

Обзор рынков

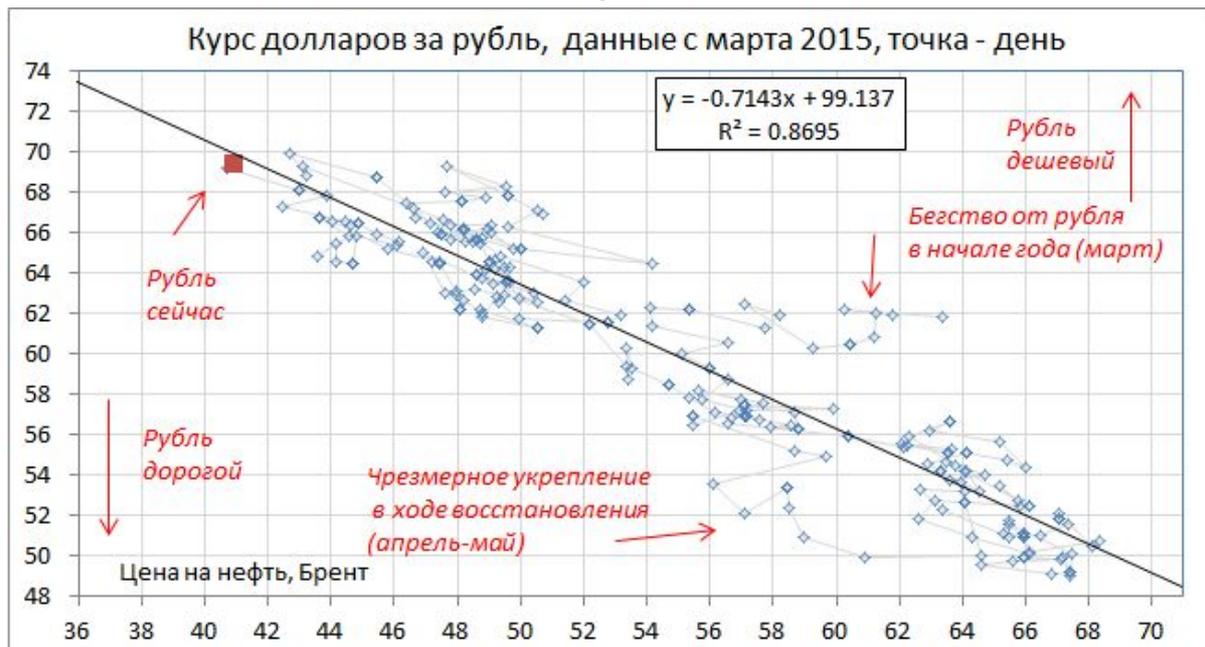
Вторник, 8 декабря 2015

- У России нет экономики - только нефть и газ. Нефть падает - рождается чувство страха, беспомощности и безнадежности. Об этом же говорят некоторые публикации, например заголовок "[готовимся к катастрофе](#)".

На самом деле, мы считаем, что Россия может жить и при более низких ценах на нефть, что безусловно сделает рубль дешевле, но позволить развивать внутреннее производство и избавляться от "голландской болезни". Никакой катастрофы мы не видим.

Краткосрочно, мы опасаемся, очередной паники среди россиян. Также очевидно, что шансы на сокращение ставки ЦБ РФ на заседании в эту пятницу становятся почти нулевыми. Это должно сдержать восстановление экономики. Если бегство россиян от рубля будет выраженным, ставка может быть поднята.

Итак, Brent вчера достиг минимума за почти 7 лет, то есть, с начала 2009 г. Ночью Brent показал минимум за ~7 лет - на 40.6 долл./баррель. Сейчас - на ~41 долл./баррель. Разумных прогнозов куда движется нефть мы пока не видели. Есть полярно противоположные мнения, начиная от предсказаний провала до 20 долл. за баррель (GS), которые были даны [еще в сентябре](#), до предсказаний аналитиков [Сосьете Женераль](#) скорого роста из-за того что политика ОПЕК скоро изменится. Вот цитата из Блумберг, выделение наше: "Saudi Arabia must gather OPEC members to stop producing that much -- all the Gulf countries are just bleeding... We'll wake up one morning and OPEC members will say we'll cut production. How much is the price rise on that announcement you think -- \$5, \$10? We're **super bullish** on the oil price."

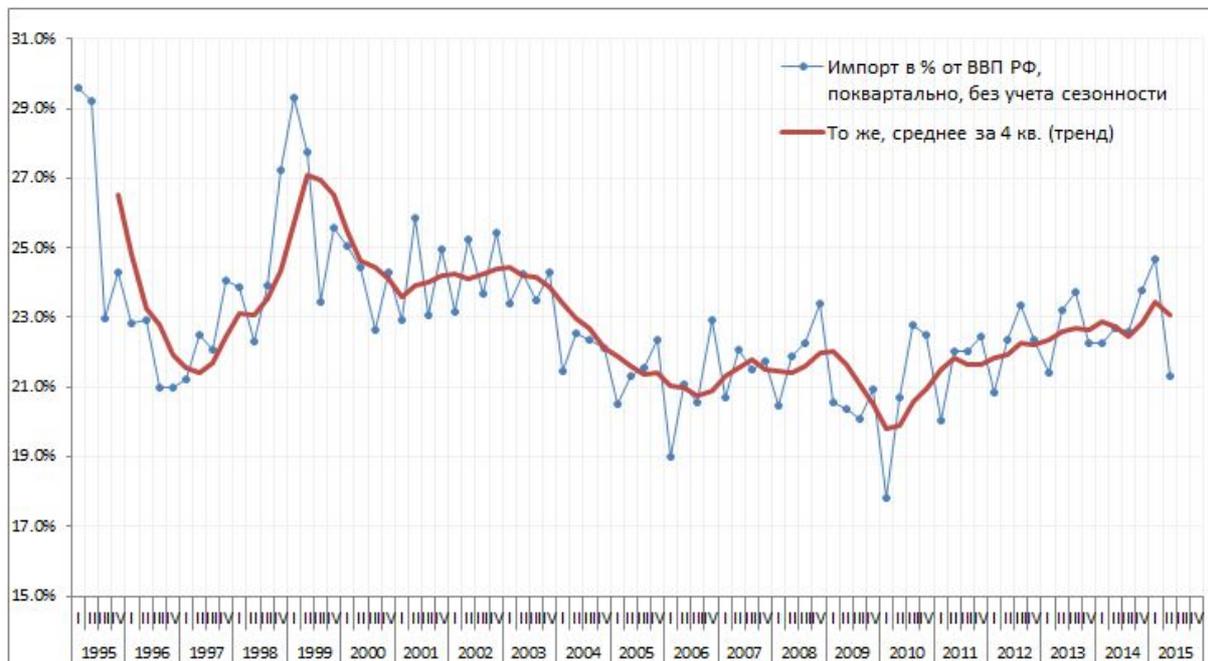


Рубль близок к 70/долл. - это район номинальных рекордов (если не считать 16-17 декабря 2014). Столько же курс рубль доллар был в конце января - начале февраля 2015, а также - в августе.

Движение рубля вполне соответствует движению нефти, о чем говорит точка находящаяся почти на линии регрессии последних месяцев (предупреждение:

величины номинальные, эта модель не должна работать долгосрочно). Из этого можно говорить, что особой паники нет - рубль “маркирует” движения нефти.

- S&P 500 вчера снизился на 0.7%, STOXX Europe 600 поднялся на 0.5%. ММВБ потерял 0.8%, а РТС упал до минимума с октября, минус 2.3%.
- График ниже делит номинальные поквартальные значения импорта в ВВП (товары плюс услуги) на весь объем ВВП. Колебания номинальной доли импорта в % от ВВП были невелики и их изменения слабо зависят от реального курса. Напомним, что рубль был дешевым в 1999-2003, в 2009, в 2014-2015, но это никак не видно на графике. Возможно, россияне (и бизнес) тратят на импорт некую константу ($M/Y = \text{const}$). Если так, это предполагает краткосрочную (а, возможно, долгосрочную) эластичность импорта по реальному курсу равную примерно 1.

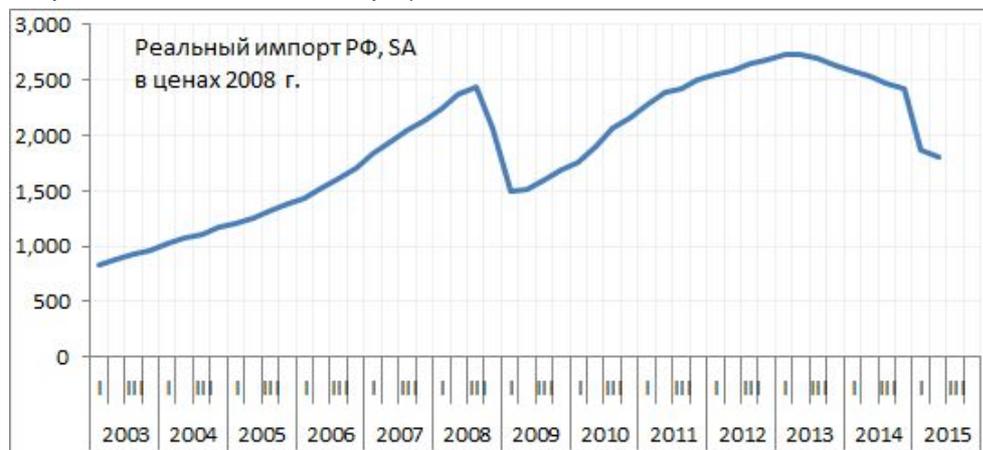


В действительности реальный рубль упал примерно на 30%, если учитывать инфляцию и курс к другим странам партнерам (США их доллар не так важен для импорта). Этот иллюстрирует график реальных обменных курсов, рассчитываемых JP Morgan по PPI и CPI. Реальный импорт упал также примерно на 30% (-32% 1 пг. 2015 по сравнению с 1 пг. 2013)



Из этого можно сделать простые расчеты, оцифровывающие влияние курса на реальные и номинальные показатели. Предположим, что в базовом периоде (пусть это

2013 г.) 80% потребления РФ было внутренним, а 20% - импортным (частное потребление и инвестовары).



Номинальный ВВП в базовом периоде будет $80\% * 1 + 20\% * 1 = 100\%$, если принять дефлятор базового года за 1 (по формуле $\Sigma P * Q$). Пусть рубль упал на 30%, также на 30% упал реальный объем импорта. Тогда новый номинальный ВВП составит $80\% * 1 + [20\% * 2/3 * 1/(2/3)] = 100\%$, то есть не изменится. Доля импорта будет по-прежнему около 20% в номинальных цифрах, см. слагаемое в квадратных скобках, но в реальном выражении упадет на треть. Здесь мы предполагаем, что экспорт в рубля примерно постоянный (учитывая не сильно изменяющуюся цену барреля ~3500 рублей за баррель, хотя сегодня она на 2800).

Можно посчитать насколько снизится реальный ВВП в ценах базового (первого) года - это треть импорта - $1/3 * 20\% = 7\%$. В действительности ВВП РФ 2015 года будет ниже ВВП 2013 примерно на 3.5%. Можно это интерпретировать как признак импортозамещения, положительного влияния падения курса рубля на выпуск, позволившего внутренним производителям отчасти нарастить объемы продаж. Мы считаем, что основная проблема экономики РФ сейчас - это высокие ставки, которые связаны с высокими инфляционными ожиданиями и опасностью новой волны бегства от рубля.

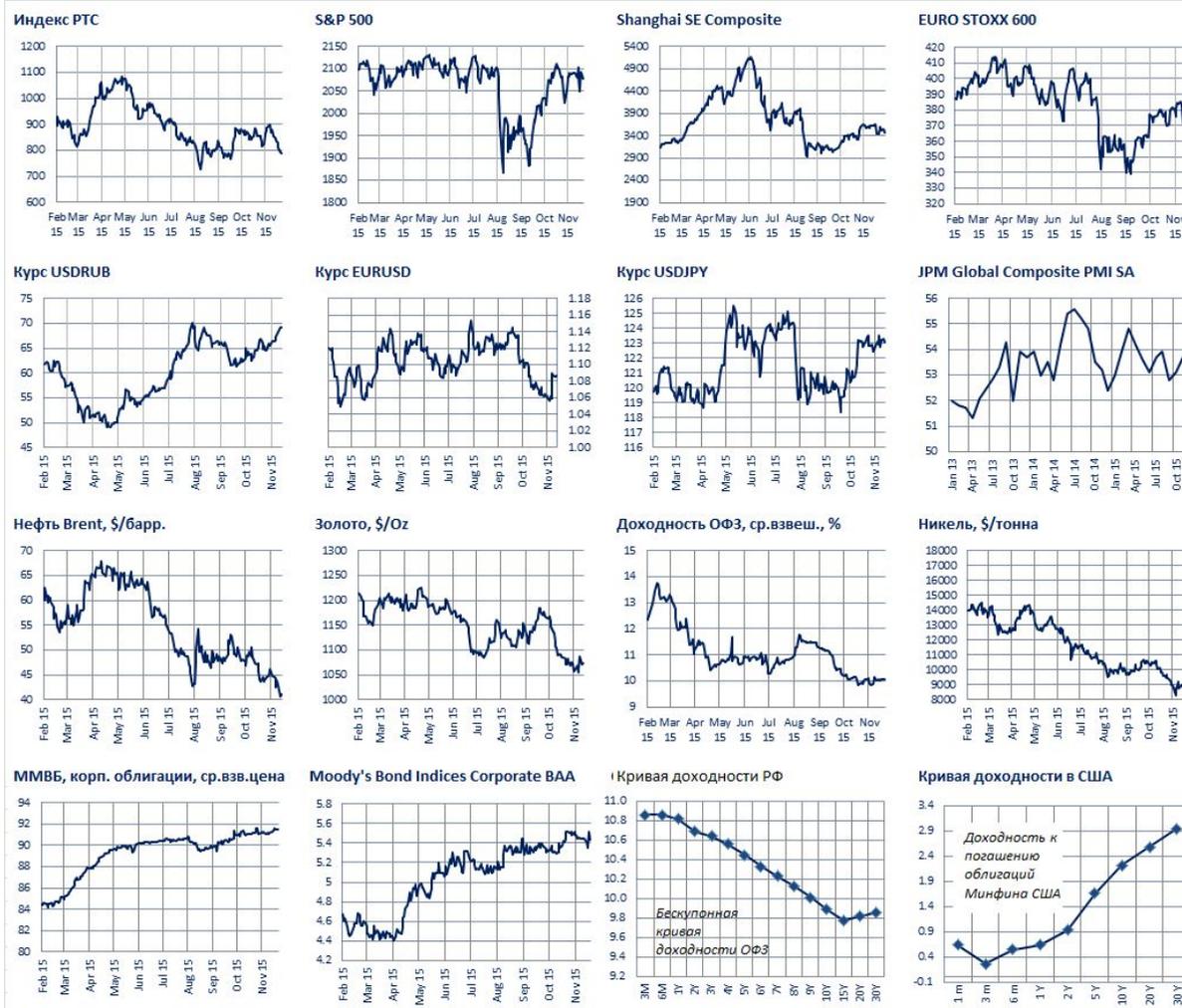
Из вычислений выше можно посчитать насколько должны были вырасти цены в рублевой зоне из-за падения курса. Из расчета исключим экспорт, составляющий порядка 30% от ВВП, финансирующий импорт и "отток" капитала. Остаются 50% внутреннего потребления, производимого страной. Пусть эта часть сохраняют прежние цены (наша задача высчитать чистый эффект от падения рубля). А 20% импорта пусть подорожают на величину падения рубля в реальном выражении $= 1/(2/3) - 1 = +50\%$. Дефлятор внутреннего потребления должен увеличиться на $20\% * 50\% + 80\% * 0\% = +10\%$ при прочих равных если использовать "старую" корзину цен, то есть с повышенной долей импорта.

Индекс цен в России сейчас примерно на 25%, чем в 2013 году (ноябрь 15 по сравнению с ноябрем 2013). Если предполагать "внутренние" темпы инфляции в РФ равными 6%, как они были с 2010 по 2013 гг., то за 2 года должно было набежать $(1+6\%)^2 * (1+10\%) - 1 = 24\%$ - что почти полностью совпадает с фактом.

Вывод? Рост цен в РФ был вполне адекватным падением рубля. Это противоречит нашему утверждению, что было бегство от национальной валюты, повысившей общий уровень цен и потребовавший реакции ЦБ РФ.



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.