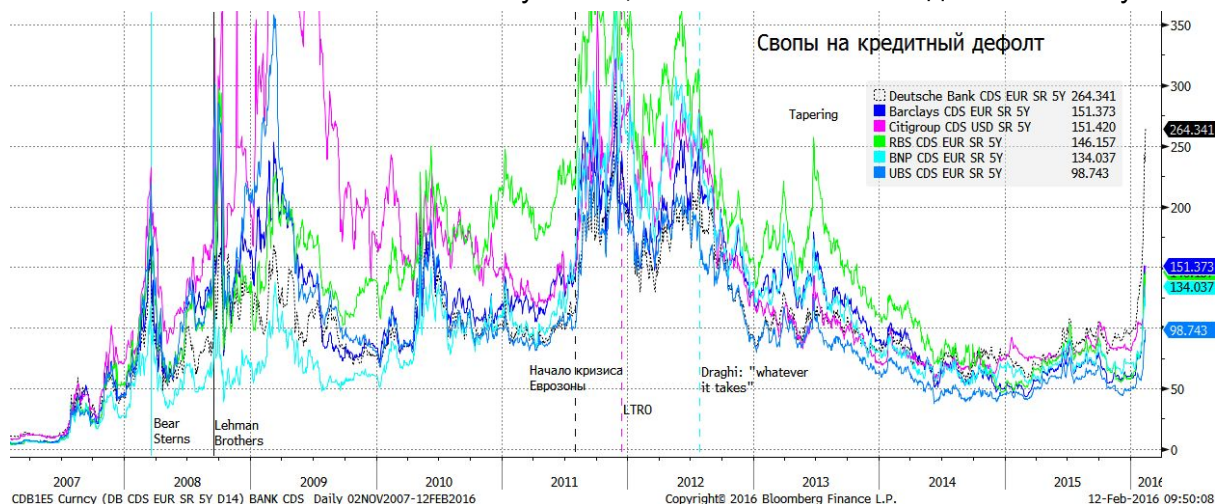


Обзор рынков.

Пятница, 12 февраля 2016

- Финансовые рынки с начала 2016 года вошли в явный режим “risk off” (риск выключен), и этот режим становится все более и более явным. Растут в цене “безопасные гавани” - госбумаги и золото. Наблюдается высокая волатильность и динамика активов напоминающая условия глобальной рецессии. Однако новостей оправдывающих негативные ожидания и страхи почти не так и много.

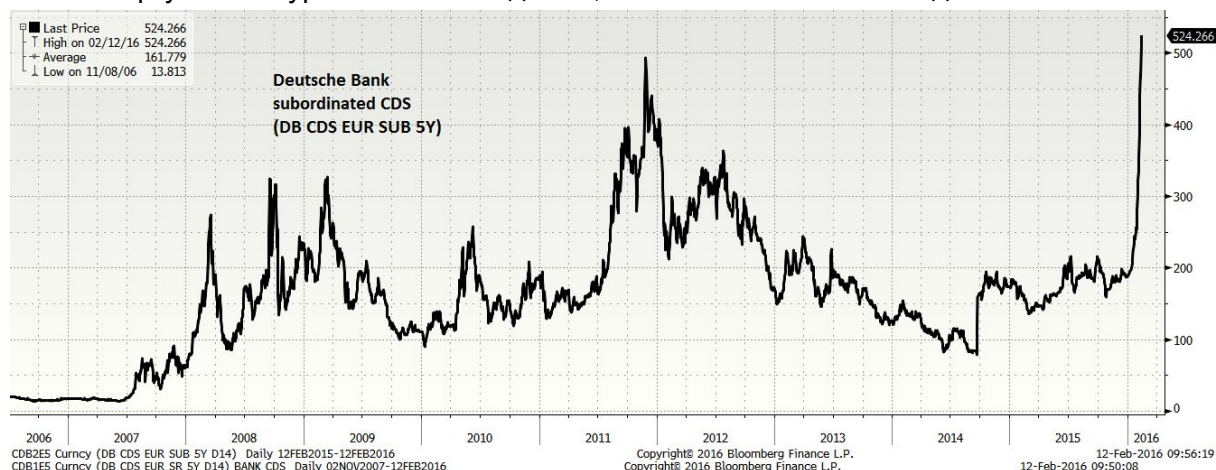
Из цепи событий можно выделить следующее. В конце года ФРС подняла ставку с 0...0.25% до 0.5%, хотя это не является радикальным ужесточением. Однако после 9 лет нулевых ставок это породило “новую реальность”. Также, 2016 год начался с обвала китайских акций, что потянуло за собой распродажи акций по всему миру и, очевидно, способствовало обвалу нефти (Брент доходил до 27 долл./барр.). Сейчас китайцы празднуют новый год по лунному календарю и всю текущую неделю не работают (со следующего понедельника вернутся к обычному режиму). S&P 500 в вчера упал до минимума с апреля 2014 г. (если не обращать внимание на интрадей и считать по закрытию), STOXX Europe 600 в четверг потерял 3.7%, и вышел район новых минимумов с сентября 2013. С максимума в этом году STOXX 600 потерял уже 27%, что соответствует классическим признакам “медвежьего рынка” (падение больше 20%). S&P 500 с исторических максимумов мая потерял только 14%, но это много для этого индекса. Завал продолжается и в текущий момент, на момент написания Nikkei 225 показывает минус 4.9%, с июля 2015 г. это падение 29%. Жуть.



Среди отчетливых признаков текущего момента - резкое ухудшение отношения к банкам. График выше показывает резкое и синхронное расширение спредов свопов на кредитный дефолт крупнейших банков для “старших” (то есть не субординированных долгов).

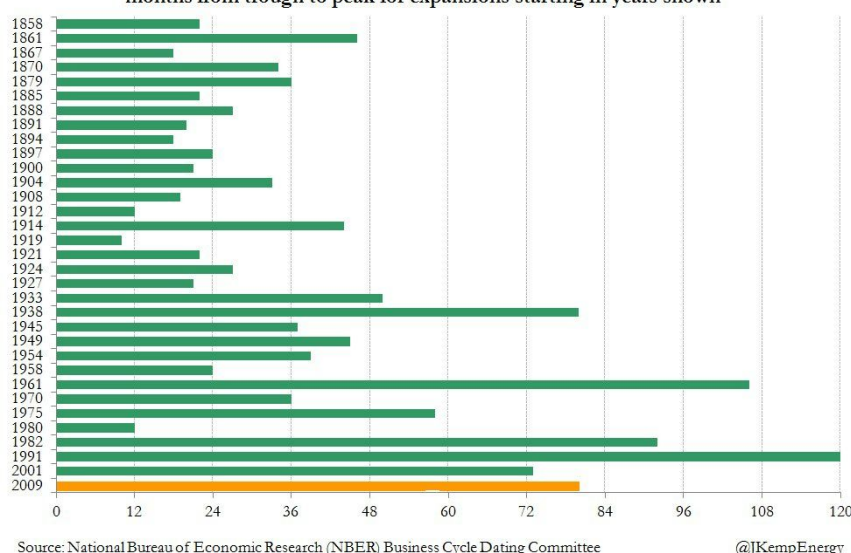
5-ти летний контракт CDS на долги Deutsche Bank-а вчера вырос в цене до 265 б.п. (базисных пунктов). Границы больше 200 б.п. (как и спрэды дефолта >2%) мы бы считали границей начала “джанка” (не-инвестиционного уровня). Отсутствие у банка инвестиционной ступени крайне нежелательно, поскольку может привести к набегу вкладчиков. Нам кажутся маловероятными потери по вложениям огромного глобального банка имеющего большое значение для Германии, страны с рейтингом AAA и большой возможностью занимать.

Однако рынки ожидают потерь в этом банке и растущую необходимость привлечь капитал. CDS на субординированные долги (5-ти летний контракт) Deutsche Bank-а вчера поднялся в цене [до рекордных значений](#) за все время обращения этих контрактов и превзошли рекорды кризис 2007-2009 гг. и период долгого кризиса еврозоны 2011-2012 годов (график ниже - для субординированных долгов банка, которые в случае необходимости конвертируются в акции). Под этим есть основания, [в понедельник вышли новости](#) (мнение аналитика CreditSights), что DB может не заплатить купоны по префамЮ, представляющим собой вариант долгосрочных облигаций, именуемых также CoCo-s - contingent convertible. Так, выпуск DB 6 05/31/49 сейчас торгуется на уровне 12.7% годовых, хотя летом стоил 6% годовых.



Банковский субиндекс STOXX Europe 600 Banks вчера упал на 6% до минимума с 2012 г. [Акции Deutsche Bank-а](#) потеряли уже около 40% в этом году. Проблема банков носит всеохватывающий, глобальный характер. Так, акции Commerzbank в этом году потеряли 33%, но это лишь продолжение падающего тренда, поскольку с апреля потери составляют уже 50%. Акции Citigroup вчера упали на 6.5%, с июля 2015 потери составляют 42%. Акции Credit Suisse вчера упали на 7%, минус 56% с июля 2015.

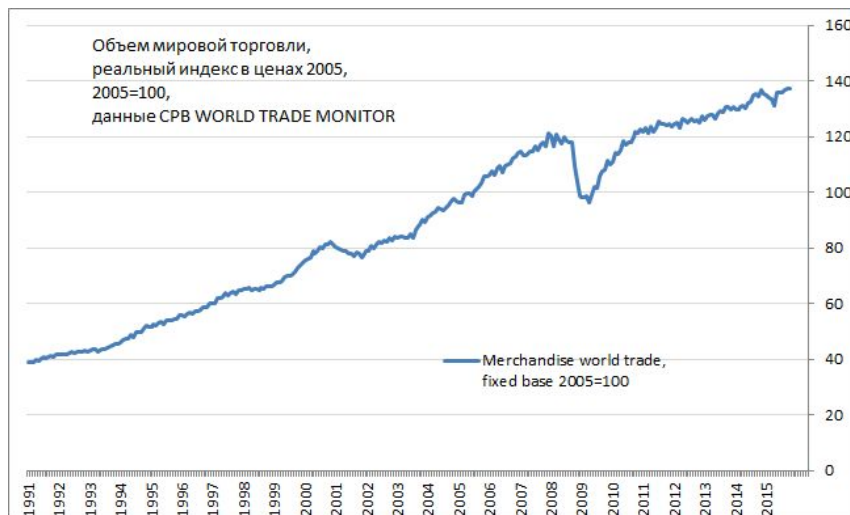
Duration of U.S. business cycles (expansion phase) since 1858
months from trough to peak for expansions starting in years shown



- Но каковы основания жидать проблем в банковской отрасли? В отличие от 2007 года не существует явного источника потерь (когда была суб-стандартная ипотека, хотя,

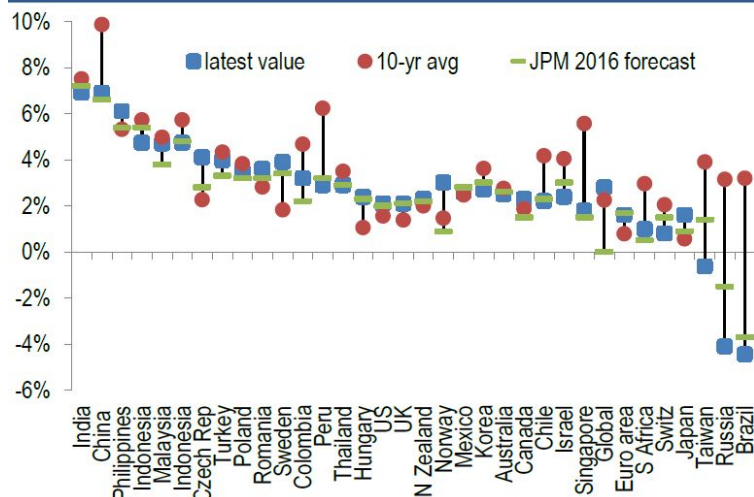
конечно, можно сейчас сослаться на потери сырьевого и нефтегазового сектора). Некоторое основание дает бизнес-цикл. Предыдущая рецессия во многих странах закончилась в 2009 году. С этого времени прошло уже 7 лет.

Для США, это продолжительная фаза расширения и исторически было только 3 более продолжительных периода роста (датировку цикла [дает NBER](#), график выше мы позаимствовали [у Дж.Кэмпбелла из Рейтер](#)). Такая же логика может быть распространена на другие страны мира, поскольку все они прошли экономическое “дно” в районе лета 2009 года.



При этом ни одна важная экономика мира пока не находится в состоянии рецессии, кроме Бразилии, России и Тайваня. Показатели мировой торговли (см. выше [индекс СВП](#), последняя точка - ноябрь 2015) также не предвещают проблем.

Measured by GDP growth, only Brazil, Russia and Taiwan are in recessions
Real GDP growth year-on-year as latest value, JPM 2016 forecast and 10-yr average

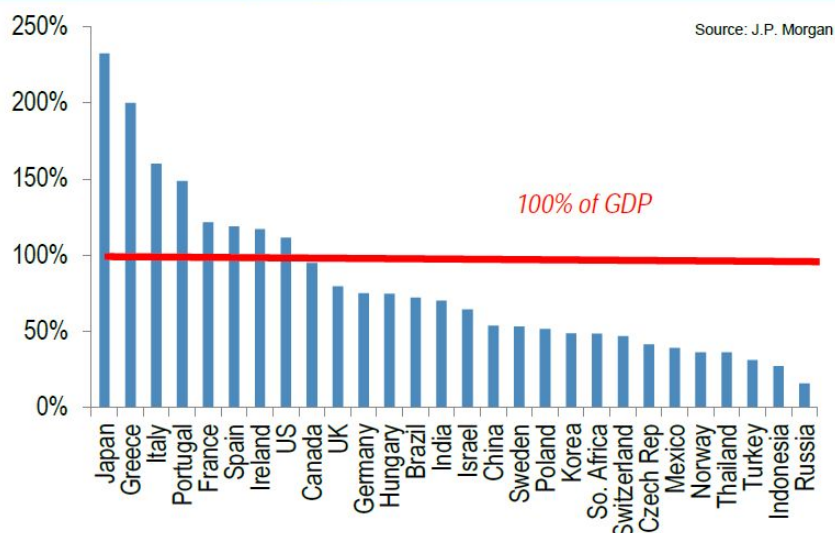


Вчера JP Morgan выпустил записку (график выше из нее), в которой утверждает, что поведение финансовых рынков предполагает, что мир как будто находится в стоянии “рецессии слабой интенсивности” (low-intensity recession). Под ней аналитики банка понимают “состояние слабых, волатильных и убыточных финансовых рынков, но без значимого экономического спада”. Среди факторов этого JP Morgan называет 1) случившийся обвал в Китае, 2) множество секторов находятся в режиме спада, 3) при этом правительства имеют слабые стимулы, для того чтобы дополнительно

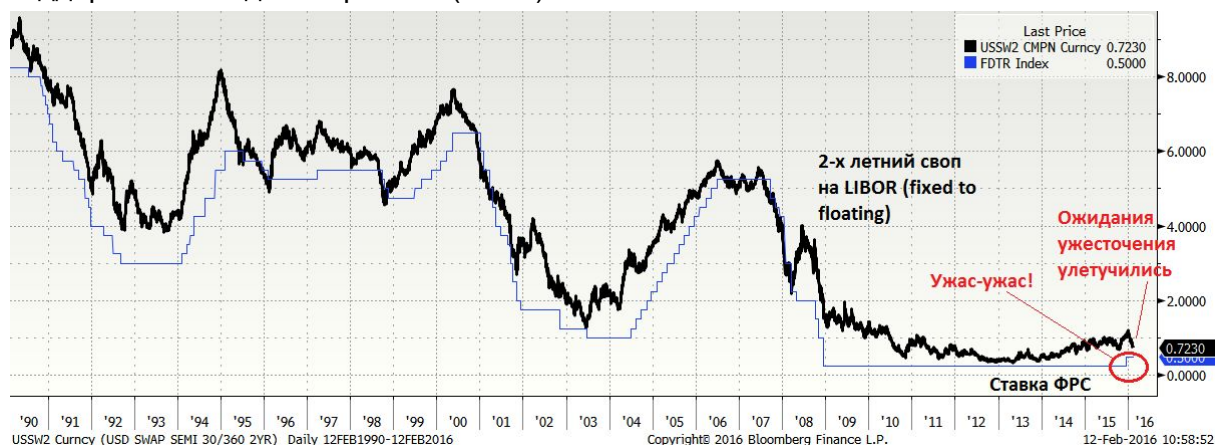
“рефлировать” экономику - то есть, смягчать денежную политику. А вот ряд валютных зон уже находятся в режиме действующего QE. Можно сказать, у центральных банков “не осталось патронов”. Большинство стран имеют большие долги и вряд ли захотят проводить фискальную экспансию (см. график госдолг/ВВП).

Fiscal policy has little scope to ease

Gross government debt as percentage of GDP



Аналитики банка рассуждают, что может стабилизировать рынки и называют следующее. 1) ФРС может отменить цикл ужесточения ставок; 2) Китайская экономика может отреагировать на введенные стимулы и вернуться к росту; 3) Потребители в США и в мире начнут тратить “нефтяной дивиденд”; 4) Предложение нефти снизится, что стабилизирует цены; 5) Оцененность системно-важных рынков станет достаточной для начала покупок; и (важность чего мы не понимаем) 5) Британцы откажутся поддержать выход из Еврозоны (Brexit).



Ужесточение денежной политики ФРС в декабре, похоже, было одним из факторов волатильности рынков. Однако судя по ценам свопов на ставки, рынки перестали ожидать продолжения роста. “Простой ванильный” своп на LIBOR (3 месячный) сроком на 2 года сейчас торгуется на уровне 0.72%. Текущий спрэд LIBOR-OIS составляет 0.4% (расширился из-за роста рискованности банков, летом был на 0.15%). Возьмем нечто среднее, скажем 250 б.п. Тогда ожидаемая средняя ставка ФРС на ближайшие два года составляет 0.72% минус 0.25% равно примерно 0.5%, то есть, текущий уровень. Иными словами, финансовые рынки перестали ожидать ужесточения ставки.

Если это будет заявлено официально ФРС, то это может успокоить финансовые рынки.

- Спрэд облигаций класса В ([BofA Merrill Lynch US High Yield B Option-Adjusted Spread](#)) продолжает расширяться. Это можно расценивать двояко - как растущие ожидания кредитных потерь и как признак ухудшения условий кредитования для низкокачественных заемщиков. На самом деле эти две вещи связаны между собой. Расширение спрэдов означает большие трудности с получением кредита менее качественным заемщикам, нечто вроде “credit crunch”-а, образца 2007 г., который затем привел к реальному экономическому спаду (рецессия в США, напомним, началась в декабре 2007).

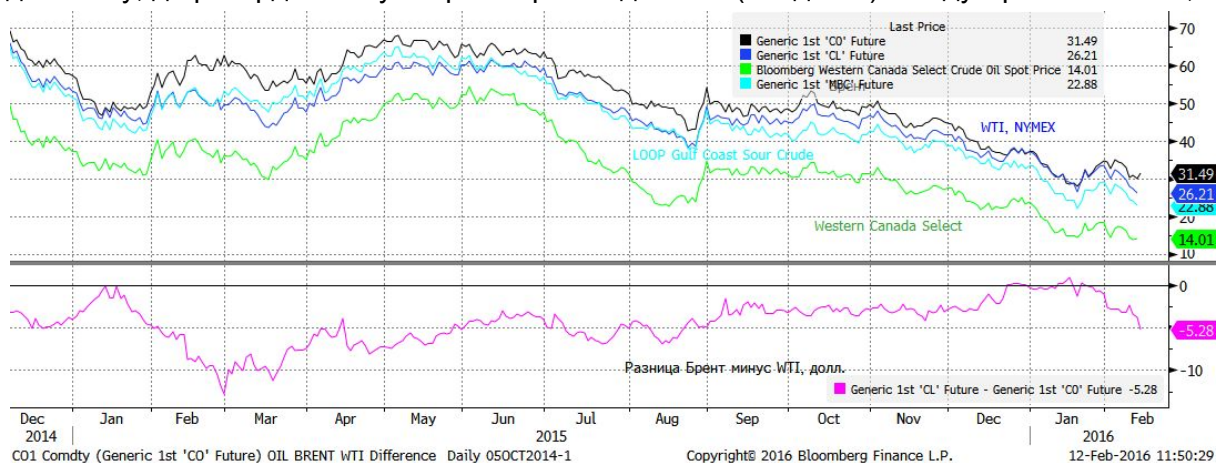


- Мы предлагаем взглянуть на еще одну статью почему падают банки на [на сайте www.weforum.org](#). Причины завала рынков в ней называются примерно похожие. Но банковские акции называются “акциями уверенности”. Если растут ожидания глобальной рецессии, то уверенность в банках падает. С нашей точки зрения уверенность важна, поскольку предполагает вариант самоисполняющегося пророчества. Под ним следует мы понимаем следующее. Люди по каким-то причинам могут иметь изначально неверные, необоснованные ожидания. Такие ложные ожидания могут подвигают их на действия, которые эти ожидания делают реальностью. Примеров самоисполняющихся пророчеств в экономике хоть отбавляй.
 - Предположим, что люди (не обязательно все) стали считать, что банк, в котором они хранят деньги стал рискованным и может потерять деньги, начнут изымать из него деньги, это действие приведет к иссушению депозитной базы, утрате ликвидности, вынудить банк продавать активы по бросовым ценам что приведет к реальным потерям. В предельном случае банк лопнет.
 - Если люди считают, что некий актив (акции, недвижимость) имеет хорошие (или плохие) перспективы, то они будут его покупать (продавать), что способно привлечь других покупателей (продавцов) и образует механизм пузыря (обратного пузыря).
 - Курс рубля и рублевая инфляция, с нашей точки зрения, имели компоненты самореализующегося пророчества. Боязнь потерять в рублях заставляла покупать товары и доллары, избавляться от рубля, что снизило его покупательную способность сверх того, что деловало бы ожидать.Так и в обсуждаемом случае - ожидания глобальной рецессии способны ее вызвать. Вот одна из возможных действующих цепочек. Действуя сообразно этим ожиданиям инвесторы распродают банки, что заставляет банки занимать “оборонительную

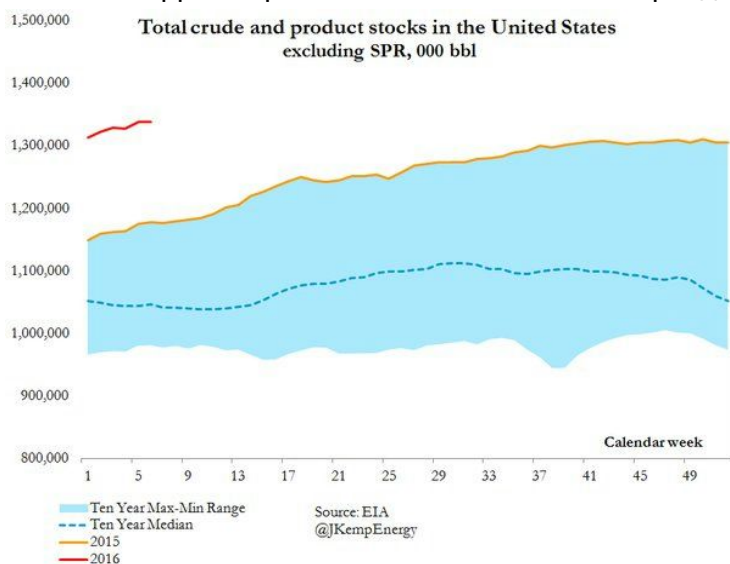
позицию». Финансовые рынки переходят в состояние “risk-off”, объем выделяемого кредита под менее надежных вкладчиков сокращается, следом сокращаются инвестиции, экономика переходит в режим спада.

Так что происходящие колебания на финансовых рынках, в принципе, могли и не иметь достаточного основания, но они имеют серьезные последствия и способны привести к глобальной рецессии. Иными словами, ситуация серьезная.

- “Risk off” касается российских активов. Индекс ММВБ вчера упал на 1.1%, кажется немного, но его “спасает” буфер в виде падающего рубля. Долларовый РТС вчера упал на 3.6%. Курс нацвалюты вчера превышал 80.5/долл. (ночью закрылся на 79.6).
- Цены на американский WTI нефть вчера показали новый минимум (26.2 долл./барр., на предыдущем минимуме 20 января закрытие было 26.5). Brent торгуется чуть выше 30/барр. Итак, цены на северо-американском континенте показывают худшую динамику, до рекорда с августа расширился дисконт (5.3 долл.) между Brentом и WTI,



- В среду EIA опубликовала очередной еженедельный отчет о рынке нефти. [Уровни запасов нефти и нефтепродуктов](#) (исключая стратегические) в США сейчас выше на 160 млн. барр. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

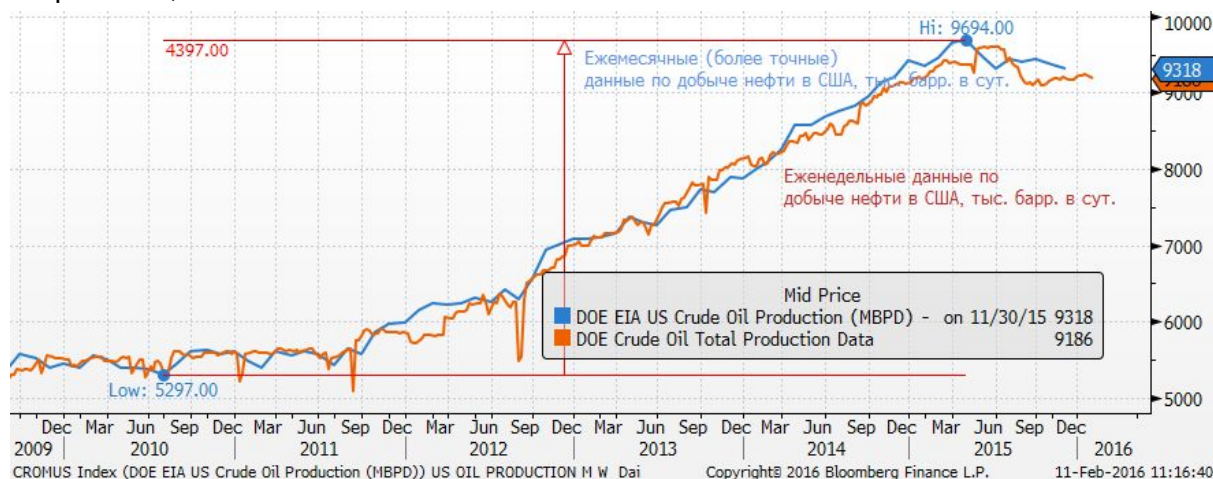


Всего в мире порядка 1 млрд. барр. “лишних” запасов нефти и нефтепродуктов, сверх ист. нормы. И в 1-м пг. 2016 к этому добавится еще около 300 млн. барр. Даже если рынок станет дефицитным (например на 1.5 млн. млн. барр. в сутки, накопленного объема хватит на несколько лет. Это главная причина почему не следует ждать



быстрого роста цены нефти.

Добыча на территории США по еженедельным данным, которые не очень точны, но оперативны, немного снизилась.



Между тем, практически все аналитики “смотрят вверх” в отношении нефти.

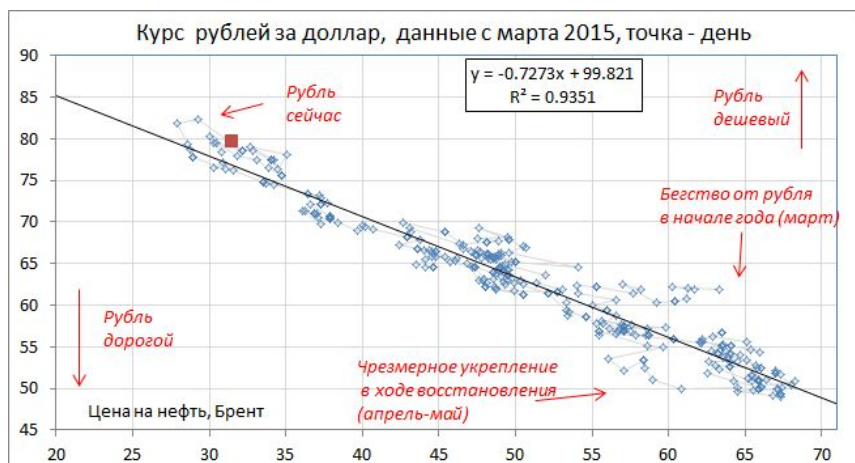
Следующий скриншот показывает последние оценки Брента, зарегистрированные в Блумберг. Мы отсортировали по дате. Обратите внимание, что нет ожиданий цен ниже 30 долларов (обычно прогнозисты дают средние цены за период, в данном случае - квартал). Медианные оценки упорно указывают вверх.

C0J6	31.49	+1.43		31.49 / 31.51	12 x 10	Prev	30.06	
At 11:45d	Vol	10640	Op	31.31	Hi	31.85	Lo	31.21
							OpenInt	346482
Commodity Price Forecasts: Product Detail								
ICE Brent \$/bbl								
Quarterly Forecast								
Spot								
Median	As Of	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	
Mean	02/08/16	35.00	39.50	44.50	49.00	49.00	52.25	
High	02/08/16	37.70	40.76	46.20	50.30	48.70	50.55	
Low	02/08/16	59.00	63.00	76.00	76.00	62.00	65.00	
Current Fwd	02/08/16	30.00	30.00	37.00	34.50	33.00	32.25	
Diff (Median - Curr)	02/11/16	31.29	32.42	34.65	36.54	38.21	39.51	
		+3.71	+7.08	+9.85	+12.46	+10.79	+12.74	
Firm								
Analysts (41)								
1) Wells Fargo Securities LLC	R. Read	02/08/16	30.00	34.00	43.00	46.00	47.00	51.00
2) Commerzbank AG	E. Weinberg	02/05/16	34.00	40.00	45.00	50.00	53.00	55.00
3) Itau Unibanco Holding SA	I. Goldfajn	02/05/16	32.20	35.00	41.70	51.70	55.00	55.00
4) Raiffeisen Bank International	H. Loacker	02/04/16	30.00	34.00	43.00	49.00	52.00	52.00
5) Promsvyazbank PJSC	S. Narkevich	01/28/16	35.40	38.40	39.20	34.50	33.00	32.25
6) MPS Capital Services Banca p	M. Porciatti	01/28/16	31.00	35.00	37.00	40.00	--	--
7) BMO Capital Markets Corp/Tor	R. Ollenberger	01/26/16	40.00	40.00	50.00	50.00	--	--
8) Danske Bank A/S	J. Pedersen	01/26/16	30.00	30.00	40.00	44.00	46.00	48.00
9) Citigroup Inc	E. Morse	01/26/16	34.00	31.00	41.00	52.00	55.00	56.00
10) UniCredit Markets & Investme	J. Hitzfeld	01/25/16	33.00	35.00	40.00	40.00	40.00	--
11) HSBC Holdings PLC	G. Gray	01/25/16	35.00	40.00	50.00	55.00	--	--

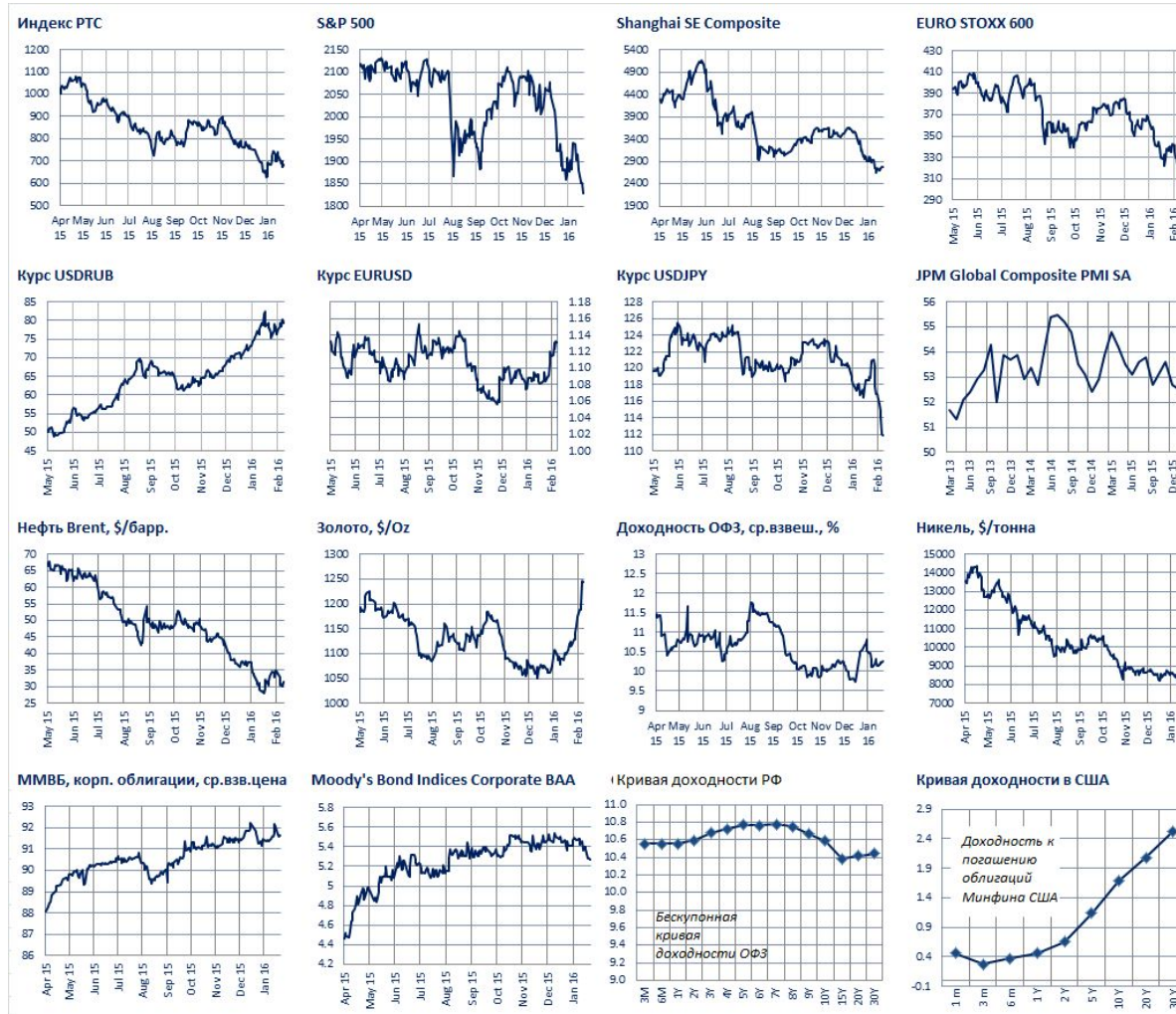
*Forecasts made 180+ days ago (shown in grey) are excluded from median calculation.

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 55 11 2335 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2016 Bloomberg Finance L.P. SN 157580 YEKT GMT+5:00 H834-4146-0 12-Feb-2016 11:55:25

- Ну и напоследок, “[скаттер-плот](#)” номинальных USD-RUB против нефти.



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.