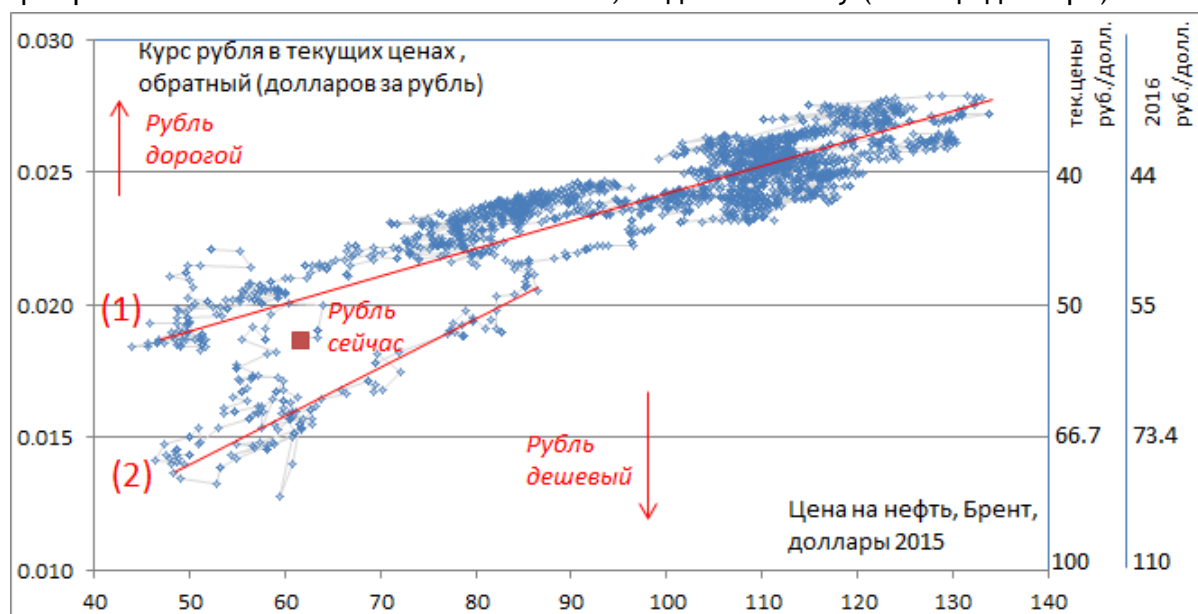


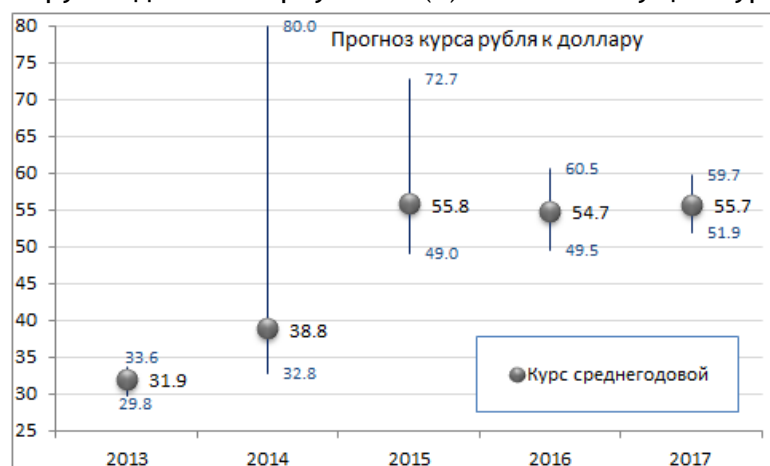
## Обзор рынков

Среда, 22 апреля 2015

- Курс рубля к доллару вчера превышал 54, закрылся на 53.8, это уровни примерно полутора-недельной давности. Формально можно ссылаться на нефть, брент на 61.6/барр., минимум за неделю. Но на самом деле мы считаем, что рубль был слегка “крепковат” и возвращается к “нормальным” значениям. Диаграмма рассеяния ниже показывает где был и где находится рубль с начала 2009 г. Зависимость (1) была сформирована до санкций, и если бы ее не было, то рубль торговался бы на ней. Тренд (2) сформировался во время паники и до тех пор пока Центробанк не начал активно вмешиваться, выдавая валюту (с конца декабря).



Если бы Центробанк решил бы полностью проблему рефинансирования внешних частных долгов, то мы бы ожидали рубль на (1). Но мы полагаем, что власти не хотят этого делать, оставляя часть бремени рефинансирования на частном секторе и сглаживая только острые моменты. Поэтому подходящее для рубля место колебаний где-то между (1) и (2). Со временем, когда проблема внешних долгов будет решена, то рубль должен вернуться к (1). То есть текущий курс - как раз “нормальный”.



Примерно такой же прогноз мы получаем, исходя из другого варианта расчета, в котором мы оцениваем экспорт (цены в таблице), к нему прибавляем прогнозные

сальдо первичных и вторичных расходов и трансферты ([NIRA](#)), правдо оно отрицательное. Потом вычитаем сценарные ожидания частного вывоза капитала (“отток”). К этому добавляем валюту, которую выделяет Центробанк для рефинансирования (тут не важно, в виде валютного репо или интервенций). В результате получаем оценку импорта, который должен сократиться на 95 млрд.дол. в 2015 г. Учитывая реальное падение импорта и эластичность импорта по курсу, получаем оценочные прогнозы среднегодового курса рубля - 58 за доллар в текущем году.

Показатель	2013	2014	2015	2016	2017
Цена на нефть, долл. за барр.	108.3	98	62	65	75
Экспорт, товары и услуги, млрд. долл.	593	561	439	450	491
Импорт, товары и услуги, млрд. долл.	-469	-429	-334	-361	-373
Сальдо первичных и вторичных доходов (NIRA), млрд. долл.	-90	-74	-62	-56	-50
Счет текущих операций, млрд. долл.	34	57	43	33	68
Счет операций с капиталом, млрд. долл.	-	-42	-	-	-
Финансовый счет, млрд. долл.	-34	-14	-43	-33	-68
Вывоз капитала частн.сект.(включая ошибки и пропуски), млрд	-62	-151	-90	-40	-35
Правительство и ЦБ, млрд. долл.	6	29	-3	-3	-3
Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост), мл	22	108	50	10	-30
Макс. курс	33.6	80.0	72.7	60.5	59.7
Мин.курс	29.8	32.8	47.1	49.5	51.9
Курс среднегодовой	31.9	38.8	55.8	54.7	55.7
Инфляция рубля, среднегодовая	6.8%	7.8%	15.5%	6.1%	5.0%
Инфляция доллара, среднегодовая	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%
Реальный импорт	469.0	421.8	322.8	342.1	346.3
Курс в ценах 2013 г	31.9	36.6	46.4	43.8	43.2
Падение реального импорта к уровню 2013	0.0%	-10.1%	-31.2%	-27.0%	-26.2%
Реальный RUB-USD к 2013 г	-	-12.8%	-31.2%	-27.0%	-26.2%
Эластичность импорта (изм.импорта при изм.реальн.USDRUB)	1				
Диапазон колебаний, логарифм.измен	5.9%	44.6%	17.0%	10.0%	7.0%

Данный подход не предполагает возможности измерения отклонений от равновесия, поэтому максимумы и минимумы рассчитаны исходя из прикидочных значений возможной волатильности.

- По сравнению с прогнозами на начало года цены на нефть остаются выше, чем мы могли себе представить (бrent сейчас на 61.6, заметно выше 45, чтобы были в январе). Ожидания частного вывоза капитала (90 млрд. в 2015) также оказываются ниже, поскольку гашение долга идет умеренными темпами и отчасти открылось “кредитное окно”. Однако Центробанк самоустраняется, повышая ставки валютного репо, банками выбрано 31 млрд. долл. из лимита в 50 млрд. долл. Мы ожидаем, что в следующем году рефинансирование от ЦБ будет небольшим. Эти обстоятельства накладываются друг на друга, и позволяют ожидать среднегодовой курс 50+ руб./долл. на много лет вперед, даже, за пределами 2017, последнего года на графике.

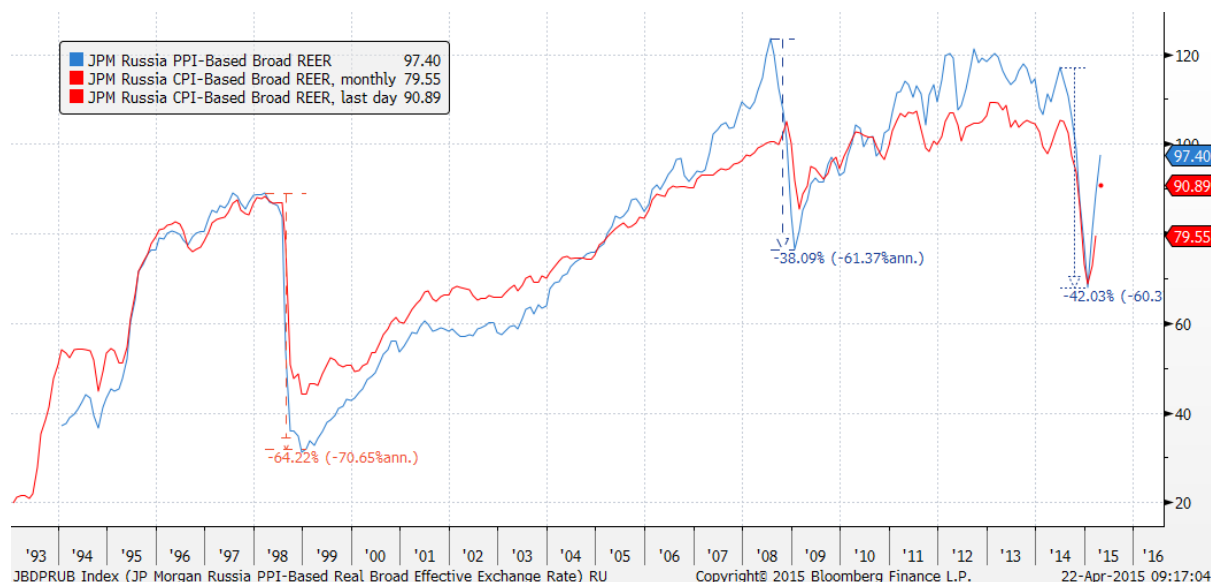
### Оценка текущего положения дел в стране



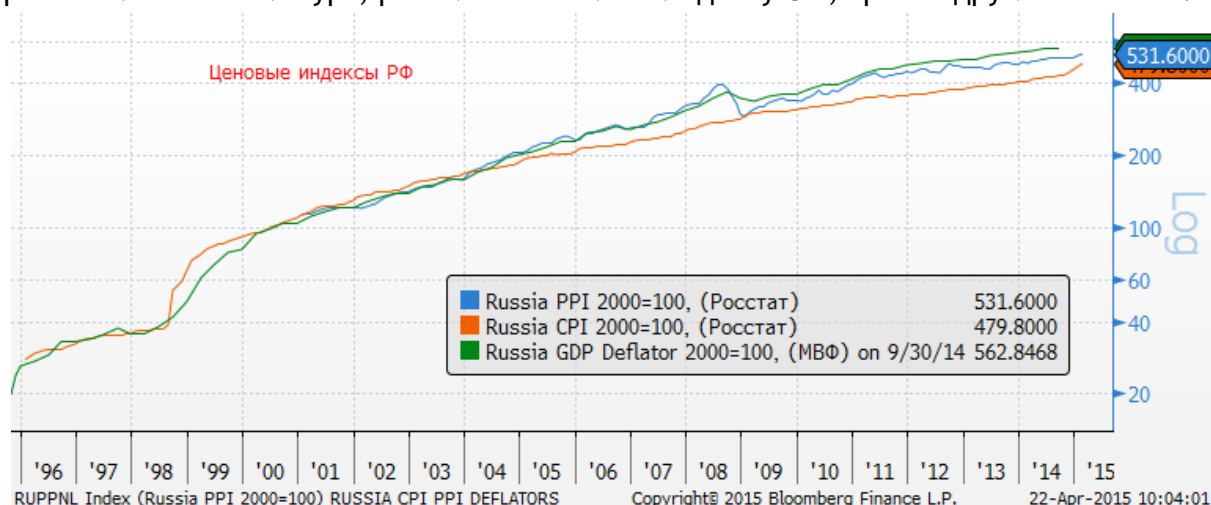
- На сайте Левада-центра можно найти индексы настроения населения РФ, и они находятся близко к максимуму за обозримую историю. Заметный скачок случился в марте 2014 г., что ассоциируется с событием “крымнаш”. В этот месяц число оптимистов перевалило за 50 (фев. - 47%, март - 60%). Соответственно, число пессимистов сейчас находится на минимальном уровне.

Конечно, можно называть это ура-патриотическим угаром, влиянием пропаганды и прочего. Можно ожидать, что это быстро пройдет. Но мы в этом сомневаемся. Леваду вряд ли можно подозревать в ангажированности, и это то, как отвечают на вопрос “Дела в стране идут сегодня в целом в правильном направлении, или страна движется по неверному пути?”.

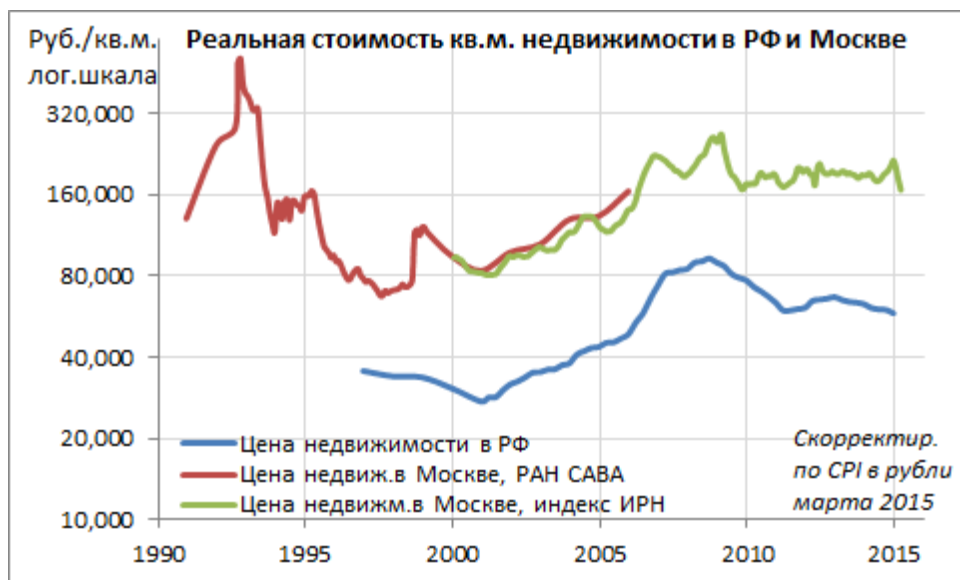
Как мы могли понять прогнозы ВБ и МВФ по падению ВВП в следующем, 2016 году, основаны на том, что санкции сохранятся, а люди будут находиться в унынии. В частности, МВФ в [последнем, апрельском, WEO пишет](#): “Economic performance in Russia was a bit stronger than expected in the second half of 2014, but the **increase in geopolitical tensions, declining confidence, and the repercussions of the oil price decline point to a more severe weakening of the outlook in the Commonwealth of Independent States (CIS) as a whole at the start of the year**”. Остается только как-то согласовать индексы Левады с ожиданиями падения доверия МВФ. Конечно, можно считать, что у бизнесменов свой уровень доверия, отличающийся от среднего уровня доверия по стране, но мы думаем, что это не может быть слишком значительно.
- JPMorgan в терминале Bloomberg начал публиковать новые версии расчета реального обменного курса рубля, рассчитываемого по индексам потребительской инфляции (CPI) и ценам производителей (PPI).



- Ниже представлены индексы потребительской инфляции и цен производителей, рассчитываемые Росстатом и дефлятор ВВП от МВФ, нормализованные 2000-м годом. Потребительская инфляция отстает от скорости других двух показателей, поэтому реальный обменный курс, рассчитываемый по индексу CPI, крепче других аналогов.



- Ниже представлена реальная стоимость недвижимости в Москве и России, то есть скорректированная на инфляцию. Экономисты привыкли оперировать реальными величинами, что дает возможность, например, корректно сравнить цены на 1 кв.м. в 1990-м году с текущими ценами. Мы видим, что цены на недвижимость в реальном выражении не растут за 25-летний период времени. Инвестиции в недвижимость, главным образом, рассматриваются инвесторами не как источник повышенной прибыли, а как хедж против инфляционных рисков. Наблюдаемые резкие скачки цены на недвижимость в Москве в начале и конце 90-х, а также в 2014 г. укладываются в особенности москвичей котировать стоимость на недвижимость в долларах. Поэтому краткосрочные скачки вверх эфемерны и объясняются обесценением рубля. Возврат к старым ценам с достигнутых пиков происходит достаточно быстро. Рост в конце 80-х и начале 90-х весьма условный, так как свободный рынок недвижимости в России начал складываться только с 1992 года.



## 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.