



Обзор рынков

Среда, 11 ноября 2015

- Рынки вчера стояли на месте. S&P 500 +0.15%, STOXX Europe 600 +0.1%, индекс ММВБ минус 0.26%.
- Рубль вчера почти не шевелился, колеблясь около 64.5/доллар. У России и рубля вчера была знаменательная дата - начало свободного плавания рубля. Э. Набиуллина вчера [подвела](#) итоги этой годовщине, заявив, что российская экономика постепенно адаптировалась к новым условиям, нервозность на рынке спала, и курс рубля также меньше реагирует на новости, слухи, кратковременные изменения конъюнктуры. "И что очень важно — эффект переноса (то есть влияние валютного курса на динамику цен внутри страны) снизился.

Напомним, что свободное плавание необходимо в рамках так называемой "[невозможной троицы](#)", или трилеммы, согласно которой при фиксированном курсе невозможно проведение независимой монетарной политики при открытых рынках капитала. Есть мнение, что трилемма ложная, что даже если страна закрыла движение капитала (как Китай), то бизнес рано или поздно найдет способы вводить и выводить капитал, маскируя капитальные потоки под счет текущих операций. В итоге, альтернативы свободному плаванию, вроде, как нет.

В 1970-м году 97% стран участников МВФ имели фиксированные валютные курсы.

Сейчас таких стран стало значительно меньше (функция PEG в Блумберг показывает 97 стран, территорий и островов). Но, при этом, развивающиеся страны боятся переходить к плаванию, и сохраняют "промежуточные" (intermediate) режимы.

Страх перед плаванием ([fear of floating](#)) связан с тем, что жители развивающихся стран воспринимают валютный курс как важный ориентир и не доверяют своей валюте.

Проведение монетарной политики в таких условиях очень сложное, поскольку в случае шока центральному банку приходится бороться с инфляцией, повышать процентные ставки, что усугубляет спад. Монетарный и фискальный каналы в этих странах носят [проциклический](#) характер, усиливающий колебания экономики (ключевая ставка в 17% и сокращение расходов бюджета РФ в 2015-2016 гг. - явное этому подтверждение). Э.

Набиуллина смогла преодолеть "страх перед плаванием" и смогла убедить В. Путина в том, что это путь по которым должна идти Россия.

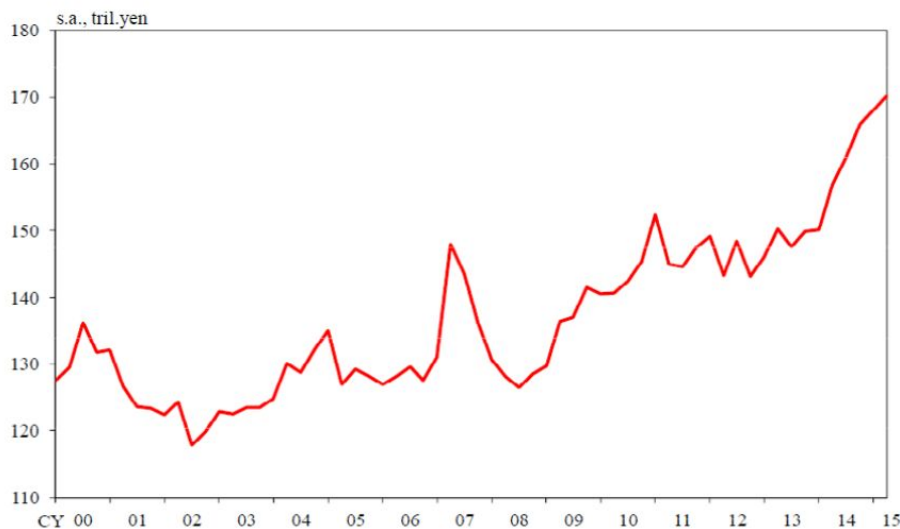
Сейчас очевидно, что прямое копирование атбирутов финансовой системы развитого мира - свободного плавания и таргетирования инфляции - не обещает простой дороги впереди. Россияне еще не скоро избавятся от недоверия к рублю, а это означает, события рубежа 2014 и 2015 гг. могут повториться. Какой-то шок может вновь напугать российский бизнес и населения, они вновь бросятся в обменники, а ЦБ вновь придется повышать процентную ставку.

Но, тем не менее, это путь по которому, видимо, следует идти России. Мы не видим других альтернатив. Понадобится продолжительное время без больших шоков для того, чтобы жители России стали доверять рублю. Возможно, это 10 или 20 лет, мы не раз указывали на опыт Польши, но это также опыт Германии, Японии, Израиля или Ю.Кореи, которые переживали периоды большой инфляции, но смогли забыть этот травмирующий опыт.

- Понять разницу между развивающимися рынками можно взглянув на их противоположность - Японию. В этой стране, в ответ на некий шок люди начинают

копить национальную валюту. Вот [график объемов наличных](#), которые держат на своих счетах японские компании.

Cash Hoarding by the Corporate Sector



Note: Figures exclude those for the finance and insurance industry.
Source: Ministry of Finance.

Политика Абе (Абеномика) предполагает активную монетарную экспансию (QE). Цель этого действия (“печатания” йен) в том, чтобы раздать экономическим агентам столько денег, сколько они хотят, чтобы они начали тратить. При этом, Япония переживает дефляцию.

В России проблема другая - объем денежного предложения пришлось уменьшать, чтобы вернуть инфляцию под контроль.

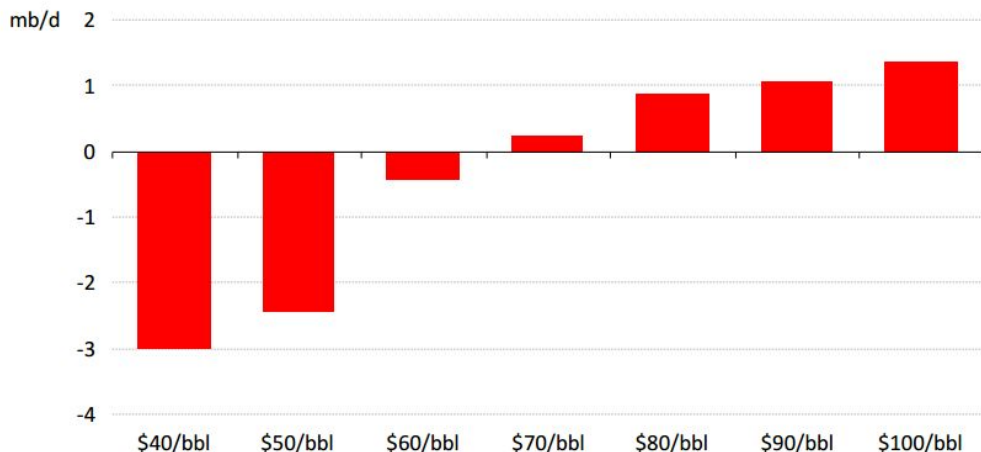
- Вот еще один аргумент в пользу возможного укрепления рубля. Глава Сбербанка Г. Греф на встрече с В. Путиным вчера [заявил](#) об “избытке валютной ликвидности” Видно, что люди стали нести деньги в банк обратно».
- Мы писали выше, что Э. Набиуллина заявляет цель по инфляции в 4% начиная с 2017 г. Рынки этому не верят. Красная линия на графике ниже показывает подразумеваемую ОФЗ-ИН инфляцию до 2023 г. на уровне 7% в среднем. Это отражает проблему. Рыночные игроки знают, что введение таргетирования инфляции не является достаточным условием для быстрого снижения инфляции.



Минфин сегодня планирует доразместить уже имеющихся ОФЗ-ИН на сумму 30,5 млрд. рублей (\$470 миллионов)

- Согласно [вчерашнему докладу МЭА](#), добыча сланцевой нефти в США является нерентабельной при текущих котировках. При ценах на нефть \$50/барр. объемы добычи нефти в США к 2020 г. сократятся более чем на 2 млн баррелей в сутки по сравнению с текущими показателями. Увеличения объемов нефтедобычи США стоит ожидать при восстановлении цен к уровням \$80/барр. и выше. Избыток на рынке нефти сохранится еще долго, вряд ли мы увидим цены \$100/барр. до 2040 г. До 2020 г. спрос на нефть будет расти с темпами на 1% в год, но этого недостаточно, чтобы удовлетворить существующий избыток предложения.

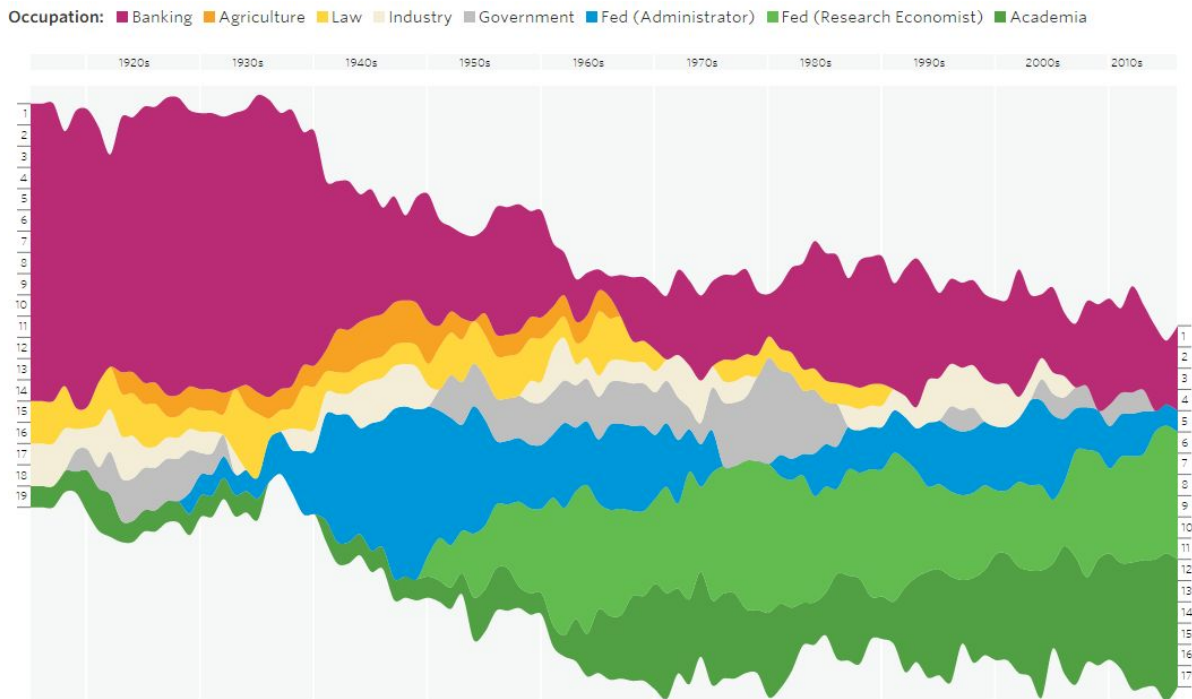
Change in production (2015-2020) of US tight oil for a range of 2020 oil prices



Tight oil has created more short-term supply flexibility, but there is no guarantee that the adjustment mechanism in oil markets will be smooth

- Вчера Ассоциация Европейского Бизнеса опубликовала данные о продажах легковых автомобилей в РФ. С учетом сезонной корректировки, показан минимум с 2010 г. Отчасти он связан с тем, что россияне ускорили покупки в августе-сентябре в ответ на падение рубля.

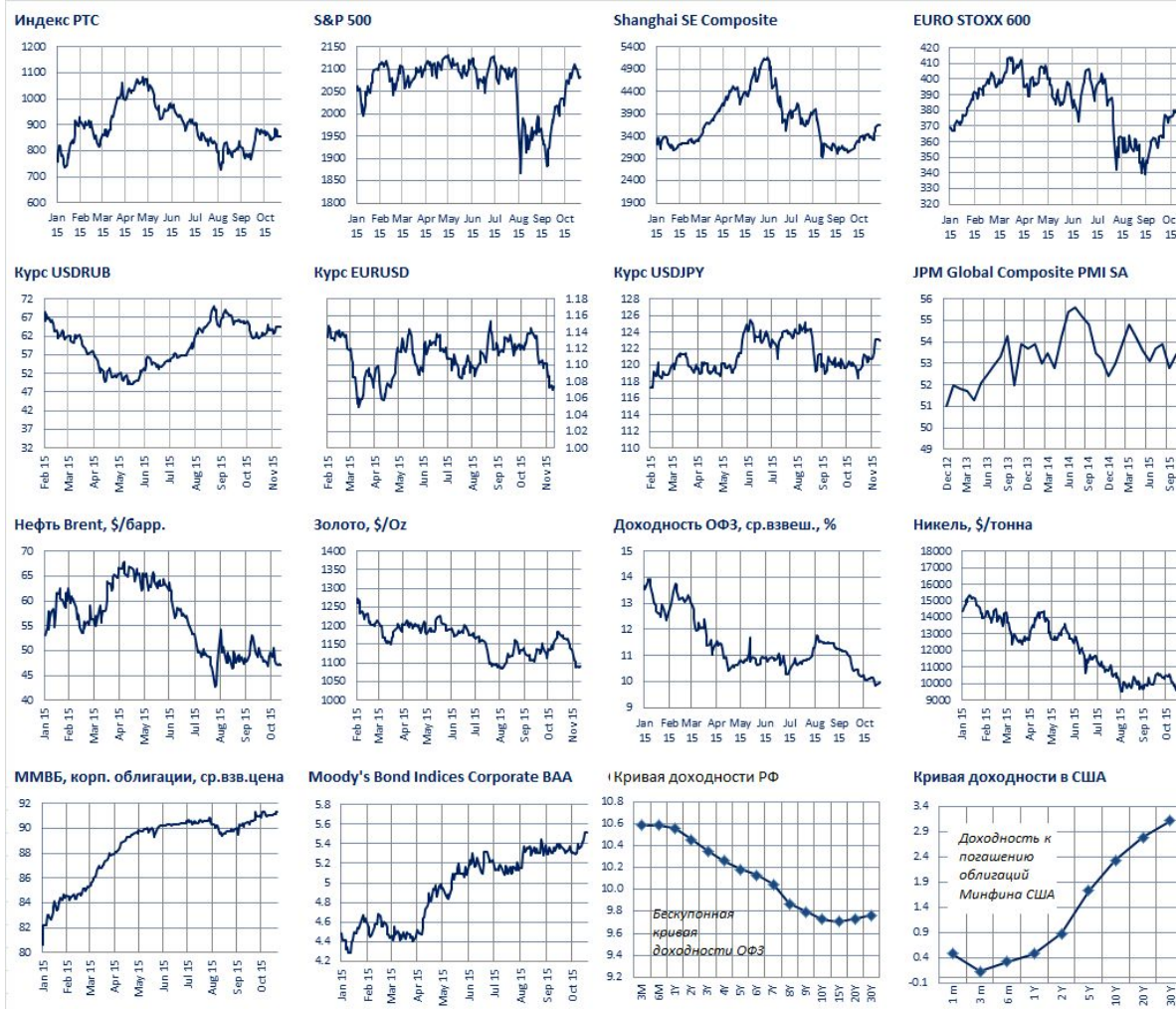




- Профессиональный статус управляющих ФРС по данным wsj.com. В начале века большинство было из банковской отрасли, сейчас - это профессиональные экономисты, включая академическую публику.



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.