

## Финансовые рынки. Понедельник, 13 октября 2014

- Глобальная распродажа активов продолжается. После заметного падения на прошлой неделе, рынки сегодня опять “красные”. Фьючерс на S&P500 минус 0.4%, азиатские рынки падают примерно на 1%. Режим “risk off” также подтверждается ростом золота (1233/унция) и падением доходности госбумаг США (10-ки на 2.28%, минимум с июня 2013).
- Аналитики повсеместно ждут падения [курса евро к доллару](#). Так Deutsche Bank [предсказывает](#) курс 0.95 долл./евро (-30% к текущему) к 2017 и ждет небывалого оттока капитала из Еврозоны. Однако столь стройный консенсус чреват сюрпризом - либо следует ждать обвал прямо сейчас, либо того, что он так и не случится.
- Сегодня российские акции собираются показать новый минимум по долларовому индексу РТС с 2009 года. Рубль продолжает обваливаться, по бивалюной корзине в пятницу пройдено 5 шагов, что предполагает интервенции (5 x 350 млн. = 1.75 млрд. долл.)
- Почему падает рубль? Потому что секторальные санкции закрыли рынок иностранных заимствований для всех российских компаний. Возникший “sudden stop” может разрешиться, только если ЦБ РФ начнет рефинансировать долги компаний и банков РФ за счет международных резервов, иначе ждет еще большее падение рубля (см. пояснения в тексте)
- Киев и ДНР [договорились](#) о линии разграничения. В.Путин отдал указание прекратить военные учения около границы с Украиной, а В.Порошенко отправил в отставку министра обороны Гелетея. Но оптимистов мало, многие считают, что это лишь [временное затишье](#). Также это не означает изменения санкций.

### Кратко:

Падение продолжается. S&P 500 в пятницу потерял 1.15%, пробил минимумы августа, и сейчас на минимумах с мая. Фьючерс на этот индекс предсказывает продолжение падения сегодня. С 19 сентября S&P 500 потерял больше 5%. В пятницу STOXX Europe 600 потерял 1.6%, для него это минимум с марта. С сентября потери достигли 5%.

Российские активы также падают. Индекс РТС потерял 2.2%, минимум с марта, сегодня есть шансы показать новый минимум по закрытию с 2009 года.

Сайт [alphaarchitect.com](http://alphaarchitect.com) напоминает о том, какие могут быть обвалы. Таблица ниже показывает 10 наихудших обвалов для S&P 500 total return index (включающий дивиденды, большая капитализация) и CRSP total return index Equal-weight (низкая капитализация). Полная таблица на сайте содержит 40 подобных обвалов за столетие, по размеру превышающие 5%.

Rank	Date Start	Date End	SP500	EW_CRSP
1	8/30/1929	5/31/1932	-84.59%	-85.86%
2	2/27/1937	3/31/1938	-51.27%	-61.18%
3	10/31/2007	2/28/2009	-50.21%	-55.19%
4	8/31/2000	9/30/2002	-44.41%	-23.78%

5	12/31/1972	9/30/1974	-42.73%	-49.86%
6	8/31/1932	2/28/1933	-30.38%	-38.68%
7	9/30/1939	4/30/1942	-29.81%	-21.00%
8	8/31/1987	11/30/1987	-29.58%	-32.02%
9	11/30/1968	6/30/1970	-29.23%	-48.32%
10	12/31/1961	6/30/1962	-22.33%	-23.03%

Инвестиции в акции подразумевают, что инвестор должен терпеть подобную волатильность. Продажи акций (стоп-лоссы) при падении иногда бывают прибыльными, но часто приводят к тому, что акции продаются на низких уровнях, после чего инвестор перестает участвовать в росте.

Интересную статью на эту же тему предлагает Барри Ритхольтс [на сайте ritholtz.com](http://ritholtz.com). Он задает вопрос, “что если бы Вы были лучшим в мире инвестором, выбирающим акции?” и могли бы заранее определять такие акции, как Эппл, Интел, Майкрософт или Нетфликс в момент их IPO. Ответ таков, что вряд ли смогли бы заработать, чему помешал бы ваш мозг и скорее всего продали бы их до того, как они показали впечатляющий взлет. Так, по его данным:

- [Netflix](http://netflix.com) терял больше 25% за день и таких дней было аж целых 4 штуки. Однажды, в 2011 году эта акция обвалилась на 80% за 4 месяца. В один из дней падение было 41%.
- Сеть [Chipotle](http://chipotle.com) падала более 15% и это было 4 раза. Во время краха 2008-2009 года потери составляли 76%, это на 50% хуже, чем обвалился весь рынок.
- [Tesla](http://tesla.com) вырос на 400% за 6 месяцев, но потом потерял 40% за следующие 10 недель. Один из месяцев принес потери в 25% от стоимости.
- Во время кризиса 2008 года [Google](http://google.com) потерял почти 75%. В один из худших месяцев потери были 36%
- [Apple](http://apple.com) терял по 25% или больше 6 раз за последние 10 лет. И это было после бурного роста. Во время худшей недели он обвалился больше чем в 2 раза, на 51%. Похожий обвал - в 2 раза - был в течение месяца и одного квартала.

Многие инвесторы выбирают путь продаж после того как акции снижаются. Это приводит к тому, что а) акции и фондовый рынок в целом имеют тенденцию двигаться трендами и б) многие инвесторы продают на низких уровнях и покупают (до или после обвала) на высоких.

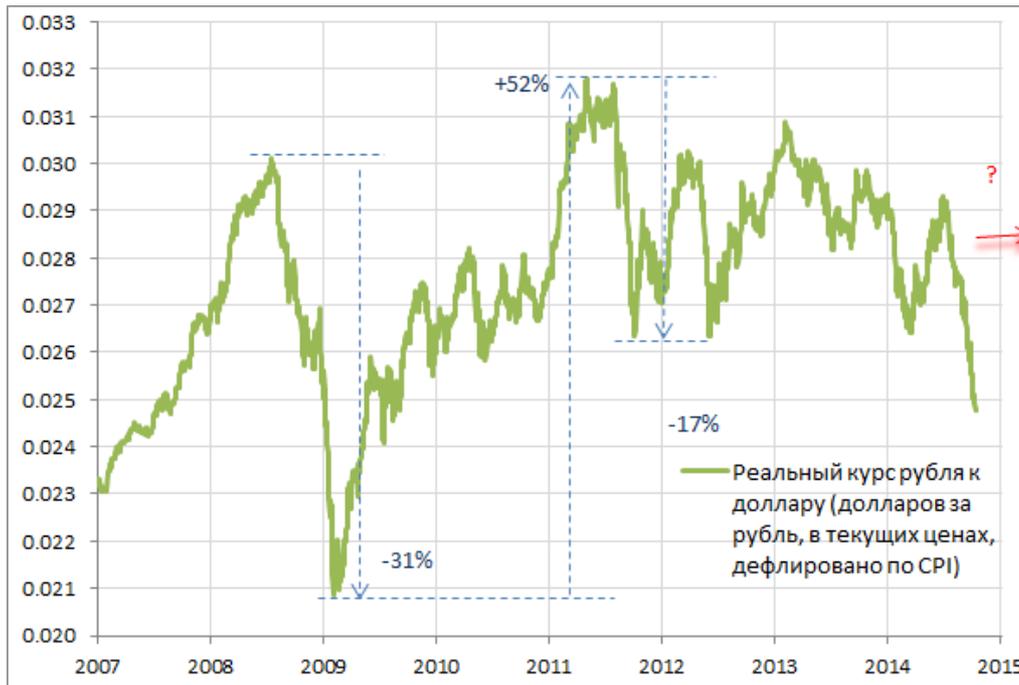
Другая поведенческая проблема - даже если Вы выбрали удачную акцию, то скорее всего продали бы ее до того как она окончательно выросла. Представьте, вы купили Apple по 15 долларов, она выросла до 20 и вы 33% “зафиксировали прибыль”. Но после этого акция продолжила рост, которого Вы лишились.

Падение российского рубля мы интерпретируем следующим образом.

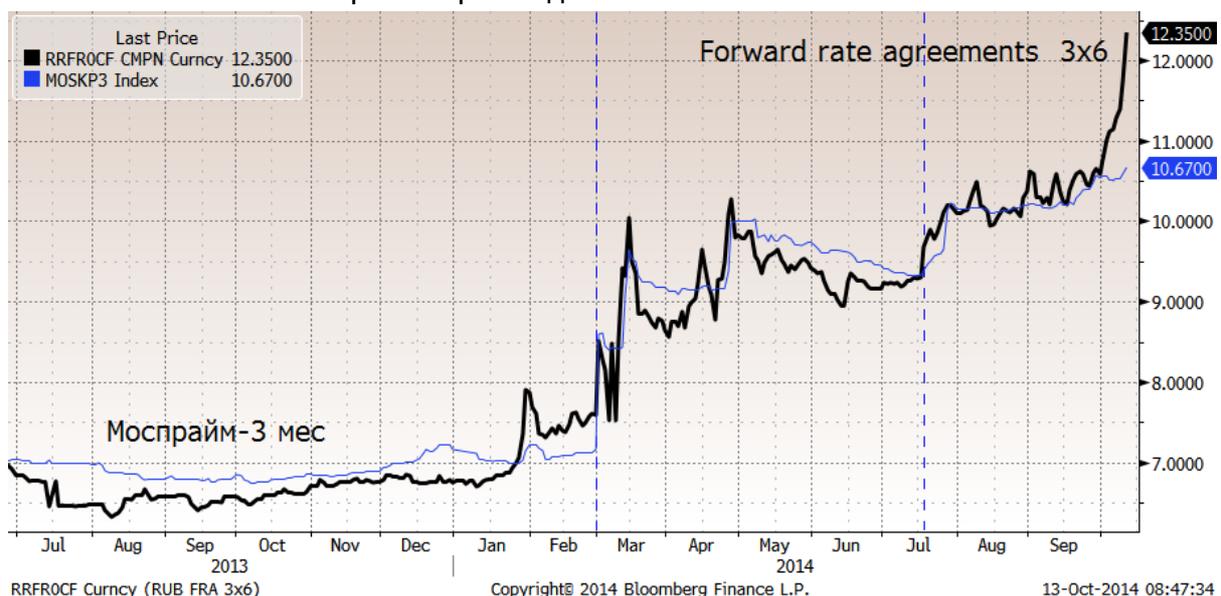
- 1) С введением секторальных санкций в сентябре (после мирного плана) российский бизнес не может больше занимать за рубежом. Формально санкции касаются только государственных компаний, но неформально, даже частный бизнес не может занимать.  
Так в России случился процесс, именуемый у экономистов “sudden stop” - внезапное прекращение притока капитала. Обычно он случается когда инвесторы перестают доверять стране (из-за плохой макрополитики), но

- сейчас причины в геополитике.
- 2) Российский бизнес накопил существенный [долг](#) за рубежом, составляющий 192 млрд. долларов для банков и 422 млрд. долларов для других компаний. Вместе это 614 млрд. долларов.
  - 3) При этом гашение долга нужно производить [по графику](#) (следующий пик после сентябрьского - декабрь), и если нет возможности рефинансироваться, т.е. перезанять, то приходится занимать рубли и покупать доллары или евро на рынке.
  - 4) Это приводит к мощному спросу на рублевый кредит. Компании с лучшим кредитным качеством, которые раньше занимали в долларах (Роснефть или Сбербанк) сейчас вынуждены занимать рубли и будут тем самым выталкивать менее качественных заемщиков с рынков. Это чревато ростом плохих кредитов за счет тех, кто не смог рефинансироваться в рублях (и долларах тоже). Возросли ставки по валютным займам, мы видели сообщения, что МДМ банк стал предлагать депозиты по 7% годовых по долларам - невиданные уровни еще недавно.
  - 5) Россия получает валюту от продажи нефти и газа. Раньше эта выручка финансировала сравнительно небольшой отток капитала и импорт. Сейчас она должна финансировать возврат долгов по сложившемуся графику. А это порядка десятка-двух миллиардов дополнительного спроса на валюту в месяц. В добавок к этому упали цены на нефть, а отток ускорился из-за страхов на геополитике и, возможно, на деле Башнефти. Также импортеры могут придерживать продажу валютной выручки, ожидая лучшие уровни.
  - 6) Стабилизироваться платежный баланс может только за счет импорта, который должен резко сократиться, чтобы притекающей валюты стало хватать. Это может случиться только если рубль значительно обвалится так, чтобы россиянам (бизнесу и населению) импорт стал бы не по карману. Это означает продолжение падения рубля.
  - 7) Исходя из 90 долларов за баррель рубль должен был бы составить 36,9 руб./доллар. Это базовая точка отчета, откалиброванная по «хорошим временам». Можно попытаться посчитать на сколько должен обвалиться рубль в новых условиях остановки внешнего рефинансирования. За год нужно погасить 150 млрд. долларов. Годовой импорт товаров и услуг составлял около 430 млрд., то есть импорт должен упасть на  $150/430 = 35\%$ .
  - 8) Краткосрочная эластичность импорта [составляет](#) близка 1 (1% курса - 1% спроса), что означает необходимость падения рубля на 35% (к валютам стран партнеров).
  - 9) Если предположить (это нереалистично, но все же), что остальные валюты к доллару не изменятся, то можно предположить цель падения рубля к доллару аж до 57 руб./доллар.  $(36.9 / (1 - 0,35))$ . Текущий курс доллара в 40.3 руб./доллар может показаться «цветочками». Мы предупреждаем, что эти расчеты «сделаны на салфетке» и нуждаются в проверке. Но логику они показывают.
  - 10) На графике ниже мы показываем *реальный* обменный курс рубля к доллару, так вот, наши расчеты предполагают, что рубль может упасть ниже чем был в 2009 году ( $1/57 = 0.0017$  долл. за рубль).

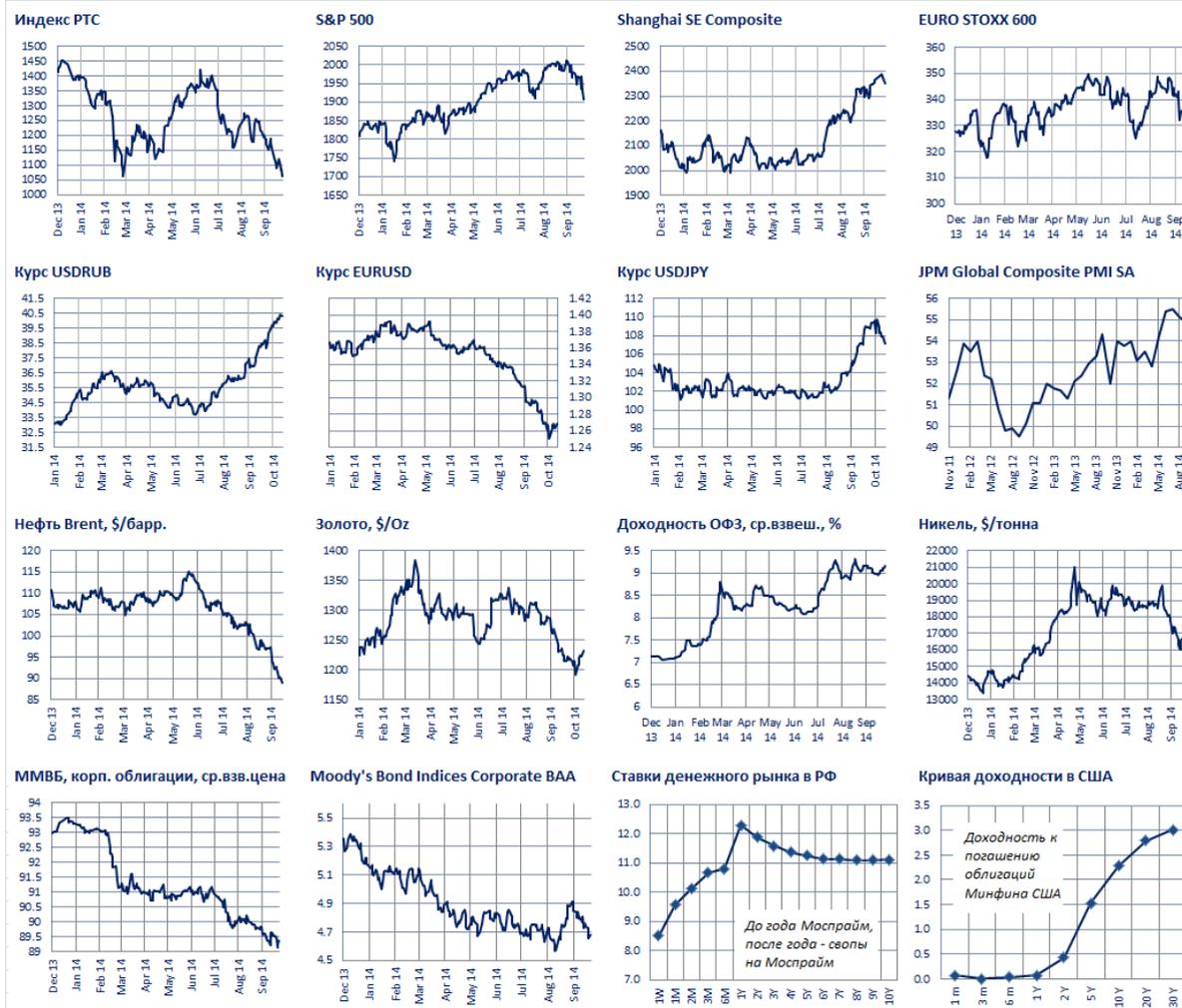
- 11) Что может изменить этот сценарий? Мы считаем, что шансов немного, кроме того что должен вмешаться Центробанк РФ. Для этого он должен начать рефинансировать внешние валютные долги за счет собственных международных резервов. Тогда недостаток валюты на валютном рынке исчезнет и указанный обвал рубля может не произойти.
- 12) А пока ЦБ РФ собирается выдавать валюту [в РЕПО](#) и начать это делать до конца октября. Но это не решит проблемы.



А пока российский финансовый рынок ожидает другого - повышения процентных ставок ЦБ РФ. Блумберг пишет, что премия форвардных рублевых контрактов на 3-6 мес. к 3-мес. ставке Mosprim выросла до максимальных с окт. 2008г. 140 б.п.



## 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.