

Обзор рынков

Среда, 5 февраля 2014

- Очередной приступ давления на активы развивающихся стран вчера к вечеру сменился коррекцией. Рубль днем “пробивал” 35.5/\$, потом укрепился на 35/\$, где и находится сейчас.

Комментарий:

Почему возникают разрушительные потоки капитала?

С начала кризиса 2008 года мировые финансовые рынки регулярно функционируют в одном из двух режимов “risk off” или “risk on” (“риск выключен” или “риск включен”). Когда появляются опасения, что в мире что-то может пойти не так, возникают распродажи рискованных активов широкого спектра. Продаются валюты и долги развивающихся стран, корпоративные облигации и акции.

В это же время росли в цене активы “безопасных гаваней”: доллар, евро, йена, швейцарский франк, а также гособлигации соответствующих стран. Когда напряжение кризиса стихает, и возникает ощущение, что финансовый мир движется в нормализации, тогда происходит обратное. Активы “безопасных гаваней” снижаются в цене, и нарастает “аппетит к риску”

Так происходило несколько раз. Активные фазы “бегства от риска” были в 2008/2009 году после краха Lehman Brother’s, затем они были на европейском долговом кризисе (летом 2011 и весной 2012). К этому можно добавить менее значимые эпизоды: например, выход экономических данных, геополитические процессы (конфликт вокруг Сирии, например). Регулярное повторение приводит к воспитанию

“приобретенного инстинкта” у игроков, как у собак Павлова. Если ситуация становится менее определенной - шаблон действий понятен: продавай рискованные активы, хватай доллар, франк и далее по списку.

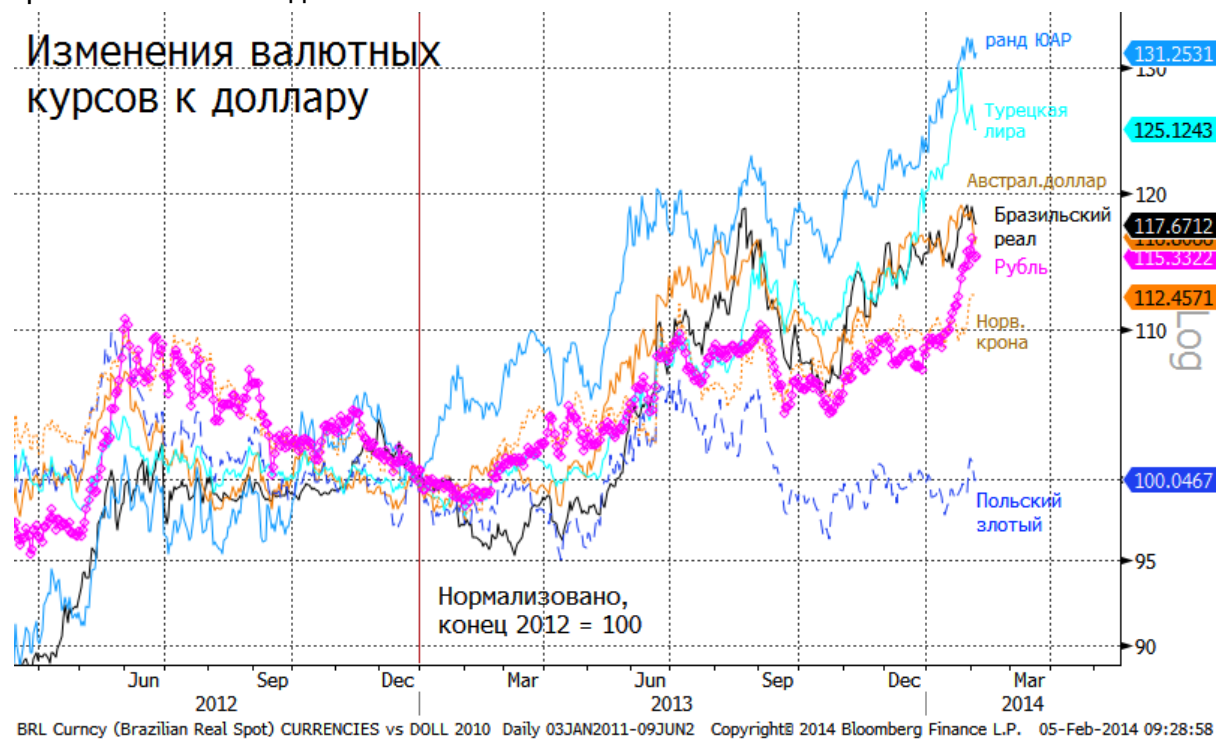
Причины этого может отчасти прояснить рисунок справа (взято с твиттера обозревателя FT @Katie Martin).

Размеры финансовых рынков развивающихся стран крайне малы. Капитализация



free-float всех российских акций примерно равна капитализации Procter and Gamble. Аналогичная ситуация с другими рынками развивающихся стран. Для инвесторов с развитых стран инвестиции на такую периферию мирового финансового рынка являются чем-то мало серьезным, на что выделяется немного времени и немного денег.

Изменения валютных курсов к доллару



Регулярная смена “аппетита к риску” может приводить к дестабилизации финансовых рынков развивающихся стран и их экономик. В этом смысле мы считаем возможным введение ограничений по движению капитала, как это делает Китай (где внутренние ценные бумаги иностранцы практически не могут покупать). Мы также думаем, что “налог Тобина” (небольшой налог на финансовые транзакции) может быть полезным, поскольку позволит “подсыпать песочек” в слишком скоростные операции спекулянтов. Периферийные рынки должны как-то изолировать себя от разрушительных потоков капитала, они должны иметь собственную стабильную базу инвесторов, а не полагаться на “горячий капитал”. В этом смысле глобализация имеет явно негативные последствия.

Россия также заплатила большую цену за глобализацию. В сочетании с недалекновидностью властей это привело к созданию “пирамиды ГКО” и последующему краху. Фондовый рынок страны то взлетает, то падает, переходя от состояния “пузыря” к “антипузырю” (когда цены неразумно низкие). Россияне в таких условиях воспринимают инвестиции в отечественные акции как в неразумную игру, что не позволяет создать нормальный фондовый рынок страны.

“Проблемы негров шерифа не волнуют”

Действия ФРС по регулированию своей экономики приводят к существенной дестабилизации финансовых рынков всего мира. Мы не склонны тут обвинять ФРС, которая по мандату Конгресса обязана обеспечивать занятость и следить за своей инфляцией. То, что ее действия вызывают крахи на финансовой периферии, не является для США значимым.

Вот и сейчас, когда ФРС сворачивает “печатание” (проводит “QE tapering”) мы видим масштабные процессы по всему миру. Периферийные страны, слишком сильно полагававшиеся на приток зарубежного капитала, могут получить существенный удар. Это, прежде всего, “уязвимая пятерка” стран - Индия, Индонезия, Бразилия, Турция и ЮАР. Эти страны имели профицит счета текущих операций, что означает дефицит счета капитала (в концепции платежного баланса эти статьи равны друг другу со знаком минус). Повышение ставок в США может вызвать ужесточение кредитования во всем мире, создать дефицит капитала в некоторых развивающихся странах, а следом может проявиться проблема госдолга, банковские и валютные кризисы и прочие беды, вплоть до “Азиатского кризиса 2.0”.

Кризис случится, но не сейчас

Примерно так выглядит рациональная идея, лежащая за падением активов развивающихся стран. Правда здесь есть оптимисты, и неожиданно среди них [оказался](#) “mister Doom” Нуриель Рубини, уверяющий что “уязвимая пятерка” сможет избежать кризиса. Разница связана с валютным режимом, который является плавающим для названных стран.

При фиксированном курсе центральный банк страны повышает процентные ставки, чтобы сдержать бегство капитала. Он делает валюту своей страны дефицитной. Но это приводит к тому, что в стране резко ухудшается кредитование, следом возникает кризис неплатежей, затем возникает банковский кризис. Он может сочетаться с кризисом госдолга, потому что высокие ставки делают сложным рефинансирование правительственных займов. Экономика входит в штопор, безработица взлетает, происходят массовые банкротства. В какой-то момент политики решают, что достаточно, отпускают курс, насыщают внутренний рынок ликвидностью, переходят к эмиссионному финансированию. В это время правительства могут объявить дефолт по внутреннему или внешнему долгу. Это приводит к “рефляции”, долг размывается инфляцией, экономика восстанавливается. Звучит знакомо после 1998 и 2008?

При плавающему курсу руки центробанка не связаны. Он может держать ставки низкими и не беспокоиться об оттоке капитала. Поэтому мы считаем совет аналитиков Сбербанка повысить процентные ставки - это путь к банковскому кризису. И также считаем, что Турция зря пошла на это (правда, их валюта остается плавающей, так что кризис этой стране, похоже, удастся избежать).

При плавающем режиме падение валютного курса (“девальвация”) приводит к стимулированию экономики. При

| Страны с фиксированными валютными курсами | | |
|---|-----|----------------------|
| Country | ISO | Rate Anchor |
| Anguilla | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Antigua and Barbuda | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Aruba | AWG | 1.79 USD/AWG |
| Bahamas | BSD | 1 USD/BSD |
| Bahrain | BHD | 0.376 USD/BHD |
| Barbados | BBD | 2 USD/BBD |
| Barbuda and Antigua | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Belize | BZD | 2 USD/BZD |
| Benin | XOF | 655.957 EUR/XOF |
| Bermuda | BMD | 1 USD/BMD |
| Bhutan | BTN | 1 INR/BTN |
| Bonaire | ANG | 1.79 USD/ANG |
| Bosnia and Herzegovina | BAM | 1.95583 EUR/BAM |
| Botswana | BWP | Crawling ban BWP/USD |
| Brunei Darussalam | BND | 1 SGD/BND |
| Bulgaria | BGN | 1.95583 EUR/BGN |
| Burkina Faso | XOF | 655.957 EUR/XOF |
| Burma (Myanmar) | MMK | 8.50847 MMK/SDR |
| Burundi | BIF | Basket EUR/JPY/USD |
| Cote D'Ivoire | XOF | 655.957 EUR/XOF |
| Cameroon | XAF | 655.957 EUR/XAF |
| Cape Verde | CVE | 110.265 EUR/CVR |
| Cayman Islands | KYD | 1.2 KYD/USD |
| Central African Republic | XAF | 655.957 EUR/XAF |
| Chad | XAF | 655.957 EUR/XAF |
| China | CNY | Crawl-like |
| Communaut Financire A | XAF | 655.957 EUR/XAF |
| Comoros | KMF | 491.96775 EUR/KMF |
| Comptoirs Franais du P | XPF | 119.33 EUR/XPF |
| Congo/Brazzaville | XAF | 655.957 EUR/XAF |
| Costa Rica | CRC | Crawling ban |
| Cuba | CUP | 1 USD/CUP |
| Curaao | ANG | 1.79 USD/ANG |
| Denmark | DKK | 7.46038 EUR/DAK |
| Djibouti | DJF | 177.721 USD/DJF |
| Dominica | XCD | 2.7 USD/XCD |
| East Caribbean Dollars | XCD | 2.7 USD/XCD |
| El Salvador | SVC | 8.75 USD/SVC |
| Equatorial Guinea | XAF | 655.957 EUR/XAF |
| Faroe Islands | DKK | 7.46038 EUR/DAK |
| Fiji | FJD | FJD/USD |
| French Pacific Islands (| XPF | 119.33 EUR/XPF |
| Futuna and Wallis Island | XPF | 119.33 EUR/XPF |
| Gabon | XAF | 655.957 EUR/XAF |
| Gibraltar | GIP | 1 GBP/GIP |
| Greenland | DKK | 7.46038 EUR/DAK |
| Grenada | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Grenadines (The) and S | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Guinea-Bissau | XOF | 655.957 EUR/XOF |
| Honduras | HNL | Crawling ban |
| Hong Kong | HKD | 7.8 USD/HKD |
| Iraq | IQD | |
| Jordan | JOD | 0.709 USD/JOD |
| Kuwait | KWD | Composite |
| Lebanon | LBP | 1507.5 USD/LBP |
| Lesotho | LSL | 1 ZAR/LSL |
| Libya | LYD | 0.5175 LYD/SDR |
| Lithuania | LTL | 3.4528 EUR/LTL |
| Macao | MOP | 1.03 HKD/MOP |
| Macedonia | MKD | |
| Maldives (Maldiva Islan | MVR | 12.85 USD/MVR |
| Mali | XOF | 655.95 EUR/XOF |
| Malvinas (Falkland Isla | FKP | 1 GBP/FKP |
| Montserrat | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Morocco | MAD | Basket |
| Namibia | NAD | 1 ZAR/NAD |
| Nepal | NPR | 1.6 INR/NPR |
| Netherlands Antilles | ANG | 1.79 USD/ANG |
| Nevis and Saint Kitts | XCD | 2.7 USD/XCD |
| New Caledonia | XPF | 119.33 EUR/XPF |
| Nicaragua | NIO | Crawling ban |
| Niger | XOF | 655.957 EUR/XOF |
| Oman | OMR | 0.3845 USD/OMR |
| Panama | PAB | 1 USD/PAB |
| Qatar | QAR | 3.64 USD/QAR |
| Sao Tome and Principe | STD | 24500 EUR/STD |
| Saba | ANG | 1.79 USD/ANG |
| Saint Christopher | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Saint Kitts and Nevis | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Saint Helena | SHP | 1 GBP/SHP |
| Saint Lucia | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Saint Vincent and The G | XCD | 2.7 USD/XCD |
| Samoa | WST | Basket |
| Saudi Arabia | SAR | 3.7 USD/SAR |
| Senegal | XOF | 655.957 EUR/XOF |
| Sint Eustatius | ANG | 1.79 USD/ANG |
| Sint Maarten | ANG | 1.79 USD/ANG |
| South Sudanese Pound | SSP | Composite |
| Swaziland | SZL | 1 ZAR/SZL |
| Togo | XOF | 655.957 EUR/XOF |
| Tonga | TOP | Composite |
| Tuvalu | TVD | |
| United Arab Emirates | AED | 3.94737 USD/AED |
| Venezuela | VEF | 6.3 USD/VEF |
| Wallis and Futuna Island | XPF | 119.33 EUR/XPF |

Данные Блумберга, 5 февраля 2014

фиксированном курсе девальвация обычно означает крах экономики. Почувствуйте разницу.

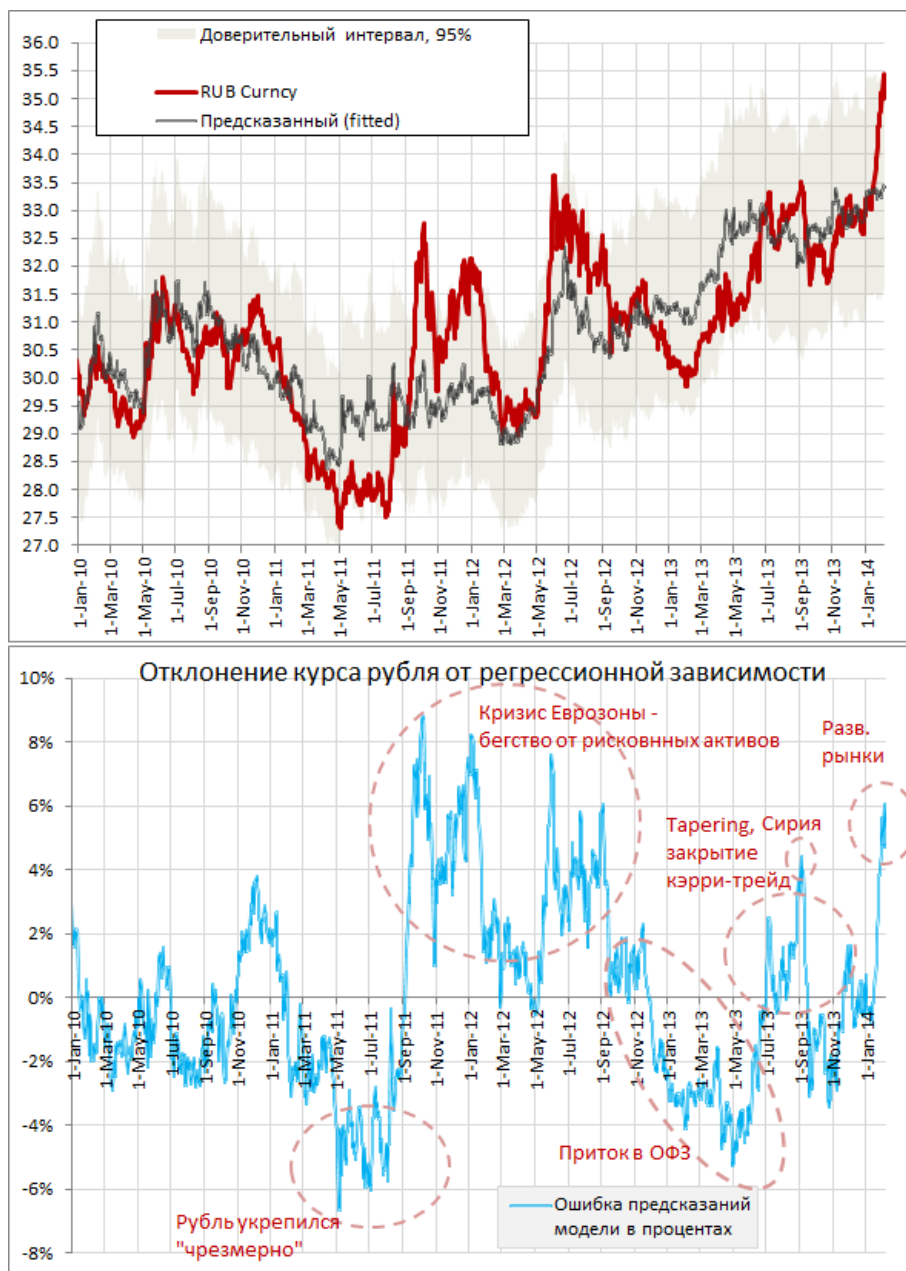
В этом смысле мир изменился - политику фиксированных курсов сейчас проводит крайне мало стран. Из более-менее заметных стран это Китай или страны, связанные с Еврозоной, где Дания привязывает свою крону, Болгария хочет ввести евро. (кстати, кризис Еврозоны также имеет основной проблемой негибкость курсов)

Поэтому мы спокойны, финансовый кризис может случиться еще раз, но вряд ли сейчас. Возможно, на финансовых рынках вскоре наступит успокоенность. Так, вчера S&P 500 «отскочил», +0.8%. Бразильский индекс Ibovespa +1.8%, но это после падения в понедельник на 3%. Европа еще не участвовала в этом росте. STOXX Europe 600 минус 0.2%, индекс ММВБ минус 0.1%. Но сегодня европейские рынки ожидают некоторое повышение с открытия.

Мы еще раз повторяем, что падение рубля было избыточным, и неожиданно для нас оказалось

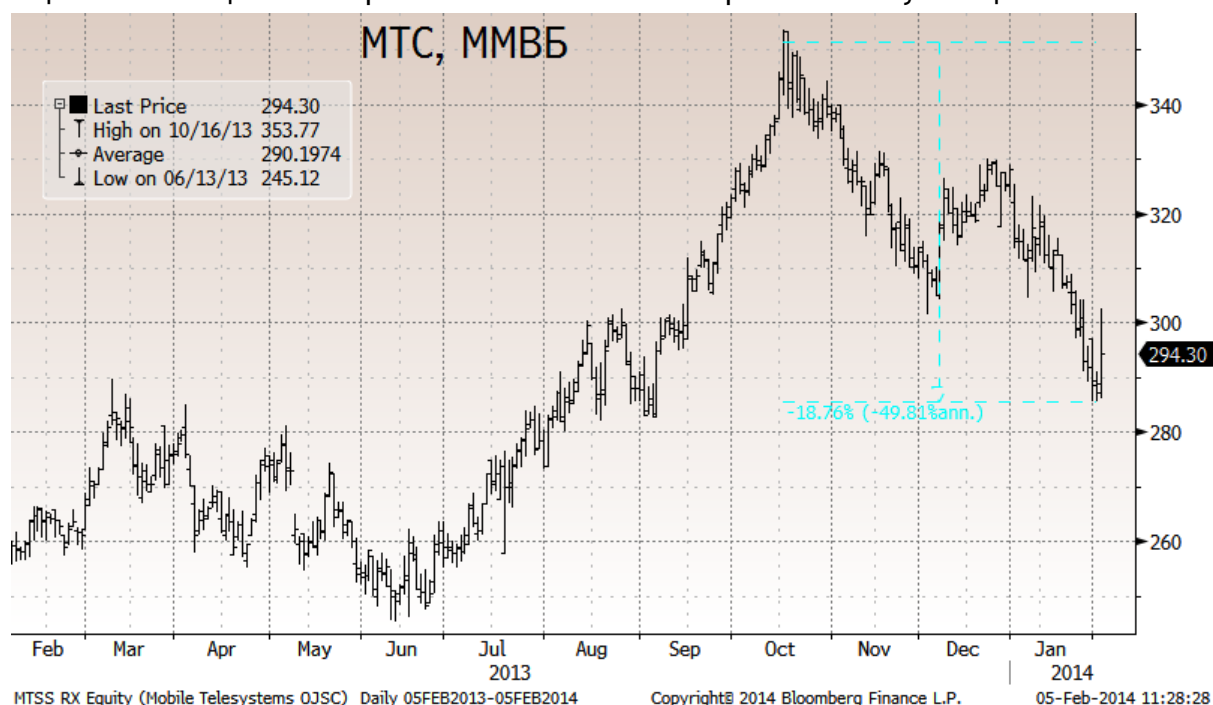
сопоставимым с событиями 2011 и 2012 года на европейском кризисе. Тогда ситуация была куда более тяжелой, чем сейчас. Итак, мы продолжаем ожидать восстановления курса рубля, который при текущей нефти (\$105.9 за баррель) «должен» стоить 33.43 руб./доллар.

С успокоением валютных и долговых рынков развивающихся стран можно ожидать некоторого восстановления рынков акций.

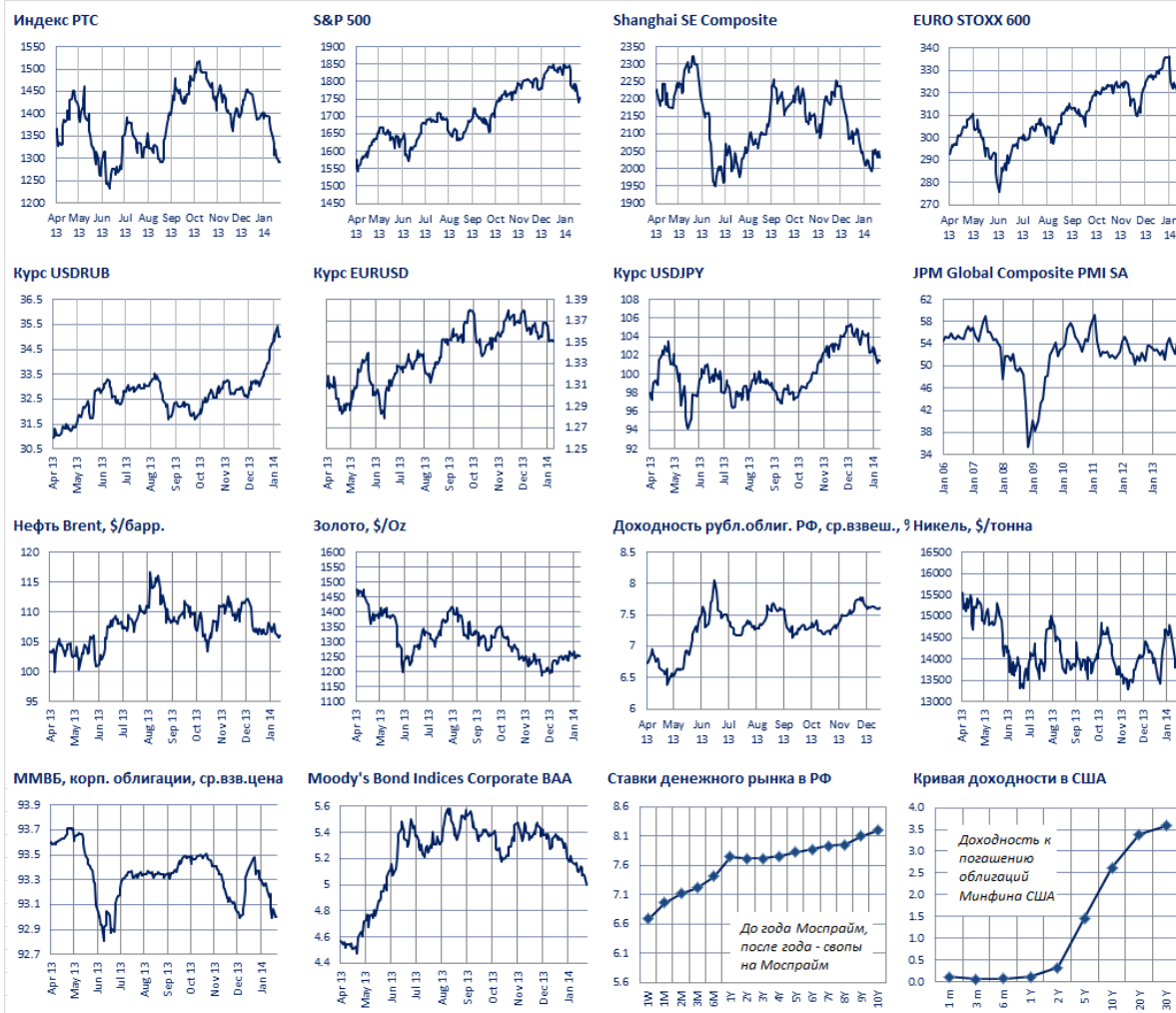


Вкратце:

- «МТС» вчера объявили о повышении дивидендных выплат - в ближайшие два года будет выплачено не менее 90 млрд. руб. (примерно по 45 млрд. ежегодно). Котировки компании отреагировали ростом более чем на 2,5%. Еще в апреле компания пообещала, что по итогам 2013-2015 гг. минимальная сумма дивидендов составит максимальную из двух величин: 75% от FCFF или 40 млрд. руб. ежегодно. «МТС» сумели за последние два года нарастить свободный денежный поток в два раза, что позволяет выплатить акционерам не менее 45 млрд. руб. в форме дивидендов ежегодно. Привлекательность бумаг серьезно повышается с дивидендной доходностью акций в районе 7-8%. Такая дивидендная политика резко контрастирует с Vimpelcom, решившим урезать дивиденды в 20 раз, что делает акции «МТС» еще более привлекательными в секторе телекоммуникаций.



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.