

## Финансовые рынки. Четверг, 11 декабря 2014

- Сегодня СД Банка России будет решать изменять ли ему ключевую ставку (сейчас 9.5%, выросла на 400 б.п. с начала года). По опросу Блумберг 18 аналитиков из 28 (64%) ждут повышения. Вчера мы писали про опрос трейдеров по версии Tradition, из него выходило что 65% (50 из 77) ждут повышения. [Время выхода пресс-релиза](#), 13:30 МСК.

Наше видение: ставки повышать не нужно, проблема РФ в другом - сокращающемся внешнем кредите. Спасти рубль и экономику РФ от падения может только рефинансирование частных долгов за счет валюты резервов ЦБ и фондов правительства (см. ниже).

- Несмотря на наши паникерские настроения, Moody's вчера [заявила](#), что не ожидает кризиса ликвидности в РФ даже в случае длительного сохранения цен на нефть у \$60. Они видят проблемы только через год: *“внешние буферные резервы России конечны, и внешняя ликвидность может создать трудности в 2016 году”*. Однако Moody's пересмотрело средний прогноз цен на нефть на 2015 год до \$80-85 за баррель,
- Новая Газета [пишет](#), что РФ, похоже, сворачивает конфликт на Донбассе. *“Сразу три источника ... — в администрации президента, в правительстве и непосредственно в ДНР и ЛНР — подтвердили: о независимой Новороссии можно забыть. «Вталкиванием» восточных областей обратно занимается Владислав Сурков”*. Другая [статья](#) там же утверждает, что симбиоз Донбасса с Россией обернется *“неприемлемыми рисками для нашей страны”* и что это *“конец проекта “Присоединение к России”*”.
- Два дня на востоке Украине продолжается [прекращение огня](#), а завтра стартуют переговоры “Минск-3” (хотя и [с трудом](#)). Возникает новая надежда, что геополитическая напряженность снизится.
- Украинские финансы [рушатся](#). МВФ заявила, что стране нужно еще 15 млрд. долларов, чтобы избежать банкротства в течение ближайших недель. В конце 2013 г. РФ дала Украине 3 млрд. долл. через еврооблигации, в которые включила ковенанты (<60% госдолга к ВВП). Теперь РФ может требовать досрочного гашения, что усугубит проблему. ЕС не хочет и не может платить больше, угрожает новыми [санкциями](#), если РФ применит эту меру.
- Цены на Brent вчера падали больше 4%, до 63.6/баррель, после [расширения Кувейтом дисконта](#) для сохранения своей доли на рынке. Новый минимум с 2009. Сейчас ближайший контракт на Brent на 64.8.
- Давление на рубль сохраняется, курс почти на 55/доллар - это новый рекорд.
- ЦБ РФ [заявил, что обнаружил теневой рынок внебиржевых валютных деривативов](#), на котором российские корпорации потеряли десятки миллиардов рублей. Мы не понимаем о чем идет речь, и кто стороны этих сделок. Деталей нет, судя по новостям, ЦБ сам этого не понимает.
- Политика - грязное дело, не важно какая страна. Об этом говорят новости текущей недели о [пытках ЦРУ](#) или [сжигании домов](#) в Чечне после теракта. Сроки давности Башнефти говорят, что “закон, что дышло”. По сбитому МН-17 подозреваемые в этом украинцы составляют отчет, но Малайзия [не допущена](#) к расследованию. Власти регулярно и везде отступают от закона и принципов морали.

Нужно помнить об этом, чтобы не попасться на удочку пропагандистов, приняв ту или иную сторону. Также следует помнить о том, что чем выше по властной лестнице, тем больше [социопатов](#), которые [лучше приспособлены](#) для развития карьеры. Однако открытость СМИ, и противоборство ветвей власти может несколько снизить подобные эксцессы.

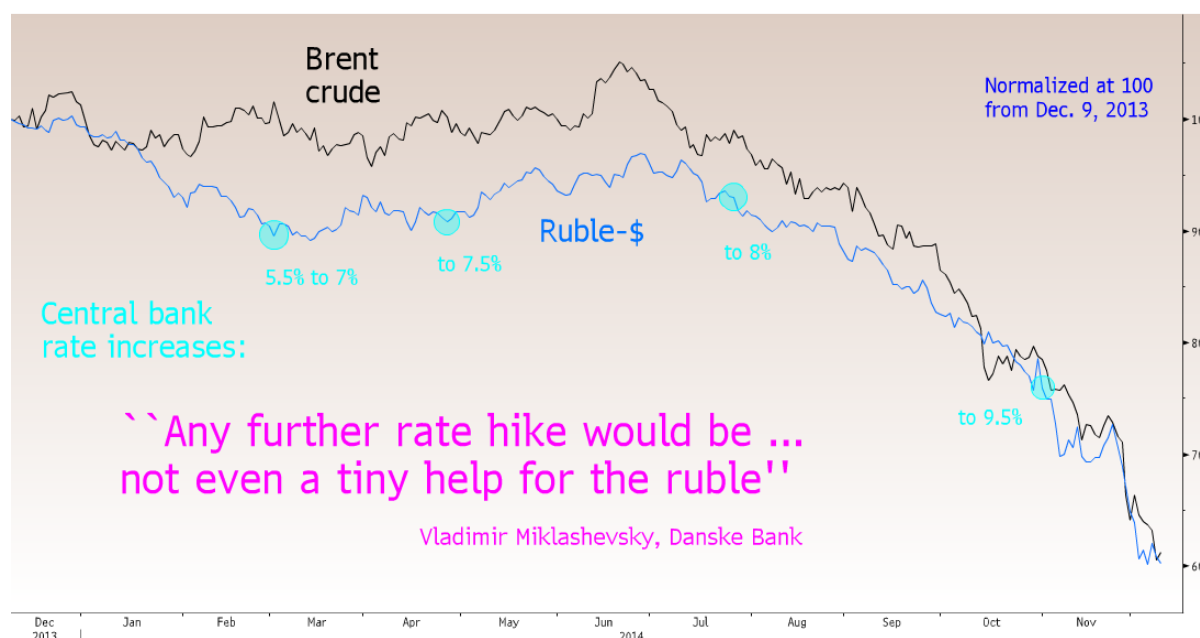
- [Инфляция за неделю](#) со 2 по 8 декабря составила +0.3%, также как на предыдущей неделе. С начала года - 8.9%. В годовом исчислении на 8 декабря составляет около 9.4%. Есть все шансы, что годовой показатель будет ближе к 10%, что будет рекордом с 2008 года (когда было 13.3%).

S&P 500 вчера заметно снизился, минус 1.64%, минимум за месяц. STOXX Europe 600 упал на 0.3%. В падении лидируют нефтяные акции - похоже, это основная причина давления. Так, акции Weatherford вчера упали на 7%, а с июля они потеряли уже 56%. Exxon Mobil вчера упали на 3%. Нефтедобытчик сланцевой нефти Continental Resources вчера потерял также 7%, а с сентября котировки упал на 58% (с 81 до 33 долларов за акцию). Petroleo Brasileiro вчера обвалилась на 5%.

Индекс MSCI Emerging Markets вчера упал до минимума за 8 месяцев, что также связывают с давлением на сырьевых рынках. Индекс ММВБ вчера вырос на 0.8%, благодаря упавшему примерно на 1% рублю. Долларовой РТС минус 0.3%, новый минимум с 2009 года. Похоже, что сегодня рынок еще упадет, поскольку фаза снижения акций на другой стороне земли прошла когда торговая сессия закончилась. Азия сейчас в минусе.

Сегодня основная интрига - Совет директоров Банка России (БР), по вопросам ставки. Блумберг вчера опубликовал "график дня" и статью, что прошлые повышения ставки БР не смогли остановить падение рубля, что указывает на другие причины - падение цен на нефть.

Ruble-Oil Chart



Мы также считаем, что ставка ничего не изменит, а следуют, даже, хуже. 1) Дамы из

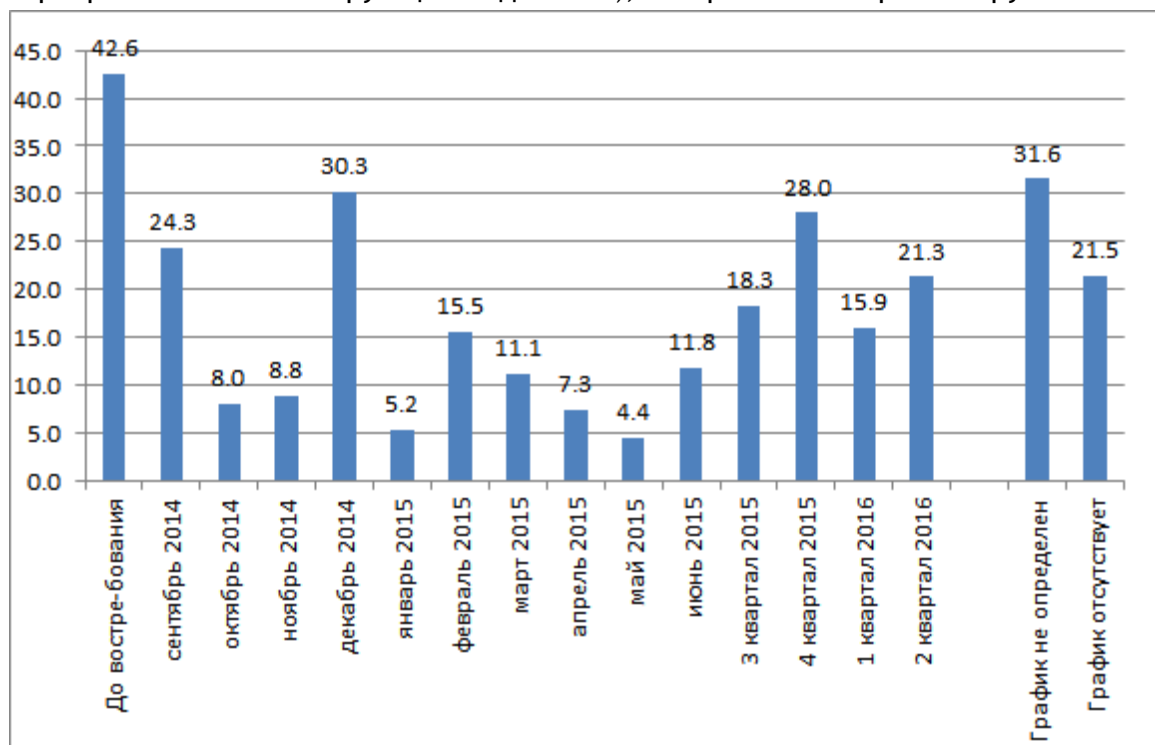
БР борются с “инфляцией предложения”, вызванной продуктовыми контр-санкциями. Темпы продовольственной инфляции превышают 12%, притом что продукты питания составляют почти 1/3 в корзине цен. Ускорение роста цен имеет не монетарную, а 1) геополитическую, санкционирую природу и 2) поведенческие привычки россиян бежать от рубля при возникновении неопределенности (избавление от рублей = падение курса, снижение “цены” рубля по сравнению с товарами).

Другой мотив руководителей БР - способствовать укреплению рубля, сделав его более привлекательным. Но это действия в стиле политики фиксированного курса, хотя декларируется плавающий рубль. Это не верная, и внутренне противоречивая политика.

Наше видение - рубль упал из-за вынужденного гашения внешних долгов, увеличивающего «отток» в платежном балансе. Наш прогноз предполагает, что рубль будет колебаться в районе 50-60+ в ближайшие пару лет, пока действуют санкции и идет увеличенный отток, а через пару лет, к 2016 сможет укрепиться до примерно номинальных 44 руб./долл. при цене на нефть в 80 за баррель. В текущих ценах 44 руб./долл. соответствуют примерно 38-39 руб./доллар сейчас.

Сколько капитала будет дополнительно “утекать” из страны - вопрос крайне дебатированный. Частный долг - 614 млрд.долл. График долга Центробанка (см. ниже) предполагает цифру гашения в 101.6 млрд. долларов в 2015 г. Однако есть составляющие “без графика”, “до востребования” и “график не определен”, все вместе - еще 100 млрд. долларов.

Еще считается, что порядка 1/3 долга не нужно возвращать, поскольку это внутри-российский долг, маскирующийся под западный, заведенный обратно через офшорный. Еще есть 24% долга перед прямыми инвесторами (он может перекрываться с “максирующим долгом”), который также пролонгируется.

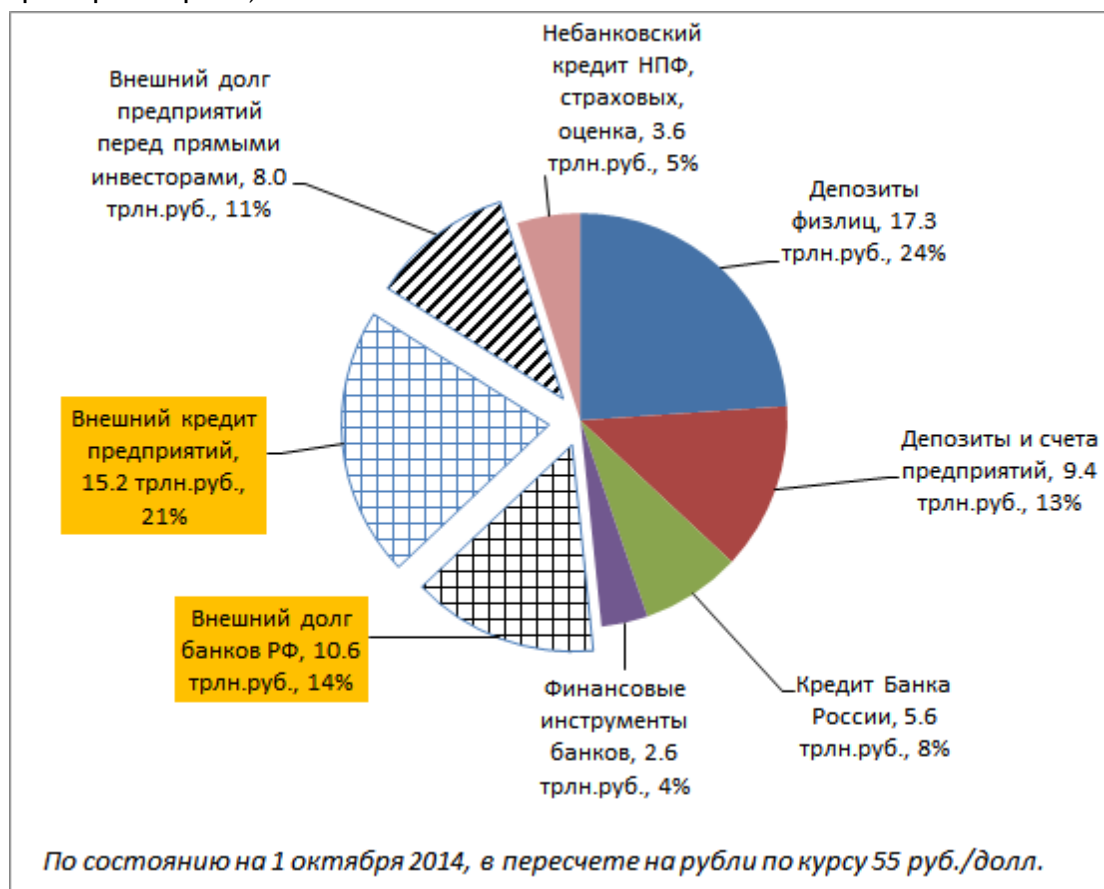


Официальные прогнозы, которые нам доводилось видеть предполагают потребность вынужденного гашения в следующем году всего в 60-70 млрд. долларов (видимо, построено 101.6 млрд. по графику минус 1/3). Что подразумевает гашение всего-то 10-11% от суммы внешнего долга. На наш взгляд это крайне низкая оценка.

Мы обращаем внимание на следующее 1) Долг без графика велик, это еще 100 млрд. долларов. 2) Кроме проблемы долга может усилиться бегство капитала, составлявшее порядка 50 млрд. в год в прошлые годы. По сообщениям, довольно много крупных индивидумов “стоят на выход” после Украины, и после вносящего сумятицу “дела Башнефти” (не ясно [за что пострадал Евтушенков](#), каковы теперь правила игры, лучше в эти игры не играть).

Наша оценка минуса счета частного капитала в 2015 году была 200 млрд. долларов, безусловно, взята с потолка, это лишь попытка угадать. Мы снизили ее недавно до 180 млрд. долларов, что остается экстремальным прогнозом. Не ясно, каким образом и насколько правительство РФ и ЦБ будут компенсировать этот отток.

Формат интервенций кажется нам самым неудачным. Лучшее решение - создание предложения долларового кредита для компаний и банков РФ за счет валюты. Вот как выглядит кредитный рынок РФ (картина не строго точная, но в долях примерно верная)



Выпадающий кредит составляет порядка 1/3. Эта часть будет сокращаться. Корпорации, не способные рефинансироваться на Западе выходят на внутренний

рынок и выгребает сбережения. На языке экономистов это называется “[краудинг аут](#)”. Преимущественно на Западе занимал крупный бизнес, экспортеры. Сейчас они выдавливают с рынка менее качественных заемщиков, которые в результате этого будут (и уже начинают) банкротиться. Нам сообщают, что некрупный бизнес уже не может получить кредит в банках, ни под какие ставки. Сейчас Россия переживает классический “[sudden stop](#)”, как был в [Tequila crisis](#), Азиатском кризисе или в 2008/9 годах - крайне неприятное явление, предвещающее сильный спад экономики, особенно, если перестанет работать банковская система.

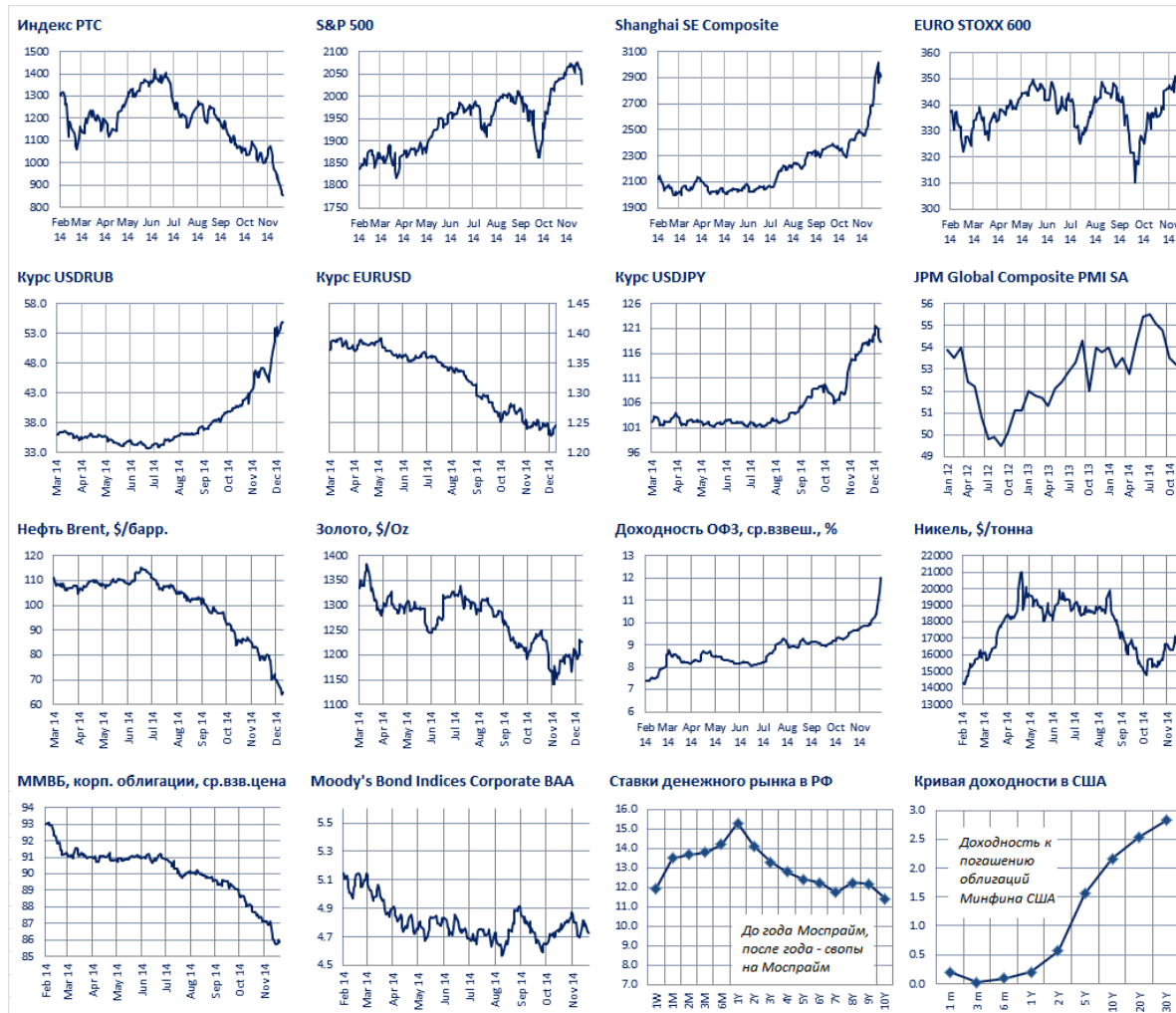
Спасением может быть активное предложение валютного кредита за счет нац.резервов/фондов для рефинансирования внешних долгов. Политически это сложная задача, поскольку есть лоббисты (например, что может ответить Юдаева против Сечина). Есть проблема отделить “агнецов от козлиц” (ставка для Мечела и для Сбера должна быть разной). Но другого выхода мы не видим. Необходимо осознание проблемы экономическим блоком, а затем нужно будет убедить В.Путина, что это правильный способ потратить с трудом накопленную в прошлые годы “кубышку”. В результате такого шага валютные права требования к правительствам США/ЕС в резервах ЦБ будут замещены валютными правами требования к компаниям из РФ. И это не так плохо.

Такое решение 1) снимет давление по счету капитала и остановит падение рубля и 2) устранил эффекты краудинг-аута на внутреннем финрынке. Это позволит избежать сокращения кредита для компаний из РФ, предотвратит образование “плохих долгов”, связанный с этим банковский кризис и глубокие обвал экономики РФ.

Economist	Firm	Hike	Estimate	As of
Daria Isakova	Otkritie Capital	250	12	10-Dec-14
Piotr Matys	Rabobank International	250	12	5-Dec-14
Alina Slyusarchuk	Morgan Stanley & Co Intl Ltd	200	11.5	10-Dec-14
Anatoliy Shal	JPMorgan	150	11	9-Dec-14
Michal Dybula	BNP Paribas	150	11	5-Dec-14
Oleg Kouzmin	Renaissance Capital	100	10.5	10-Dec-14
Dmitry Kharlampiev	Otkritie FC Bank	100	10.5	5-Dec-14
Mikhail Gonopolskiy	JSC Binbank	100	10.5	5-Dec-14
Robert Burgess	Deutsche Bank AG	100	10.5	9-Dec-14
Neil Shearing	Capital Economics	100	10.5	5-Dec-14
Juri Kren	IDEAglobal	100	10.5	5-Dec-14
Vladimir Osakovsky	Bank of America Merrill Lynch	100	10.5	5-Dec-14
Olga Sterina	URALSIB	100	10.5	9-Dec-14
Evgeny Nadorshin	Afk Sistema	50	10	3-Dec-14
	Goldman, Sachs & Co	50	10	5-Dec-14
Anisha Arora	4Cast	50	10	8-Dec-14
Vladimir Tikhomirov	BCS Financial Group	50	10	5-Dec-14
Natalia Orlova	Alfa Bank	25	9.75	5-Dec-14
Artem Arkhipov	Zao Unicredit Bank	--	9.5	28-Nov-14
Vladimir Miklashevsky	Danske Bank A/S	--	9.5	1-Dec-14
Nikolay Kondrashov	Higher School of Economics	--	9.5	28-Nov-14
Ekaterina Nilova	Prognoz	--	9.5	28-Nov-14
Alexey Pogorelov	Credit Suisse Moscow Ltd	--	9.5	5-Dec-14
Tatiana Orlova	Royal Bank of Scotland	--	9.5	28-Nov-14
	Sberbank CIB CJSC	--	9.5	8-Dec-14
Ivan Tchakarov	Citi	--	9.5	5-Dec-14
Research	Nordea Markets	--	9.5	28-Nov-14
Alexander Morozov	HSBC Bank/Moscow	--	9.5	2-Dec-14

Вместо этого мы видим, что ЦБ РФ собирается повышать ставки, сокращая и без того дефицитный рублевый кредит. Увы, это неверное решение. Россия прямоком движется к мощному экономическому спаду.

## 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.