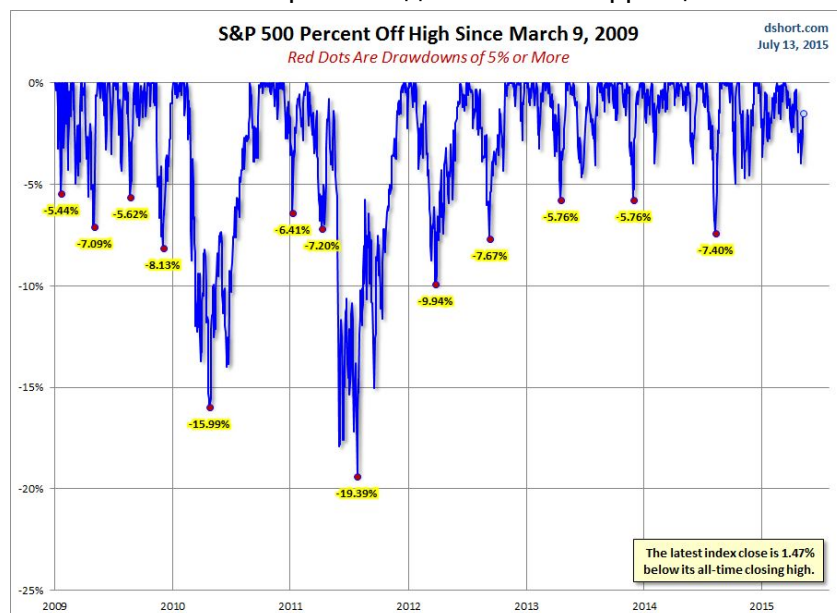


# Обзор рынков

## Вторник, 14 июля 2015

- Резюме последних дней: немедленный [Grexit не состоялся](#), китайский рынок перестал падать, поэтому рискованные активы растут. S&P 500 +1.1%, STOXX Europe 600 +2%, индекс ММВБ +1.2%. Shanghai Stock Exchange Composite сегодня, минус 0.3%, но это нельзя назвать падением, и это на 17% выше, чем внутри-дневной минимум 4 дня назад. График ниже ([с сайта advisorperspectives.com](http://c.сайта.advisorperspectives.com)) показывает “дродауны” (снижение от достигнутого максимума) индекса S&P500 из которых ясно, что греческие события не смогли привести даже к 5%-й коррекции этого показателя.



Брент на 57.3 долл./барр., примерно в середине диапазона колебаний прошлой недели, но все равно близко к минимальным уровням с апреля. Рубль на 56.5/долл. Переговоры с Ираном продолжаются, и идут [крайне трудно](#). В СМИ идут противоречивые сообщения, что переговоры вот вот сорвутся, может начаться [пауза на месяцы](#). Другие сообщают, что сделка [с Ираном неминуема](#), и что может появиться чуть ли не сегодня.

- Сделка, которая была достигнута Грецией с ЕС, активно [обсуждается экономистами](#) и отношение к ней откровенно негативное. Размер долга остается [неустойчивым](#). Первичный дефицит Греции равен 1% от ВВП. Платежи на обслуживание долга, составляют 3-4%, так что фискальный дефицит по-прежнему 2-3%. Будут дальнейшие сокращения с целью 3.5% по первичному дефициту, которые продолжают обваливать экономику.

Банковская система Греции остается недокапитализированна и потому рискованна. Угроза вылета из зоны евро или самостоятельного введения драхмы остается. Капитал продолжит бежать из банков страны, поэтому снятие капитальных ограничений маловероятно. Но даже с ними, капитал будет искать способы уйти из греческих банков, уходя в наличные или маскируясь под счет текущих операций (завышение импортных цен, занижение экспортных). А это означает ничего хорошего для экономики. Ситуация тупиковая, поправить ее может только очень “большая база”, гарантия стабильности финансовой системы страны, которую сами греки дать

не могут, а европейцы не хотят. Сделку с Грецией, [economicsafterdark.com](http://economicsafterdark.com) описывает так: “Премьер-министра Алексиса Ципраса держали за лодыжки, свешенного с балкона до тех пор, пока он не капитулировал”. Делается вывод, что “мыльная опера” продолжится. Надпись на [карикатуре](#) из этого же источника гласит: “Также они могут выйти из ЕС в любой момент, когда захотят”)



Барри Айкенгрин (известный ученый, [занимающийся валютными курсами](#) и макроэкономикой) [пишет на сайте project-syndicate.org](#), что предложение министра финансов Германии В.Шойбле по “временному” исключению страны из еврозоны было деструктивным, создающим дальнейшие угрозы всему евроблоку, включая другие периферийные страны. Если бы Grexit и состоялся сейчас, он был бы не временным, а постоянным.

Предложенную программу он называет “извращенной”, и создающей условия для дальнейшего обвала. Он предсказывает, что данное соглашение все равно приведет к Grexit-у. Это случится либо потому что кредиторы перестанут финансировать страну, поскольку она не сможет выполнить цели. Либо потому что греческое население, уже переживающее гуманитарную катастрофу, восстанет.

Нобелист Пол Кругман назвал зону евро тараканьей ловушкой (в одноименной [статье “Roach Motel Economics”](#)). “После того как вы вошли, вы не сможете выбраться. И как только вы внутри, вы будете во власти тех, то может сокращать вам финансирование ли разрушать вашу банковскую систему пока вы не встанете в шеренгу”. По его мнению, созданная в Европе финансовая система даже хуже, чем была во времена золотого стандарта (имеется в виду то, тогда страны, хотя бы могли девальвировать валюту и получить шанс на рост). По подсчетам Кругмана выходит, что для достижения “внутренней девальвации” при переоцененности цен и зарплат в стране на 25% может потребоваться 100% сокращение экономики.

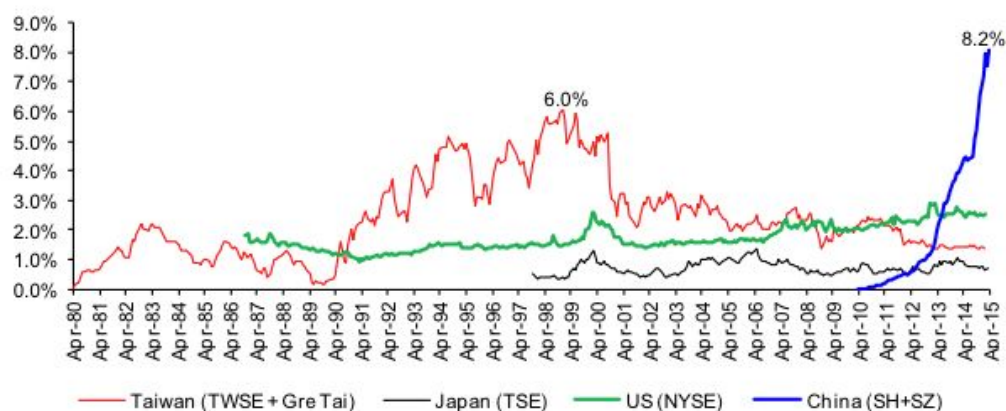
В общем, греческая история и греческая проблема, видимо, еще не раз напомнит о себе и потенциально это может случиться прямо в ближайшие дни.

- Мы продолжаем осознавать то, что случилось в Китае. Пузырь действительно был массовым. К примеру, в мае в Китае было открыто [12 млн. брокерских счетов](#), притом что в России [по официальной статистике](#) только 72 тыс. активных счетов (совершавших сделку хотя бы раз в месяц). И этот пузырь активно использовал долг.

На блоге [ftalphaville.ft.com](http://ftalphaville.ft.com) есть сообщение об оценке кредита, который был задействован в недавнем пузыре акций. По подсчетам Маскуарие он выглядит рекордным, если считать его в долях от free-float. Такой показатель на пике достигал 8.8% - рекорд если сопоставлять с другими странами.

Этот долг известен из официальной статистике и он доходил до 2.3 трлн. юаней. Максимально разрешенный рычаг при маржинальной торговле в Китае составляет 1 к 2. Но в добавление к этому Маскуарие считает, что есть скрытый рычаг, добавляющий еще от 1 до 1.5 трлн. юаней, вложенный через трасты или серое кредитование брокеров. Итого размер долга, мог достигать 3.3-3.8 трлн., то есть 0.5 - 0.6 трлн. долларов. А это уже немалая цифра. К примеру, [по подсчетам Кришнамурти в научной публикации "Amplification Mechanisms in Liquidity Crises"](#) прямые потери на ипотечном кризисе в США составляли не больше 0.5 трлн., но тем не менее вызвали глобальный кредитный кризис. При этом китайская экономика меньше американской.

**Fig 7 Margin debt as % of estimated free float**



Source: Wind, Bloomberg, Macquarie Research, April 2015

Откровенно говоря, мы недооценивали величину кредита в Китае, и были неправы, когда легко отрицали возможность краха китайской экономики вслед за обвалом локальных акций. Мы были беспечны. Но при этом мы по-прежнему считаем, что в Китае банковский кризис все равно маловероятен, поскольку правительство страны рекапитализирует банки и не будет маяться американской дурью, в стиле что не стоит “выделять деньги налогоплательщиков зажившимся банкирам”. Хорошая новость, что [по расчетам Голдман Сакса](#) процесс делевериджинга уже на 2/3 завершен для официально разрешенного долга. Какова ситуация со скрытым рычагом - не ясно, поскольку серое финансирование не может быть оценено точно. Существуют другие оценки серого рычага, порядка 500, 800 млрд. юаней. Но очевидно, что и этот серый долг уже в значительной мере был ликвидирован по маржин-коллам. Мы можем судить об этом по поведению китайских акций, которые перестали валиться.

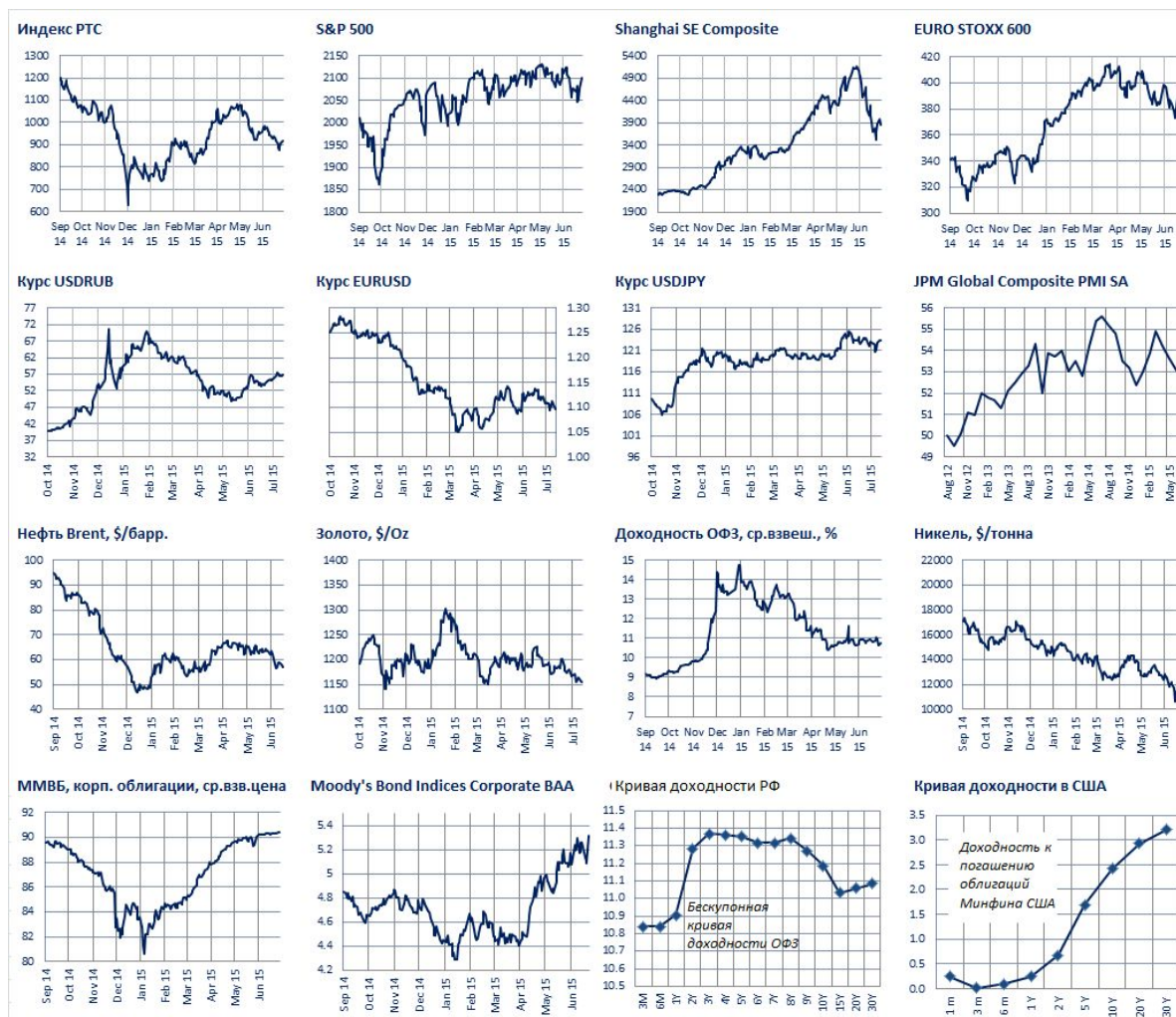
Ликвидация серого рычага также объясняет почему обвал был настолько быстрым.

- Украина [может стать европейским газовым хабом](#) (место, где трубы с нескольких газопроводов сходятся вместе для дальнейшей транспортировки, либо когда одна труба разветвляется на несколько направлений). Евросоюз ищет пути, как можно Украине сократить бюджетный дефицит и сделать необходимые запасы газа до прихода зимы. Напомним, что «Газпром» сейчас перестал поставлять газ Украине.



Вице-президент Еврокомиссии по энергетическому союзу М. Шефчовича собирается встретиться с главами крупнейших газовых компаний. ЕС активно принимает меры по сокращению зависимости Европы от российского газа. Неделей ранее Шефчович вел переговоры с Хорватией о создании газового хаба, крупнейшего на юге ЕС.

## 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.