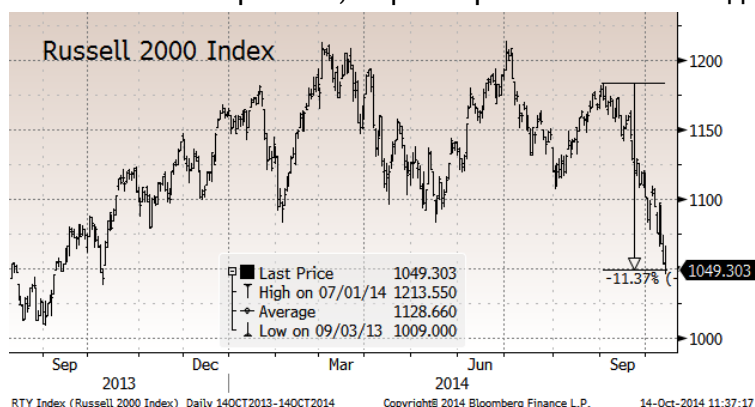


Финансовые рынки. Вторник, 14 октября 2014

- S&P 500 вчера еще обвалился на 1.65%, минус 6.8% с пика 18 сентября. Сегодня фьючерсы на S&P 500 поднялись на 0.6%, возможно, что импульс падения завершился.
- Рубль продолжает валиться. Вчера бивалютная корзина прошла 5 уровней по 5 коп. С конца сентября корзина потеряла 1 рубль или прошла 20 шагов, что подразумевает интервенции в 7 млрд. долл. Если российский бизнес не найдет источников рефинансирования внешних долгов, падение рубля будет продолжаться еще долго (см. обзор вчера).
- ЦБ РФ, Китая [подписали соглашение](#) о свопах на 150 млрд юаней (\$24,5 млрд.) сроком на три года.

Кратко:

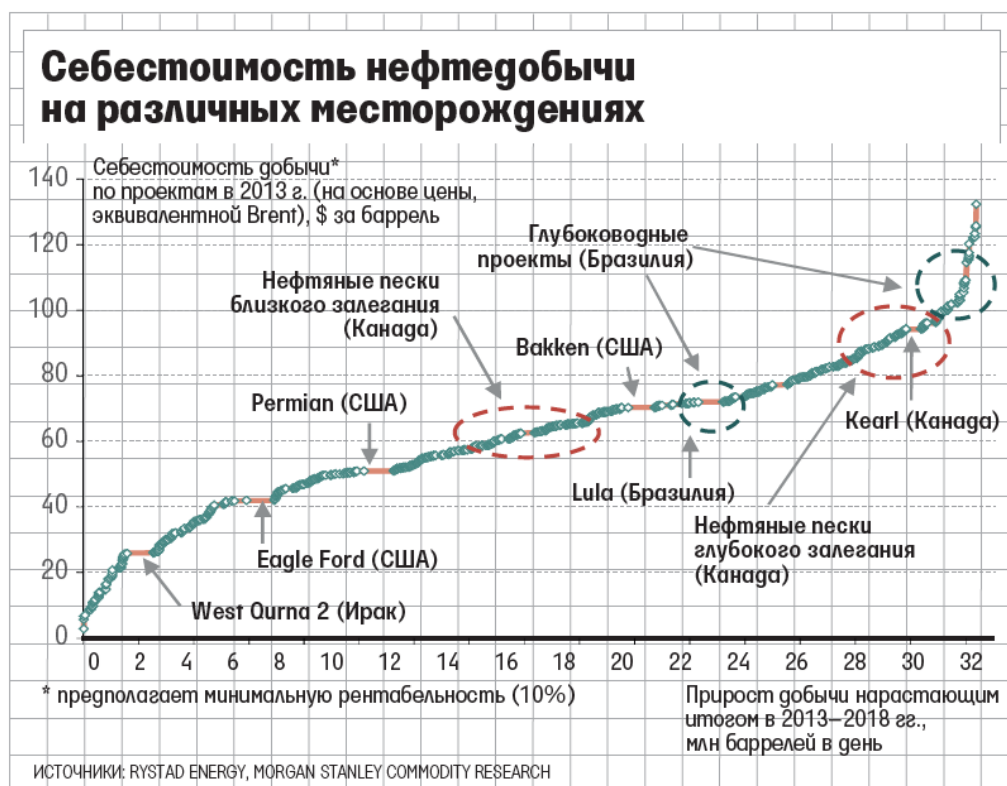
Американские акции вновь упали, но случилось это уже ночью по пермскому времени, а до этого фьючерсы и сам рынок торговались с положительной зоне. Это задавало плюсовой настрой в Европе, так что STOXX Europe 600 закрылся с результатом -0.02%. РТС закрылся +1.15%. Сегодня Азия торгуется в умеренно позитивном настроении, а фьючерс на S&P500 находится в плюсовой зоне.



Давление на рискованные активы не так выражено в крупнокапитализированных

акциях, составляющих S&P500. Потери Russell 2000 (небольшой капитализации) заметно больше, составляют 11% с начала сентября, и эти акции находятся на минимумах с сентября 2013 года. Также обращаем внимание на продолжающийся провал рискованных облигаций (см. график HYG - фонда ETF, вкладывающегося преимущественно в облигации класса BB и B).

“Ведомости” сегодня публикуют статью “Саудовцы дешево себя ценят”, в которой уверяется, что Саудовская Аравия готова потерпеть в течение года-двух цены нефть около \$80 за баррель, с целью удержать долю рынка, а также остановить развитие сланцевых проектов в США. В этой статье содержится график с оценкой маржинальных издержек, включающих отдачу на капитал.



Стандартная микроэкономическая теория различает два вида маржинальных издержек: долгосрочные и краткосрочные. Долгосрочные включают в себя отдачу на капитал. Если цена на рынках низка, то инвестор не будет вкладываться в проект, если не может обеспечить нужную отдачу (на графике это 10%). Однако краткосрочно ситуация иная. Поскольку инвестиции уже сделаны, то малая прибыль лучше, чем ничего. Если работающий проект покрывает только операционные издержки, то продолжит работать, пусть прибыль не покрывает издержки на капитал.

При низких ценах низкомаржинальные, но все-таки прибыльные проекты продолжат работать еще некоторое время, а новые инвестиции в них производиться уже не будут. Соответственно, есть лаг между тем как цены упали и тем когда снизится предложение нефти. Для этого уже запущенные проекты должны перестать производить нефть. Лаг инвестиций может быть довольно большим, и он определяет почему иногда цены на сырье слишком низкие (временное переинвестирование) и почему они иногда слишком дорогие.

Некоторый ориентир рублю может дать наша модель, хотя в условиях санкций она может давать ложный результат. Цена на нефть в 80 за баррель означает курс 41.2 руб./доллар, что не значительно отличается от текущего.

Нефть	мин	Оценка курса на сегодня			макс
	-2*SD	-1*SD	Ожид.	+1*SD	+2*SD
130	31.29	32.21	33.18	34.22	35.32
125	31.62	32.55	33.55	34.60	35.73
120	31.96	32.92	33.94	35.02	36.17
115	32.33	33.31	34.35	35.46	36.64
110	32.72	33.72	34.79	35.93	37.14
105	33.14	34.17	35.27	36.44	37.69
100	33.59	34.65	35.78	36.98	38.27
95	34.08	35.17	36.34	37.58	38.91
90	34.61	35.74	36.94	38.23	39.60
85	35.19	36.36	37.60	38.94	40.37
80	35.83	37.04	38.33	39.72	41.21
75	36.53	37.79	39.14	40.58	42.14
70	37.32	38.63	40.04	41.55	43.19
65	38.20	39.57	41.05	42.65	44.37
60	39.20	40.65	42.21	43.90	45.72
55	40.34	41.88	43.54	45.34	47.29
50	41.68	43.32	45.10	47.03	49.14

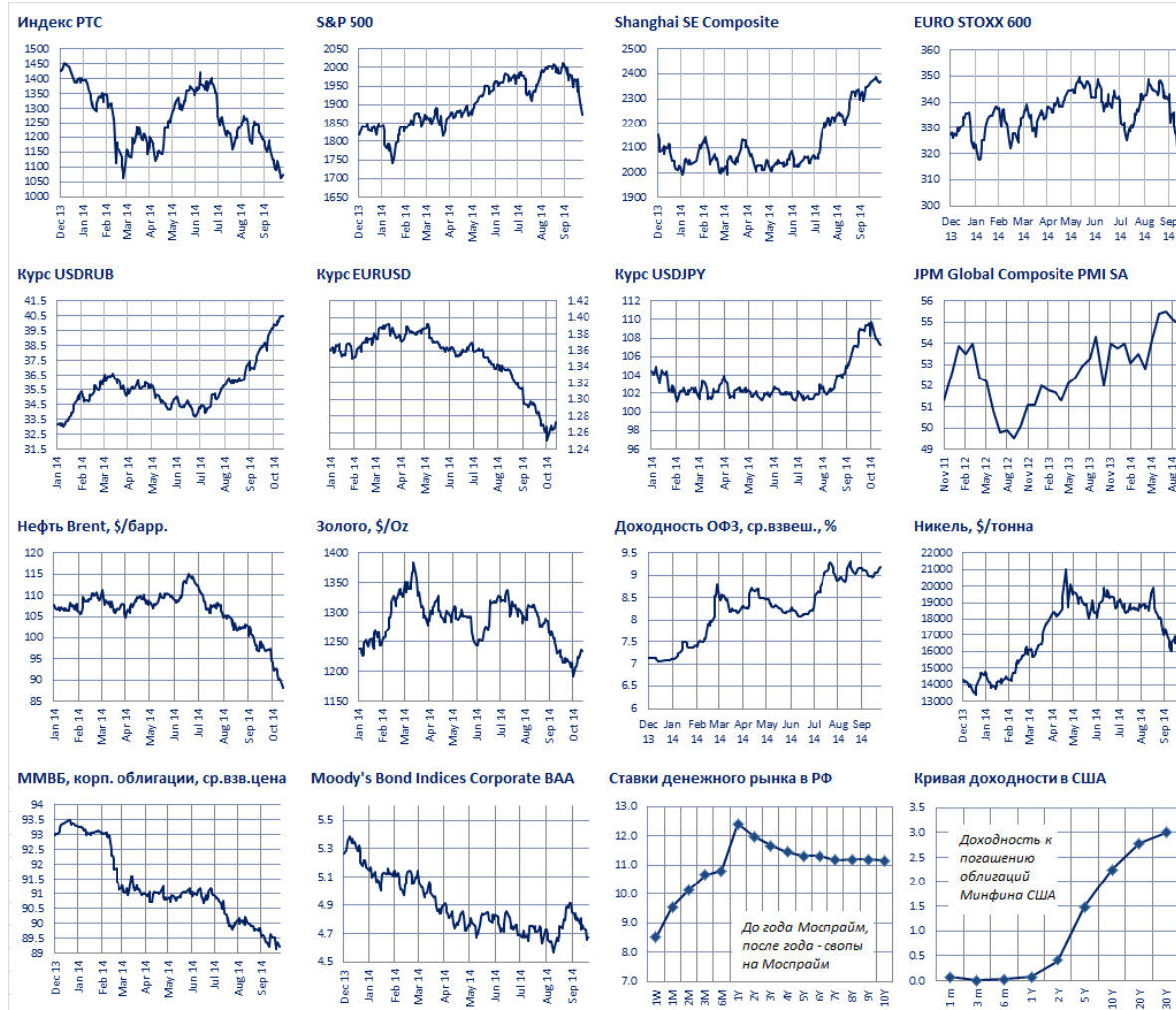
Вчера мы писали, что сейчас большая проблема не цены на нефть, а необходимость гашения внешних долгов из-за невозможности рефинансироваться. Теоретически это может обвалить курс рубля куда больше, чем можно себе представить, скажем, до 50-60 руб./доллар. Необходимость такого глубокого обвала объясняется тем, что только импорт может сбалансировать платежный баланс (продажа нефти по сниженным ценам минус необходимое по графику гашение долга). Это нужно, чтобы сделать импорт дорогим недоступным для россиян.

В подобном ключе вчера высказался Capital Economics. Статья Блумберг об этом содержит следующий текст, отчасти повторяющий наш вчерашний анализ:

За последние месяцы условия выдачи кредитов в России ухудшились, хотя пока нет признаков резкого снижения кредитования экономики из-за санкций, или кризиса межбанковского кредитования масштаба 2008 года, отмечает экономист Capital Economics Нил Ширинг.

- С учетом большого объема внешних заимствований, которые должны быть погашены до конца года, условия кредитования в ближайшие месяцы продолжат ухудшаться: полученный по электронной почте обзор
- Кредитование замедляется прежде всего в розничном секторе, что в последнее время привело к ослаблению потребительского спроса
- Ширинг ожидает, что на октябрьском заседании ЦБР повысит ключевую ставку в ответ на давление, которое в последнее время испытывает рубль, - это приведет к дальнейшему ухудшению кредитных условий на внутреннем рынке
- Руководство страны будет вынуждено использовать часть валютных резервов, чтобы помочь частным компаниям погасить обязательства
- Межбанковская ставка росла на протяжении последних 6 мес., что привело к удорожанию кредитов для реальной экономики

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.