

Финансовые рынки. Вторник, 18 ноября 2014

- Евросоюз [пока не стал](#) расширять санкции против РФ, но может вновь поднять этот вопрос на саммите ЕС 18-19 декабря.
- Улюкаев вчера [заявил](#),
 - что инфляция сейчас 8.5%, в 2014 г. составит “под 9%”, к концу I кв. “под 10%”
 - “справедливым” курсом считает 41-42/доллар. (это было бы возможно, если бы решилась проблема закрытого рынка внешних займов)
- Министр финансов Силуанов вчера [сообщил](#),
 - что профицит бюджета 2014 ожидается в размере 0.1%-0.3% ВВП, и что в 2015 году бюджет балансируется при цене на нефть в 90 долл./баррель (действительно, мы не видим напряженности бюджета, но ожидаемая рецессия 2015 года может увеличить дефицит)
 - Предположил что приватизация 19,5% Роснефти может состояться в 2015г. (тут мы глубоко сомневаемся).
 - Оценка оттока частного капитала 2014 года составляет 120 - 130 млрд. долл., ранее ожидали 100 млрд.долл (а ЦБ оценивал в 90 млрд. долл.)
- Проект 3-х летнего бюджета [предусматривает](#) передачу пенсионных накоплений в размере 1.3 трлн. рублей за остатков 2013, перечислений 2015-2017 гг., после лет “моратория” лишнего НПФ порядка 0.55 трлн. руб. за 2014 и 2015 гг.

Standard & Poor’s 500 вчера вырос на 0,1%, новый исторический рекорд (но акции небольшой капитализации упали на 0.8% по Russell 2000). Stoxx Europe 600 поднялся на 0,5%. Нефть стабильно дешевая, на 79+долл./баррель, курс рубля стабильно недорогой, остается на 47+/доллар. Индекс ММВБ вырос на 0.4%.

Действия правительства и Центробанка сейчас способны оказать большое влияние на поведение экономики России в следующем году. Поэтому мы крайне внимательно следим за высказываниями официальных лиц. Вчера в [интервью](#) министра экономики РФ Улюкаева на Эхо Москвы вчера важные заявления. Так, правительство собирается использовать резервы ЦБ для помощи корпорациям. Это мы считаем единственным способом “спастись”: снять давление на рубль и избежать значимой рецессии в следующем году. Правительство, похоже, осознает проблему, но по-прежнему недооценивает масштаб.

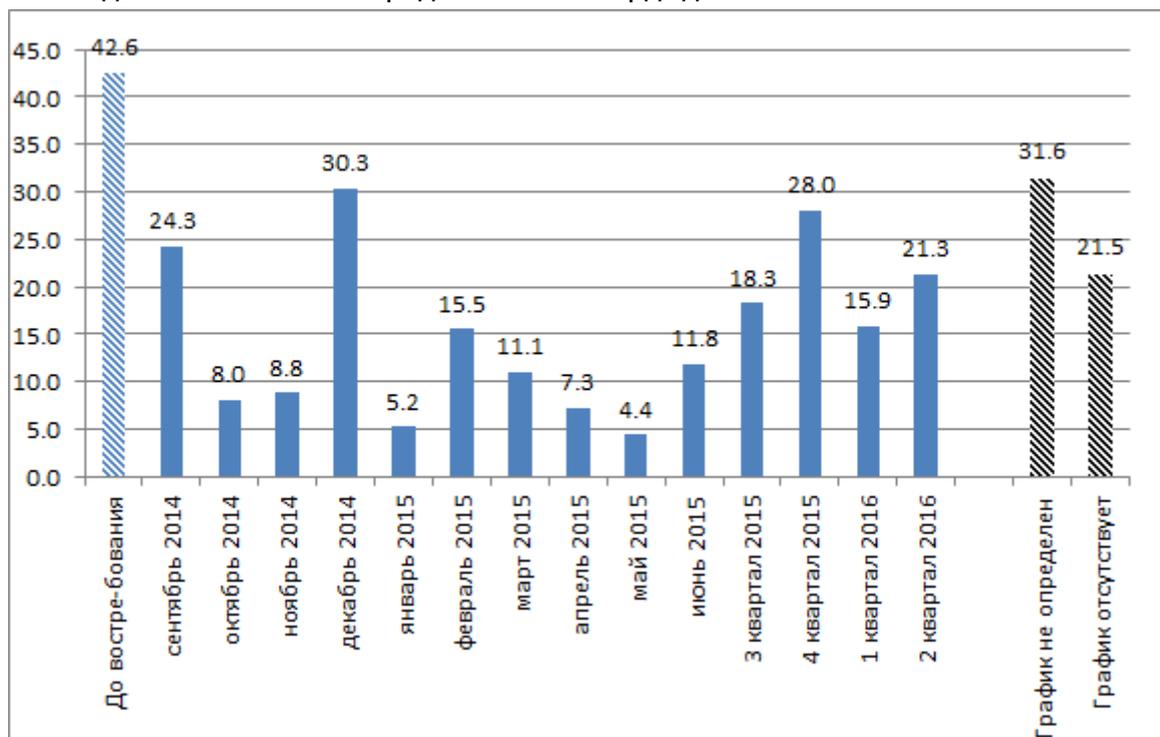
Так, Улюкаев вчера заявил, что по [внешним](#) долгам гашение долга частными компаниями должно составить 80 млрд.долл. в 2015 году. Эту цифру он получил исходя из следующей логики. Внешний долг компаний и банков РФ состоит из двух частей - внутрикорпоративного долга(когда российский капитал заведен в страну через оффшор, что делается это по налоговым и другим соображениям). Оставшаяся часть долга - это “настоящий” долг, взятый в западной финансовой системе.

По мнению Улюкаева соотношение внутрикорпоративного и “настоящего” долга не известно, но может быть оценено как 1 к 2. Т.е. около трети от внешнего объема имеют российскую природу. По его словам, в следующем году следует погасить порядка 130 млрд., но треть гаситься не будет, поэтому отток составит 80 млрд.

долл. При таком оттоке платежный баланс по мнению Улюкаева балансируется на 42 руб./долл.

Мы видим следующие изъяны в этой логике.

1) График гашения долга ЦБ РФ не надежен, поскольку включает статьи “до востребования”, “график не определен” или “график отсутствует” (см. график). Без учета этих статей в 2015 частному бизнес следует погасить 102 млрд. долл. Сюда мы бы добавили возможное срабатывание ковенантов, что может ускорить гашение. Включение неопределенной части долга может довести цифру необходимость гашения порядка 120-150 млрд. долл. в 2015.



Можно ориентироваться на другие расчеты. Общий долг банков и корпораций на 1 октября составляет 614 млрд. долл. Пусть, треть - российский корпоративный долг (к этой статье мы бы добавили долг перед прямыми инвесторами, которые могут быть иностранцами). Тогда оставшиеся 2/3 “настоящего долга” перед западной системой - это чуть более 400 млрд.долл. Средняя дюрация корпоративного долга это 3-4 года. Тогда, при равномерном графике, объем гашения составит 100-130 млрд. долларов в год. Обычно в ближайшие годы гашение чуть выше, чем в более поздних. Потому на 2015 год мы бы приняли за базовый сценарий необходимость гашения 150 млрд. долл. Это почти в 2 раза превосходит оценку Улюкаева.

2) Улюкаев в интервью проигнорировал “традиционный” отток частного капитала. Он “утекал” даже когда западный рынок долга был открыт. В среднем, “отток” составлял порядка 50 млрд. долл. в год (колебался после кризиса в диапазоне 30-80 млрд. долл.). Нет оснований ожидать, что данный вид “оттока” исчезнет в 2015 году. Теоретически, он может возрасти (за счет вывоза частниками капитала из “этой страны” после дела “Башнефти”, противостояния с Западом и консервативного поворота российской политики). Если приплюсовать к улюкаевским 80 млрд. долларов цифру традиционного “оттока” в 50 млрд. мы уже получим 130 млрд. долл..

Если взять за основу нашу оценку графика гашения в 2015, получим ближе к 200 млрд. долларов. Все это подразумевает очень судьбы курса рубля.

Эластичность импорта	1
Платежный баланс 2015	85
Экспорт (товары и услуги)	534
Импорт (товары и услуги)	-365
NIRA (проценты, трансферты, пр	89
Счет текущих операций	80
Движение частн.капитала	-80
Интервенции Центробанка	0
Падение импорта (непрер.начис	-25%
Подраз. реальн. падение рубля	-25%
Инфляция РФ 2013-2015	15.9%
Инфляция США 2013-2015	3.5%
Средний курс руб/долл. в 2013	31.86
Средний курс руб/долл. в 2015	45.98

3) Расчет выше показывает улюкаевский сценарий, 80 млрд. долл. оттока и цену на нефть 85 за баррель (он ее не называл). Также большой вопрос - это оценка эластичности импорта (процент изменения объема при 1% изменения курса), которую мы приняли за единицу. Так мы получаем оценку курса рубля на середину года почти в 46 руб./доллар, что несколько выше 42 руб./доллар названных Улюкаевым. Обращаем внимание, что мы не разделяем этот сценарий.

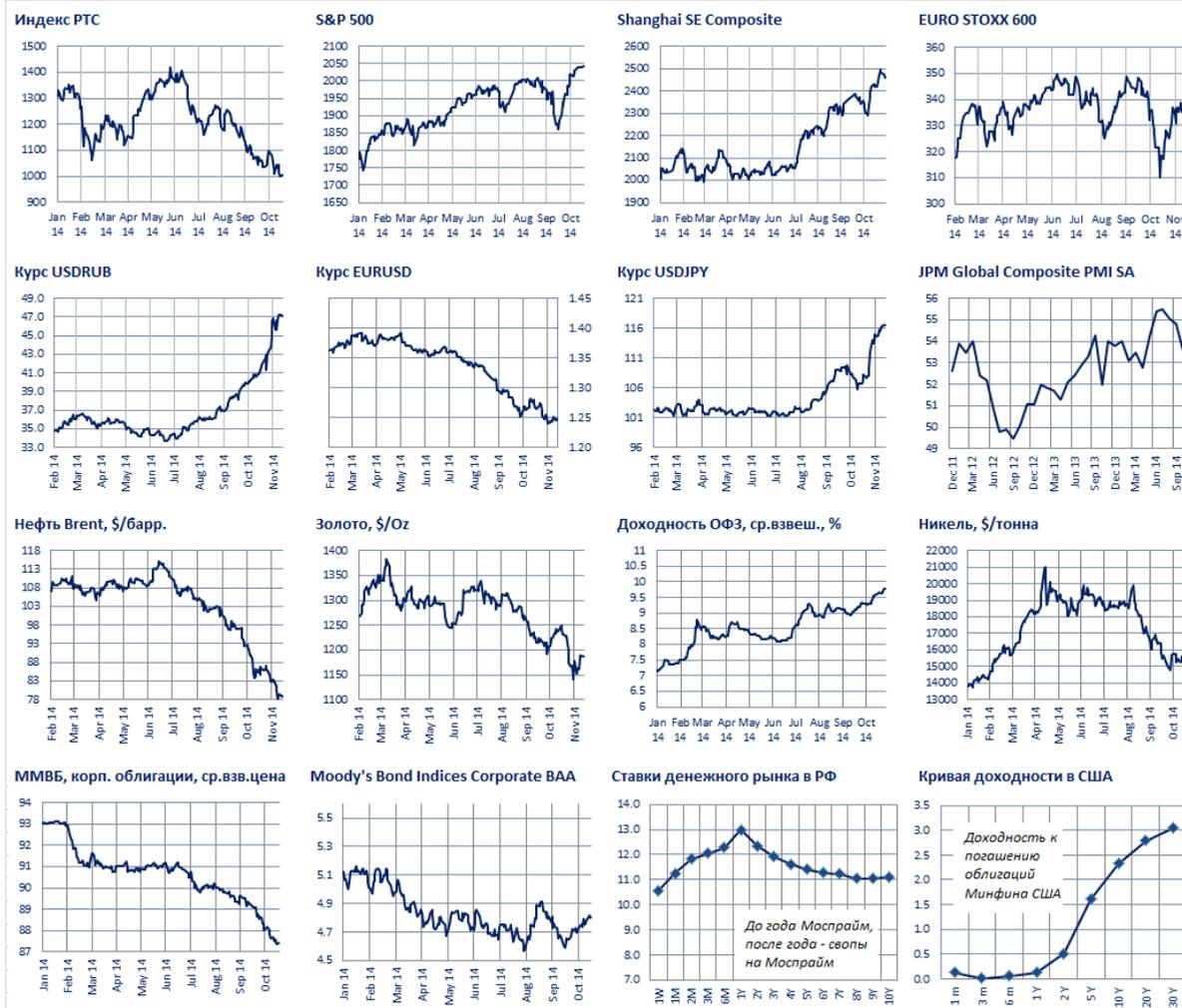
4) В интервью Улюкаев противоречил сам себе. Говоря про гашение 80 млрд. долга в 2015 он заявил, что компании и банки “нигде кроме резервов ЦБ компании найти эту валюту не могут”. Но в своих расчетах курса он не учел возможность замещения внешних займов валютным кредитом ЦБ РФ.

Поведение ЦБ РФ мы считаем решающим в сложившейся ситуации. Пока мы предполагаем, что если рубль будет падать (скажем, далее 50 руб./долл.), то это заставит политиков “шевелиться” и расходовать больше валюты будь то в виде ли интервенций (менее желаемый сценарий) или в виде кредитования (лучший). Вчера Центробанк предпринял превую попытку выдать банка длинный кредит. В виде РЕПО предлагались доллары сроком на год и лимитом в 10 млрд. долл. Но банки взяли только 88 млн. долл. Столь низкий спрос является странным, мы не можем найти ему явного объяснения.

Но оно может быть таким. Банки берут валюту не для себя, а если на нее есть спрос. В ходе обвала рубля, возможно, компании набрали валюты сколько могли и пока не нуждаются в ней. Но это не означает, что спрос не появится позже.

Мы бы хотели видеть более активную роль ЦБ в замещении выпадающего внешнего кредита, включая прямое рефинансирование внешних долгов копораций, а не только в виде РЕПО банков. Вот только опасаемся, что после вчерашней неудачи с выдачей длинного РЕПО ЦБ успокоится и решит, что валюта российскому бизнесу не нужна и выключит и этот механизм.

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.