

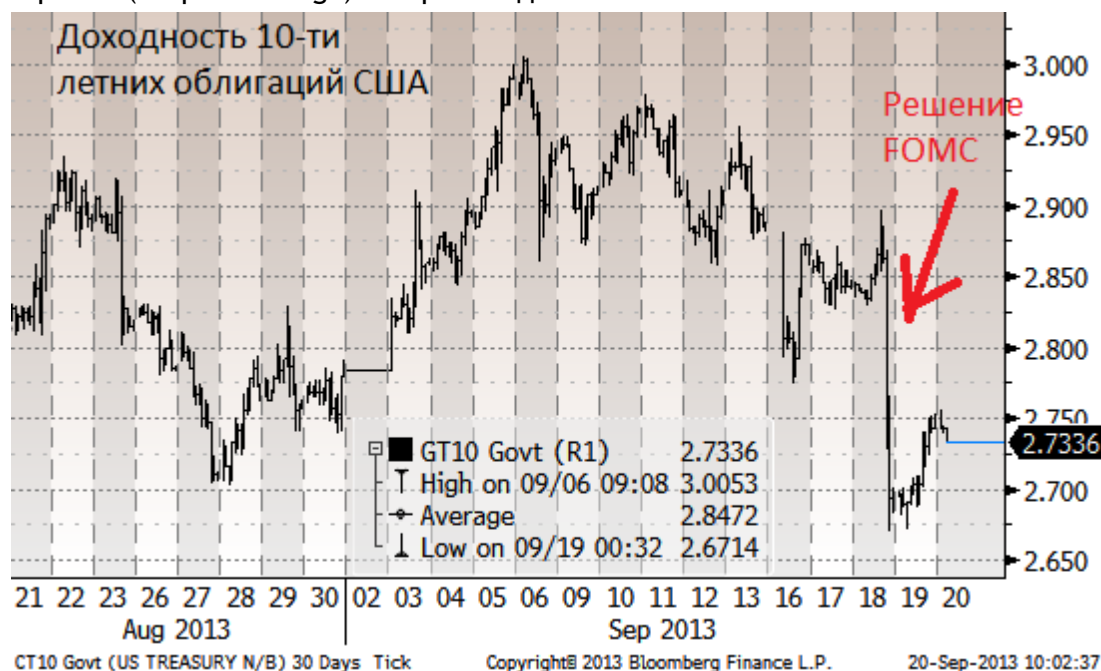
## Обзор рынков.

Пятница, 20 сентября 2013

- Решение сохранить QE привело к скачку на рынках, но не смогло вызвать направленное движение. Tapering состоится, пусть не с сентября, но в ближайшие месяцы. Следующая проблема ФРС - реализация “exit strategy”
- Накопительная часть пенсий “молчунов” будет обнулена с 2014 года, так решило правительство. У “молчунов” остается несколько месяцев на то, чтобы сделать выбор, потом его не будет.
- Гендиректора “Уралкалия” Баумгертнера могут выпустить под залог или экстрадировать в Россию.

## Комментарий:

Результаты четверга таковы. ММВБ +1.5%, хотя после открытия было +2.5%. Рубль также не показал направленного движения, закрывшись на 31.67 руб./\$, хотя касался 31.5 руб./\$. S&P 500 минус 0.2%, Европа по STOXX 600 +0.6%. Общий итог: после решения FOMC оставить пока текущий режим QE, рынки разом подпрыгнули, но направленного движения у них не получается. Это означает, что “новая информация включена в цены”, однако продолжения активного изменения “поз” игроков (“repositioning”) не происходит.



Tapering состоится, это лишь вопрос времени. Если не сентябрь, то это будет конец октября или середина декабря ([заседания FOMC проходят примерно каждые 1.5 месяца, или 8-9 раз в год](#)). Возможно, это случится в будущем году.

Режим QE сейчас предполагает покупку активов на \$85 млрд. в месяц. Это же означает “печатание” \$85 млрд. в месяц свежих долларов, пополняющих

“денежную базу”. Денежная база не то же самое, что деньги в экономике (под которыми понимают агрегаты М1 - М4, хотя есть и [другие способы измерять деньги](#)). Режим QE действительно имеет негативные стороны.

- С началом первого спонтанного QE-1 осенью 2008 года появились голоса, предсказывающие инфляцию. Она так и не материализовалась, поскольку в режиме экономического кризиса, расширение денежной базы не смогло привести к расширению кредита (в этой связи денежную политику часто сравнивают с поводком собаки, который можно натянуть, подняв ставки; однако поводком нельзя толкнуть). Однако по мере выхода из кризиса лишняя ликвидность должна быть выбрана, иначе она неминуемо приведет к избыточному расширению кредита, что будет означать значительное расширение объема денег в экономике (те самые агрегаты М1-М4) и инфляции.
- Противники QE регулярно указывают на “непреднамеренные последствия” (“[unintended consequences](#)”). Режим QE до сих пор применялся однажды, в Японии в 2001-2005 гг., сейчас в нем находятся ряд валютных зон, включая Великобританию, Японию, США и, в некотором смысле, Еврозону. В истории просто не на что посмотреть, чтобы понять как QE может влиять, и каким будет выход из подобного режима. Этот вид аргументации похож на утверждение: “давайте лучше не делать резких движений, как бы не случилось чего плохого”. Это аргументы понятны консервативному лагерю, представители которого считают, что человечество выработало некоторые принципы устройства (включая мораль, государство, устройство политики), которые не следует разрушать. Тем не менее, это еще один аргумент в пользу выхода, консерваторы не всегда неправы.



**ЧТО ПОСЛЕ QE.** Tapering означает “сведение на нет” режима печатания. ФРС не будет резко обрывать свою подпитку, будет покупать, скажем, сначала \$70 млрд. в месяц, потом \$30, потом ноль. Предположительно, покупки активов, т.е. “печатание” прекратятся в 2014 году.

Следующим шагом будет “exit”. Еще в начале 2010 года Бен Бернанке начертил этот путь, [объявив какой будет стратегия выхода из состояния избыточной ликвидности](#). Изъятие ликвидности может начаться не раньше конца 2014 г., либо в 2015 году. Оно означает, что ФРС будет продавать купленные на баланс активы, и это не малая величина, измеряемая цифрой порядка пары триллионов. Похоже, что эти продажи будут сильно растянутыми во времени и продолжаться даже после того как начнется третий этап - повышение процентных ставок. Ставки должны пойти наверх с 2015 или 2016 годов, увеличиваясь с нуля сейчас до “нормы” около 4%.

**ПОЧЕМУ.** Вчера важным на лентах новостей был вопрос: “почему Бернанке пообещал tapering, но не сделал?”. Вот некоторые версии как так случилось.

1) Бернанке на самом деле все сделал правильно. Заявления о намерениях ФРС, похоже оказывают гораздо больше влияния, чем сами действия. Так, объявление о надвигающемся “сведении на нет” QE привело к росту ставок в длинном конце с 1.9% в начале мая до 3% в сентябре. После заседания FOMC произошло обратное - Бернанке ничего не делая, но заявив, что “сведение на нет” отложено, снизил ставки. Так что “десятки” сейчас на 2.7% годовых. Очень эффективный инструмент регулирования рынков, к тому же не требующий слишком больших усилий.

2) Другая версия в том, что ФРС хочет дождаться пока закончится дискуссия в Конгрессе по поводу лимита долга (debt ceiling). Как и раньше, консервативные республиканцы преследуют политику “[starve the beast](#)”, стараясь уменьшить размер правительства, урезая ему финансирование. Торговля по поводу лимита долга еще один повод выбить уступки у Обамы. Крайне маловероятно, что республиканцы пойдут до последнего и заблокируют возможность Минфину США занимать, поскольку это может нанести сокрушительный удар по их популярности у населения. Но если противостояние по долгу состоится и вызовет волнения на финансовых рынках, то ФРС придется как-то их компенсировать.

[Следующее заседание FOMC пройдет 29-30 октября](#), к этому времени проблема лимита долга будет решена.

3) “Поучительная” версия, про которую мы писали вчера. Заявив о грядущем сведении на нет QE, Бернанке оборвал игру в кэрри-трейд по широкому спектру активов, заключающуюся в получении дешевого фондирования на денежном рынке США и вложении в доходные активы, таких как высокодоходные (мусорные) облигации и валюты с высокими ставками. Слом этой игры привел к обвалу широкого спектра активов в мае-июне. Но под такое движение активизировались другие спекулянты, ставящие на обвал рынков. Понять о каких спекулянтах мы

говорим позволяет вчерашнее сообщение Блумберг:

ФРС оставила медведей развивающихся рынков 'у разбитого корыта' Джесс Уэстбрук

19 сент. (Блумберг) -- Рэй Бахрамов уже почти два года ждет, когда сыграет его ставка на обвал развивающихся рынков - пока же она обернулась 20-процентным убытком в прошлом году и оттоком клиентов. Даже после резкого падения долговых бумаг и валют развивающихся стран последние пять месяцев, он не спешит закрывать позиции.

Хотя фонд Бахрамова Forum Global Opportunities объемом \$180 миллионов заработал в этом году на коротких продажах суверенных облигаций Южной Кореи и Турции, а также ставкам на снижение стоимости горнодобывающих и металлургических компаний, выручка которых зависит от спроса развивающихся стран, - пока он остается в минусе. По словам Бахрамова, его "медвежья" ставка принесет прибыль, когда центральные банки начнут сворачивать свои рекордные стимулирующие меры, то есть сделают то, на что вчера, вопреки ожиданиям, не решилась Федеральная резервная система США.

{пропущено}

По словам инвесторов, хедж-фондам не удалось заработать на падении развивающихся рынков: играть против самых быстро подешевевших в этом году валют непросто, некоторые управляющие неверно рассчитали условия сделок, а при большой волатильности держать позиции было тяжело. Самое же неприятное для "медведей" заключается в том, что, по словам аналитиков Barclays Plc и JPMorgan Chase & Co., худшее для развивающихся рынков уже позади.

"Результаты несколько разочаровывают, - говорит Энтони Лоулер, управляющий активами на \$6 миллиардов в хедж-фондах лондонской GAM. - Если фондовые менеджеры рассчитывают на обвал каких-нибудь активов, то центральные банки делают все возможное, чтобы его предотвратить".



Стенания Бразилии по поводу [валютных войн](#), возможность “[внезапных остановок](#)” протоков капитала и экономические кризисы в развивающихся странах являются одним из видов “непреднамеренных последствий”. Главная задача Бена Бернанке - реанимация экономики США. Изменяя ставки, он стремится достичь компромисса между инфляцией и занятостью, как это предписывает мандат выданный Конгрессом. Также он старается обеспечить стабильность собственной финансовой системы. При этом колебания финансовых рынков прочих стран, включая развивающиеся не входят в его задачи.

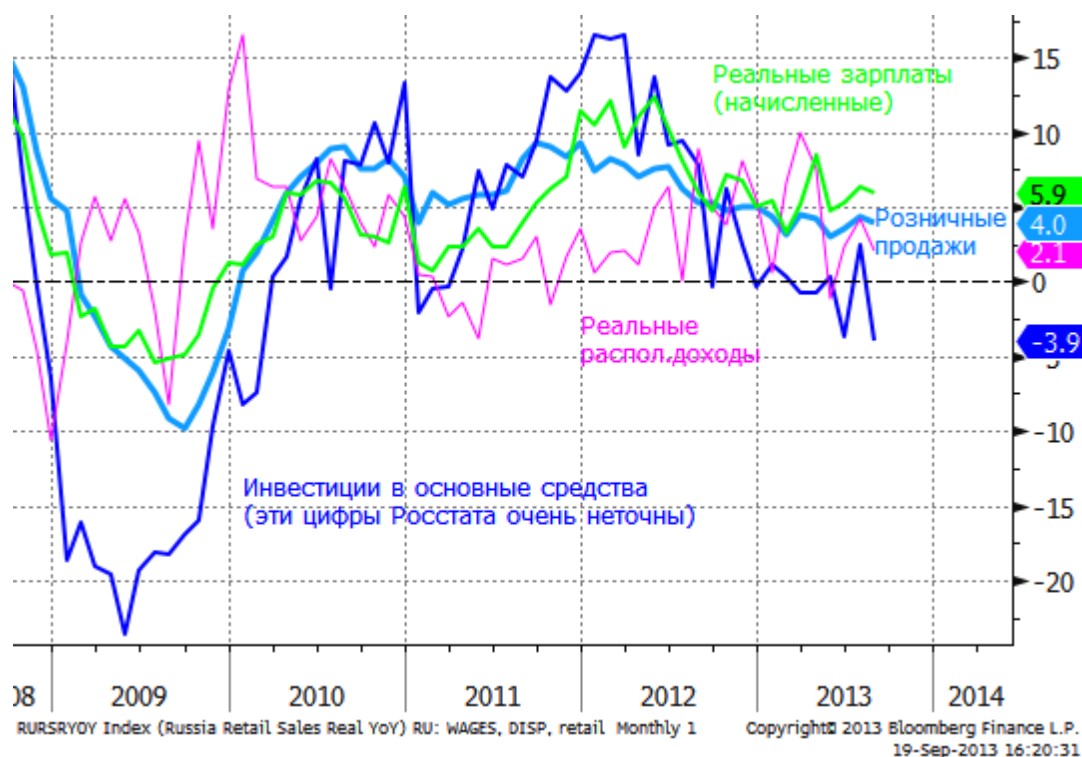
Но выходит так, что, влияя на собственный финансовый рынок, Бернанке вызывает мощные колебания на других рынках. Это отражает известное изречение: “when the US sneezes the world catches cold”. Так, колебания отечественных длинных ОФЗ в большей мере объясняются действиями ФРС США, нежели ЦБ РФ.



## Разное:

- Позавчера Росстат опубликовал ежемесячные данные по доходам, зарплатам, инвестициям и рознице за август. Инвестиционная активность продолжает затухать, вложения в основные средства оказались на 3.9% ниже прошлогодних. Слабеющие инвестиции - главная проблема российской экономики. Важным фактором мы считаем развернутую Центробанком РФ войну с инфляцией, которая неизбежно дестимулирует спрос и давит на инвестиции высокими реальными и номинальными ставками. Но нельзя отметить институциональные факторы, на которые [единогласно указывают ведущие экономисты](#) страны.





- Министр финансов А.Силуанов вчера сообщил, что бюджет РФ на 2014-2016 гг. рассчитан из цены на нефть \$93, \$95 и \$95 за баррель соответственно. При этом прогноз Минэкономразвития на эти годы цена предполагается на \$101, \$100 и \$100. Также Силуанов сообщил, что в проекте бюджета на 2014-2016 годы заложена инфляция в размере 5%, 4,5% и 4,5% по названным годам. Бюджет предполагает небольшие дефициты в 0,5% ВВП в 2014 году, 1% ВВП в 2015 году и 0,6% ВВП в 2016 году. Тогда как “ненефтегазовый” дефицит (т.е. без учета доходов от нефти) снижается с 9,4%, 9,6% и 8,4%.

В данном сообщении нас больше интересует инфляция, которая прогнозируется на 4,5-5%. Похоже, что удастся выдержать эти показатели, притом, что Центробанк ставит цели даже ниже на 50 б.п., это 4.5% в 2015 г. и 4% в последующие годы. Мы по-прежнему делаем ставку на фиксированную доходность, реальные ставки в РФ крайне высоки.

Проблемы дефицита бюджета нас не волнуют, поскольку это мизерные цифры притом, что госдолг к ВВП России находится на одном из самых низких уровней в мире - 10.4%.
- Правительственная комиссия по бюджетным проектировкам одобрила план МЭР по замораживанию тарифов естественных монополий. Предполагается, что на 2014 г. роста не будет, а далее индексация будет происходить на величину инфляции предыдущего года. Нюанс заключается в том, что при нулевом росте тарифов в следующем году инфляцию, скорее всего, удастся понизить.

Э.Набиуллина оценивала эффект от заморозки в 0,5 п.п. Соответственно, в следующую трёхлетку, начиная с 2015 г., индексация будет идти более медленными

темпами, что может оказать дополнительную помощь в разрушении спирали инфляционных ожиданий. При этом МЭР пока не рассчитывает на значительную поддержку экономического роста такой мерой.

- **Судьба «молчунов» приобретает определенность.** Правительство приняло решение обнулить накопительную часть пенсии «молчунов», не сделавших выбор относительно управляющей компании или негосударственного пенсионного фонда. Ранее обсуждалась возможность сократить накопительную часть до 2%. Итак, начиная с 2014 года, накопительный счет «молчунов» будет заморожен, а 6% будут направлены на страховую часть пенсии. Кто еще не определился с судьбой своей пенсии, должен это успеть сделать до конца текущего года. Такое решение правительства говорит о непростом состоянии Пенсионного фонда России, обусловленном растущим дефицитом и старением населения. Данное решение же позволит сэкономить до 350 млрд. бюджетных руб. за три года, подсчитали в Министерстве. Идея с накопительной пенсией была импортирована из зарубежной практики. Однако российские граждане не доверяют местным управляющим компаниям и негосударственным пенсионным фондам из-за своей недостаточной осведомленности в области инвестирования либо из-за слабых результатов управляющих, едва обгоняющих инфляцию. Расширение списка инструментов для инвестирования позволило бы отчасти решить вторую проблему. Ликбез для будущего пенсионера также бы позволили участникам сделать свой выбор более эффективно.

## Местное:

---

- Интерфакс вчера сообщил, что **вопрос об освобождении гендиректора “Уралкалия” Владислава Баумгертнера** и возвращении в Россию может разрешиться в ближайшее время. Об этом агентству сообщили источники, знакомые с ситуацией. Дается следующая цитата: “В настоящее время рассматриваются несколько вариантов освобождения В.Баумгертнера, в том числе и под крупный денежный залог”. По его данным речь идет о цифре в \$100 млн. Также Лукошенко заявил, что Беларусь готова экстрадировать гендиректора “Уралкалия” в Россию. “Мы за него абсолютно не держимся”, - сказал он.

## Errata:

---

- Вчера мы ошиблись с долей Джапаридзе в компании Eurasia Drilling - она составляет ближе к 30%. Последние актуальные данные о долях акционеров можно найти в [апрельском проспекте эмиссии еврооблигаций](#), из них следует что А.Джапаридзе держал через разные структуры немногим больше 32% акций, тогда как позавчера



было продано 2%. Джапаридзе сохраняет контрольный пакет в компании если считать вместе с партнёром А.Путиловым .



## Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



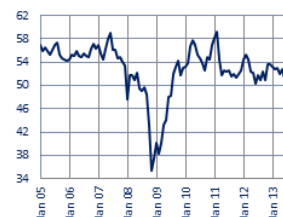
Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



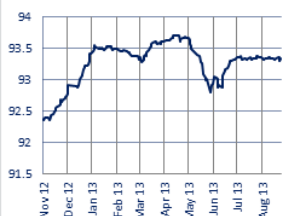
Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



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.

### Дисклеймер

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.