

## Финансовые рынки. Вторник, 23 декабря 2014

- Первая жертва банковского кризиса, крайне громкое событие в стране: [санация](#) банка “Траст”, [28-го по величине активов в стране](#). Мы ждали банковский кризис весной, а он пришел намного раньше. Этому способствовала неортодоксальная политика ЦБ с драконовскими ставками.
  - Мы ждем, что банковский кризис именно так и будет протекать. Банки будут лопаться, но **неуправляемых банкротств не будет**. Для крупных и, даже, средних банков будет использоваться санация, что хорошо для вкладчиков и кредиторов банков, поскольку не приводит к потерям. Приведем аналогию из недавней истории США. Санация Траста похожа на то, что случилось с Bear Sterns (санирован JP Morgan). Если бы Центробанк решил разрешить ситуацию как это было с Lehman Brothers (банкротство), эффект был бы аналогичным - полный коллапс финансового рынка.

Мы крайне надеемся, что Центробанк выучил этот урок. Однако остается небольшой шанс на глупость, что руководствуясь принципами [laissez-faire](#), Центробанк может захотеть позволить "умереть неэффективному, чтобы дать дорогу новому". Это было бы ошибкой, поскольку монетарные власти кроме цели по инфляции и безработице (а в РФ еще и по курсу) должны ставить задачей сохранение финансовой стабильности. Мы знаем, что руководство Центробанка крайне либерально, слишком полагается на "невидимую руку" рынка, который должен найти свой “эквilibrium”.
  - После вчерашнего российские банки еще более усердно будут **копить ликвидность, застопорят выдачу кредита**. Следом возникнет порочная спираль спада экономики, поскольку при неработающей банковской системе “сбережения не превращаются в инвестиции”.
  - За прошлые дни даже “Сбербанк” подвергся атаке вкладчиков, так что нечего говорить и об остальных банках. Этого можно было бы избежать, если каналы предоставления ликвидности работали нормально. Межбанковский рынок после вчерашнего должен закрыться окончательно.

Напомним, про недавние предложения “Сбера” корпоративным клиентам. На 3 месяца предлагалась ставка 28,08% для сумм от 30 млн до 100 млн рублей. Один из менеджеров [заявляет](#): “Сбербанк фактически рушит рынок. Мы не можем двигаться от ставок 10% до 30% без всяких проблем. Если сейчас не ограничить Сбербанк, который действует как монополист, это может обернуться катастрофой для всех участников”.
  - По банку Траст есть сообщения, что у него было слишком мало капитала, что он чрезмерно увлекся потребительским кредитованием (из-за резкого роста не возвратов этот рынок пережил “full stop”). Но основная проблема - недостаток ликвидности. Зампред ЦБ Михаил Сухов заявил, что банк не справился с оттоком вкладов населения, превысившим 3 млрд руб. на прошлой неделе. Называемая цифра смехотворна по сравнению с 144 млрд. вкладов физлиц на 1 декабря или, например, изъятиями 7 млрд. рублей у “Связного банка”, который в разы меньше.
- Санацией Траста занимается АСВ, объем средств которого составляет 88 млрд. рублей. Заявлено, что фонд выделит 30 млрд. рублей, а вечером появились

сообщения о недостоверной отчетности и что активы “Траста” не соответствуют заявленным еще на десятки миллиардов рублей. На лентах новостей и в обсуждениях мы видели заявления, что у АСВ не хватит денег. Отсюда вывод, что застрахованные агентством депозиты под угрозой. Это не так, поскольку при нехватке средств обязательства попадают на бюджет и Центробанк согласно [закону о страховании вкладов](#) (см. ст. 40, 41). Так что не важно сколько денег в АСВ, мы не видим угрозы для работы системы гарантирования и утверждаем, что деньги для санации возможных новых жертв банковского кризиса **найдутся либо в бюджете, либо будут “напечатаны”**.

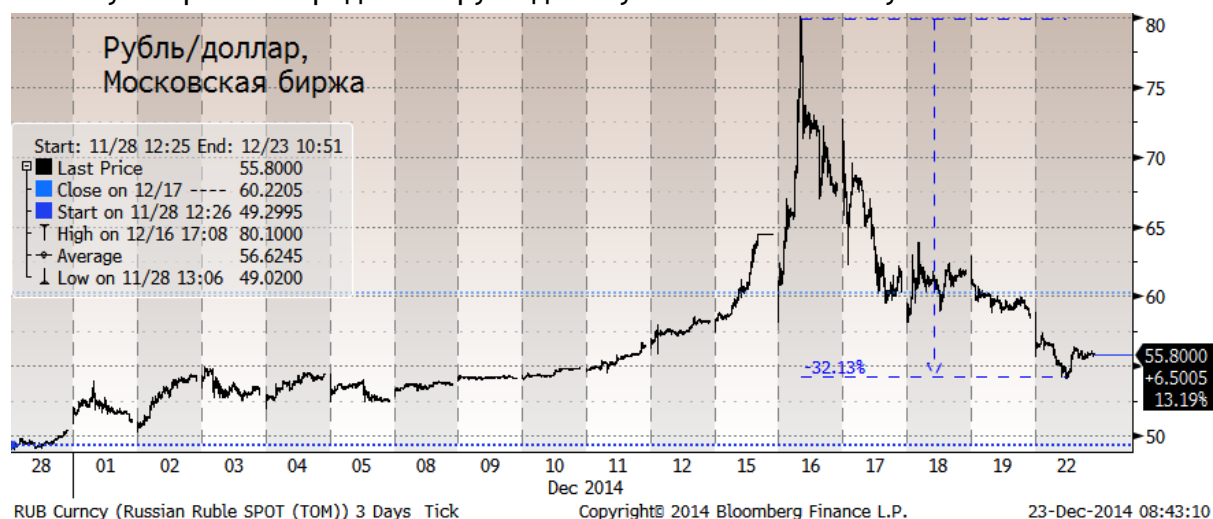
Отсюда вывод: физлицам с объемом средств до 700 тыс. рублей (а [до конца года станет 1.4 млн.рублей](#)) не стоит опасаться. Мы настойчиво рекомендуем делать обратное тому, что сейчас делают многие. То есть, не снимать вклады, а искать высокие ставки и размещать их в банках. Высокие ставки - это ненадолго.

- В чем смысл высоких ставок? Вопреки распространенным утверждениям, **банки не занимаются валютными спекуляциями**. Во всяком случае, они не должны делать этого, потому, что есть лимиты на [“открытую валютную позицию”](#), составляющую 10% от капитала, который, в свою очередь, типично составляет 10% от активов. В итоге, типичный банк может занять в рублях и разместиться в долларах только на 1% от валюты баланса (банковская система = 70 трлн.руб., и если бы все банки выбрали лимит открытой валютной позиции, их “поза” составила бы 0.7 трлн.руб., на деле она в разы меньше).

**Набег на собственную валюту устроили российские компании и граждане**, которые по историческим причинам не верят в систему, правительству и финансовым рынкам. Вчера Путин заявил, что из 120-130 млрд. долларов объема вывоза капитала (“оттока”) половина возникла из-за валютных операций населения. Однако осенне-зимний эпизод бегства от рубля в большей мере объясняется [действиями предприятий](#).

Устроенное Центробанком ограничение кредита приводит к тому, что **предприятиям и населению приходится продавать накопленные доллары**, чтобы выполнять текущие платежи. Такое насилие над экономикой дает плоды, **рубль укрепляется**.

- Рубль вчера укреплялся почти до 54 руб./доллар и на этой отметке движение от максимума прошлой среды в 80 руб./долл. уже составило минус 32%.



- В том, что рубль обвалился до 80/доллар и вернулся на 50+ есть положительные

моменты. Россияне слишком фокусируются на курсе валюты и слишком недоверяют рублю. Для избавления от этой привычки нужно либо, чтобы ушло поколение, имевшее негативный опыт 90-х и 2000х. Либо, нужен противоположный опыт - те кто “затарились” валютам по высоким курсам, должны об этом сожалеть. А для этого Центробанк должен прекратить асимметричную политику, когда он сопротивлялся обвалам, создавая предсказуемо плавное движение вверх. Сегодня в Ведомостях есть статья Левинсона из “Левада-центра”, где есть следующий текст, иллюстрирующий мотивы бегства от рубля:

*“А зачем, собственно, россиянам валютные заначки? Всего лишь 13% (из тех, у кого вообще есть сбережения) копят инвалюту для поездки за границу. Остальные используют ее как средство сохранения. Часть использует формулировку “на всякий случай”, часть прямо заявляет: “Чтобы сохранить свои сбережения при падении курса рубля”.*

- Вместе с укреплением рубля снижается **надобность сохранения высокой ключевой ставки** на текущем драконовском уровне. Мы даем 50% на то, что ставка начнет снижаться до конца декабря и оставшиеся 50% на то, что будет снижена в январе. Предположительная цель - 10.5-13% (в прошлый понедельник была 10.5%). Мы отказываемся верить в то, что Центробанк повысит ставку еще или что будет сохранять ее до конца января, поскольку это - прямая дорога в экономический ад. Ущерб экономике уже нанесен, но с каждым днем такой ставки он становится все хуже.

Отчасти, вероятность снижения ставки предсказывает доходность ОФЗ. Так, график ниже показывает УТМ выпуска с гашением в марте 2015, которая сейчас ниже ключевой, хотя раньше систематически была выше.



- Ведомости сегодня публикуют прогнозы Citi, что текущие уровни рубля устойчивы “при учете всех существующих факторов”. Они прогнозируют 40-50 руб./доллар к концу 2015 г. если произойдет смягчение международных санкций против России и цена барреля нефти повысится до \$70-80. Мы согласны с этим. Если снять проблему рефинансирования за счет рефинансирования резервами ЦБ и не учитывать возможного “перелета” (

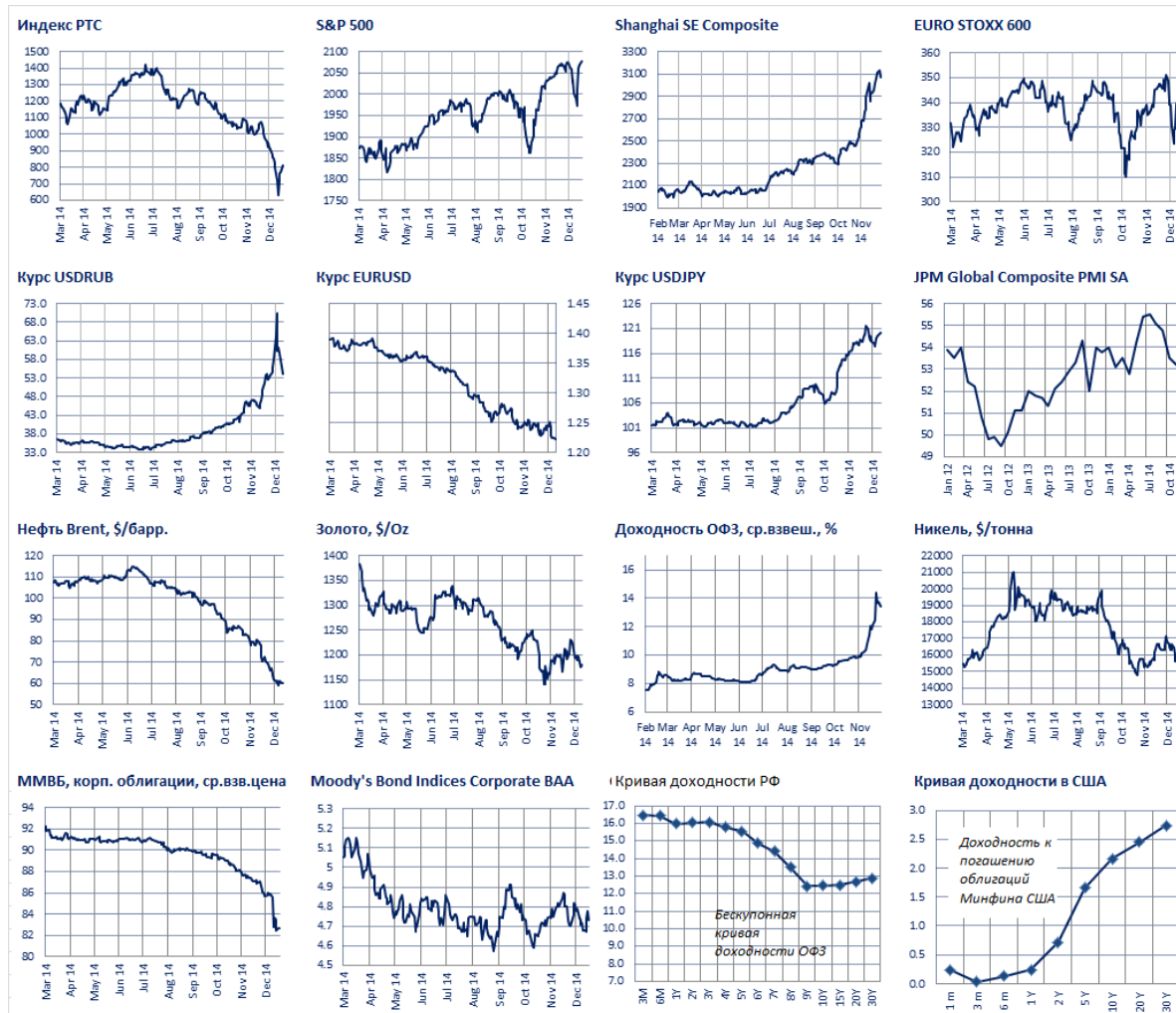
временного чрезмерного укрепления рубля из-за возвратов капиталов), то **рубль должен был бы торговаться на 43.8/доллар при текущем бренте 60/баррель**. Напомним, что мы ранее давали оценку равновесного курса 50+ 60+ руб./доллар на ближайший год и пока сохраняем ее. Обвал до 80/доллар нами воспринимается как типичный валютный “перелет” (overshooting) и как временное явление.

- [«Роснефть» вчера погасила часть долга, возникшего при покупке активов ТНК-ВР, речь идет о \\$7 млрд.](#) Напомним, что сделка обошлась в \$54 млрд., денежная составляющая из которых составляет \$44 млрд. Общая сумма погашений в течение года составила уже около \$24 млрд., за последние три мес. погашено \$11,6 млрд. с учетом вчерашних \$7 млрд. Обрушение рубля, когда доллар подобрался к 80 рублям, а евро — к 100 рублям, на прошлой неделе связывали как раз с действиями «Роснефтью» (размещением облигаций на сумму до 625 млрд. руб. под грифом секретности и соответствующими ожиданиями конвертации рублей в валюту). Но глава компании И. Сечин уверяет, что данные слухи не обоснованы и у компании нет нужды выхода на валютный рынок, так как генерируется приличный валютный поток (выручка).

Да, это так, но выплата \$7 млрд. по ТНК-ВР все равно хорошо объясняет обвал рубля. Конечно Роснефть получает валюту, но она могла просто не конвертировать ее в рубли, устроив дефицит предложения. Вместо этого Роснефть заняла в рублевой зоне и на эти рубли профинансировала текущие платежи, включая налоги.

- JPMorgan в 2015 г. в Ведомостях предполагает спад ВВП на 3,3%. Инфляция, по оценкам JPMorgan, составит 10,1% в 2014 г. и 9,2% в 2015 г. (для сравнения: Минэкономразвития прогнозирует 9% в 2014 и 7,5% в 2015). Наша оценка двухмесячной давности предполагает минус 6% по ВВП в 2015 году. Мы использовали такую цифру, чтобы “напугать” людей (в то время консенсус предполагал 0%, а больших минусов не было вообще). Ее следует воспринимать больше как качественную, поскольку вряд ли количественно возможно точно прогнозировать глубину спада. Мы были такими пессимистами потому, что ожидали банковского кризиса из-за санкций и неверной политики Центробанка и правительства. Кризис сейчас стал реальностью.
- Наш рецепт спасения: 1) Правительство открывает свое “окно” долларового рефинансирования, место закрывшегося западного. Сроки - на два года с возможностью пролонгации. Объемы - на 120-150 млрд. долл. в год. Это снимет как давление на платежный баланс и на кредитный рынок 2) Одновременно нужно срочно снизить ставку ЦБ до 10%, и мощно полить все рублями, закрыв неликвидность в банках. Курс рубля при этом не должен сильно беспокоить. Однако правительство по-прежнему не собирается этого делать.
- Обвал рубля негативно отразился уже и в реальном секторе г. Перми. Стало известно, что [“Камский кабель” переводит своих сотрудников на 4-хдневную рабочую неделю, некоторых сотрудников отправляют в неоплачиваемые отпуска, а часть и вовсе сокращают.](#) Сейчас работает только один седьмой цех, выполняющий оборонный заказ. Предприятие закупает комплектующие у иностранных поставщиков, что и объясняет вынужденные меры “Камкабеля”.

## 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.