

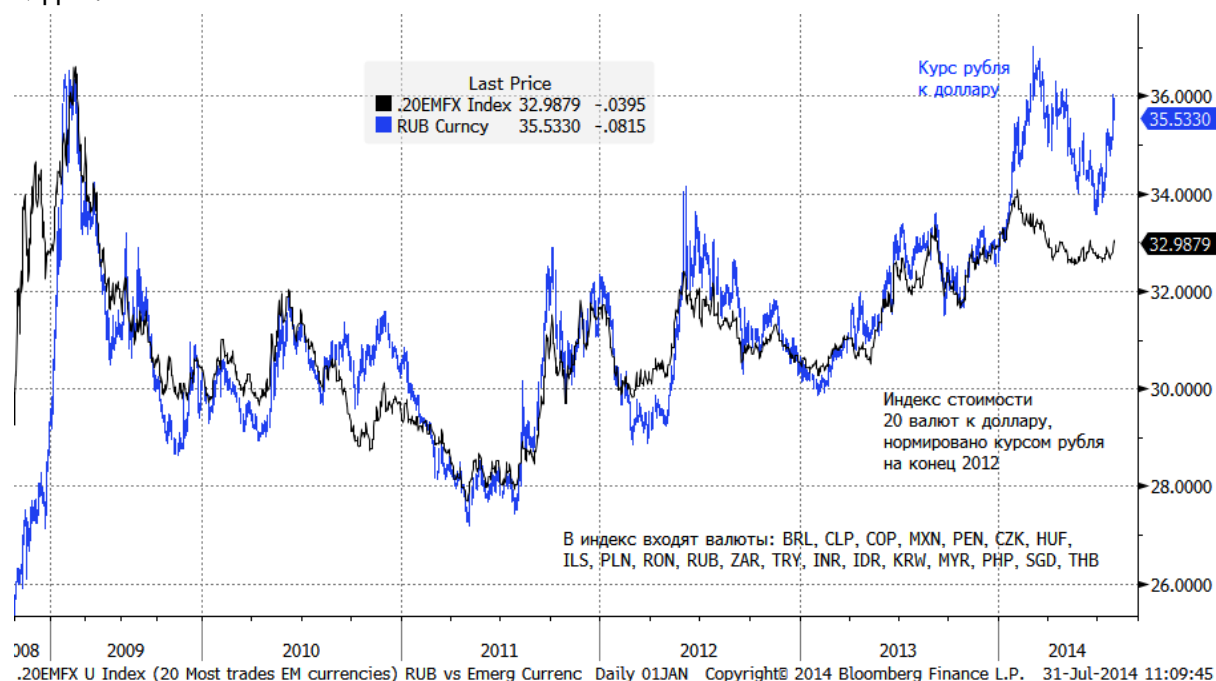
## Обзор рынков

Четверг, 31 июля 2014

- Российские активы вчера выросли, повторяя прошлый образец: падение перед санкциями и рост после их объявления
- ФРС на очередном заседании приняла решение о сокращении объема выкупаемых облигаций на \$10 млрд. до \$25 млрд.

### Комментарий:

Standard & Poor's 500 вырос меньше 0.1%. STOXX Europe 600 вчера потерял 0.5%. Эти колебания можно характеризовать как “боковой тренд”, выраженного движения не видно.



Рубль вчера почти достиг курса 36/доллар, однако откатился до ~35.5 сейчас. Курс рубля имеет свойство падать, когда население страны паникует и бежит в обменники. Последние опросы (см. ниже) говорят о том, что россияне начинают рассматривать санкции все более отстраненно.

Российские акции вчера выросли, индекс ММВБ днем показывал рост больше +2%, затем был двухчасовой сбой с остановкой торгов, а закрытие составило +0.9%.

### Санкции.

Нужно признать, что у Запада нет действенных рычагов влияния. Россия продает товары, от которых Запад не может отказаться. Так, российский газ составляет около 30% в поставках Евросоюза. В стране добывается 10 млн. баррелей в день по сравнению с 90 млн. для всей земли. На экспорт идет порядка 7 млн. баррелей в день. Если Россия не будет поставлять нефть на мировой рынок, ее просто нечем заменить, цены неминуемо взлетят. По линии российского импорта санкции также затруднительны, поскольку Запад должен рассчитывать с нами чем-то за поставленную нефть и газ.

По линии финансовых рынков ограничения возможны, но есть проблема - Россия уже заняла на Западе около 700 млрд. долларов. Это колоссальная цифра, большая, чем потери на второсортной ипотеке США в кризис. Если не позволить России рефинансировать этот долг, она объявит по нему дефолт, так что возникнет мировой финансовый кризис.

Все это приводит к патовой ситуации - желание наказать большое, но не получается. Вот поэтому мы и видим, что принимаемые санкции носят больше косметический характер, а также имеют направление, по которому взаимный ущерб будет небольшим. Так или иначе, Западу и России придется договариваться, поэтому будем надеяться на лучшее. Противостояние невыгодно никому. Хотя охлаждение в отношениях будет долгим.

Ведомости сегодня публикуют статью [“Второй мир: Холодная война нашего поколения”](#), В.Кашина, эксперта [Центра анализа стратегий и технологий](#), специализирующегося на вооружении и геополитике. Статья совпадает с нашим пониманием. В ней пишется:

*“Россия не может прекратить поддержку повстанцев на Востоке Украины, поскольку это приведет к делегитимизации ее правящего режима. Между тем российское руководство вполне обоснованно полагает, что даже в случае ухода украинской темы на второй план экономическое давление со стороны Запада не прекратится. Следовательно, закрепление поддержки населения является первостепенной задачей.”*

Широко обсуждающийся сейчас факт, что рейтинг одобрения власти сейчас взлетел до максимальных отметок. График опросного индекса Левады показывает это наглядно, последняя точка - июнь, опрос проведен 18-21-го, то есть после крушения Боинга.



Интересно, что одобрение касается не только верхних эшелонов власти, но и губернаторов, доверие к которым возросло (см. [levada.ru/indeksy](http://levada.ru/indeksy)). Политика всегда имеет внутреннюю ориентацию, для Путина электоральные предпочтения куда важнее, чем отношения с Западом, репутация “в мировом сообществе” и так

далее. Так что вряд ли приходится ждать, что политика России как-то изменится, а противостояние - это долгая вещь.

*“США в рамках украинского конфликта заинтересованы в решительной военной победе Киева над сепаратистами и создании нового украинского государства без учета российских позиций. Даже после того как эта задача будет решена, США будут продолжать усилия по изоляции России. Только так можно хотя бы отчасти компенсировать ущерб американскому влиянию и авторитету в мире, нанесенный крымским инцидентом.*

...

*С этими новыми правилами нам предстоит прожить долгие годы. Надежды США и некоторых отечественных общественных деятелей на то, что новая холодная война приведет к падению правящего в России режима, противоречат всему мировому опыту применения санкций и всему опыту русской истории.*

...

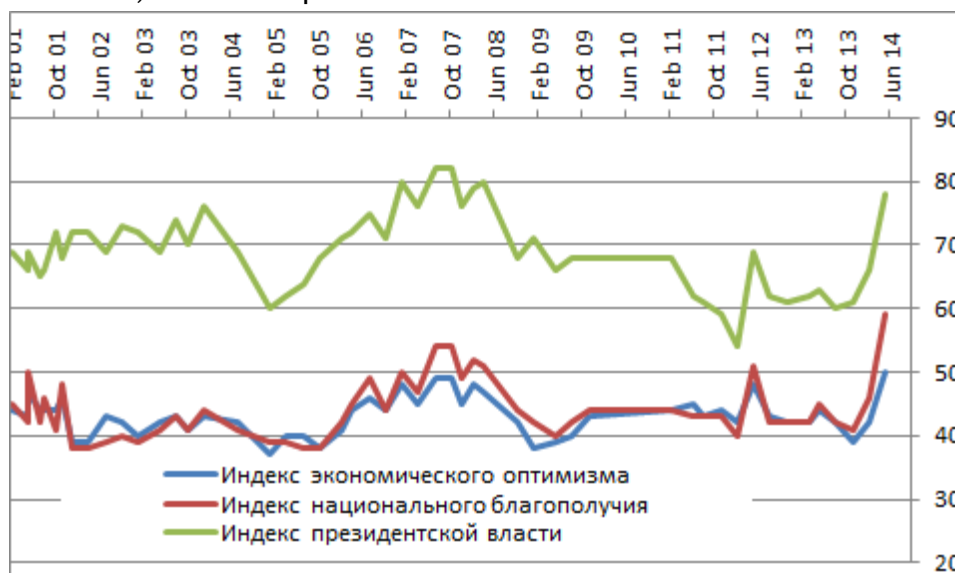
*Вторая холодная война едва ли закончится разгромом России. Прямое военное поражение России невозможно. Политическая конфронтация будет укреплять российскую власть. Что касается экономики, то после весьма тяжелого переходного периода она вновь начнет расти. Исторический опыт говорит о том, что Россия, как никакая другая страна, способна десятилетиями жить и развиваться в условиях мобилизации и враждебного окружения. Именно находясь в положении страны-изгоя, СССР осуществил свой главный рывок в развитии промышленности, науки и технологий. Этот пример не уникален: некоторые страны-изгои демонстрируют удивительные достижения. Современный Иран является мировым чемпионом по темпам роста числа публикаций в международных научных журналах. Это также единственная страна исламского мира, самостоятельно запустившая спутник в космос.”*

Автор приходит к выводу, что нельзя говорить о том, что новая “холодная война, таким образом, не составит собой целой исторической эпохи, но, как минимум, отравит жизнь поколению людей в России и на Западе”.

Мы не испытываем оптимизма по поводу противостояния с Западом, однако следует отметить, что санкции и вводимые ограничения не являются чем-то страшным.

- Существуют [свидетельства](#), что прямые иностранные инвестиции не являются хорошей объясняющей переменной для экономического роста. Точнее, что рост приводит к интересу иностранного капитала, а не наоборот. Рост ВВП страны производится населением и не следует рассчитывать, что западные потоки капитала приводят к буму (разве что спекулятивному).
- Потоки иностранного (быстрого) капитала могут приводит к деструктивным процессам в экономике, вызывая циклы бумов и крахов, дестабилизируя обменный курс и внутреннюю финансовую систему (пример : Бразилия с ее переоцененным курсом сейчас, также можно сослаться на проблему “[sudden stop](#)”)
- Экономический рост, похоже, связан с оптимизмом населения и бизнеса, то,

что называется “animal spirits”. Шиллер и Акерлоф, написавшие книгу с таким названием уверяют, что оптимизм населения - это то, что нужно. Россия после 90-х пережила коллективную психологическую травму и только сейчас начинает оправляться от этого. Индексы Левады (ниже, последняя точка - май) говорят о том, что противостояние с Западом привело к росту оптимизма, а не наоборот.



Повторимся, мы не испытываем оптимизма по поводу противостояния с Западом, по поводу санкций, состояния геополитики. Мы также не стараемся занять чью-то позицию в слишком поляризованном сейчас дискурсе.

### Биология риска.

Недавно в NYT вышла статья Джона Коутса (академик в Кембридже, бывший трейдер), “[Биология риска](#)”, как нам кажется, поясняющая с точки зрения биохимии почему происходят колебания на рынках, бумы сменяются крахами и как люди реагируют на новую информацию. Это связано с колебаниями уровней дофамина и тестостерона, ассоциирующихся с хорошим расположением духа, а с другой стороны, кортизолом, гормона стресса и боли.

В период спада и повышенной волатильности возникает ощущение неопределенности, повышается уровень кортизола, стресс нарастает, мы решаем, что ничего не понимаем и мы избавляемся от акций или облигаций или недвижимости. Отвращение к риску возрастает, хотя это и оказывается лучшее время для инвестиций. В период бума, мы напротив, благожелательны, прибыли стимулируют выработку дофамина, подстегивая чувство удовольствия и расслабленности. Так происходят массовые гормональные подвижки у инвесторов, которые сопровождаются резкими сдвигами отношения к риску, приводящими к колебаниям цен активов. У Коутса есть книга об этом “[The Hour Between Dog and Wolf: How Risk Taking Transforms Us, Body and Mind](#)”

Вот некоторые выдержки без перевода (извините, нет времени).

*“Many neuroscientists now believe our brain is designed primarily to plan and execute movement, that every piece of information we take in, every thought we think, comes coupled with some pattern of physical arousal. We do not*

*process information as a computer does, dispassionately; we react to it physically. For humans, there is no pure thought of the kind glorified by Plato, Descartes and classical economics.*

*Our challenge response, and especially its main hormone cortisol (produced by the adrenal glands) is particularly active when we are exposed to novelty and uncertainty. If a person is subjected to something mildly unpleasant, like bursts of white noise, but these are delivered at regular intervals, they may leave cortisol levels unaffected. But if the timing of the noise changes and it is delivered randomly, meaning it cannot be predicted, then cortisol levels rise significantly.*

*Uncertainty over the timing of something unpleasant often causes a greater challenge response than the unpleasant thing itself. Sometimes it is more stressful not knowing when or if you are going to be fired than actually being fired. Why? Because the challenge response, like any good defense mechanism, anticipates; it is a metabolic preparation for the unknown.*

...

*Most models in economics and finance assume that risk preferences are a stable trait, much like your height. But this assumption, as our studies suggest, is misleading. Humans are designed with shifting risk preferences. They are an integral part of our response to stress, or challenge.*

...

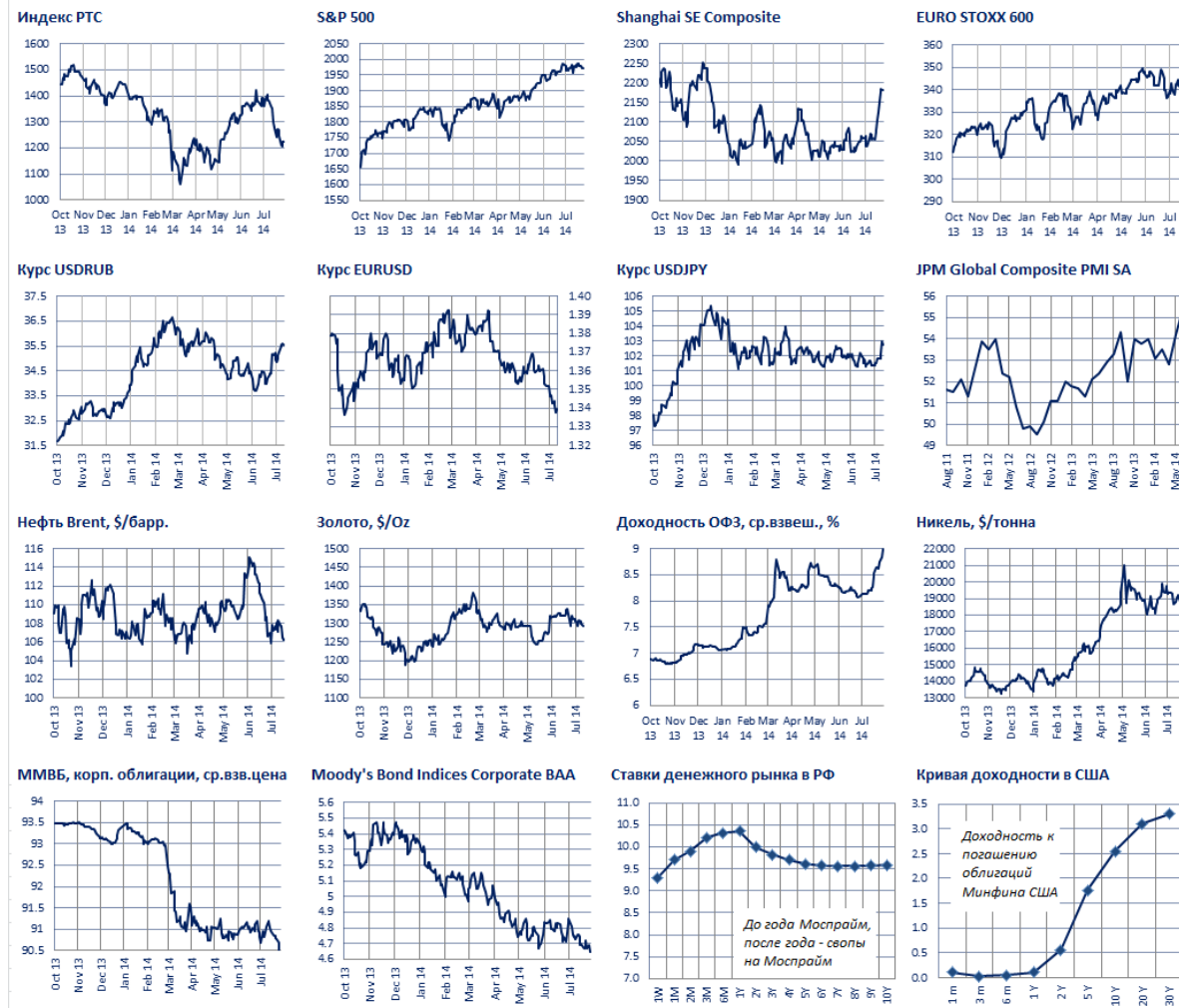
***When opportunities abound, a potent cocktail of dopamine – a neurotransmitter operating along the pleasure pathways of the brain – and testosterone encourages us to expand our risk taking, a physical transformation I refer to as “the hour between dog and wolf.” One such opportunity is a brief spike in market volatility, for this presents a chance to make money. But if volatility rises for a long period, the prolonged uncertainty leads us to subconsciously conclude that we no longer understand what is happening and then cortisol scales back our risk taking. In this way our risk taking calibrates to the amount of uncertainty and threat in the environment. Under conditions of extreme volatility, such as a crisis, traders, investors and indeed whole companies can freeze up in risk aversion, and this helps push a bear market into a crash. Unfortunately, this risk aversion occurs at just the wrong time, for these crises are precisely when markets offer the most attractive opportunities, and when the economy most needs people to take risks. The real challenge for Wall Street, I now believe, is not so much fear and greed as it is these silent and large shifts in risk appetite.”***

## Вкратце:

В правительстве подготовили два варианта спасения «Мечела». Оба варианта предполагают временную смену собственника. Согласно первому варианту, три российских банка кредитуют ВЭБ, который выкупает облигации компании за счет привлеченного кредита. Второй сценарий предполагает прямое вхождение банков-кредиторов в капитал «Мечел» без участия ВЭБа через конвертацию долга в акции. Банкротство компании возможно в случае отсутствия договоренности с И.

Зюзиным.

## 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.