

Финансовые рынки. Среда, 3 декабря 2014

- Падение плавающего рубля, похоже, продолжается. А мы надеялись на стабилизацию... Ближе к ночи курс превышал 54, т.е. обновлял исторические рекорды и максимумы предыдущего дня. При этом Brent на 71.1 долл./барр., минус, но сильного движения цен на нефть нет. Пока мы ждем курс в ближайшие недели на 49-55 руб./долл.



- Минэкономразвития РФ официально признает, что экономика РФ будет падать из-за санкций, падения цен на нефть и "инфляционного шока". Ждет минус 0.8% по ВВП в 2015. Также Минэкономики думает, что пик инфляции в 1 кв. 2015 не превысит 10%. и ждет средний курс 49 руб./долл. в 2015.
- Ожидания спада ВВП РФ от других наблюдателей пока скромные, так, Citi вчера ухудшил оценку до минус 1% в 2015. А Всемирный банк снизил до 0% (было +0.3%). Но есть оценки хуже. Уралсиб видит возможность спада до 5% в 2015. Но после этого, в 2016 многие ждут восстановления. Мы думаем, что спад порядка 5% очень вероятен, если разразится банковский кризис.
- Коммерсант сообщает об интересном повороте вокруг ГК "Связной", на которую теперь претендует Муса Бажаев. В рамках этого процесса "Связному банку" пополнят капитал (пока не ясно кто) за счет "суборда", что должно снять угрозу немедленного краха.
- Но вчера ЦБ снизил коэффициенты облигаций банков потребкредитования по операциям рефинансирования. ХКФ и ХМБ Открытие до 0,85 с 0,95. У Вост.экспресса до 0,75 с 0,8. Не кардинально, но это ухудшает информационный фон вокруг этих банков. У Совкомбанка коэффициент остался 0.8.

Индекс ММВБ +0.3%, опять, благодаря падающему рублю. Его долларовый аналог - индекс РТС - вчера упал на 3.4%, новый минимум с лета 2009 года. S&P 500 вчера подрос +0.6%, торгуется рядом с историческим максимумом. STOXX Europe 600 +0.5%, близок к максимуму с сентября.

Основная интрига остается связана с рублем, который продолжает падать, находится в районе 54/доллар, т.е. на исторических максимумах. Сегодня паническое бегство из рубля в твердые валюты может продолжиться, хотя

Центробанк уже показал, что он на чеку и сегодня вновь могут появиться интервенции.

Вчерашнее снижение рубля произошло (возможно) из-за заявлений Минэкономразвития, заявившего что средний курс следующего года будет на 49 руб./доллар. Ранее Минэкономразвития заявлял, что рубль слишком сильно упал, так что официально низкий рубль признан нормальным.

До достижения курсом отметки 50 руб. мы были пессимистами. Но сейчас мы уже не готовы давать слишком определенные прогнозы падения рубля, потому что думаем, что цены на нефть стабилизируются ближе к 80 в следующем году.

Однако ниже приведена логика расчета курса для 2015 года для сценария в 60 долларов за баррель. И она крайне неутешительная для рубля - 67.7 руб./долл. в 2015 году. Причем, это среднегодовое значение курса, т.е. может быть и выше и ниже.

Платежный баланс 2013	108,4/барр.
Экспорт	593
Импорт	-470
NIRA (проценты, трансферты, пр	89
Счет текущих операций	34
Движение частн.капитала	-45
Интервенции Центробанка	22
Ошибки и пропуски	-11
Доля нефтегаз.экспорта	59%
Эластичность импорта	1

Платежный баланс 2015	60/барр.
Экспорт (товары и услуги)	437
Импорт (товары и услуги)	-248
NIRA (проценты, трансферты, пр	89
Счет текущих операций	100
Движение частн.капитала	-200
Интервенции Центробанка	100
Падение импорта (непрер.начис	-64%
Подраз. реальн. падение рубля	-64%
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	67.69

При такой нефти общий экспорт РФ сократится до 437 млрд. долл. (по сравнению с “референсным” 2013 годом, когда было 593 млрд. долл.). Ранее мы предсказывали отток частного капитала в размере 200 млрд. долл. в год, который состоит из ~50 млрд. “традиционного” оттока и 200 млрд. долл. “дополнительного”, связанного с закрытием рынка долга и необходимостью гашения внешнего долга (614 млрд. долл. для банков и бизнеса РФ).

Мы полагали, что ЦБ РФ или правительству из ФНБ придется компенсировать часть этого оттока в размере 100 млрд.долл. Итого, счет капитала в таком сценарии составит минус 100 млрд. долларов. (-200 + 100). Чтобы платежный баланс сошелся, придется “подвинуться” импорту до 248 млрд. долл. в 2015 году.

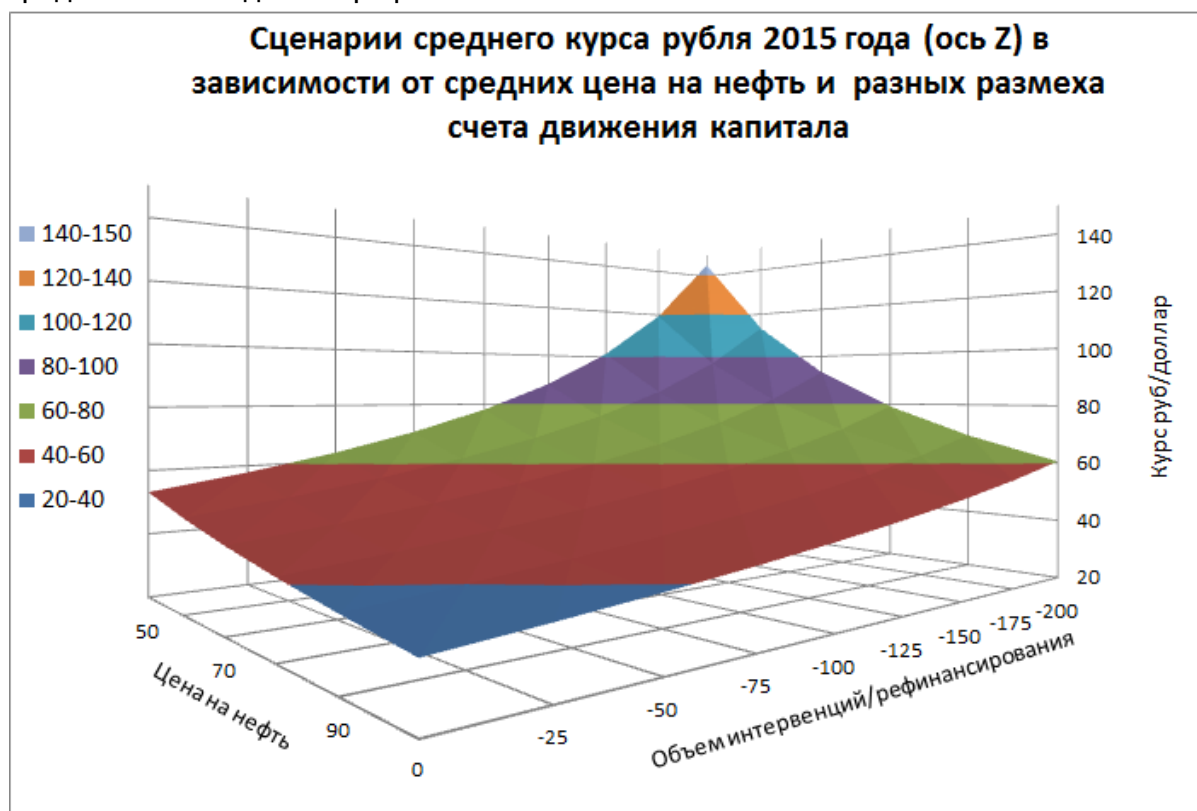
Для получения такого импорта рубль должен упасть в реальном выражении на 64% по сравнению с 2013 годом, при условии, что истинная эластичность импорта (1% изменения импорта при 1% изменении курса) составляет 1. Эластичность импорта РФ это большая загадка и не только для нас. Различия прогнозов Минфина и Минэка также связаны с [этим показателем](#). Мы пытались ее оценить, но разброс возможных значений крайне большой, не говоря о том, что существует краткосрочная и

долгосрочная эластичность. Так что эластичность равная 1 это попытка угадать.

После корректировки прогноза реального курса на инфляцию мы получаем оценку номинального курса - 67.7 руб./долл. Как понятно, из логики расчетов, для прогноза надо угадать нефть и счет капитала (т.е. разницу между оттоком и тем, сколько ЦБ и правительство РФ компенсируют из него).

		Нефть					
		50	60	70	80	90	100
Счет капитала (= не скомпенсир. капитала)	-200	145.3	113.5	93.1	79.0	68.5	60.5
	-175	119.4	97.1	81.8	70.7	62.2	55.5
	-150	101.4	84.8	72.9	63.9	56.9	51.3
	-125	88.1	75.3	65.8	58.4	52.5	47.6
	-100	77.8	67.7	59.9	53.7	48.7	44.5
	-75	69.7	61.5	55.0	49.7	45.4	41.7
	-50	63.2	56.3	50.8	46.3	42.5	39.3
	-25	57.7	52.0	47.2	43.3	40.0	37.1
	0	53.2	48.2	44.1	40.7	37.7	35.2

Таблица выше дает поле сценариев для этих показателей. То же самое можно представить в виде 3-D графика.



Сценарий ниже 40 руб. за доллар - это нижний сегмент синего цвета. Курс ниже 40 возможен если минус счета капитала не будет больше 50 млрд. и цены на нефть будут выше 70 долл. за баррель.

Размер оттока капитала - крайне спекулятивная тема. Правительственные оценки предполагают крайне низкие цифры, по 70-80 млрд. долл. в год. [Сборник КГБ](#) под руководством Акидиновой из ВШЭ дает прогноз частного оттока в 2015 году на

уровне 130 млрд. долл.

По сравнению с этим наша оценка частного оттока в 200 млрд. долл. является крайне пессимистичной. Оценивая ее мы исходили из примитивной логики, что 614 млрд. внешнего долга нужно погасить за среднее время дюрации внешнего долга в 2-3 года. При этом учитывали, что краткосрочное финансирование доминирует и в ближайшее время придется гасить больше.

Конечно, в этом кредите есть квази-российский долг, выведенный из РФ и заведенный обратно через оффшор. Эту цифру оценивают в 1/3. Также есть часть долга перед иностранными прямыми инвесторами, которая будет рефинансирована. Также, возможно, удастся рефинансироваться на рынках Азии (хотя хорошей альтернативы финансам США, ЕС и Японии нет). Однако следует учесть, что “традиционный” отток капитала также может усилиться, как это уже бывало в прошлые годы.

Итого частный отток можно оценить так. 614 млрд. * 2/3 публичного долга / 3 года дюрации равно 136 млрд.долл. Плюс “традиционный отток” 50 млрд. Плюс дополнительные покупки долларов перепуганных россиян и бизнеса с “целью не потерять”. Минус X рефинансирования из Азии и не только.

Разное:

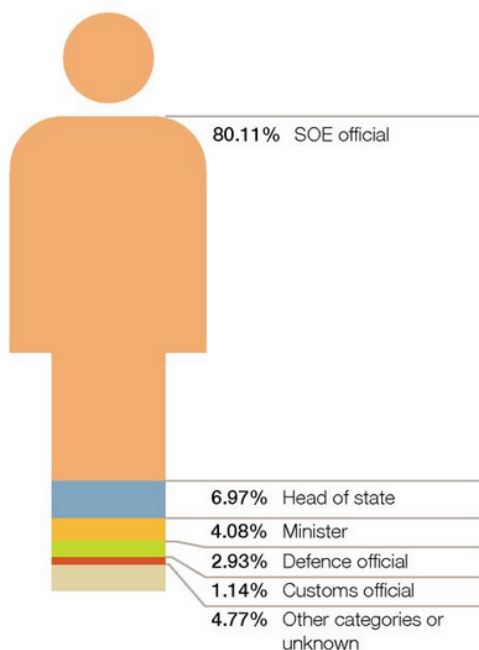
- Вчера [прошла презентация](#) инновационного российского продукта, YotaPhone 2, который будет продаваться по 33 тыс. руб., будет делаться на американском чипе Qualcomm, обладать дополнительным экраном E-ink. Собирается будет, очевидно, в Китае. Сообщается, что потрачено 15 млн. долларов на разработку этого товара, и что компания Yota Devices собирается разместить акции среди ограниченного круга инвесторов на 100 млн. долларов.
Кто бы как ни ёрничал по этому поводу, нам этот продукт нравится. Единственный способ в нынешнем мире пробиться наверх, это путь подражания и копирования лидеров в высокотехнологических отраслях. Чем больше будет подобных инициатив в РФ, тем лучше. Если бы мы были в правительстве, мы бы субсидировали разработку и выпуск подобных устройств, возможно, установив тарифные барьеры для зарубежных аналогов. Лучше потреблять собственные хай-тек продукты, пусть меньшего качества, чем все зарубежное.
Стратегия полного открытия рынков приводит к деиндустриализации и выдавливанию всего продвинутого промышленного сектора (РФ и Монголия 90-х это пример этому). Либерализация торговли не может привести к бурному промышленному развитию племени из Амазонки, если ему обеспечат неограниченную торговлю с Силиконовой Долиной.
Подробнее об этом в книге норвега Эрика Райнерта “[Как богатые страны стали богатыми, и почему бедные страны остаются бедными](#)”.
- Редкая позитивная новость о правах инвесторов. ЦБ РФ заявляет, что планирует защищать права миноритарных акционеров в тех случаях, когда они считают цену оферты, выставленной мажоритарием, несправедливой. Об этом заявил первый зампред и глава СФР Сергей Швецов на конференции по корпоративному управлению. Если будет много жалоб, ЦБ РФ планирует сам нанять оценщика и устанавливать другую цену. В рамках этого обсуждается в рамках поправок к закону

об акционерных обществах. В ЦБ собираются обойти риск гринмейла тем, что в случаях когда большинство миноритариев согласны, то оценка проводиться не будет.

Идея хорошая, ЦБ РФ собирается выступать в нехарактерной для него роли арбитра в подобных конфликтах. Есть только опасения, что иногда веса чиновников в ЦБ не хватит чтобы преодолеть давление, скажем, от Роснефти. Как это было в случае с поглощением ТНК-ВР, когда та решила опрокинуть миноритариев низкой ценой.

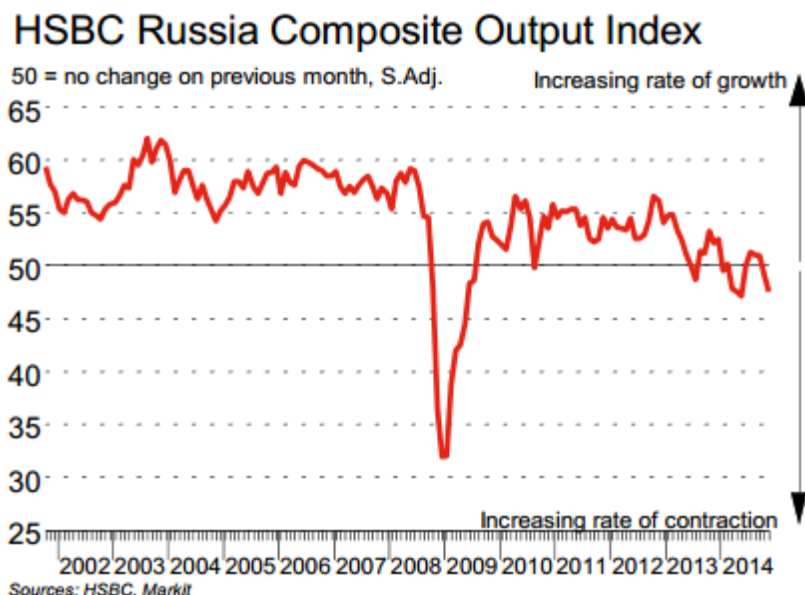
- Вчера ОЭСР опубликовала отчет по международному взяточничеству. Их оценка, что крупный бизнес тратит примерно 10% на откат от суммы контракта, что составляет в среднем около 1/3 от прибыли. Коммерсант публикует [небольшую статью](#), а полный отчет доступен [для чтения в режиме онлайн](#). Взятки берут преимущественно чиновники (95%), см. рис. ниже. Наибольшая часть дается в рамках госзакупок, но также на таможне, для создания специальных условий.

Figure 12. Ninety-five percent of bribes were paid to officials in 5 categories



Source: OECD analysis of foreign bribery cases concluded between 15/02/1999 and 01/06/2014.

Вчера продолжились публикации опережающих индикаторов. В РФ наблюдается жесткая дивергенция между сектором промышленности и сектором услуг. Активность в секторе услуг продолжает падать, темпы падения минимальны с мая 2009 г. Есть опасения, что сектор услуг быстрее реагирует на экономические условия, промышленность показывает запаздывающие сигналы.



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.