

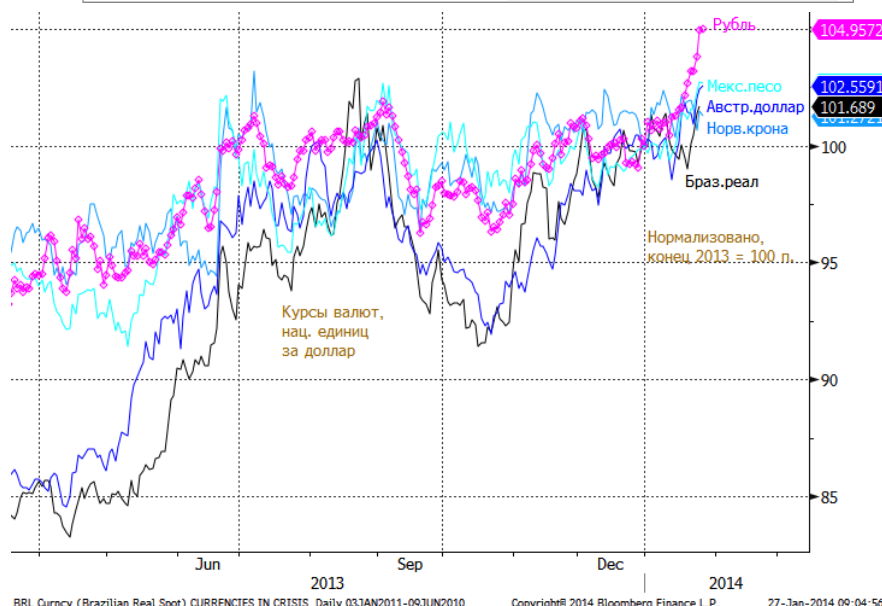
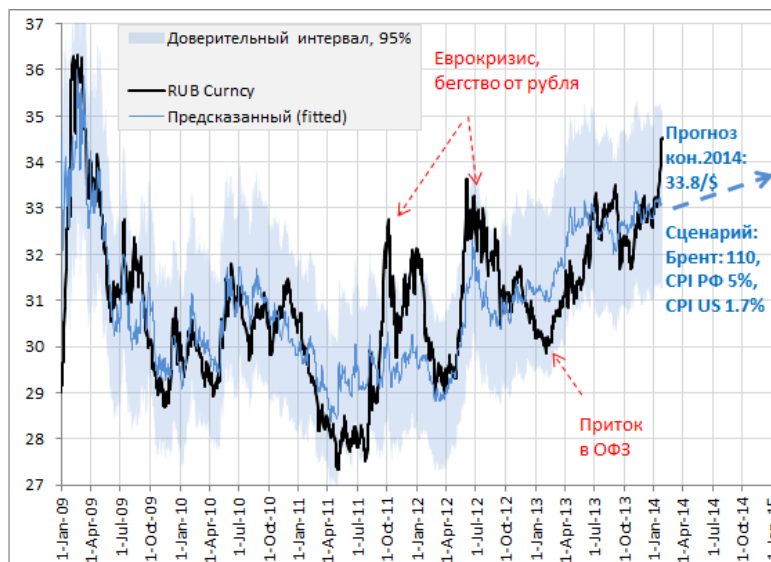
## Обзор рынков

Понедельник, 27 января 2014

- В пятницу было заметное снижение валют развивающихся стран, что ассоциируется с “tapering”-ом QE. Рубль на 34.5/\$, а равновесный мы оцениваем в 33.1/\$. Продолжаем ждать укрепления.
- Есть также давление по рискованным активам. Акции упали во всем мире. Возможно, в США началась коррекция.
- Ситуация на Украине вышла из под контроля.

### Комментарий:

В пятницу рынки вошли в состояние паники. S&P 500 упал на 2.1%. Европа по STOXX Europe 600 потеряла 2.4%. Испанский IBEX 35 упал на 3.6%, а лидером обвала стал аргентинский Merval - минус 3.9%, после [девальвации песо](#). Индекс MMBV упал в пятницу на всего-то на 0.15%, а его долларový клон - индекс PTC - упал 1.3%. Разница связана с курсом рубля. Сегодня российские акции ожидает “гэп” (gap) вниз примерно на процент, как догоняющее движение после снижения США. В пятницу продолжилось снижение рубля, в продолжение движения с конца 2013 года. На этот раз оно совпало с давлением в валютах всех развивающихся стран. Рубль - одна из худших валют к доллару с конца 2013 года (см. график справа). Хуже (из валют крупных стран) только турецкая лира и аргентинский



BRL Curncy (Brazilian Real Spot) CURRENCIES IN CRISIS Daily 03JAN2011-09JUN2010

Copyright© 2014 Bloomberg Finance L.P.

27-Jan-2014 09:04:56

песо. ЮАРовский ранд к доллару показал сопоставимое с рублем падение за этот период.

Наша модель при текущей цене брента в \$107.5/баррель предсказывает курс 33.1/\$. Наблюдаемый сейчас 34.53/\$ отличается от него на 4.3%. Похожее по масштабам отклонение рубля от равновесного курса наблюдалось летом. Тогда это также было связано с возможным и не состоявшимся потом конфликтом вокруг Сирии.

Наша модель не позволяет предсказывать траекторию рубля, поэтому мы вряд ли можем сказать что-то определенное насчет возможной глубины падения. Однако модель позволяет понять, что отклонение слишком большое и возможен возврат. Из наблюдений за поведением рубля известно, что курс имеет свойство резко падать, а затем постепенно и

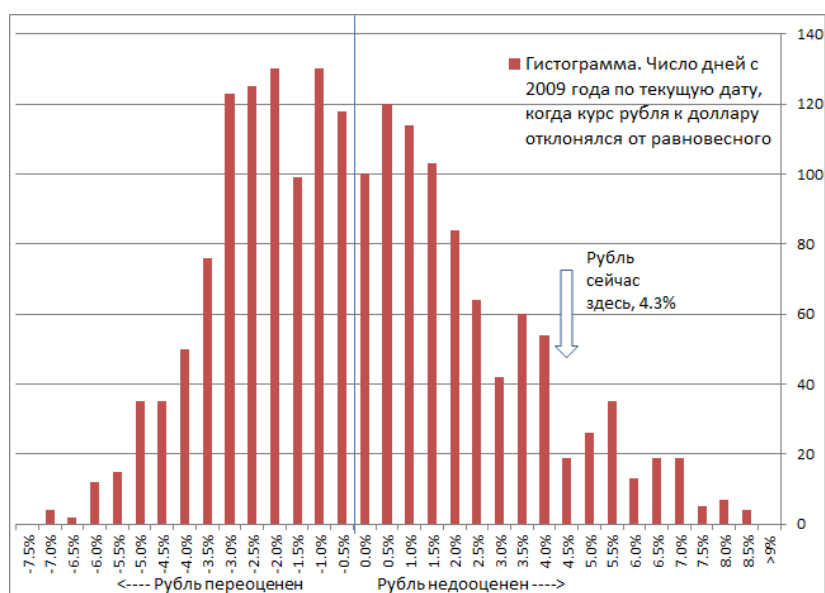
медленно укрепляться. Отчасти это связано с поведением международных спекулянтов, которые быстро “режут” позиции по “стоп-лоссам”. Также это связано с ментальностью россиян, не доверяющих своей валюте и потом склонных к периодической панике.

Отклонение рубля от модельного курса на текущие 4.3% (см. первую страницу) является вариантом нормы, похожее отклонение наблюдалось летом 2013 года на беспокойствах по поводу “сведения на нет”, совпавшее с напряженностью с Сирией.

Еще больше по размаху отклонения (в 7-8%) наблюдались в 2009 году и на долговом кризисе Еврозоны в 2011-2012 гг. Итак, если не ждать сейчас напряженности подобного масштаба, то можно предполагать, что падение рубля к доллару вот-вот прекратится или, как минимум, стабилизируется. Затем мы ожидаем возврата.

Распродажи по активам развивающихся стран - это продолжение событий прошлого года. В этой логике за время QE 1, 2, 3 долларовые ставки были низкими, обеспечивали низкую отдачу, так что американские инвесторы искали более доходное применение и находили его в развивающихся странах (поскольку в большинстве развитых проходила политика нулевых ставок). Тогда это приводило к вздуванию цен активов развитых стран. К примеру, бразильский реал в 2009-2011 годах укрепился настолько сильно, что Биг-Мак стоил на 20-30% дороже, чем в США. Бразилия боролась с притоком введением ограничений на движение капитала. Президент Бразилии тогда заявляла о “валютных войнах”.

Потоки капитала, которые приходили в Россию, были несравнимо меньше, так что столь мощного укрепления рубля не получилось. Но влияние все-таки было. График ниже сравнивает поведение рубля и доходность длинной ОФЗ, что позволяет



прочувствовать влияние капитала. Хорошо заметно укрепление рубля в конце 2012 года, после снятия напряженности с европейскими долгами, что совпало с притоком иностранного капитала в ОФЗ.

Затем, в мае-июне была первая волна оттока капиталов на намеках ФРС о предстоящем завершении режима QE (т.е. “печатания”). То, что мы наблюдаем сейчас - это вторая волна этого же процесса, но, уже связанная с тем, что ФРС приступила к сворачиванию QE.

На этой неделе, 30 января FOMC ФРС объявит очередное, что



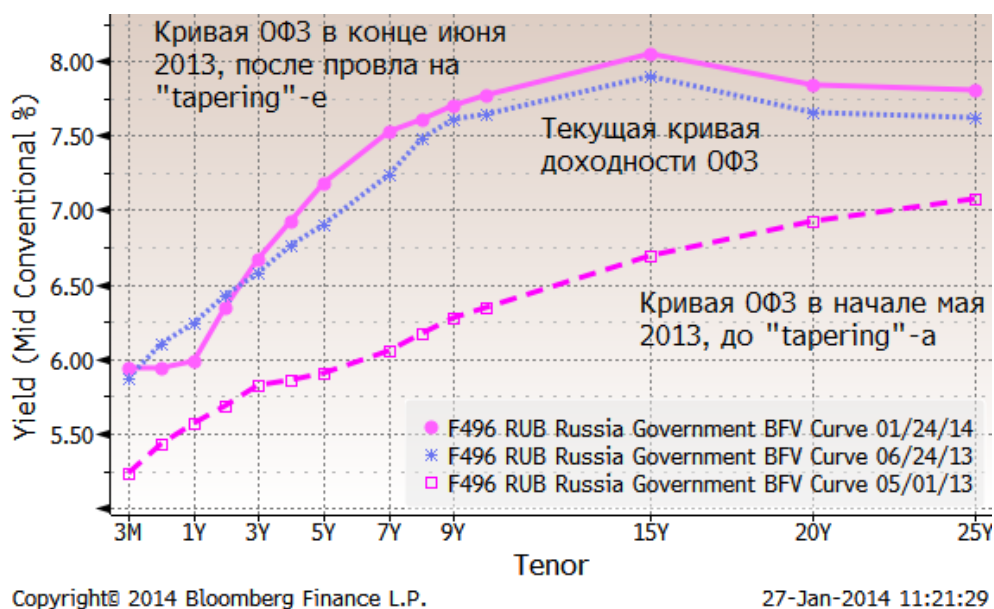
Но по мере нормализации экономики возникли ожидания нормализации долларовых ставок (считается,

что в норме короткие ставки в США должны быть на 4%, а длинные - порядка 5%), капиталы начали покидать развивающиеся рынки, что стало толкать валюты развивающихся стран вниз.

Итак, что дальше? В отличие от 1998

года бегство капиталов из

развивающихся стран не должно привести к кризису. Почему? Потому что большинство развивающихся стран сейчас имеют свободно плавающие валюты (кроме редких исключений вроде Аргентины), которая выступит как амортизатор. - Падающая валюта в условиях плавающего курса приводит к буму чистого экспорта и приводит к ускорению экономического роста. Сравните это со следующей



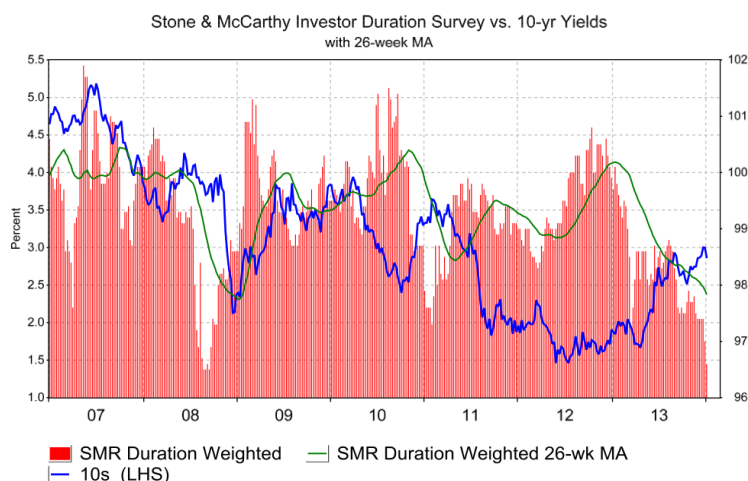
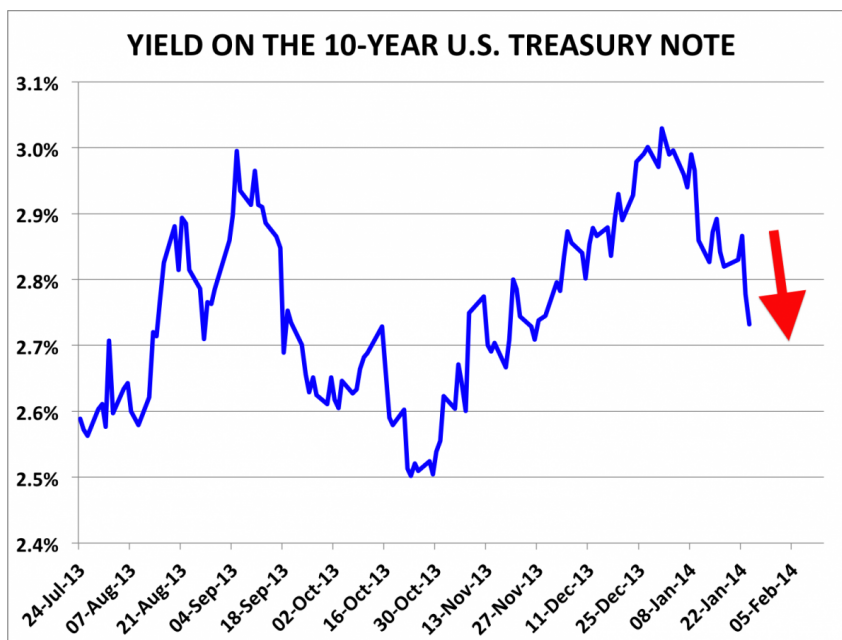
ситуацией, которая случилась в Азии, РФ, Бразилии в 1998 году (и в РФ в 2008):

- Чтобы удержать валюту от падения при фиксированном курсе центробанк повышает ставки, чем вызывает падение инвестиций и спад в экономике и внутренний кредитный кризис, который в конце-концов перерастает в кризис платежного баланса и обвал валюты.

Повышение ставок в США не должно привести к экономическому кризису и поэтому мы спокойны за курс рубля и курсы валют других развивающихся стран. Мир действительно поменялся.

Тогда почему падают рынки? Мы рекомендуем почитать статью [“All Of The Turmoil In Global Markets Right Now Is Just One Gigantic Hedge Fund Short Squeeze”](#) на сайте [businessinsider.com](http://businessinsider.com). Эта версия нам кажется вполне правдоподобной. Поиски “катализатора” распродаж сводятся к неудовлетворительным результатам по PMI Китая, падению безработицы до 6.7% в США, страхов перед замедлением экономики в мире. Но это маскирует действительную причину продаж - крупномасштабное разворачивание ставок сообщества хедж-фондов, профинансированных за счет большого рычага и которые были популярными настолько, что создали одностороннюю и несбалансированную позицию. График справа показывает, что инвесторы имели наибольшие с 3 кв. 2008 года по масштабам короткие позиции в казначейских облигациях. Это то, что на языке финансистов и экономистов имеет термины “overcrowding” и иногда измеряется различными “positioning”-индикаторами. Статья называет то, что происходит сейчас “большим шорт-сквизом” (big short squeeze).

Ситуация на рынках похожа на то, что происходило во времена кризисов, поскольку совпадает с резким ростом “безрискового” актива - американских казначейских облигаций, по которым фонды, предположительно занимали массированные



короткие позиции, ожидая движения ставок к уровням 3.5-4%. “Сквиз” случился прежде всего на этом рынке.

В начале года было распространено мнение, что акции продолжают расти, а облигации падать по мере улучшения ситуации с экономикой США. Были распространены прогнозы раннего повышения ставок. Наиболее активные занимали позиции против, что сейчас привело к убыткам и обвалу. Остается вопрос, как долго это будет продолжаться, но сейчас, когда мы заканчиваем писать записку рубль достиг 34.7/\$.

## Вкратце:

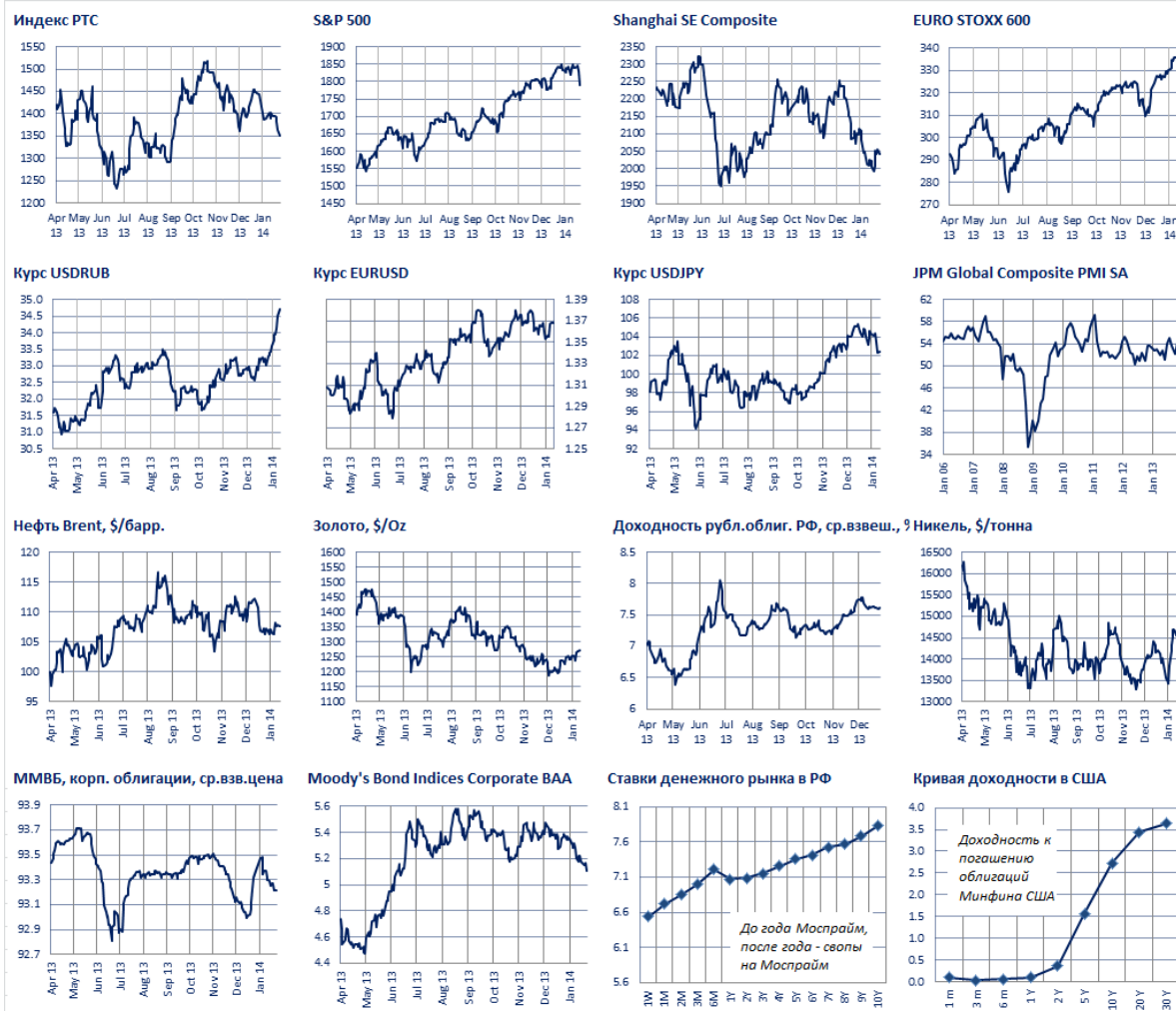
- «Газпром» может провести buy-back и изучает опыт ExxonMobil. Монополия рассматривает возможность провести обратный выкуп собственных акций для увеличения капитализации. Объем выкупа может составить \$1-2 млрд. Источник, близкий к «Газпрому», уточняет, что сначала монополия планирует перейти на выплату дивидендов из чистой прибыли по МСФО, далее уже займется подготовкой к выкупу акций. Текущий уровень капитализации «Газпрома» составляет треть от максимальной стоимости компании в 2007 г. Такое решение выглядит вполне логичным. Тем более много российские нефтяные компании имеют опыт по проведению buy-back, в частности «ЛУКОЙЛ», «Роснефть», «НОВАТЭК».

## Местное:

- «Пермьстат» подсчитали, что в Пермском крае по итогам года оборот розничной торговли составил 453 млрд. руб., показав рост на 5,6%. Львиную долю в структуре оборота продолжают занимать непродовольственные товары.



## Конъюнктура:



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.