

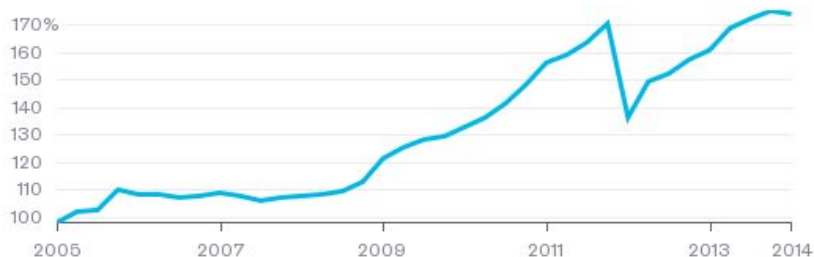
## Обзор рынков

Вторник, 16 июня 2015

- Рубль на 54.5/доллар, можно сказать - стабильность. Утром было давление на российские активы, курс превышал 55.5/долл., возможно, на общемировом унынии вокруг Греции. Но давление на активы РФ было непродолжительным. Индекс ММВБ также днем снижался до минус 1.3%, но закрылся +0.3%.
- S&P 500 минус 0.46%, Европа по STOXX Europe 600 минус 1.6%, индекс установил новый минимум с февраля по закрытию. Причиной давления, похоже, [является Греция](#). Ближайшими [важными датами](#) для судьбы этой страны являются встреча еврогруппы 18 июня, заседание министров финансов ЕС 19 июня, саммит лидеров ЕС 25-26-го. Еще на этой неделе Греция [должна заплатить](#) МВФ, хотя были сообщения что платеж будет отложен до конца месяца. Напряжение в банковской сфере страны нарастает и потенциально она может ввести ограничения на движение капитала (вывод депозитов из страны). График Блумберг ниже показывает [объем долга](#) страны.

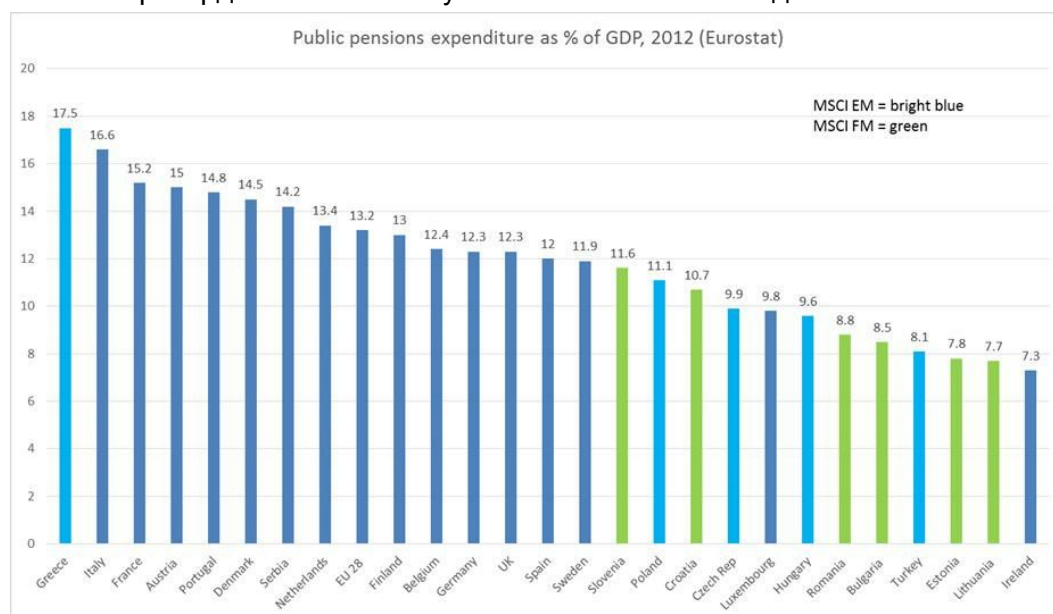
### Despite Bailout, Greek Debt Piles Up

Public debt as percentage of GDP



Figures are for first quarter of each year

Одним из важных камней преткновения является сокращение пенсий в стране (со средней 470 евро/мес до менее 400 евро). Следующий [график показывает](#), что Греция является рекордсменом по этому показателю в ОЭСР в долях от ВВП.



- Вчера Банк России (БР) предсказуемо снизил ставку на 100 б.п. до 11.5%. Глава БР Э.Набиуллина заявила, что теперь БР “необязательно” будет действовать “такими большими шагами, и необязательно на каждом заседании”. Средние ожидания ставки на начало 2016 года согласно консенсусу в Блумберг составляют 8.8%. Если предположить, что БР будет теперь двигать ставку сниженным шагом в 50 б.п. то до этого значения нужно сделать около 5-6 шагов, то есть, снижение будет происходить на каждом заседании, которых за это время также [будет около 5](#). Вполне возможно, что на следующем заседании 31 июля ставка будет снижена на 100 б.п., а после сокращение будет идти более медленно и с паузами.



- Вчера Банк России выпустил [ежеквартальный доклад о ДКП](#), и вот основные моменты.
  - Выражается намерение “*постепенно нарастить объем международных резервов до уровня 500 млрд долларов США в течение 5 – 7 лет*”. Текущее значение - 361.6 млрд. долл. Банковская система РФ должна вернуть около 35 млрд, взятых по валютным репо, итого резервы около 400 млрд. долл. Итого, за 5-7 лет Банк России должен купить около 100 млрд. долл., что немного. Если предположить равномерные покупки, то это составит 15-20 млрд. долл. в год, 1.2-1.7 млрд. долл. в месяц. или по 50-80 млн. покупок каждый рабочий день. На текущий момент БР покупает валюту более активно, [по 150-200 млн. в день](#). В последнее время целый ряд экономистов [решили](#), что такие покупки являются отходом от “таргетирования инфляции”. Мы не согласны, что это так, хотя большие резервы считаем не нужными. В настоящий момент [банки должны БР около 8.3 трлн. руб.](#), что составляет около 150 млрд. долл. по условному курсу 55 руб./долл. Покупка валюты БР предполагает эмиссию, но она будет легко связана сокращением объемов рефинансирования.
  - БР прогнозирует, что “годовые темпы роста потребительских цен составят менее 7% через год”, т.е. ожидаемая инфляция на ближайшие 12 мес. меньше 7%. Мы согласны с таким прогнозом, и в таких условиях ключевая ставка 11.5% сохраняет существенную степень жесткости. БР ждет целевого уровня инфляции в 4% в 2017 г. Такие же ожидания были во вчерашнем [пресс-релизе к снижению ставки](#).

- Текущий прогноз экономического спада в 2015 г. - сокращение ВВП на 3,2%. Прогнозы БР пессимистические. Если нефть будет постепенно расти до 80/барр. к 2018, то 2016 г. “ождается околонулевой темп прироста ВВП с его последующим увеличением до 2,4% в 2017 г. и 1,7% в 2018 г.”.
- А если нефть останется около 60/баррель, то в 2016 г. БР ждет продолжения спада на 1.2%, и около нуля в 2017 г. Но в этом случае у России будут “условия” в виде низкого рубля для “структурных изменений” (это можно рассматривать как намек на то, что если нефть не будет расти, правительство и президент Путин могут все-таки начать проводить либеральные реформы).
- Курс около 50 руб./долл. БР видит слегка переоценным, с чем мы согласны. *“Равновесный реальный эффективный курс рубля вырос в апреле-мае, а фактический уровень реального эффективного курса оказался несколько выше равновесного.”*
- Следующий график показывает как закрылось внешнее “кредитное окно” для российских заемщиков и как изменялись доходности облигаций инвестиционных и не-инвестиционных уровней.

**Эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российских корпоративных заемщиков**



Примечание: показатели доходности и дюрации (IG) и (NIG) рассчитываются по индексному портфелю еврооблигаций с рейтингами инвестиционного и верхнего неинвестиционного классов соответственно.

Источник: информационное агентство «Сбондс.ру».

- Анализируется падение импорта в РФ в I квартале 2015 г. на 38.2% и до этого по итогам 2014 г. на 9.2% по сравнению с аналогичными периодами прошлого года. В 1 кв. 2015 *“наибольший вклад в уменьшение импорта пришелся на машины, оборудование и транспортные средства”*, то есть сокращение произошло из-за инвестиционных и долгосрочных товаров. Доля продовольствия в импорте небольшая, была и остается стабильной, около 14%, однако ввоз упал на 42% YoY. БР уверяет, что влияние продовольственного эмбарго на импорт было незначительным, курсовое влияние доминирует.
- БР рассчитал “каноническую коинтеграционную регрессию” импорта в логарифмах, результат которой дается ниже. Объясняющими переменными были лаговое значение импорта аналогичного периода прошлого года  $Y(-1)$ , опросный индикатор PMI, реальный обменный курс рубля (REER), а также две dummy-переменные. Это CRISIS для 2008 и SANCTIONS для



продовольственного эмбарго для 2014 г. Значимость этих dummy невелика. К результатам расчета следует относиться осторожно, как к любой другой эконометрической оценке по массе оснований начиная от мультиколлинеарности (PMI и REER), пропущенных переменных (нефть, паника среди населения, долговые санкции) до проблемы [эргодичности](#). Но что говорит данный расчет - что экономическая активность влияет больше, чем курс (1% REER - 0.18% импорта)

Регрессионные оценки влияния различных показателей на российский импорт*						
Зависимая переменная – категория товаров (Y)	Константа	Y(-1)	PMI	REER	CRISIS	SANCTIONS
Импорт в целом	-1,96 [0,000]*	0,964 [0,000]	0,366 [0,000]	0,181 [0,011]	0,004 [0,830]	-0,011 [0,487]
Машины и оборудование	-2,466 [0,000]	0,957 [0,000]	0,438 [0,000]	0,233 [0,002]	-0,005 [0,811]	-0,006 [0,711]
Металлы и изделия из них	-2,273 [0,001]	0,945 [0,000]	0,338 [0,009]	0,275 [0,041]	-0,034 [0,369]	-0,015 [0,604]
Продовольственные товары	-1,171 [0,005]	0,952 [0,000]	0,165 [0,085]	0,185 [0,067]	0,004 [0,874]	-0,017 [0,406]
Продовольственные товары запрещенных категорий	-1,374 [0,010]	0,935 [0,000]	0,111 [0,324]	0,287 [0,022]	0,003 [0,922]	-0,016 [0,506]
Продовольственные товары запрещенных категорий из стран, попавших под эмбарго	-1,795 [0,006]	0,898 [0,000]	0,073 [0,610]	0,441 [0,001]	-0,027 [0,499]	-0,969 [0,000]

\* В квадратных скобках приведены p-values для  $\chi^2$ -статистики теста Вальда на значимость соответствующего коэффициента (в модели CCR применяется  $\chi^2$ -асимптотика).

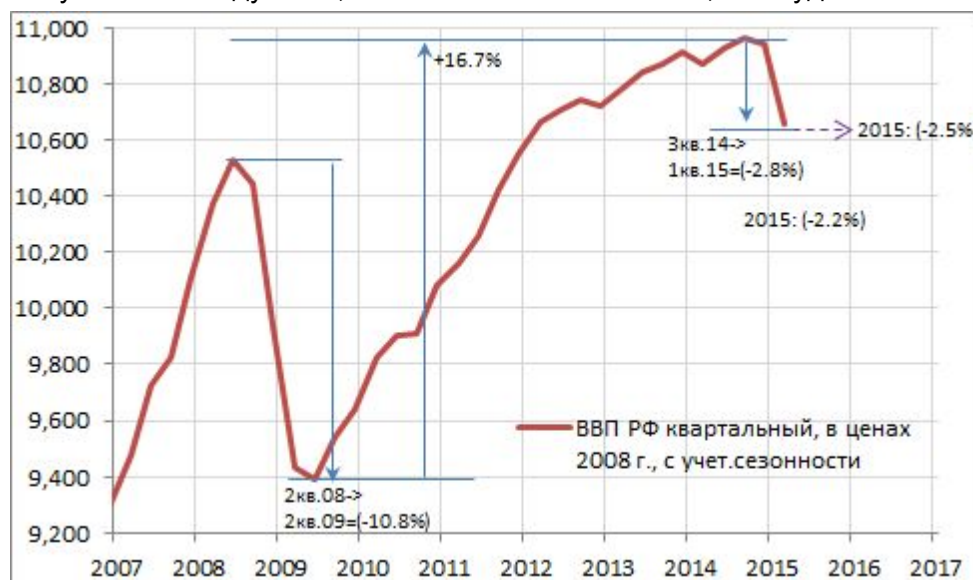
- По мнению БР “отток капитала” в 2015 г. составит 90 млрд. долл. на необходимости гашения внешних долгов, а затем он будет постепенно снижаться приблизительно до \$55-65 млрд в г. “в зависимости от сценария”. Напомним, что в прошлые годы после краха 2008 “нормой” был “отток” капитала из РФ порядка 50 млрд.
- Прогноз основных параметров экономики РФ ниже в таблице.

Основные параметры прогноза Банка России  
(в % к предыдущему году, если не указано иное)

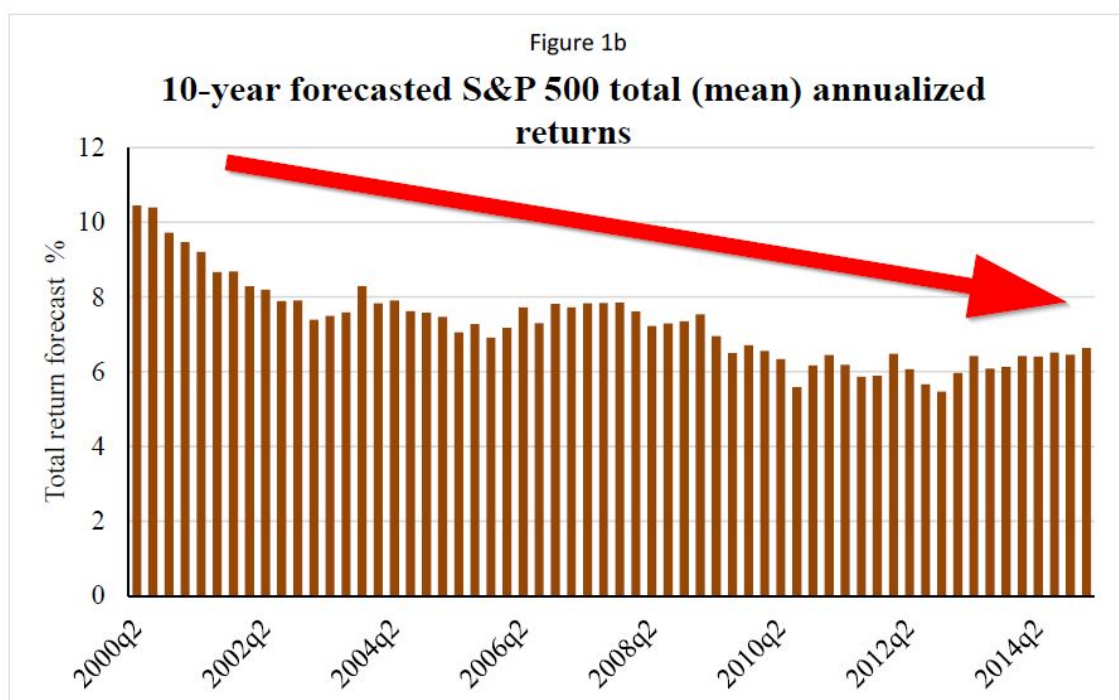
	2014 (факт)	2015		2016			2017			2018	
		сценарий 1/ сценарий 2	март (базовый)	сценарий 1	сценарий 2	март (базовый)	сценарий 1	сценарий 2	март (базовый)	сценарий 1	сценарий 2
Цена на нефть марки «Юралс», средняя за год, долл. США за баррель	98	60	50-55	70	60	60-65	75	60	70-75	80	60
Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года	11,4	10,8	12,0-14,0	5,1	4,5	5,5-7,5	4,2	4,0	3,0-5,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт, % год к предыдущему году	0,6	-3,2	-(3,5-4,0)	0,7	-1,2	-(1,0-1,6)	2,4	0,0	5,5-6,3	1,7	1,7
Расходы на конечное потребление	0,9	-5,6	-(4,6-4,8)	-0,4	-2,0	-(1,0-1,4)	2,9	-0,8	4,8-5,3	2,4	2,9
– домашних хозяйств	1,3	-5,9	-(5,5-5,7)	-1,2	-2,1	-(1,5-2,0)	3,5	-1,9	6,5-7,0	2,9	3,2
Валовое накопление	-7,3	-22,0	-(35,0-38,0)	4,9	-4,1	-(3,0-4,0)	6,1	4,3	16,0-19,0	0,3	1,5
– валовое накопление основного капитала	-2	-4,9	-(10,0-12,0)	1,1	-1,1	-(0,5-1,5)	6,4	1,3	3,6-4,1	1,6	3,2
Чистый экспорт	29,8	73,3	104,0-109,0	0,9	15,4	4,0-5,5	-13,1	-2,3	-(20,0-24,0)	-2,3	-10,1
– экспорт	-0,1	0,9	-(2,2-2,5)	2,2	1,0	0,5-0,9	2,0	1,3	2,4-2,9	1,6	1,8
– импорт	-7,9	-21,7	-(34,0-36,0)	2,6	-3,5	-1,0-0	6,7	2,4	9,0-11,0	2,8	5,5
Денежная масса в национальном определении, % прирост за год	2,2	2-7	2-7	4-9	0-5	2-7	10-15	2-7	20-25	8-13	7-11
Денежная база в узком определении, % прирост за год	2,7	0-2	0-5	2-4	(-2)-2	1-5	9-11	(-1)-3	16-20	7-9	4-8
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте, % прирост за год	25,9	2-7	4-9	4-9	0-5	2-7	10-15	2-7	20-25	8-13	7-11

- Росстат опубликовал [больше подробностей о ВВП РФ](#) 1 кв. 2015 г. Оценка снижена до минус 2.2% (ранее было минус 1.9%). Ниже мы показываем наш вариант сезонной корректировки показателя ВВП. С пикового значения квартального ВВП 3 кв. 2014 г.

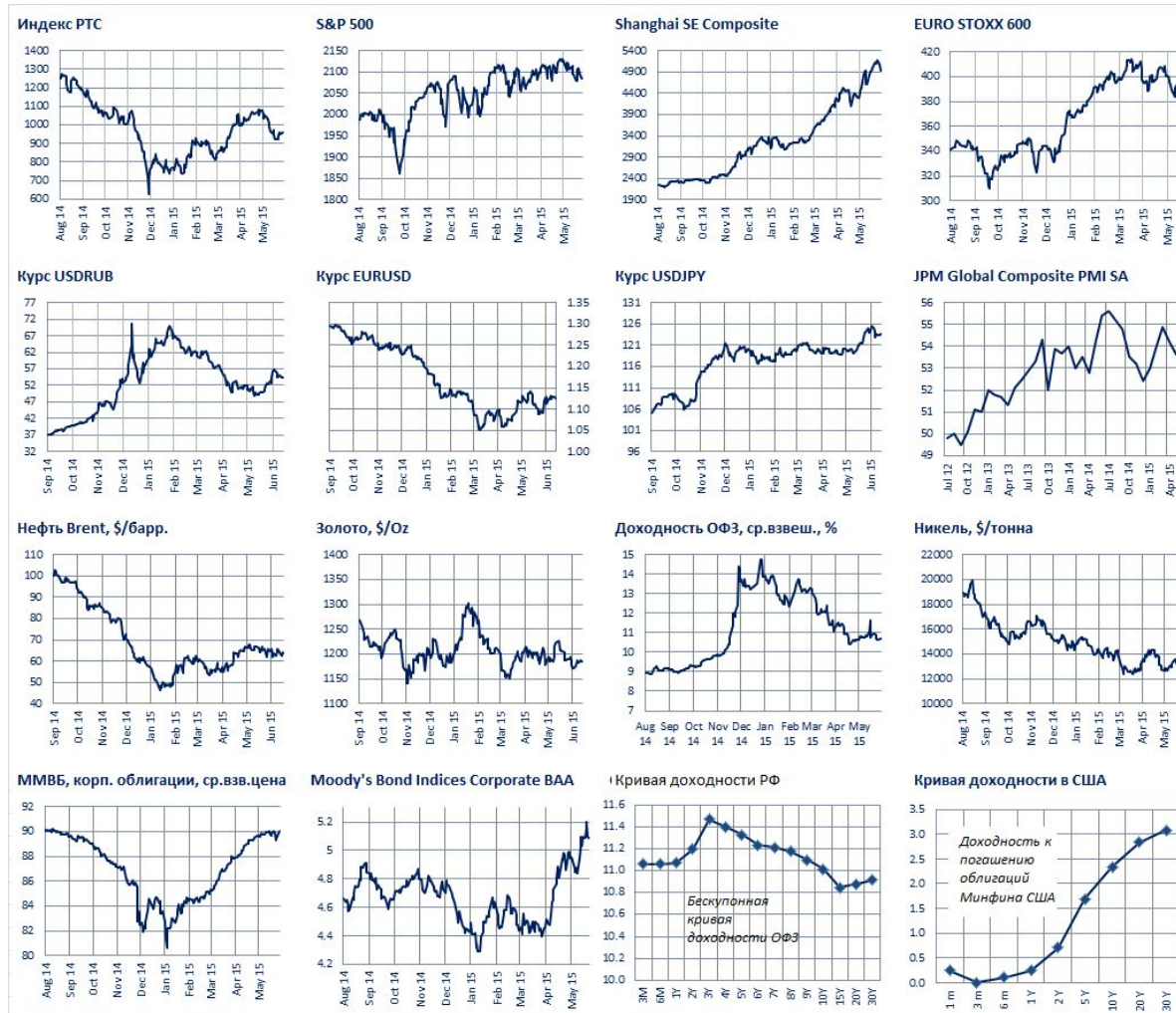
снижение составило минус 2.8%. Если предполагать, что ВВП РФ больше падать не будет и останется примерно на этом уровне (с учетом сезонности), то падение ВВП 2015 года будет примерно около 2.5%. Консенсус предполагает минус 3.7%, БР ждет минус 3.2%. Мы думаем, что есть заметные шансы, что будет меньше 3%.



- Грэм и Харви опубликовали [работу анализирующую опрос Duke University и CFO Magazine американских финансовых директоров](#) за 2015 г. (ежеквартально дается порядка 350 ответов, в последнем кв. - 414). Ожидаемая отдача от американских акций составляет 6.63%, которая разбивается на безрисковую отдачу от 10-ти летних казначейских облигаций 2.12% и акционерную премию в 4.51%. График ниже взят [со страницы alphaarchitect.com](#) и отражает сокращающиеся во времени ожидания доходности. Ну и очевидно, что ожидания CFO не имеют большой предсказательной силы, они более важны для корп.финансов, капитального бюджетирования.



## 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.