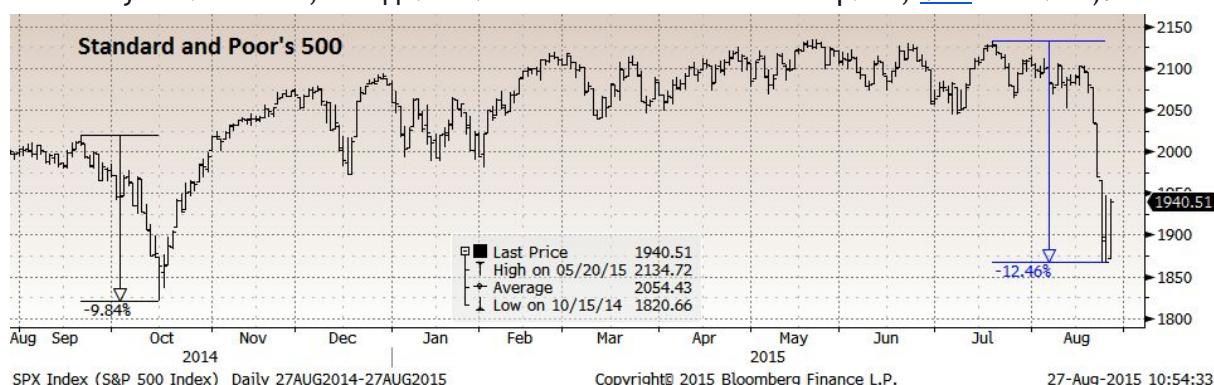


Обзор рынков

Четверг, 27 августа 2015

- Отскок американских акций вчера все-таки состоялся, что пока снимает напряженность. Рост S&P 500 в среду составил 3.9%. И, как пишут на новостных лентах, прошло “самое большое ралли за 4 года”. Правда за пару дней до этого было самое большое падение за 4 года. Это нормально и отражает резко возросшую волатильность рынков. Предыдущий сопоставимый “кластер волатильности” был в 2011 г., когда разворачивался европейский долговой кризис.

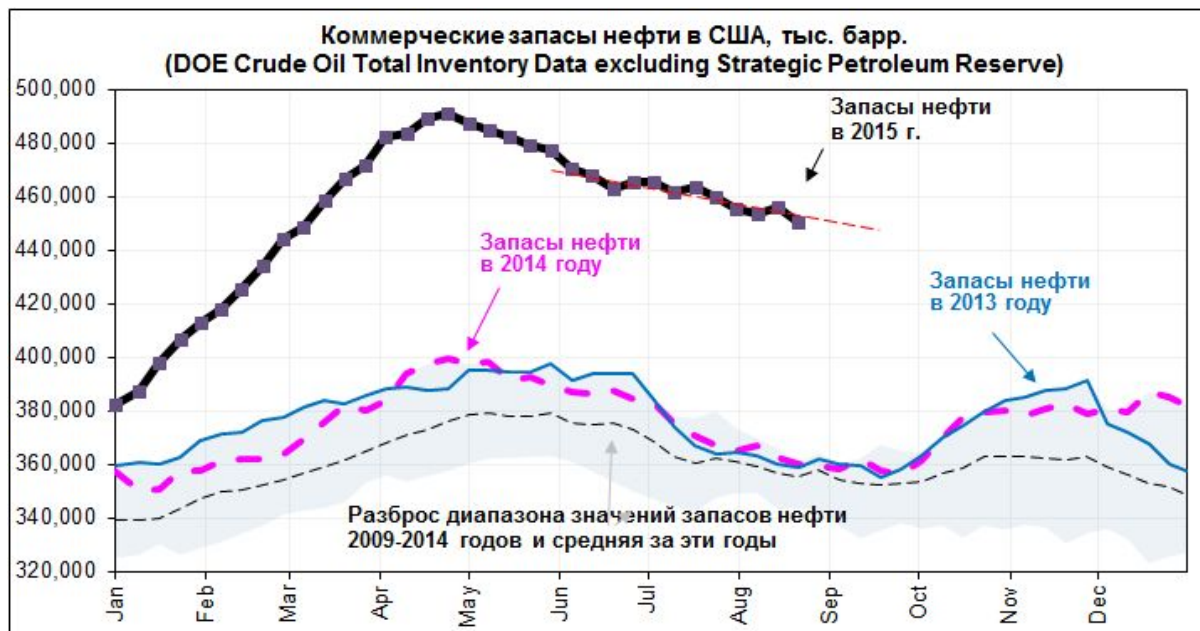
Кластер волатильности - термин, знакомый экономистам, которые изучали [ARCH/GARCH](#) модели. Их теорию можно выразить так: если рынок начало “колбасить”, то будет “колбасить” еще некоторое время (данная теория не так проста или глупа, как мы тут описываем, она действительно важна в эконометрике, [VAR](#)-анализе).



Мнения наблюдателей после случившегося обвала акций крайне поляризованы и ранжируются от алармистского “бычьему рынку обвалом нанесен перманентный вред” до беспечного мнения, что это была лишь временная остановка, не меняющего общего тренда. Мы опять напомним выражение Бартон Биггса, сказанное в 2009, что “рынок - это жуткое садистское чудовище и, возможно, он предпримет что-нибудь, чтобы еще больше нас запутать”. Это касается любых активов, которые показывают волатильность сейчас - рубль, нефть, акции. В ответ на колебания инвесторы будут пытаться изменять свои позиции, снова усиливая волатильность. Так что в условиях возросшей изменчивости рынков еще будут периоды, когда будет казаться, что правы первые, потом будет казаться, что правы вторые. Предсказания движения рынка - крайне трудная задача, и мы не знаем тех, кто хорошо ее могут выполнять (это касается и нас также). Что можно предсказывать более точно - так это то, что волатильность быстро не уляжется - это свойство и моделируют уже упомянутые выше ARCH/GARCH модели.

- После вчерашнего ночью роста акций в США изменения фондовых рынков вчера днем не так важны. Но даем, для справки. Индекс ММББ +0.17%, РТС минус 0.5%. STOXX Europe 600 минус 1.75%. Сегодня эти индексы должны ждать роста. Азия на текущий момент показывает до +2%, а китайский Shanghai Stock Exchange Composite на момент написания показывает нулевые изменения, хотя утром показывал рост до +3%.
- Ночью курс рубля укрепился, опустился чуть ниже 69/долл. Как и прежде - причиной является нефть, ближайший фьючерс на Brent подняться до 44.1 долл./барр. Это близко к максимальным отметкам последних трех дней. Причиной этому стала публикация данных по запасам нефти в США. Сообщение о роста этого показателя на позапрошлой неделе до 2.6 млн. барр. вызвало обвал фьючерсов на нефть. Вчера EIA

сообщила о падении запасов на 5.4 млн. барр.



Курьезность ситуации в том, что общий тренд на снижение запасов остается прежним (см. красную линию на графике). А небольшие отклонения от него вверх или вниз могут отражать либо статистический шум, связанный с измерениями. Либо какие-то временные флуктуации в рынке. Но эти небольшие неточности или колебания вызывают большие изменения рынков.

В экономической литературе есть теория “sunspot”, возникшее после изучения Джевонсом влияния солнечных пятен на деятельность людей. В [словарной статье на dic.academic.ru](http://dic.academic.ru) указывается:

“Эта несколько эксцентричная гипотеза не имеет значения сама по себе, однако она использовалась в качестве примера экономической теории ожиданий. Например, если достаточно много людей верят, что пятна на Солнце влияют на курсы акций, сторонники данной теории уверены, что так оно и будет. Дж. М. Кейнс предположил, что самосбывающиеся ожидания такого рода могут составить одно из объяснений экономической депрессии. Литература, посвященная рациональным ожиданиям (rational expectations), казалось, опровергла эту точку зрения, однако недавние статьи по теории солнечных пятен показали, что теория жива.”

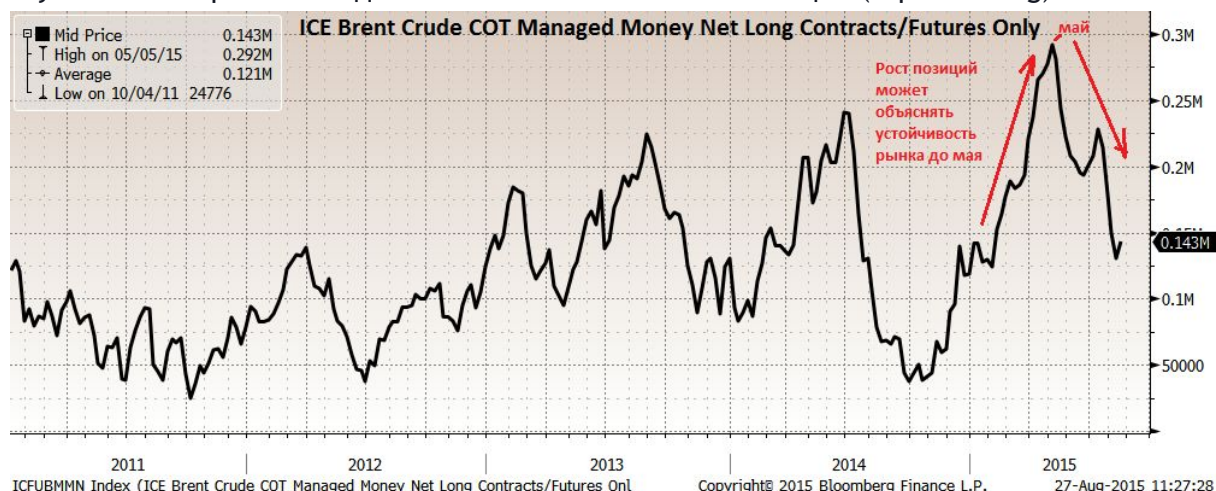
Инвесторы живут в перманентном состоянии неопределенности, они вынуждены принимать инвестиционные решения в условиях неполноты информации и отсутствия теории как работает мир. Они используют эвристику, придумывая себе простые способы принятия информации. Некоторые из них слишком зацкливаются на одном факторе.

Уровень запасов может характеризовать избыток или недостаток предложения. О перекосе говорит тот факт, что объем коммерческих запасов в США примерно на 90 млн. барр. больше среднего по прошлым годам. Но сейчас становится очевидно, что небольшой рост запасов на прошлой неделе является временной aberrацией от общего медленного тренда на их снижение. Однако ущерб рынкам уже нанесен - фьючерсы на нефть торгуются ниже, чем могли бы быть. В чем причина?

Еще одним эвристическим правилом является “технический анализ”, включающий в

себя понятие “линий поддержки и сопротивления”. После сообщения о росте запасов на прошлой неделе были “пробиты” минимумы августа, а затем января, что стало сигналом для некоторых спекулянтов, что условия рынка изменились. Теперь эти уровни (в логике “чартистов”) становятся “уровнями сопротивления”. Можно не соглашаться с подобным анализом, считая его ересью. Но на рынке довольно много людей, которые верят в эти линии

Фундаментальный взгляд предполагает, что цены на нефть определяют спрос, предложение, издержки, зависимость спроса и предложения от цены (т.е. “эластичность”, которая может быть долгосрочной и краткосрочной). Но товарные рынки сейчас в значительной мере “финансиализированы”, в них вовлечен большой объем капиталов инвесторов. Роль капитала - в создании условий для хеджирования производителей или покупателей (многие сланцевые производители в США мало пострадали от обвала цен, поскольку продали фьючерсы на нефть по высоким ценам). Даже небольшие изменения позиций подобных спекулянтов/продавцов хеджа способны приводить к большим изменениям фьючерсных цен. Именно это, пожалуй, и случилось на прошлой неделе - массовое изменение позиций (repositioning).



Финансовую природу колебаний иллюстрирует график изменения длинных позиций по фьючерсным контрактам спекулятивных инвесторов. Интерпретация этого графика не так проста, поскольку учитывает только часть рынка. Но она может объяснить стабильность нефти в районе 60 долларов за баррель в первой половине года - в то время когда избыток предложения нефти на рынке был максимальным (профицит - был рекордным во 2-м кв. 2015 в размере 3 млн. барр. в день, согласно данным МЭА). Но с мая эти позиции начали сокращаться, что может объяснить случившийся летом провал.

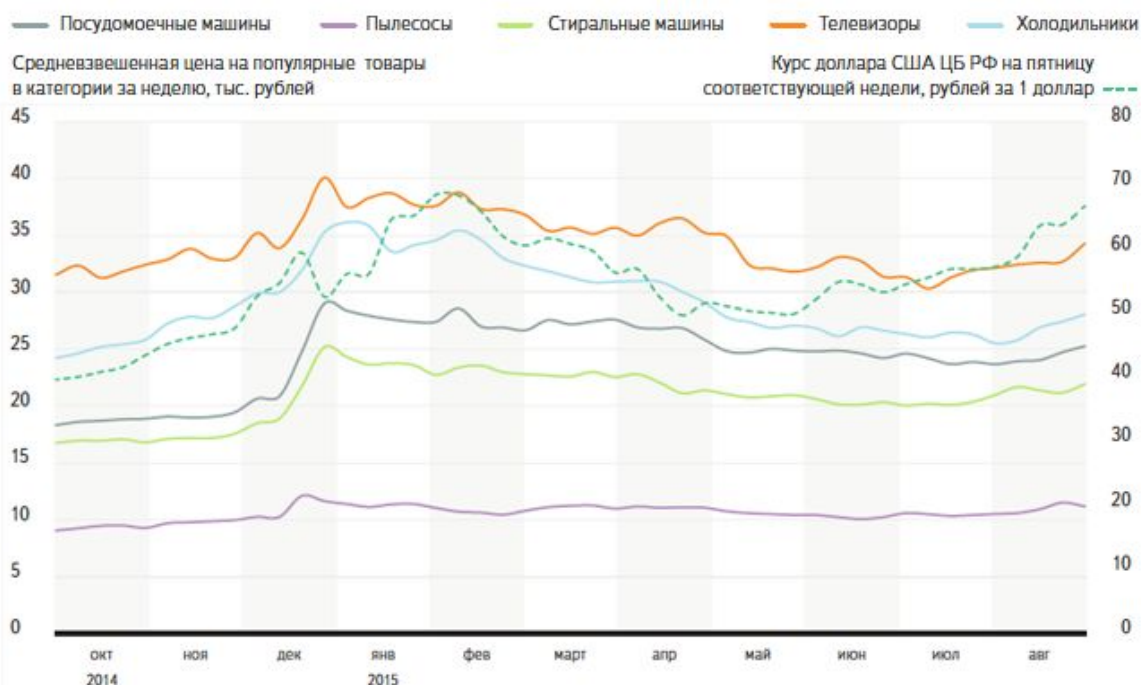
Итак, изменения позиций финансовых инвесторов оказывают большое влияние на рынок нефти. Они могут быть важной причиной почему нефть упала до текущих низких цен. Или, в другом варианте, почему она не упала до этих уровней во 2-м квартале 2015, а сделала это только сейчас. Наличие финансовой составляющей на рынке нефти способно вызывать временные и большие отклонения цен от фундаментального значения.

- Как обычно по средам Росстат публикует недельные данные по инфляции. [За неделю с 18 по 24 августа рост цен составил 0,1%](#) после продолжительной околонулевой недельной инфляции. Сезонное снижение цен на фрукты и овощи не смогло удержать

инфляцию нулевого уровня из-за обесценения рубля. Всплеск цен отмечен на сахар (+1,1%), подсолнечное масло (+0,8%), говядину (+0,5%) и яйца (+0,4%). В целом годовая инфляция в августе может составить 15,5%, это на 0,1% ниже, чем в июле. С начала года темпы инфляции составили 9,5%.

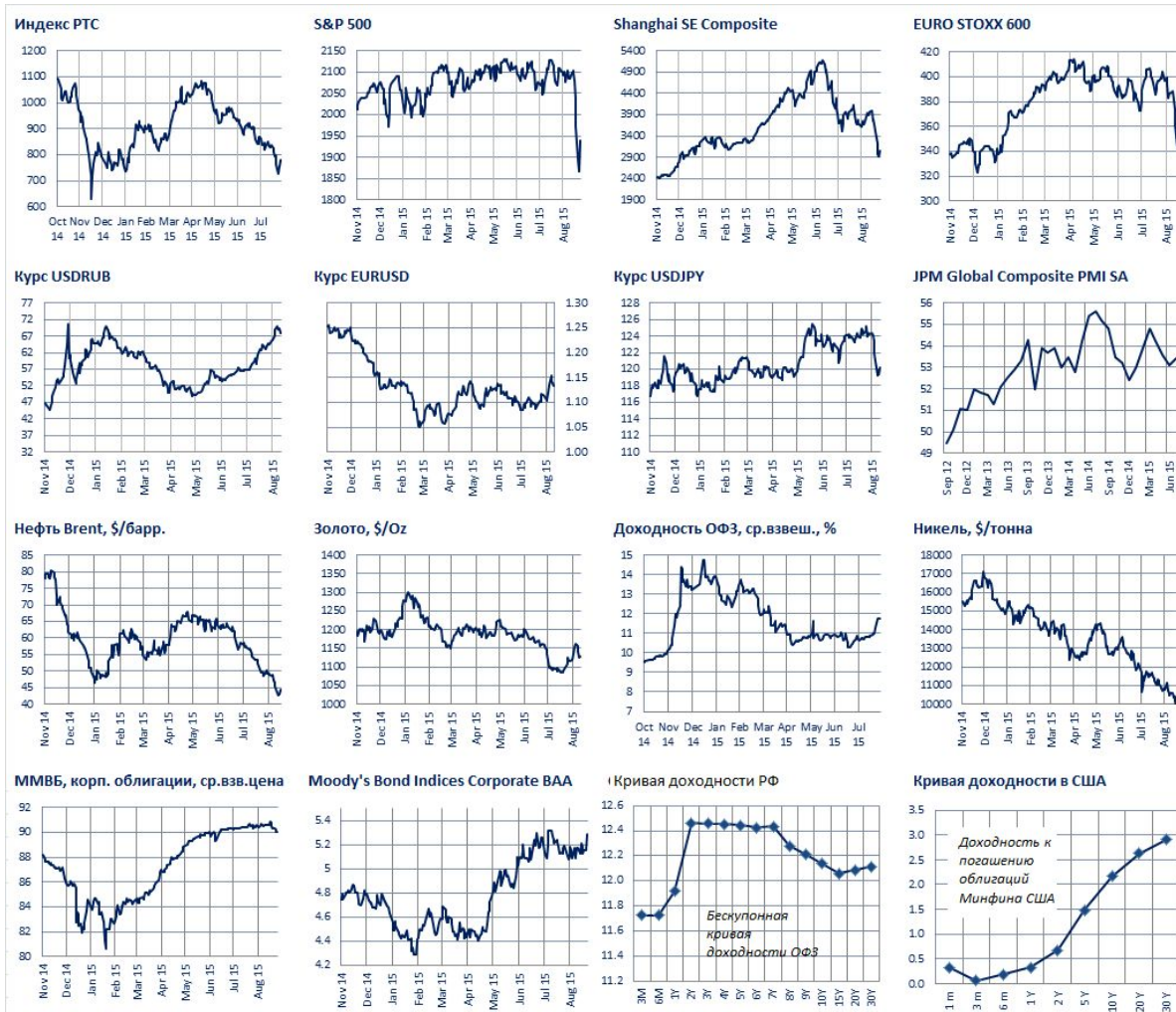
| | К предыдущей дате регистрации цен | С начала августа 2015г. | Среднесуточный прирост цен | | |
|--|-----------------------------------|-------------------------|----------------------------|--------------|---------------|
| | | | с начала августа 2015г. | справочно | |
| | | | | июль 2015г. | август 2014г. |
| Индекс потребительских цен (оценка) | 100,1 | 100,1 | 0,005 | 0,026 | 0,008 |

Недельная инфляция составила 0,1% - это можно трактовать негативно: дефляции нет, вопреки ожиданиям. Но можно и положительно - несмотря на обвал рубля разгона инфляции тоже нет, недельные изменения заметно ниже 0.5% в неделю, которые были зимой. В нашем представлении инфляция зимы связана с бегством от рубля. Сейчас также есть элементы подобного бегства, но они не сопоставимы по масштабам. Так, РБК пишет сегодня [следующее](#). “В ожидании нового роста цен из-за падения курса рубля россияне опять начали скупать бытовую технику и мебель. В начале недели ритейлеры зафиксировали рост продаж от 10 до 80% по сравнению с прошлой неделей”. Приводятся разрозненные сведения о том, у кого и насколько подскочили продажи. Еще одна [публикация на slon.ru](#) дает оценку насколько выросли цены на бытовую технику. Мы рекомендуем посмотреть эту публикацию, в которой делается такой вывод: “У покупателей, по-видимому, либо уже не осталось свободных средств, либо они не готовы вкладывать их в товары. В отсутствие ажиотажного спроса и цены в магазинах растут гораздо медленнее, чем это было в декабре 2014 года”. Мы интерпретируем это так: разгона инфляции на этот раз не будет.





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.