

Обзор рынков

Пятница, 7 февраля 2014

- Сегодня в 19:30 пермского в США будет опубликован январский “job report”, включающий безработицу и цифры создания рабочих мест. Он является главным для определения действий ФРС по “сворачиванию QE” и дает понимание перспектив ставок. Ожидается повышенная волатильность.
- Сегодня открытие Олимпиады в Сочи. Это событие почему-то многими россиянами связывается с возможным кризисом. Мы не видим в этом логики, но действия нервничающих уже сказались на курсе рубля.
- Вчера заседание управляющих ЕЦБ решило не изменять ставки, но М.Драги намекнул, что возможно снижение в будущем.

Комментарий:

Блумберг в последние дни публикует оптимистические статьи по поводу рубля. Первый одной из них сегодня звучит так: “Рубль растет третий день по завершении ‘безумной’ игры против ЦБ”. Вторая: “Сброс валют развивающихся стран практически завершился - RenCap”. Похоже, что действительно, фаза волнений на развивающихся рынках заканчивается.

Если так, то рост акций по всему миру выглядит оправданным после нервного провала последних недель. Индекс ММВБ вчера вырос на +0.7%, STOXX Europe 600 поднялся на 1.5%, Standard & Poor’s 500 закрылся с результатом +1.2%. Фьючерс на индекс РТС предсказывает открытие акций РФ на +0.6% выше, поскольку повышение мировых рынков случилось в большей после закрытия торгов на Московской бирже.



Мы подготовили график, сравнивающий колебания курса рубля к доллару с колебаниями индекса 20 наиболее активно торгуемых валют развивающихся стран

(среднее значение номинальных курсов от израильского шекеля до индонезийской рупии, нормировано значением рубля к доллару в конце 2012).

Идея графика - показать, что колебания курса рубля происходят совершенно синхронно с другими валютами. Заметно также, что рубль более волатилен, обваливается сильнее чем индекс, а потом растет также сильнее. Это позволяет ожидать, что и в текущий раз, избыточный по масштабам провал рубля сменится избыточным укреплением (возникает шанс движения на 32 руб./\$).

В нашей модели равновесный курс рубля находится примерно на 33 руб./\$ в начале 2014 и составляет 34 руб./\$ в конце 2014 из-за инфляционного сноса. При этом нормальная волатильность (95%-й доверительный интервал) составляет примерно плюс/минус два рубля, что дает диапазон колебаний 31 - 35 руб./\$ для начала 2014 и 32 - 36 руб./\$ в конце 2014. Текущее значение брента в \$107.3 предполагает равновесным курс 33.3 руб./\$.

Равновесие платежного баланса страны мы понимаем следующим образом. Россия получает порядка \$0.5 трлн. экспортной выручки в год, продавая углеводороды и другие товары. Эту цифру можно считать почти константой, поскольку колебания цен нефти в последнее время не слишком велики. За счет этой валюты финансируется выплата некоторых сравнительно небольших статей счета текущих операций (проценты, дивиденды), а также импорт и “отток капитала”.

Импорт является чувствительным к значению курса. Если рубль обваливается, то россияне коллективно начинают покупать меньше зарубежных товаров (автомобилей, инвестиционных товаров, продуктов питания, одежды и так далее). При снижении спроса на импорт спрос на валюту падает она становится избыточной, что приводит к обратному росту курса рубля. Мы считаем импорт важным стабилизатором колебаний курса, однако он действует не слишком быстро, на изменение спроса могут требоваться недели и месяцы (было бы неплохо найти или провести под это предположение эконометрические исследования). То есть спрос реагирует на курс не мгновенно, а с задержкой после того как ценовой сигнал обрабатывает розничное, оптовое звено. Импорт стабилизирует курс.

Потоки частного капитала являются быстрыми, более волатильными, менее предсказуемыми и дестабилизирующими. Российские физлица, бизнес имеют склонность (“приобретенный инстинкт” из-за кризисов) бежать при любых подозрениях в обменники. Есть иностранные спекулянты, занимающиеся carry-trades (пытающихся зарабатывать на процентных разницах и валютных трендах), которые приводят к первоначальным возмущениям.

Так операции иностранных спекулянтов привели к волнениям россиян, спровоцировали бегство из рублей в доллары. Это был быстрый процесс, но он имеет ограничения (конечно мы можем представить себе сценарий, когда россияне будут настолько сильно напуганы, что вся страна бросится в обменники, что приведет к колоссальному обвалу курса, но, видимо, не в этот раз). Россияне и иностранцы реагируют на движения курса дестабилизирующим образом - если курс растет или падает, это вызывает новые сделки. Причин несколько от попыток

играть в тренды (“trend is your friend”), до иррациональности, когда люди решаются на конверсионные операции из-за стадного чувства.

Сейчас, мы видим ситуацию так, что нервные конверсионные операции завершаются, следует ожидать избытка долларов из-за снижения импорта. Это приведет к постепенному восстановлению курса. Против этого движения могут начать играть некоторые спекулянты, ставящие на укрепление рубля. Также возможен обратный постепенный возврат капитала как только российским агентам станет ясно, что кризис опять не случился. Это должно привести к укреплению, и делает возможным временное избыточное укрепление (ближе к нижней границе в \$31-32), хотя говорить об этом пока рано.

Замминистра Экономразвития А.Клепач вчера [заявил](#), что чистый отток капитала в январе составил около \$17 млрд. Эта как раз та цифра бегства частного капитала, которая привела к январскому провалу курса. Известно, что Банк России (БР) в январе провел интервенций на \$8.6 млрд. что профинансировало примерно половину оттока. Оставшаяся часть, похоже, была компенсирована сальдо счета текущих операций (экспорт минус импорт и некоторые другие менее важные статьи).

Клепач заявил, что прогноз оттока на I квартал - \$35 млрд., но на год отток оценивается в - \$25 млрд. Это как бы подразумевает приток капитала в 2-4-м кварталах (+\$10 млрд.), хотя может отражать старый и уже не актуальный прогноз. В 2013 году Минэкономразвитие оценивало отток величиной \$55 - 60 млрд., а БР дает цифру \$62,7 млрд. В 2012 году показатель оттока составлял \$54,6 млрд.

Фактор Олимпиады. Среди населения России сформирован устойчивый миф, что после Олимпиады будут какие-то злоключения, дефолты, кризисы и так далее. Мы честно пытались разобраться в логике страхов, но так и не нашли ничего даже близкому к осмысленным причинам. Даже непонятно почему возник такой миф. Может быть, потому, что после Олимпиады в августе 2008 случился крах Lehman Brothers? Но эти события едва ли связаны между собой.

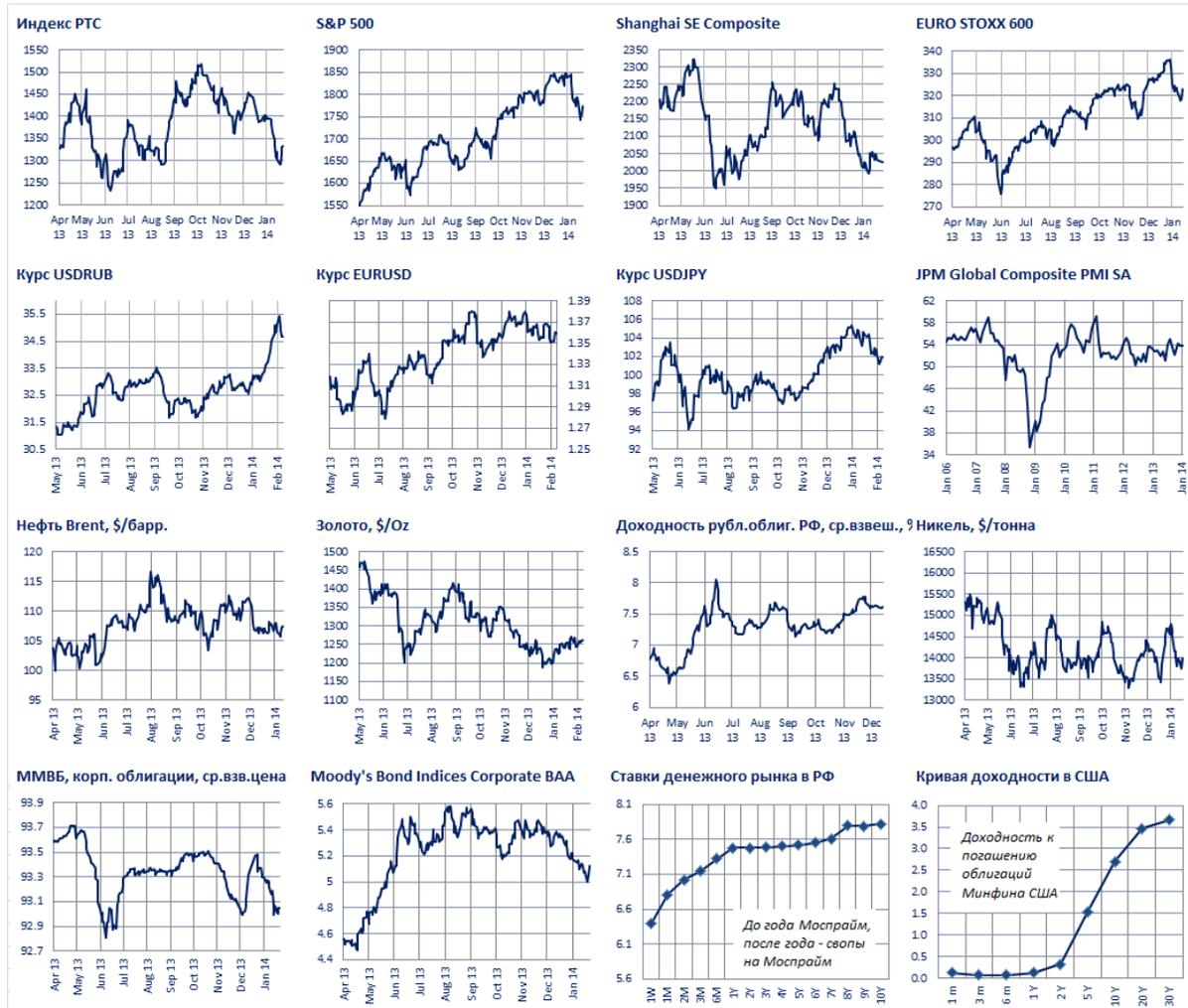
- Есть мнение, что Олимпиада оставит после себя много долгов. Это не так. Да, есть оценки что это мероприятие стало самой дорогой Олимпиадой за всю историю и стоило стране -\$50 млрд. (а с неявными затратами вроде прикомандированных сотрудников госкомпаний больше). Но это не привело к появлению заметных долгов (дефицит госбюджета РФ к ВВП был и остается близким нулю).

- Эти средства были потрачены в России. Даже если считать, что они “были украдены”, как считают некоторые, это не означает грядущего краха. Можно воспринимать это как перераспределение дохода в обществе (деньги бюджета переключались в чей-то карман) не изменяющего агрегатный спрос, правда, остаются вопросы справедливости.

- ВВП РФ 2013 составляет 66.7 трлн. рублей, это примерно \$2 трлн. долларов, так что \$50 млрд. это 2.5% от ВВП. Можно посчитать в долях от экспорта (который -\$550 млрд.) - всего 10%. Олимпиада не является финансово значимой.

- Есть возможность, что Олимпиада временно увеличит спрос на рубль от иностранных гостей, что будет способствовать укреплению рубля.

Конъюнктура:



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.