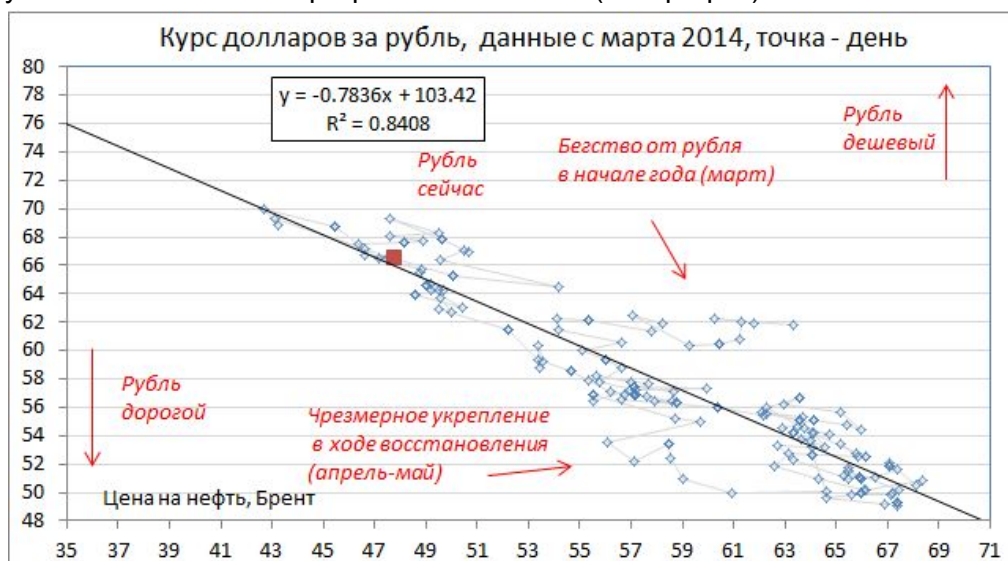


Обзор рынков

Среда, 16 сентября 2015

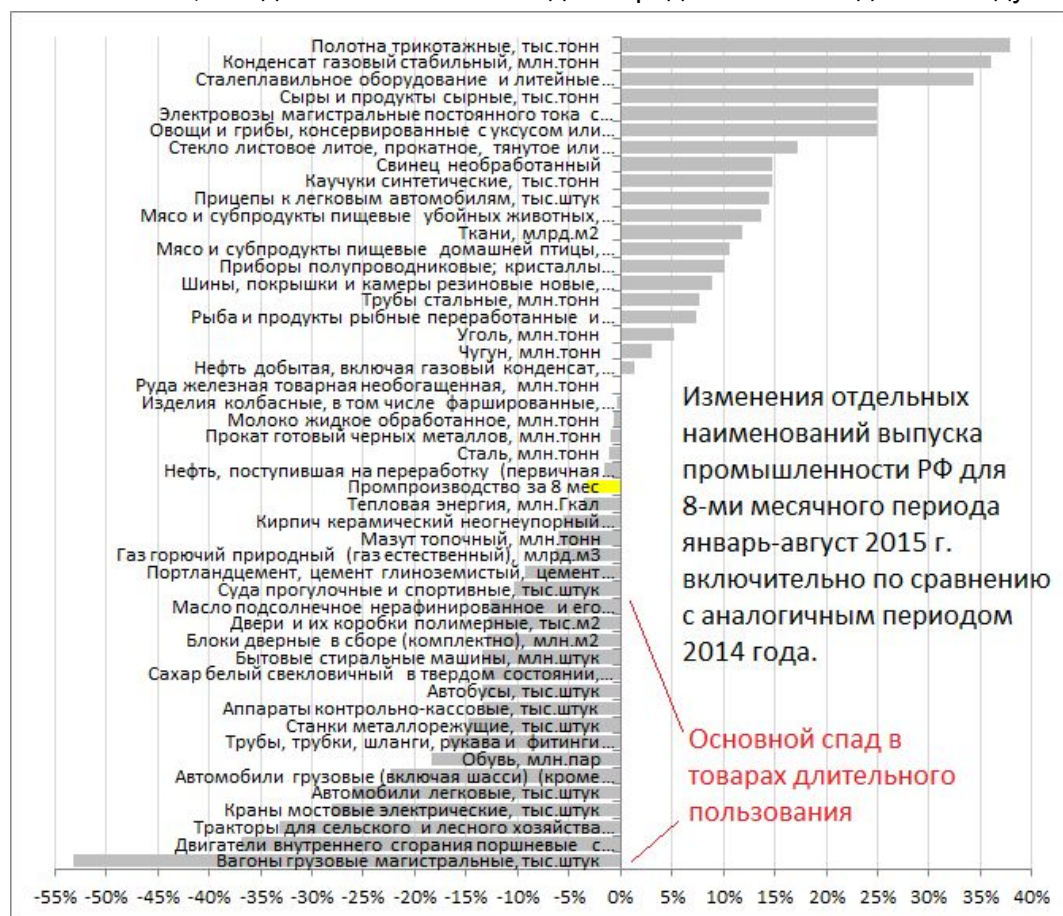
- Сегодня ночью произошла смена ближайшего фьючерса на Брент. Октябрьский фьючерс закончил торги [вчера на 46.6 долл./баррель](#), а следующий, ноябрьский сейчас торгуется на доллар [выше - 47.85 долл./баррель](#). Спекулянты не доводят фьючерсы до физической поставки товара, закрывают позиции офсетными (противоположными) сделками, что может приводить к странным движениям в последние дни на падающей ликвидности. В нефти исчезла волатильность, цены брента продолжают в сентябре оставаться на уровнях немногим ниже 50 долл./барр. Сегодня, как обычно по средам, выйдет уровень запасов нефти в США на прошлой неделе, что способно вызвать новое движение.
- Рубль вчера неожиданно укрепился, курс на Московской бирже вчера закрылся на 66.7/долл. - это максимум с 3 сентября. В СМИ и на лентах комментаторы пытаются это связывать со [сроками уплаты налогов](#) и с предстоящим решением ФРС по ставкам, которое будет объявлено завтра, в 21:00 МСК. Мы, однако, считаем что причина другая - рубль был слегка дешевым относительно текущих цен на нефть. Сейчас курс установился почти на регрессионной линии (см. график)



- В настоящий момент есть интрига, как прореагирует экономика РФ на нефть ниже 50 и на новый провал рубля. Это событие произошло в начале августа и, учитывая лаг воздействия, более-менее полная ясность возникнет лишь по данным сентября и октября. А это - еще пару месяцев ожидания.
 - Первый подвопрос: будет ли падать ВВП дальше, притом что летом были признаки стабилизации, т.е. дна? Очевидно, что это внесет задержку с началом восстановления, но мы считаем, что она не будет слишком долгой.
 - Другой вопрос - как будет реагировать инфляция. Это, в свою очередь, определит монетарную политику БР, а с ней - траекторию выхода из режима спада.Вчера вышла первая цифра в этой интриге - [промпроизводство августа](#). Сглаженная на сезонность Росстатом цифра говорит о продолжении падения. Август-июль минус 0.3%, см. график. Формально - это новый минимум. Но, судя по слабым темпам, это больше похоже на U-образное дно. Опрошенные Блумберг аналитики ждали спад минус 4.5% YoY (август к августу), вышло лучше - минус 4.3%. В июле было -4.7%.



Мы считаем, что случившийся в России спад имеет циклический и инвестиционный характер. Он не является структурным и перманентным, как полагают представители Банка России, что дает им основание ждать продолжения спада и в следующем году.



В логике пессимистов и БР “структурная история” спада выглядит примерно следующим образом. В прошлые годы, при цене на нефть порядка 110 долл. за барр. в российской экономике сложилась определенная структура. Теперь, при ценах ниже 50 долл. за баррель эта структура должна быть изменена. А пока этого не произошло, экономика РФ не может производить столько, сколько производила до этого времени. Это означает, что “потенциальный ВВП” упал. Поэтому быстрый восстановительный (и V-образный рост) невозможен. В этой же связи БР может думать, что не следует снижать процентную ставку, чтобы вернуть экономику в состояние полной занятости (ресурсов).

Мы считаем, что такая позиция БР является неверной. В структурном объяснении спада нам не хватает конкретики. В частности, можно рассказать правдоподобную историю, что в стране сложился избыточный торговый сектор, “перемещающий товары”. С падением рубля и падением импорта таких работников, мощностей должно стать меньше, они должны быть уволены, переучены и перемещены куда-то в другие части экономики.

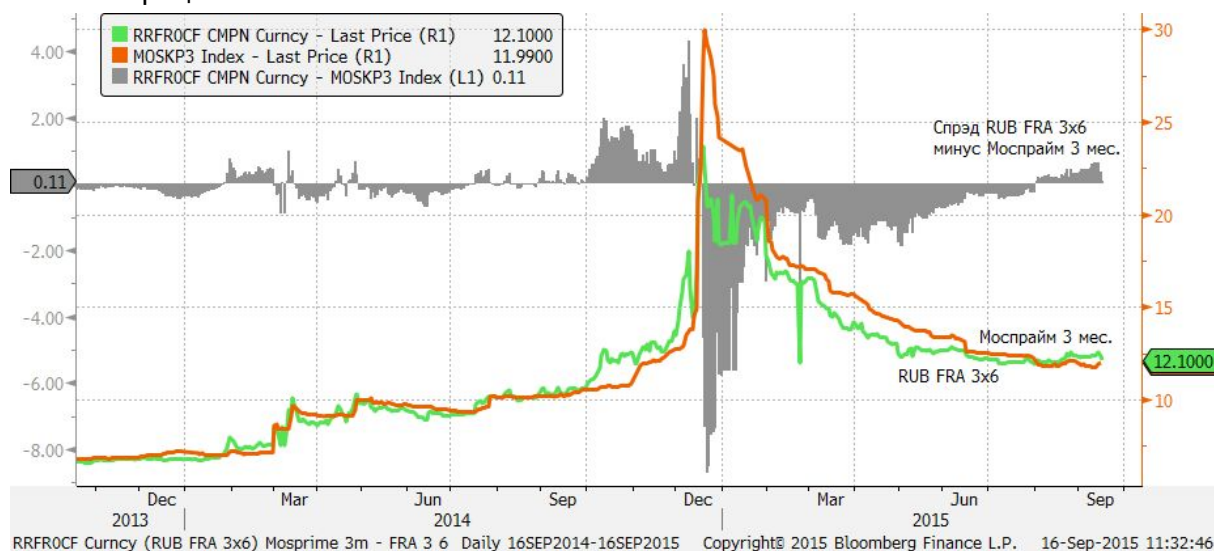


Источник: Росстат.



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

Но это не соответствует фактам (графики [выше - из ДКП](#)). Обвал промышленности идет преимущественно по части техники - вагонов, автомобилей, кранов и двигателей внутреннего сгорания. Мы считаем, что это признак инвестиционного спада, явно имеющего циклическую природу. Это вполне разумное предположение при нынешних высоких процентных ставках.

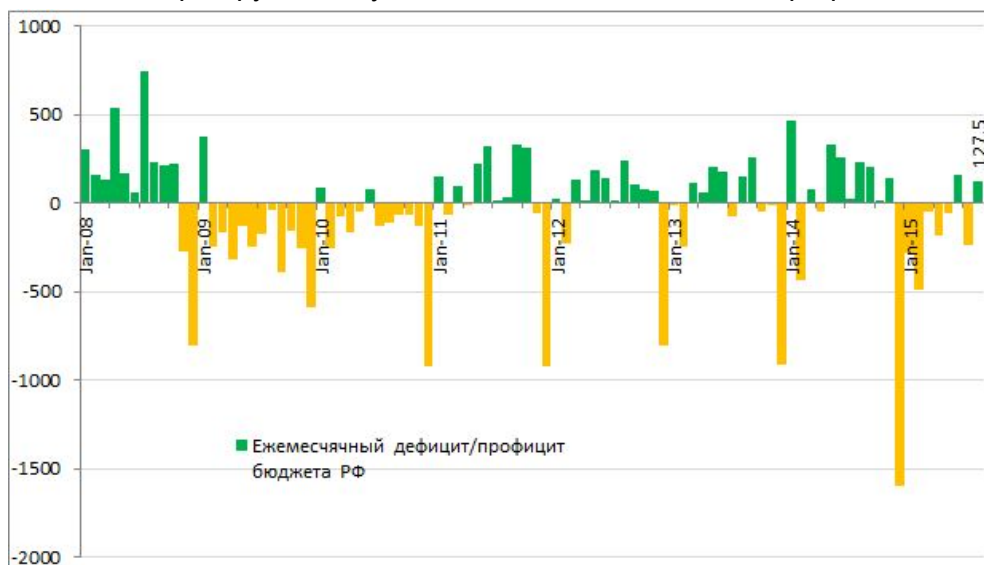


С падением цен на нефть и обвалом рубля до 60-70/доллар создались условия для нового раунда бегства от национальной валюты. Если бегство случится, на него должен отреагировать Центробанк и поднять ставки. График выше сравнивает ставку Моспрайм 3 мес. и соглашения о форвардной ставке (FRA 3x6 - ставка через 3 месяца сроком на 6 месяцев, мы повторили [график из последнего доклада ДКП, см. стр. 17](#)). Третьего августа, когда Brent “пробил” 50 долл./барр. отрицательный спрэд между Моспраймом и FRA сменился на положительный. Это говорит о смене ожиданий

рыночных игроков на снижение ставки и появление ожиданий ее повышения. В последние дни величина спреда стала приближаться к нулю. Причиной этого мы считаем отсутствие признаков бегства от рубля.

Мы ожидаем возврата экономики РФ к росту по мере снижения ключевой ставки БР. Уровень в 10% можно расценивать как водораздел между жесткой денежной политикой и умеренной. Пока ключевая ставка не будет снижена, инвестиционные отрасли продолжают страдать, а кредит будет сокращаться. До конца года БР может вернуться к тренду на снижение ставки, но для этого инфляция должна показать устойчивое замедление. Мы надеемся, что именно так и случится, но хотели бы дождаться данных. Сегодня Росстат опубликует инфляцию на прошлой неделе (по узкой корзине), которая должна пролить свет на то, насколько устойчива реакция инфляции на упавший рубль.

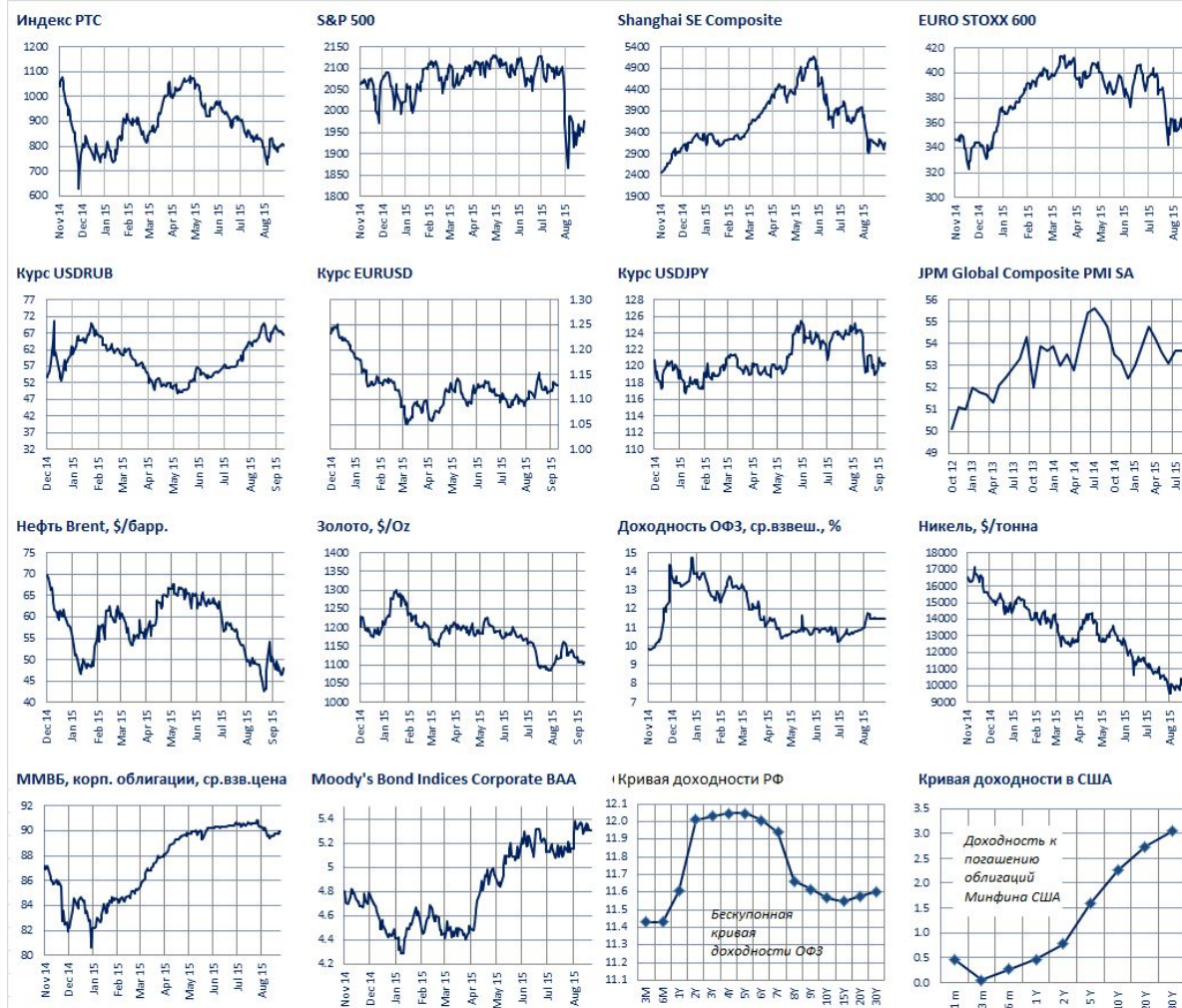
- Вчера был опубликован дефицит федерального бюджета РФ за 8 мес. - 994 млрд рублей, оказавшийся меньше прогнозов. Согласно медианному прогнозу 5 опрошенных Блумберг аналитиков, накопленный дефицит 8 месяцев ожидался в объеме 1,2 трлн руб. В августе бюджет был исполнен с профицитом 127.5 млрд. руб.



- [Блумберг сообщает, что около 1300 хедж-фондов \(12% всех фондов\) Китая закрылись вслед за обвалом акций и столько же фондов находятся в зоне риска.](#) Мы удивлены такой цифрой - не предполагали, что в Китае может быть такое количество хедж-фондов вообще - на 31 августа их было 11 тыс. 159 шт. с общим объемом 254 млрд. долл. (получается, 22.8 млн. долл. на фонд, в среднем)
Правительство страны, чтобы остановить панику на рынках, ввело ограничения по открытию коротких позиций и на торговлю фьючерсами на фондовые индексы. Эти ограничения больно ударили по местным хедж-фондам, которые использовали эти инструменты для снижения волатильности и хеджирования убытков. Государство само отчасти виновато в случившемся обвале акций, существенно смягчив регуляторные требования для регистрации фондов и запуска немалого количества новых инструментов в последние годы. Сейчас государство перекрывает кислород на рынке, “это может поставить крест, во всяком случае на какое-то время, на местных хедж-фондах Китая”, так прокомментировал главный стратег по Китаю VOCOM International Co X. Хун. По их мнению, практически четверть хедж-фондов может уйти с китайского рынка.



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.