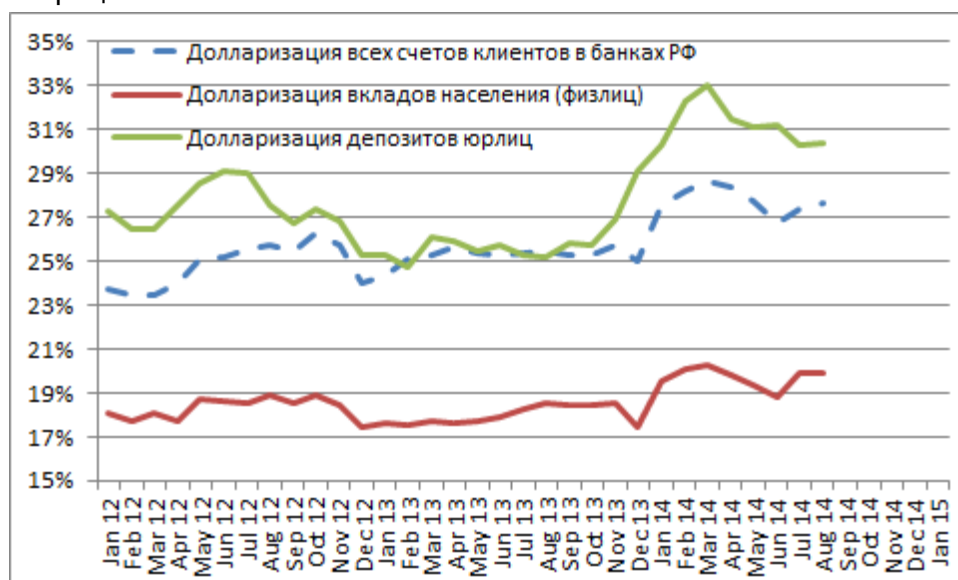


## Финансовые рынки. Вторник, 11 ноября 2014

- Вчера Центробанк провел резкие изменения в своей политике.
  - Окончательно [отменен](#) валютный коридор, понятие “бивалютной корзины” теперь можно забыть.
  - Интервенции останутся, но будут непредсказуемыми, с целью сделать игры спекулянтов менее
  - Продолжается ужесточение денежной политики.
- Похоже, рубль нащупал временное равновесие, наше предположение, что в ближайшие дни курс будет 44-47/доллар. Но мы по-прежнему остаемся пессимистичны в отношении рубля пока Центробанк не будет активно рефинансировать внешние долги валютой из резервов.
- Также Центробанк вчера опубликовал новую редакцию “[Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики](#)”, где цель по инфляции в 4% сдвигается с 2016 на 2017 год.
- В.Путин в Пекине на форуме [АТЭС](#) вчера провел [словесные интервенции на рынке рубля](#). Также пообещал, что 1) не планируется ограничений по счету капитала 2) рубль будет плавающим, движение к таргетированию инфляции продолжится 3) бюджетный дефицит раздуваться не будет, госдолг будет ограничен 15% от ВВП
- В Пекине вчера подписано 17 сделок. Важнейшая - поставка газа по “[западному маршруту](#)”, позволяющему пустить газ с действующих месторождений Ямала и Обской губы вместо Европы в Китай. Южный поток, похоже, больше не приоритет.

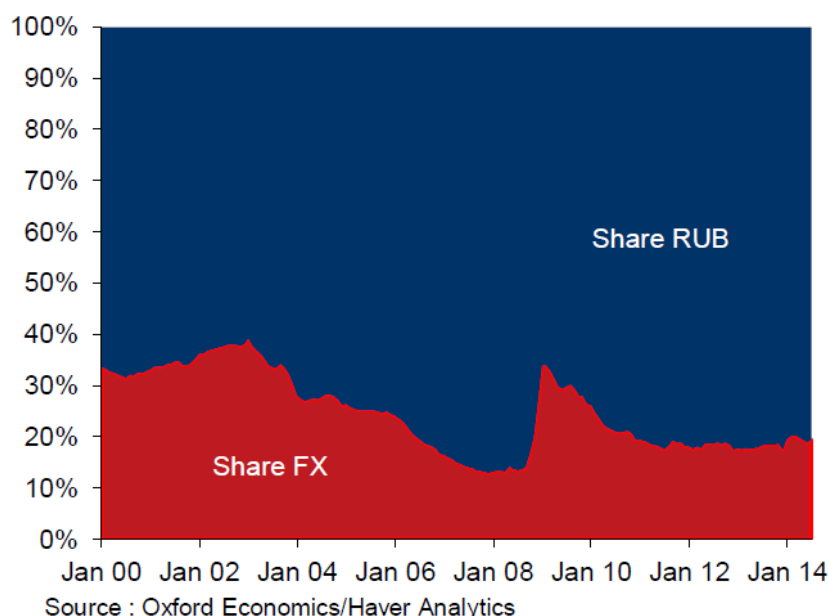
Основной проблемой сейчас остаются бурные колебания курса рубля. Правительство и Банк России (БР) считают проходящее падение не обоснованным, связанным с ажиотажным спросом (см. об этом [интервью Э.Набиуллиной](#)). В их представлении “играют против рубля” “все”, в том числе и население. Также это импортеры и экспортеры, которые могут (ускорять) или задерживать конверсионные операции.



Свежей статистики по “долларизации” (доли депозитов и счетов в долларах и € в общей величине резервов) пока нет, график выше заканчивается 1 сентября.

Заметим, что график искажен колебаниями курса, если иностранные валюты вырастут к рублю, то доля возрастет. Однако до сих пор бурной долларизации со стороны населения не наблюдалось, как это видно из более длинного графика (источник: [twitter](#)).

### Share of individuals' FX deposits in banks



БР видит проблемой спекулянтов. Чтобы противостоять им, были отменены предсказуемые интервенции, теперь они будут проводиться в “дискреционном” режиме, т.е. непредсказуемо и с целью сломить тренд.

Исходя из этого мы бы ожидали прекращение падения рубля в ближайшие дни и недели. Мы не согласны с интерпретацией БР и правительства о том каковы причины падения рубля (об этом ниже). Однако спекулянты играют свою роль и сейчас они могут затаиться, поскольку тренд уже не так очевиден. При этом мы не видим причин для резкого укрепления.

По мнению БР случившегося падения достаточно чтобы сбалансировать платежный баланс. В опубликованном вчера [проекте ДКП](#) содержится оценка платежного баланса в 2014 году и прогноз на будущие годы (см. следующую страницу). Основные моменты мы подчеркнули красным - это то, с чем мы не согласны. Финансовый счет (“отток” капитала) в 2015 году ожидается БР на уровне порядка 100 млрд. в год. При этом “отток” капитала 2014 года был оценивается в 128 млрд. долларов.

Мы считаем, что это крайне низкие оценки. Во-первых, есть “традиционный” отток, который составляет порядка 50 млрд. долларов (см. 2013 как пример). Вынужденное гашение внешнего долга (614 млрд.) предполагает внушительную добавку которую мы условно оцениваем в 150 млрд. долларов дополнительно. Итого - 200 млрд. долларов, что в 2 раза превосходит оценки БР.

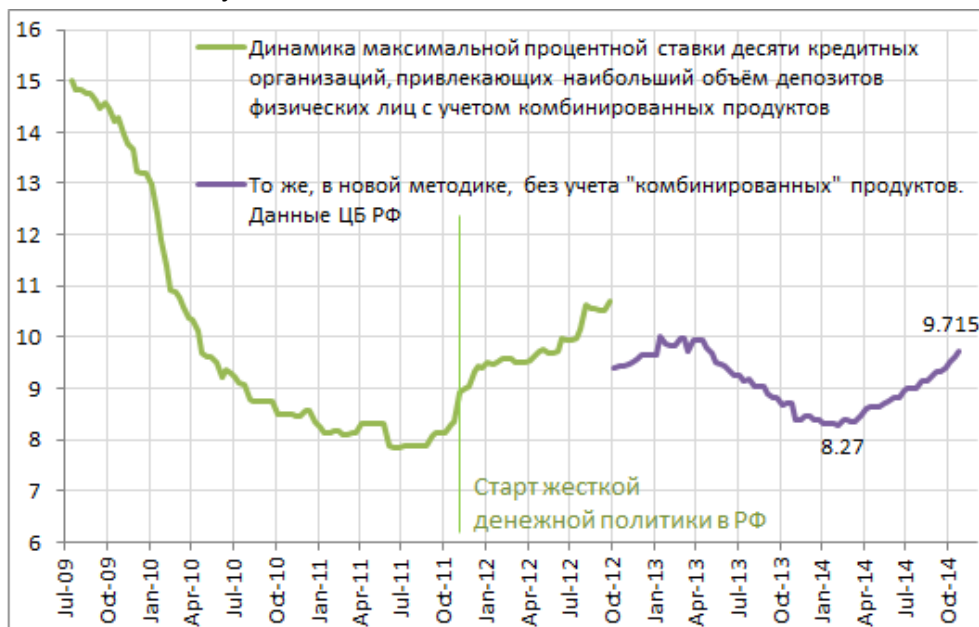
При этом БР собирается потратить в будущем году порядка 40-60 млрд. на интервенции (см. нижнюю строчку таблицы далее). Мы полагаем, что придется потратить больше - порядка 100 млрд.долл., Но даже после этого,

нескомпенсированный БР дефицит счета капитала будет составлять 100 млрд. долл. (200 млрд. “оттока” минус 100 млрд. долл. интервенций) вместо запланированных Центробанком 28-60 млрд.

**Платежный баланс Российской Федерации**  
(млрд. долларов США)

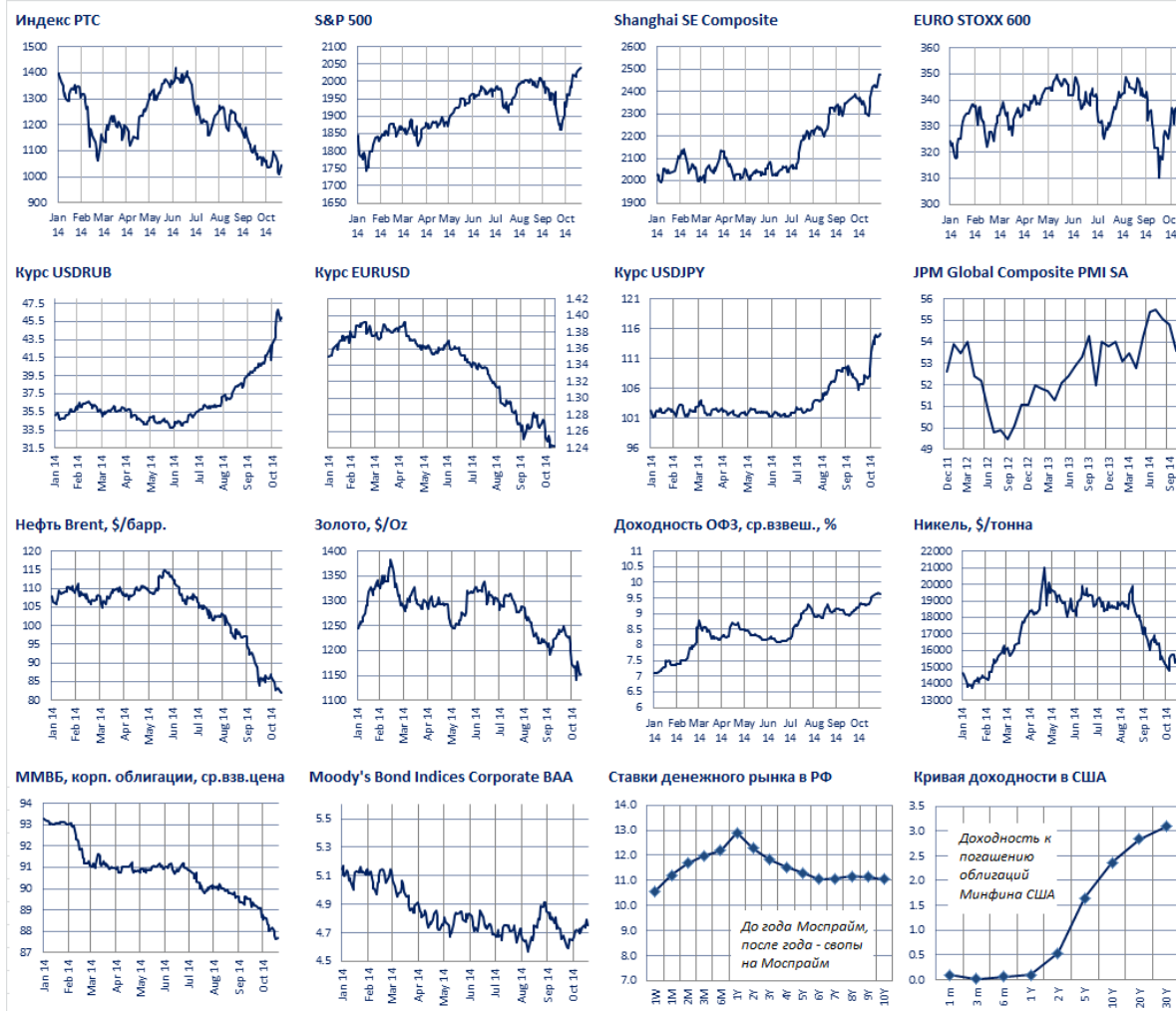
	2013 (факт)	2014 (оценка)	2015					2016					2017				
			Вариант I	Вариант IIa	Вариант IIb	Вариант IIIa	Вариант IIIb	Вариант I	Вариант IIa	Вариант IIb	Вариант IIIa	Вариант IIIb	Вариант I	Вариант IIa	Вариант IIb	Вариант IIIa	Вариант IIIb
Счет текущих операций	32	63	59	48	60	28	47	32	5	37	-13	39	12	2	21	-12	27
Торговый баланс	180	194	193	175	182	149	166	175	146	159	111	155	162	151	149	115	147
Экспорт	523	507	516	494	494	457	457	519	496	495	452	450	518	505	496	463	460
Импорт	-343	-313	-323	-319	-312	-308	-291	-344	-350	-336	-341	-295	-356	-354	-347	-348	-313
Баланс услуг	-59	-57	-58	-56	-55	-56	-54	-65	-63	-55	-58	-51	-70	-69	-59	-58	-54
Экспорт	70	69	72	70	70	69	69	73	73	71	71	70	76	73	72	72	71
Импорт	-129	-126	-130	-126	-125	-125	-123	-138	-136	-126	-129	-121	-146	-142	-131	-130	-125
Баланс первичных и вторичных доходов	-89	-74	-76	-71	-67	-65	-65	-78	-78	-67	-66	-65	-80	-80	-69	-69	-66
Счет операций с капиталом	0	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>32</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>48</b>	<b>60</b>	<b>28</b>	<b>47</b>	<b>32</b>	<b>5</b>	<b>37</b>	<b>-13</b>	<b>39</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>21</b>	<b>-12</b>	<b>27</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-54</b>	<b>-128</b>	<b>-101</b>	<b>-90</b>	<b>-102</b>	<b>-87</b>	<b>-105</b>	<b>-39</b>	<b>-14</b>	<b>-63</b>	<b>-28</b>	<b>-96</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-41</b>	<b>-25</b>	<b>-70</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	6	0	-3	-3	-3	-3	-3	3	3	-3	3	-3	3	3	-3	3	-3
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-61	-128	-98	-87	-99	-84	-102	-42	-17	-60	-31	-93	-22	-19	-38	-28	-67
<b>Изменение валютных резервов («+» — снижение, «-» — рост)<sup>1</sup></b>	<b>22</b>	<b>75</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>41</b>	<b>57</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>37</b>	<b>43</b>

Для балансировки платежного баланса должен упасть импорт на большую величину, чем предполагает БР. А это означает необходимость дальнейшего падения рубля, больше чем он упал сейчас.



Вчера был опубликован [мониторинг процентных ставок крупнейших банков](#). Они продолжают расти, хотя до сих пор не достигли уровня начала 2013 года, несмотря на значительное ужесточение монетарной политики в текущем году.

## 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.