

Финансовые рынки. Среда, 17 декабря 2014

- Центробанк РФ вчера не стал мешать рублю свободно “плавать”, что переросло в неуправляемый обвал и панику. USD-RUB в какой-то момент превышал 80, а EUR-RUB 100. Размах дневных колебаний курса в 37.5% USD-RUB на ММВБ между максимумом и минимумом нехарактерен даже для акций, не говоря о валютных курсах. Это стало сюрпризом. Курс закрылся на отметке 67.5 руб./доллар, что является рекордом. В СМИ полно эмоциональных оценок со словами “кошмар”, “страшно”, “кризис”, проводятся параллели с 1998 годом.



- Ожидания рынка были иными. Считалось, что Центробанк в какой-то точке поставит заслон, но этого не произошло. Драконовское повышение ставок Центробанка ночью до 17%, очевидно, ставило целью сбить курс. Но Э.Набиуллина сказал А, почему-то отказалась говорить Б. Нам трудно понять мотивы. Возможно, руководство Центробанка верит в могущество “невидимой руки” рынка.
- Есть другая интерпретация - дать особо нервным возможность скупить доллары слишком дорого. После этого можно возобновить интервенции и удерживать курс на более “крепком”, так чтобы у спекулянтов и беспокойных экономических агентов, купивших поздно, возникло чувство сожаления.
- Инфляция не может рассматриваться как повод для повышения ставки, поскольку между плановым заседанием в четверг (ключевая 9.5% → 10.5%) и ночным решением понедельника (10.5% → 17%) не появилось, и не могло появиться, никакой новой информации о ценах. Зато в это время, а именно, в пятницу, прошло размещение рублевых облигаций “Роснефти” на 625 млрд. рублей. (порядка 10 млрд. долл. по текущему курсу).
- Облигации Роснефти, действительно, мутная история. Огромный объем был размещен без широкой рекламы. Остатки банков на коррсчетах Центробанка в пятницу нетипично взмыли приблизительно на этот объем (0.6 трлн. руб.), а в понедельник упали обратно, что говорит об участии правительства и монетарных властей в этом размещении. Скорее всего покупателями стали госбанки. Однако мы не готовы утверждать, что деньги, полученные Роснефтью, стали прямой причиной обвала рубля. Роснефть, скорее всего, не врет (или почти не врет), когда утверждает, что рубли не были отправлены на валютный рынок. Но недомолвки,

непрозрачность могли способствовать падению рубля. Размещение папахивает эмиссионным финансированием долгов частной компании.

- **Причины обвала** не могут сводиться к одному фактору (сложные системы вряд ли вообще сводимы к одному фактору), но главным виновником во вчерашнем обвале стали сами россияне. Вчера мы слышали массу историй о том, как люди выстраивались в очереди в обменники, бегали искали как избавиться от рублей, обменяв их на товары, недвижимость или автомобили.
- **Обвал рубля начался с введенных Западом “секторальных санкций”** в сентябре. В кризис 2008/2009 РФ вошла с внешним *частным* (банковским и корпоративным) долгом в ~500 млрд. долларов, в текущий кризис с похожим долгом в 614 млрд. Раньше этот долг был примерно постоянным, кто-то гасил, кто-то брал, кто-то рефинансировал. С конца сентября он превратился в “систему ниппель”: “туда - дуй, обратно - ничего”. Долг вынужден гаситься по графику, что с точки зрения платежного баланса выглядит как увеличенный “отток” капитала.
- Теперь Россия коллективно должна гасить долги, а для этого она должна меньше тратить валюту на импорт, а больше - на возврат долгов. Сокращение импорта происходит через его цену, то есть курс - импорт должен стать менее доступным. Таблица ниже показывает расчет *среднегодового* курса 2015 года в зависимости от цен на нефть и величины минуса по счету капитала. Цветом выделены наши базовые ожидания.

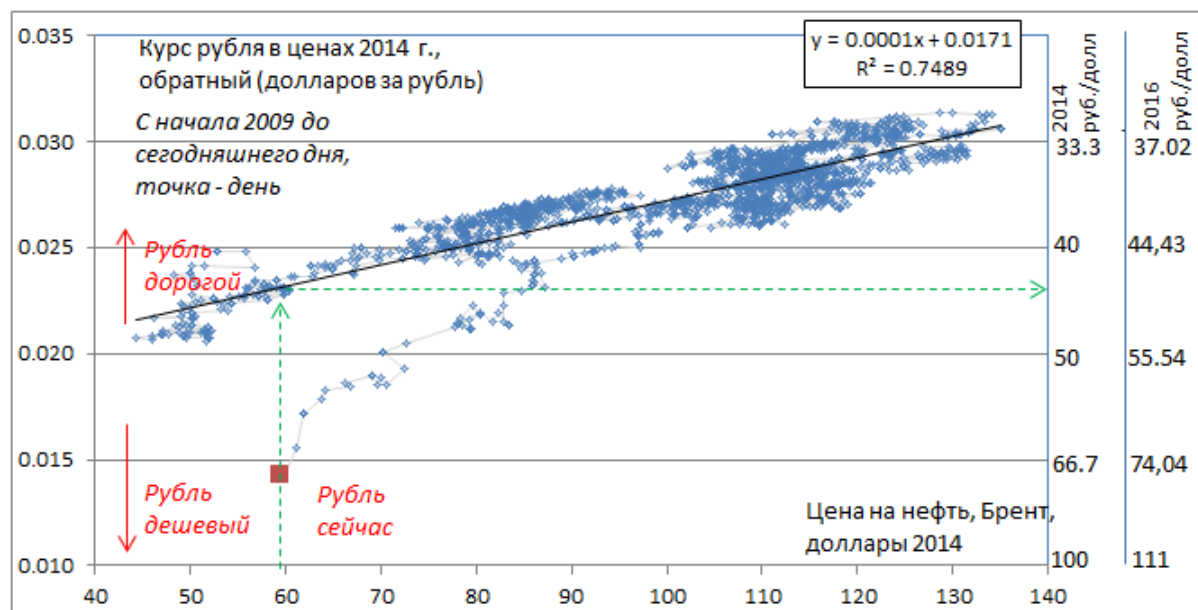
		Нефть					
		40	50	60	70	80	90
Счет капитала (=не скомпенсир. капитала)	-200	201.8	145.3	113.5	93.1	79.0	68.5
	-175	155.1	119.4	97.1	81.8	70.7	62.2
	-150	126.0	101.4	84.8	72.9	63.9	56.9
	-125	106.1	88.1	75.3	65.8	58.4	52.5
	-100	91.6	77.8	67.7	59.9	53.7	48.7
	-75	80.6	69.7	61.5	55.0	49.7	45.4
	-50	71.9	63.2	56.3	50.8	46.3	42.5
	-25	65.0	57.7	52.0	47.2	43.3	40.0
	0	59.2	53.2	48.2	44.1	40.7	37.7

- Минус по счету капитала имеет существенную неопределенность. 1) Не ясно какая часть долга может быть рефинансирована, считается, что около трети (т.е. из 614 млрд.долл. корпоративного долга действительно придется гасить порядка 400 млрд.долл.) 2) Не ясно насколько поддадутся панике россияне, которые при падении курса склонны бежать от рубля. 3) Не ясно насколько правительство РФ и Центробанк будут противостоять этому оттоку, то есть в какой мере будут тратить валютную “кубышку”. Счет капитала складывается из минуса создаваемого частным сектором и компенсирующего его движения правительства.
- Блумберг сегодня публикует данные опроса, аналитики считают, что Центробанк в следующем году потратит \$70 млрд на валютные интервенции. Это соответствует заявлениям Э.Набиуллиной и вышедшему вчера [докладу о ДКП](#). В оценке величины частного “оттока” мы выделяли “традиционную” компоненту в ~50 млрд. долларов и “санкционную”, еще ~130 млрд. (из расчета гашение долга в 400 млрд. примерно за 3 года). Итого, получаем $130+50-70 = 110$ млрд. долл. минуса

по счету капитала. Такой отток капитала при ожидаемой цене нефти в 75 долл./баррель соответствует среднегодовому курсу 2015 года 56,6 руб./доллар.

Платежный баланс 2015	75/барр.
Экспорт (товары и услуги)	485
Импорт (товары и услуги)	-296
NIRA (проценты, трансферты, пр	-89
Счет текущих операций	100
Движение частн.капитала	-170
Интервенции Центробанка	70
Средний курс руб./долл. в 2015	56.61

Мы думаем, что рефинансирование окажется, даже, большим и хотели бы видеть его примерно равным величине вынужденного гашения, т.е. близким к 130 млрд. долл. в год. Тогда бы реальный курс рубля не отличался кардинально от привычного в прошлые годы и был бы в районе линии регрессионной зависимости с 2009 г.



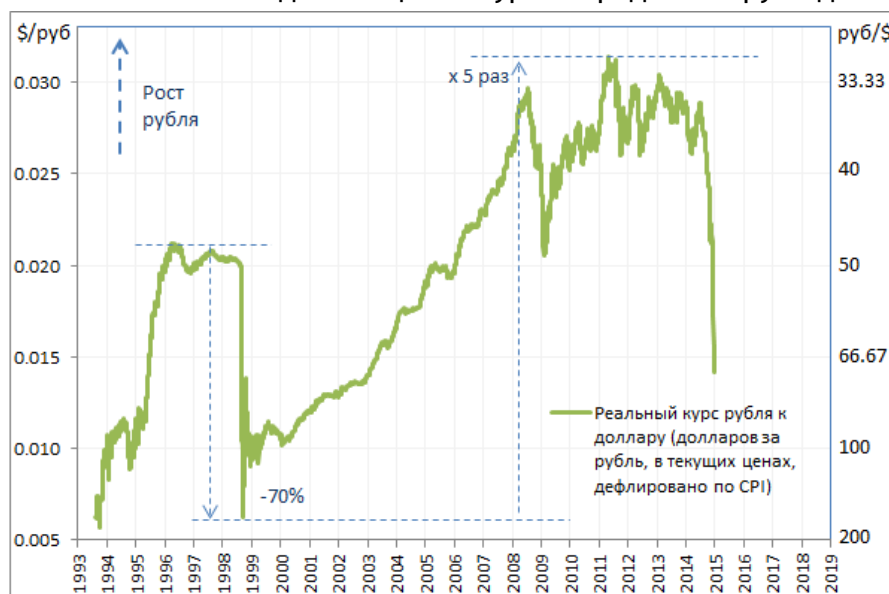
- Вчера брент упал ниже 60 (доходил до 58), сейчас - 59.4 долл./баррель. В нашей модели с учетом минуса 100 млрд. по счету капитала среднегодовой курс рубля следующего года должен порядка 68.6 руб./доллар. Почему же вчера он так отклонился?
- После многих лет работы на финансовых рынках мы знаем, что рынки могут расти или падать гораздо больше, чем можно себе представить. Все фундаментальные модели и дают лишь грубую и приблизительную оценку, а в периоды паники или ажиотажа отклонения от нее могут быть запредельными.
- Напомним, что наш предыдущий прогноз курса 2015 года в 50++ руб./доллар, а текущий заметно ниже. Почему? Наша оценка основана на цене на нефть 75 за баррель, но сейчас цена хуже.

Чтобы показать драматизм и зависимость от параметров, рассчитаем стресс-сценарий для платежного баланса РФ в 2015 году.

Предположим, что нефть будет 40/баррель. Тогда экспорт РФ сократится до 372 млрд. долларов (по сравнению с почти 600 млрд. долл. в 2013 году). Из них около

70-90 млрд. долларов составляет NIRA (net income received from abroad: проценты, переводы гастарбайтеров и проч.). Остается около 300 млрд., из которых порядка 180 млрд. будет отток частного капитала (см. выше). Остается только 120 млрд. которые могут профинансировать импорт. Импорт 2013 года (товары+услуги) был 470 млрд. долл., т.е. он сократится в 4 раза. При условной эластичности рубля (1% изменения импорта в зависимости от 1% курса) равной 1 это означает падение рубля в 4 раза.

С учетом инфляции это предполагает среднегодовой курс 150 руб./доллар, (см. второе по счету значение в колонке 40 долл./баррель). Мы не верим в этот сценарий, поскольку он предполагает, что ЦБ РФ не будет тратить валюту, а мы знаем, что это не так. С учетом расходования 70 млрд. в 2015 и при нефти 40/баррель среднегодовой курс будет всего-то 91.6 руб./доллар. Мы публикуем эти цифры не для того чтобы пугать, а чтобы показать разумные границы, поскольку сейчас появляются дикие оценки курса порядка 150 руб./доллар.

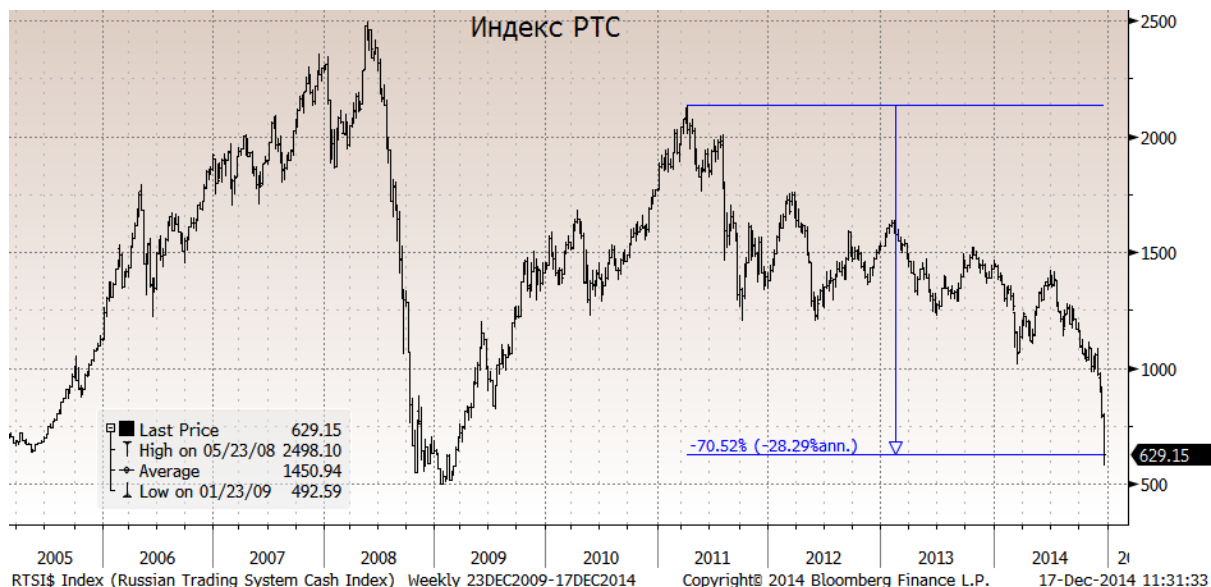


- Оценки за 100 руб./доллар в реальных ценах предполагают курс рубля в реальном выражении, наблюдавшийся в 1999 году. Тогда Россия также возвращала долги, но нефть была значительно ниже и у страны не было валютных резервов.
- Наш прогнозный среднегодовой курс не предназначен для угадывания траектории и диапазона колебаний. Базовый прогноз 2015 года (при 75/барр., 70 млрд.долл. интервенций и -170 млрд. долл. частного “оттока”) составляет 56.6 руб./долл. при типичной волатильности может означать колебания порядка от 50 до 63 руб./доллар. Правда, нужно дожидаться роста цен на нефть, которое не случится быстро из-за инвестиционного лага.
- Стоит ли сейчас избавляться от рублей, покупать доллары? Нет, этого не нужно делать. Рубль сохранит волатильность в ближайшие недели и стабилизация не наступит сразу. Цены на нефть, вероятно, останутся депрессивными в первые месяцы 2015 года и могут отскочить только во второй половине. Только тогда рубль может начать отыгрывать потери.
- Падающий рубль воспринимается негативно, но он имеет положительные моменты. В рублях стоимость барреля сейчас находится на максимумах, что стабилизирует финансы нефтяных компаний. Импортозамещение требует барьеров для борьбы с

импортом, и дешевающий рубль именно этим и является.

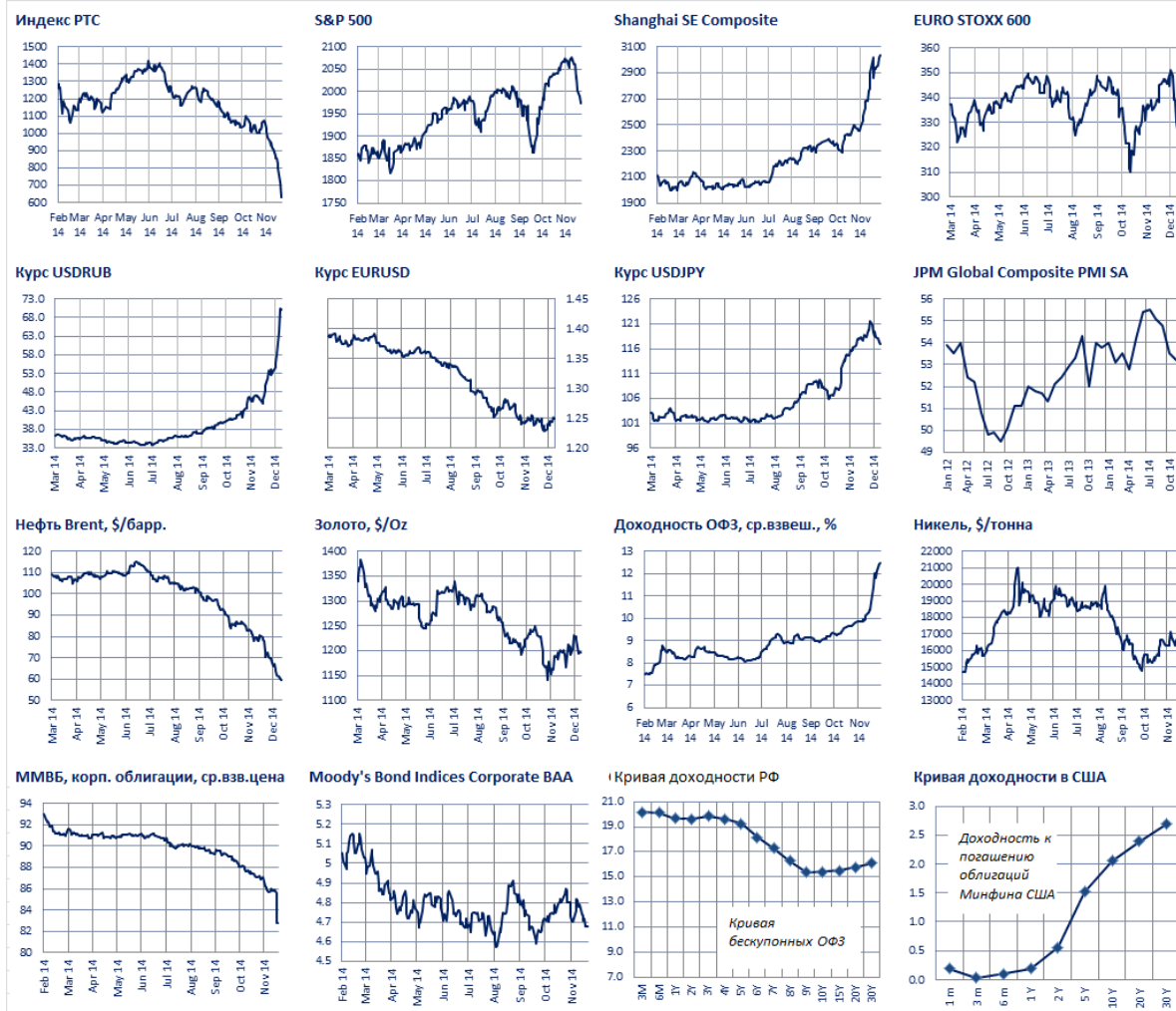


- Вчера был день явных страхов. Нам звонили люди о которых мы не слышали много лет. Типичный вопрос, куда девать рубли. Кто-то покупает недвижимость, кто-то берет импортные товары, а кто-то бежит в обменник, не обращая внимание на завышенные спрэды и уже случившийся обвал. Есть хороший шанс, что вчерашний курс в 80 руб./доллар обозначил многолетний пик.
- MSCI заявил, что может исключить Россию из индекса MSCI Emerging Markets если будут введены ограничения на движение капитала. Это может частично объяснять обвал российских акций (см. индекс РТС ниже)
- Правительство [собирается запустить](#) антикризисную программу, сообщается, что “разрабатываются прежде всего меры по стабилизации финансовых рынков”, поскольку “все забегали, понимая, что обесценение рубля сказывается на населении и грозит социальным взрывом”. Мы прежде всего надеемся на то, что будет предложена программа рефинансирования внешних долгов предприятий и банков.



S&P 500 вчера упал на 0.85%, Европа по STOXX 600 выросла на 1.7%. Индекс ММВБ вчера закрылся +1.4%, благодаря упавшему рублю поскольку его долларовая калька - индекс РТС - вчера потерял 12.4%. В новостях пишут, что мировые финансовые рынки вчера также реагировали на падение рубля, воспринимая это как риск.

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.