили в 2 раза выше. А на дне 2008/2009 года РТС опускался ниже 500 п.

На мировом рынке все спокойно. S&P 500 +0,4% и тихой сапой привычно побил исторический рекорд. STOXX Europe 600 тоже вырос +0.2%, но ему даже до посткризисных до рекордов еще далековато. Падает курс евро к доллару, 1.238 сейчас, хотя в мае был 1.4 \$/€. Напомним, что ЕЦБ вовсю готовится к своему варианту QE.

Цены на нефть вблизи минимумов последних дней 82.3/баррель

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.