

Обзор рынков

Четверг, 30 января 2014

- Суматоха на валютных рынках развивающихся стран продолжается.
 - Падение рубля устанавливает все новые рекорды, вчера под вечер курс коснулся 35.3/\$, это падение на 7% с конца 2013 (см. справа)
 - В обществе нарастает паника, чуть ли не до [очередей в обменниках](#) и нехваткой наличной валюты.
 - По некоторым валютам движения еще больше, так, турецкая лира вчера от максимума до минимума показала движение 7.5%.
- ФРС вчера в очередной раз [снизила размер QE](#)
 - Напомним, что QE-3 с сентября 2012 составлял \$85 млрд. покупок за месяц -> в декабре снижен до \$75 с января 2014 -> с февраля будет \$65 млрд.
 - Ожидается продолжение снижения по \$10 млрд. [каждое собрание FOMC](#) раз в 1.5 месяца, так что QE прекратится полностью к осени.
- Сегодня вышел индекс PMI китайской промышленности от HSBC/Markit Economics за январь. 49.5 по сравнению с 50.5 в декабре. Говорит о спаде промышленности (ниже 50) - нехорошо для валют развивающихся стран.

Дата	Руб/долл	%
30.Jan.14	35.19	6.99
2013	32.89	7.65
2012	30.56	-4.88
2011	32.13	5.21
2010	30.54	1.66
2009	30.04	2.15
2008	29.40	19.33
2007	24.64	-6.4
2006	26.33	-8.41
2005	28.74	3.68
2004	27.72	-5.21
2003	29.24	-8.49
2002	31.96	4.75
2001	30.51	8.33
2000	28.16	2.21

Комментарий:

События вынесенные в шапку - обвал валют развивающихся стран и решение ФРС о снижении размера “печатания” - связаны между собой. Но эта связь не так проста, как может показаться сначала.

О режиме QE [Википедия пишет](#), ссылаясь на [статью Блумберг 2010 года](#), следующее (в нашем переводе):

“Новые деньги могут быть использованы банками для инвестиций на развивающихся рынках, для экономик, основанных на сырьевых товарах, самих сырьевых товаров и зарубежных возможностях, нежели чем для кредитования местного бизнеса”.

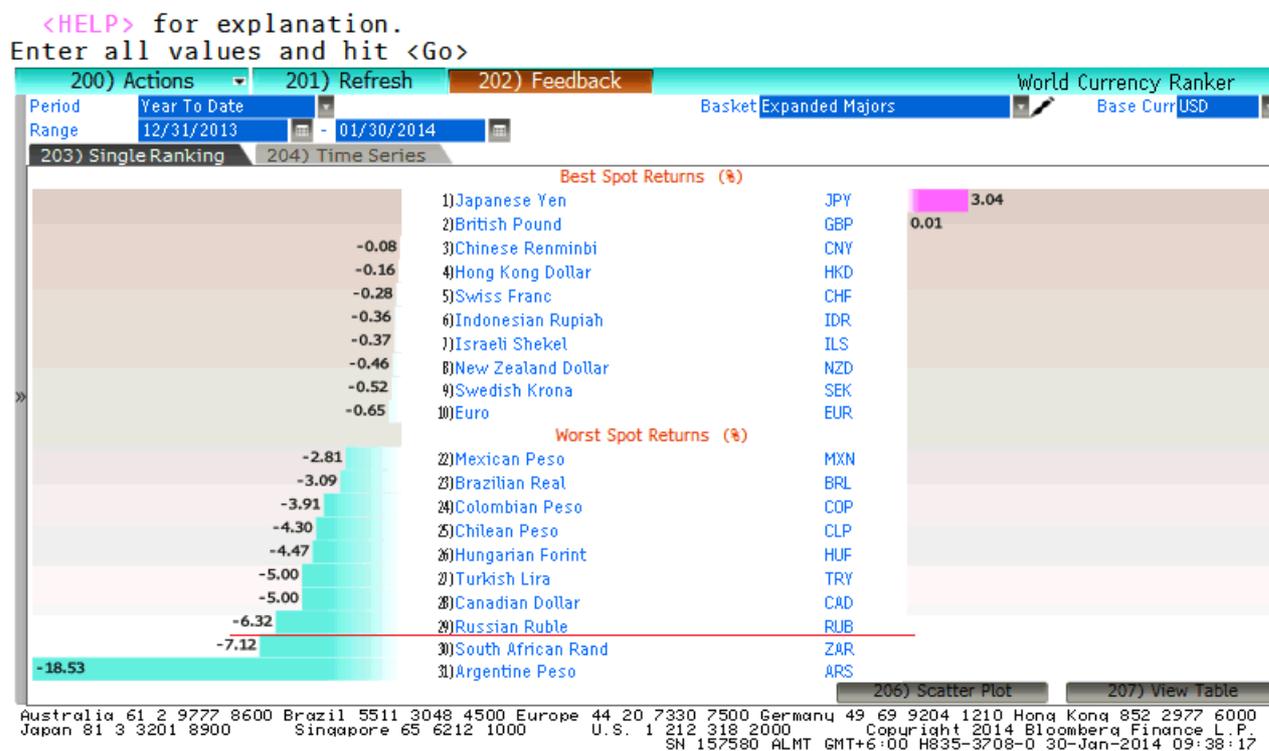
Итак, есть стойкое убеждение, что финансовая система США, получавшая вливания ликвидности от ФРС, находила применение для этих денег за рубежом, в значительной мере в развивающихся странах.

Сейчас ФРС начала сворачивать темпы “печатания”, а вскоре должна начать изымать избыточную ликвидность, для того чтобы затем нормализовать уровень ставок.

В этой логике активы развивающихся стран были переоценены на американских потоках денег. И они должны падать в цене, когда ручей ликвидности исчезнет. В число обсуждаемых активов развивающихся стран входят локальные и инвалютные облигации, локальная валюта, акции. Можно называть это пузырем активов развивающихся стран, который спровоцирован действиями монетарных властей США.

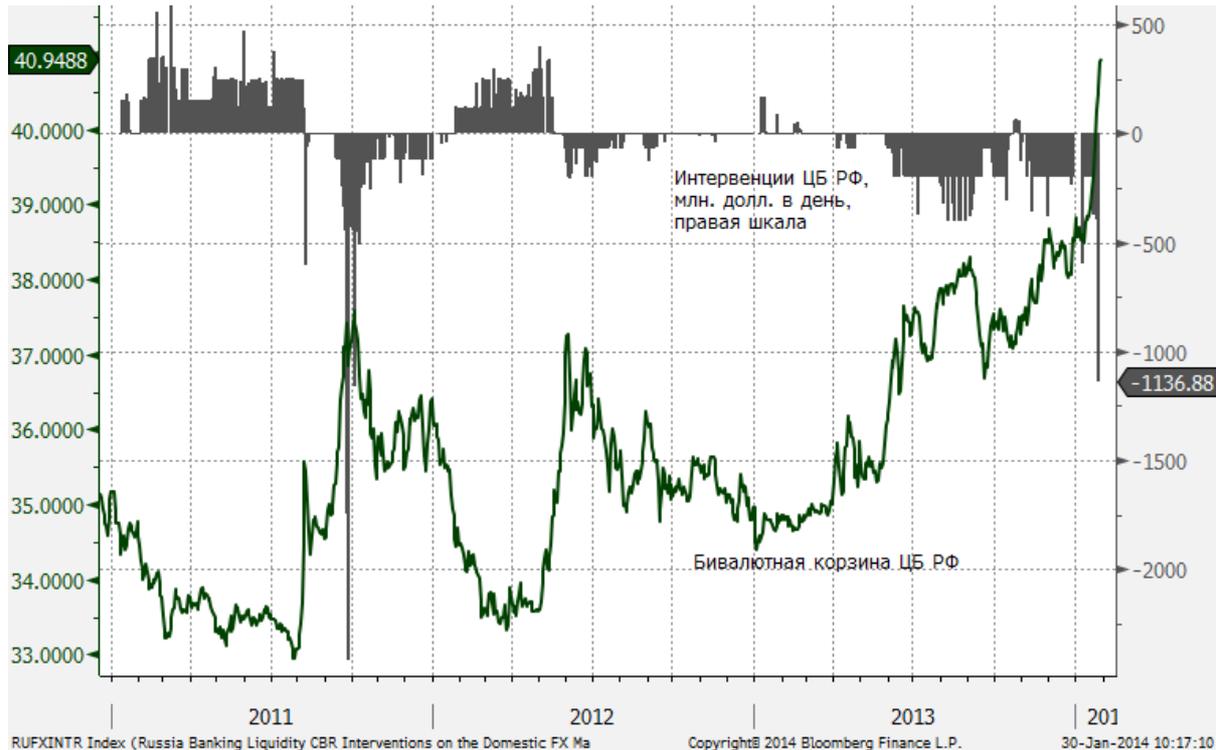
Напомним, что первое заметное снижение развивающихся стран (и не только, временно падали американские акции) происходило в мае-июне 2013 года, когда Бернанке намекнул о предстоящем сворачивании QE (“tapering”). Затем в течение года было несколько приступов снижения на развивающихся рынках. Каждый из которых был связан с выходом макроэкономических данных по США, позволявших делать временные прогнозы о завершении QE (“печатания”). Но затем начались реальные действия. 18-го декабря 2013 ФРС объявила о первом шаге (\$85 млрд. -> \$75 млрд.). Вчера ФРС сделала второй шаг, теперь “печатается” \$65 млрд. в месяц. Рынки живут ожиданиями, могут видеть “[надпись на стене](#)”. Поэтому сдувание предполагаемого пузыря активов развивающихся стран началось заранее, еще до изъятия ликвидности. Точнее во время, когда ликвидность еще продолжает прибывать.

Насколько верна такая логика? Нельзя сказать, что за ней ничего нет. Исторически были примеры, когда повышение ставок в США приводило к проблемам в развивающихся странах, как это было, например, с мексиканским кризисом 1994 года ([tequila crisis](#)). Очень возможно, что ликвидность США породила некоторые эксцессы.



Но насколько обвала заслуживает рубль и рублевые активы? Почему отечественная валюта оказывается в худших с конца прошлого года по отношению к доллару? Какие активы в РФ оказались переоцененными на американских долгах? Нам представляется, что таковых не слишком много. Россия не испытывала существенного притока капитала в страну. Акции по номинальному рублевому индексу ММВБ находятся на уровнях 2010 года. Долговой рынок в большей мере подходит под это. Так, доля иностранцев в ОФЗ выросла с 2012 по настоящее время с [3 до 25%](#), но в деньгах это сравнительно небольшая сумма - 0.9 трлн. рублей (~\$30 млрд. долларов). Наверняка какой-то приток иностранных “горячих” денег

получила банковская система, но здесь трудно найти какую-то статистику. Мы полагаем, что заметную роль в провале рубля играют россияне, нежели иностранцы. Граждане РФ склонны к панике, поскольку травмированы прошлой историей. То, что сейчас происходит - это "currency run", притом что Центробанк и правительство РФ практически не противятся бегству (график с ежедневными интервенциями ниже, [последние опубликованные данные](#) - на 28 января, когда ЦБ РФ продал \$1.1 млрд.)



Паника некоторых россиян по поводу курса совпадает с внешним фоном, так, вчера турецкая лира обвалилась на 7.5% за пару часов (это больше падения рубля за весь январь).



Но провалы отдельных валют могут быть оправданы. В частности, Аргентина проводит [крайне странную экономическую политику](#). Турция входит в перечень

“уязвимой пятерки стран” ([fragile five](#)) - Бразилии, Индонезии, Индии, ЮАР и Турции - по версии Морган Стенли. Причина в том, что эти страны имеют высокую инфляцию, существенный госдолг, испытывали приток капитала (дефицит счета текущих операций).

Хорошим примером для понимания происходящего может быть история золота. Цена этого металла была низка в начале 2000-х (относительно издержек), и заметная часть роста цены до краха 2008 года была оправдана.

После кризиса с началом эры “печатания” QE на рынках возникло устойчивое убеждение, что это приведет к большой инфляции доллара. Теория оказалась ложной, и инфляция так и не подняла голову ни в США, ни в Еврозоне или Великобритании.

Также ее нет в Японии сейчас, проводящей QE на стероидах. Но этот постфактум ложный страх вызывал бурный рост металла, и привел к падению его цены сейчас. Точно также сейчас падают активы развивающихся стран, причем не важно, находились ли они в переоцененном состоянии или это просто ложный страх перед изъятием ликвидности. Инвесторы слабо дифференцируют страны и готовы продавать и “уязвимую пятерку” и (по идее менее уязвимую) Россию.

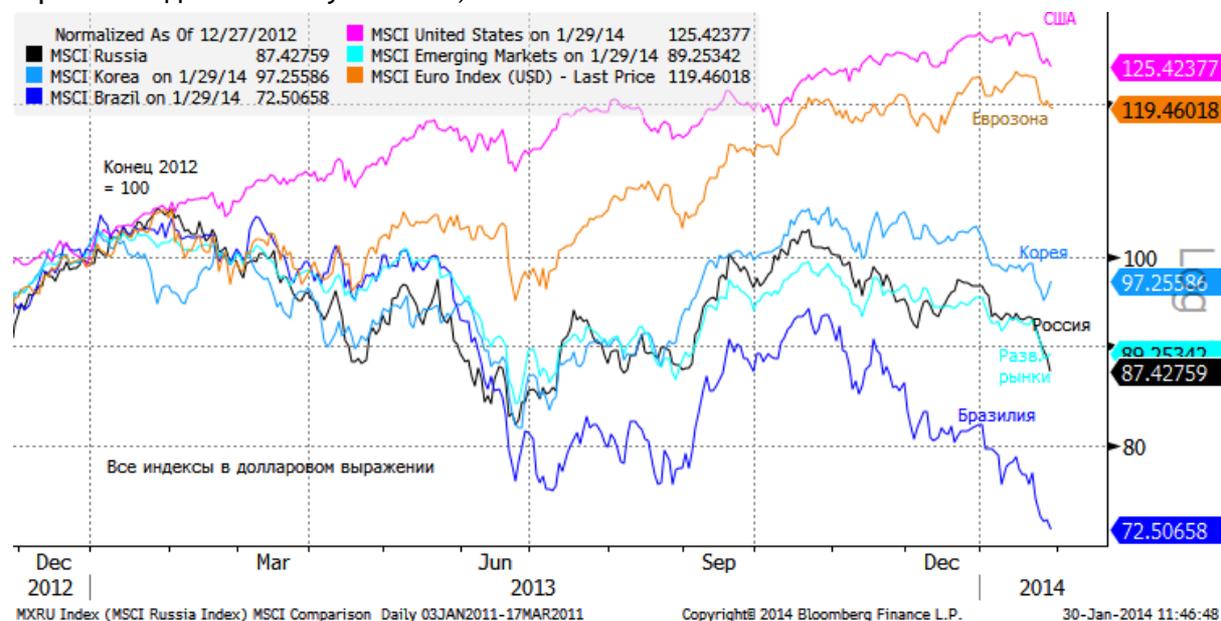
Происходящее сейчас снижение рубля в измерении нашей модели является крайне большим, сопоставимым по масштабам только с провалом еврозоны. Это действительно экстраординарное падение, которого мы не предвидели. Курс рубля сейчас должен быть на 33.07/\$ при цене брента \$107.9/баррель. Это выглядит как шутка, но наша модель показывала неплохие



результаты. Сейчас курс вышел за пределы отклонения верхней границы “двух сигм”, характеризующих 95%-й доверительный интервал. Если считать, что историческая волатильность примерно характеризует будущую изменчивость рубля, то курс может находиться за пределами этой границы только 2.5% времени. Итак, мы сохраняем убежденность, что этот провал избыточным и должен смениться заметной реверсией. Также известно, что рубль быстро падает и медленно восстанавливается, так что движение обратно не будет скорым.

Однако после краха 2008 года мы не беремся предсказывать точку разворота, это крайне неблагоприятная задача. Фундаментальный анализ - плохой помощник в угадывании траектории. “Купите на дне и получите второе дно в подарок”.

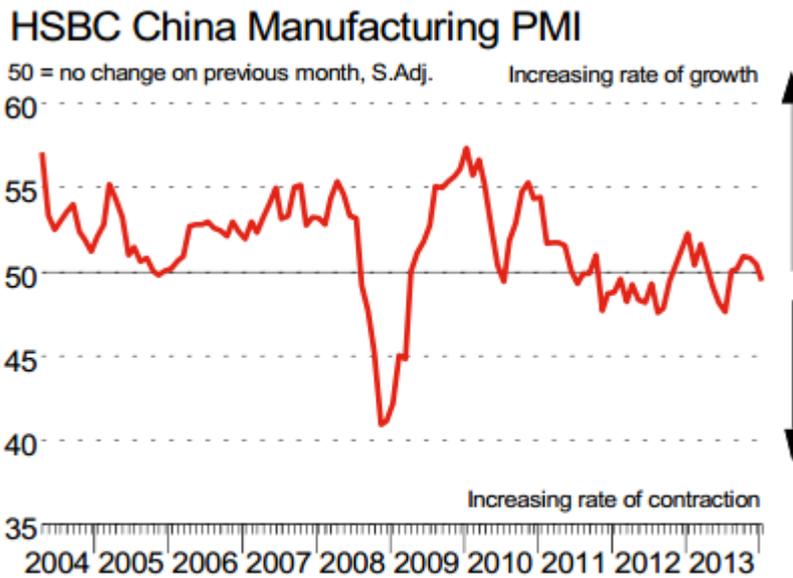
Вчера волнения на развивающихся рынках привели к снижению цен других рискованных активов. S&P 500 вчера потерял 1%, STOXX Europe 600 упал на 0.6%. Российские акции падают примерно также, как все остальные развивающиеся страны. Индекс ММВБ упал на 0,45%.



Вкратце:

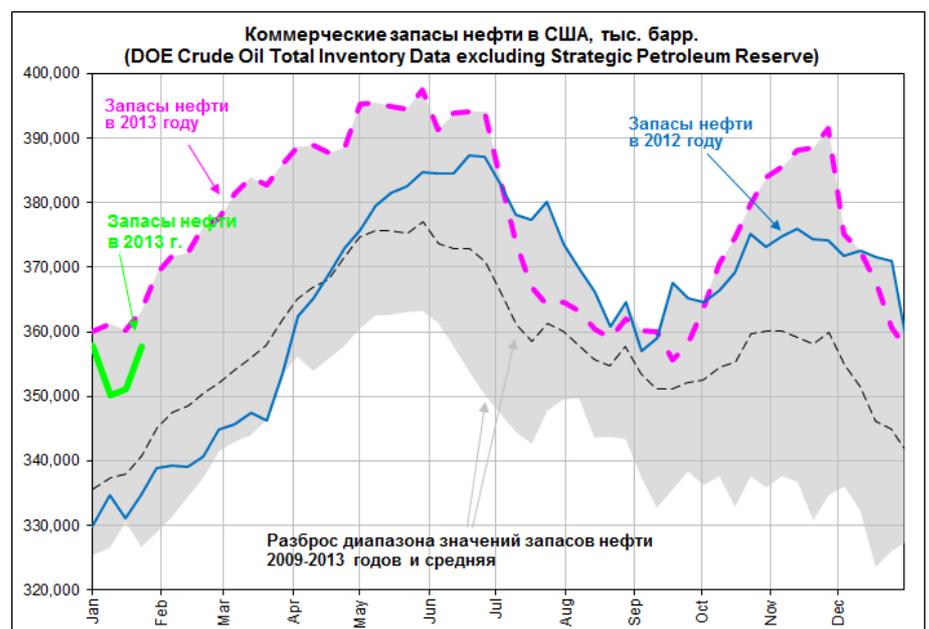
- [Опрос китайских предпринимателей](#) на предмет перспектив развития бизнеса от HSBC показал неутешительные результаты. Темпы развития промышленности Китая продолжают падать. Промышленный PMI опустился до 49,5 п., символизируя слабый старт экономики в новом году. Замедление деловой активности в промышленности Китая, основного катализатора мировой экономики в последнее время, может существенно отразиться на всем остальном финансовом мире, особенно на развивающихся рынках. На фоне сокращения программы по выкупу активов ФРС и оттока иностранного капитала с развивающихся рынков, замедление экономического роста в КНР усиливает уязвимость развивающихся рынков капитала и угрожает стабильности валютных курсов. Снижение активности можно списать на то, что в эту пятницу в Китае отмечают Лунный Новый год, и все компании, заводы работают в предпраздничном режиме. Такой аргумент выглядит не очень

убедительно, и опыт прошлого года показал, что в январе китайская промышленность достигла пика за предыдущие два года.

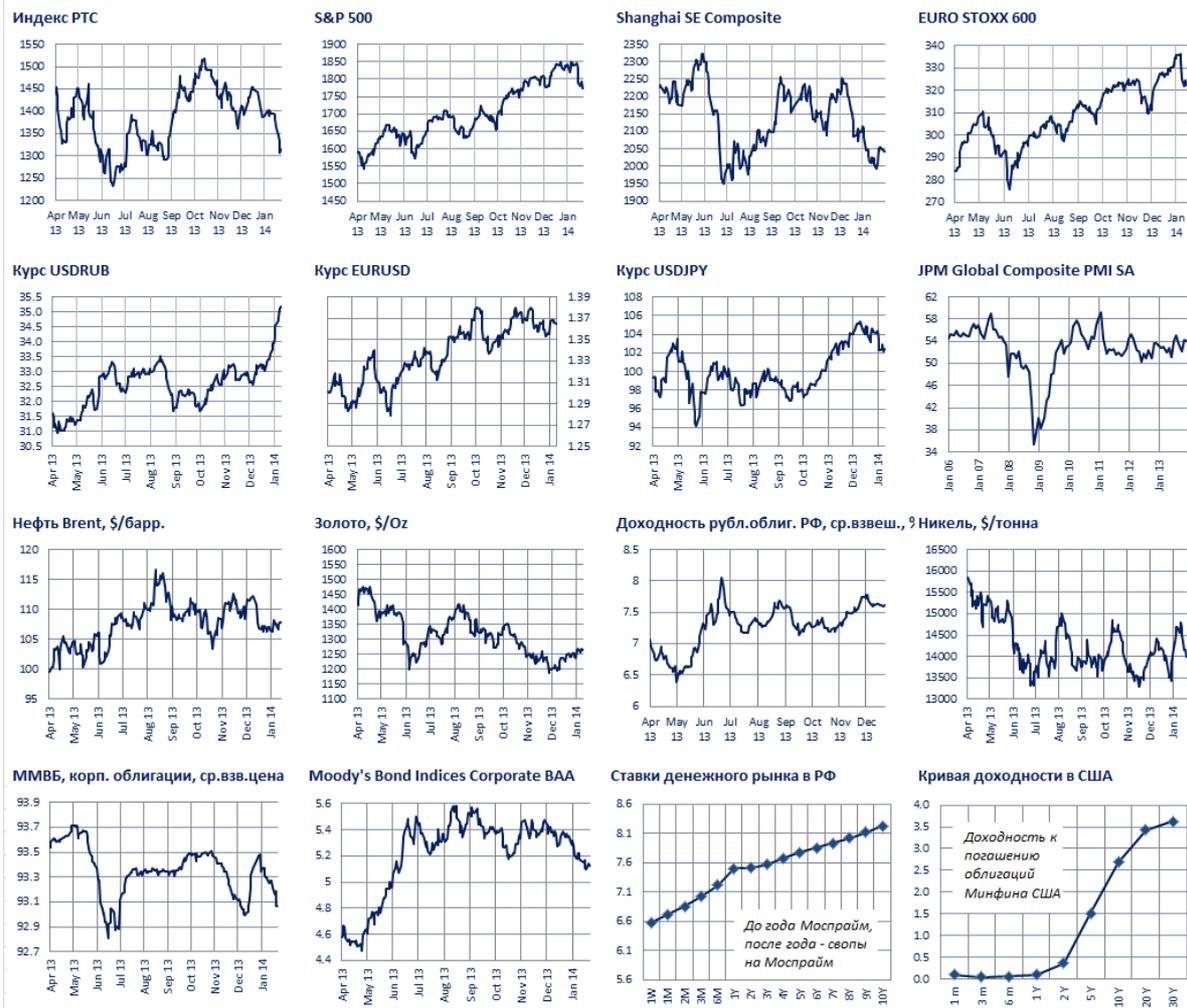


Sources: Markit, HSBC.

- «Мечел» намерен заложить «Сбербанку» блокпакет (25%+1 акция) своего самого привлекательного актива - горнодобывающей дочки «Мечел-Майнинг». Общая задолженность «Мечела» перед «Сбербанком» оценивается в 58,3 млрд. руб., причем в конце года компания договорилась с банком о реструктуризации долга по кредитным линиям на сумму до 25,5 млрд. руб. В текущих непростых условиях для угольной промышленности «Мечел» старается максимально эффективно выводить компанию из кризисного состояния путем продажи своих непрофильных и нерентабельных активов, снижая общую долговую нагрузку и освобождая ресурсы для более перспективных инвестпроектов.
- Вчера вышли коммерческие запасы нефти в США по данным EIA DOE. Они выросли больше ожиданий (+6.4 млн. баррелей за неделю против ожидавшихся 2.25). Но при этом упали запасы «дистиллятов», так что общее влияние на цены на нефть нейтральное.



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.