

## 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.

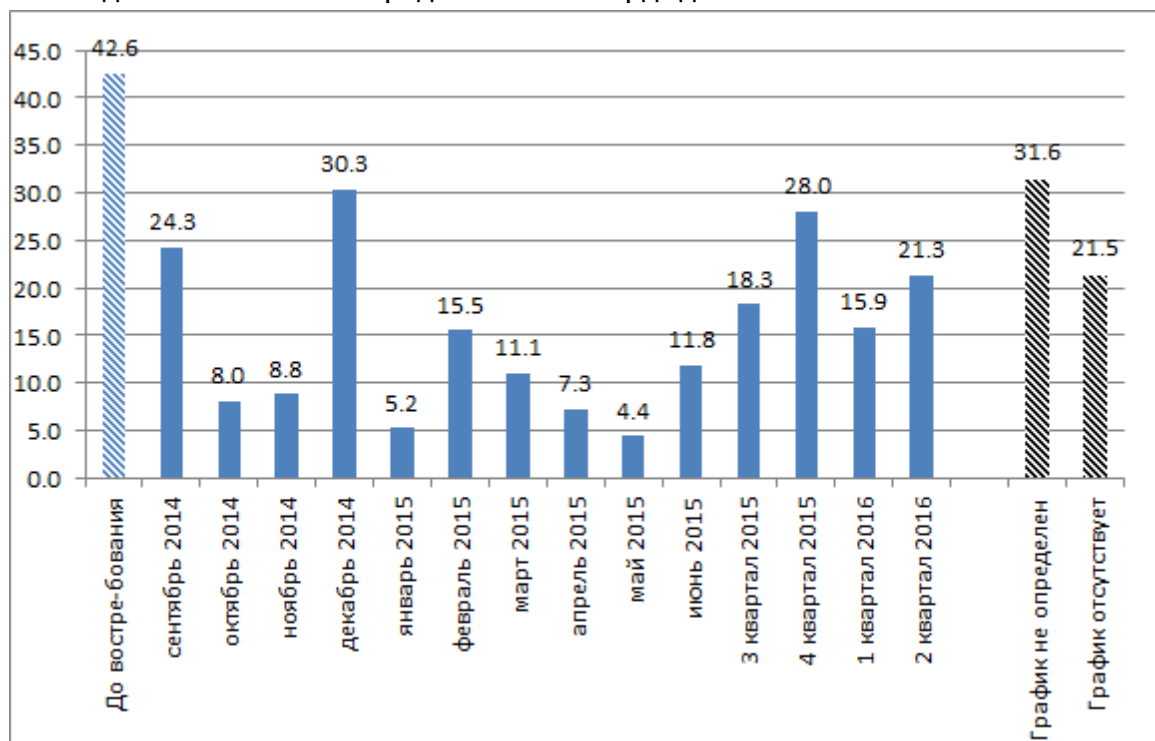
Так, Улюкаев вчера заявил, что по [внешним](#) долгам гашение долга частными компаниями должно составить 80 млрд.долл. в 2015 году. Эту цифру он получил исходя из следующей логики. Внешний долг компаний и банков РФ состоит из двух частей - внутрикорпоративного долга(когда российский капитал заведен в 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 возможно 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
<b>Платежный баланс 2015</b>	<b>85</b>
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.

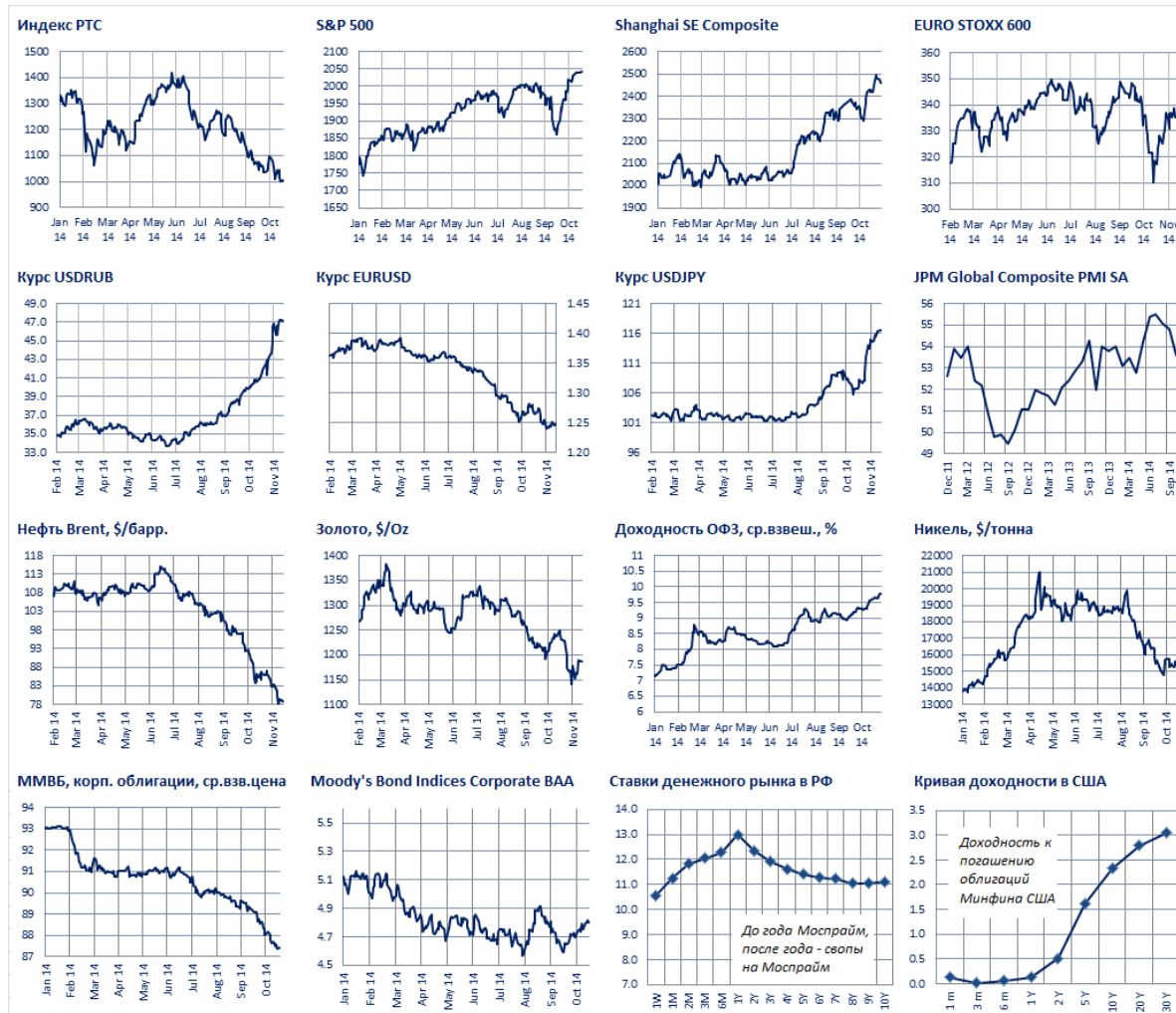
4) В интервью Улюкаев противоречил сам себе. Говоря про гашение 80 млрд. долга в 2015 он заявил, что компании и банки “нигде кроме резервов ЦБ компании найти эту валюту не могут”. Но в своих расчетах курса он не учел возможность замещения внешних займов валютным кредитом ЦБ РФ.

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.