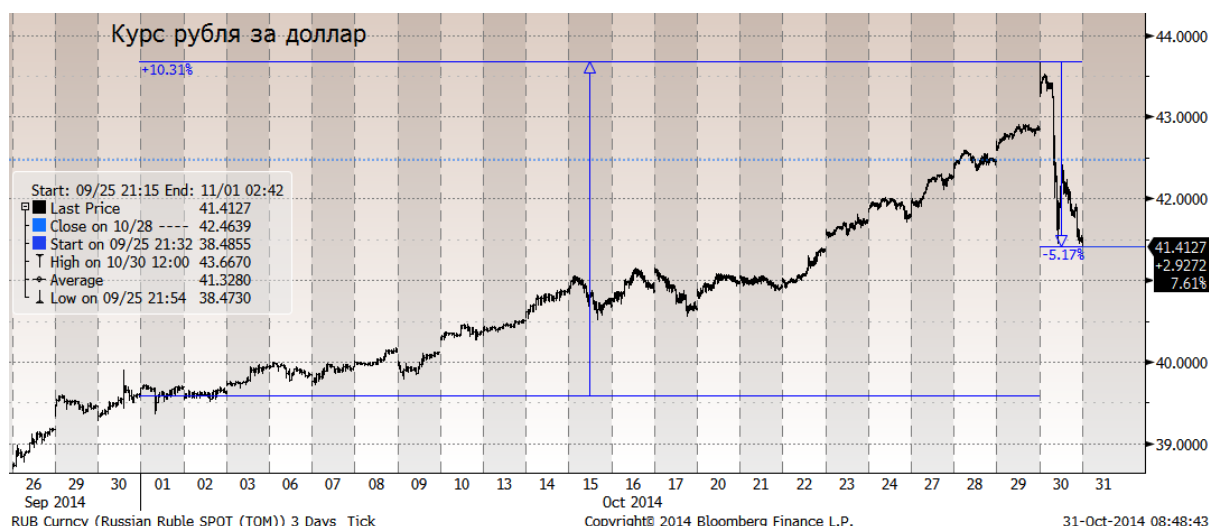


Финансовые рынки. Пятница, 31 октября 2014

- Вчера мы написали, что рубль ожидает очередной обвал, а вышло все наоборот. Рубль действительно показал анти-рекорд с утра, обвалившись до 43.66/доллар, хотя днем ранее не превышал 42.9/доллар. Но в районе 3-4 часов дня по Перми случилось крайне резкое укрепление, сразу на 5%, так что курс касался 41/доллар. Это движение заняло чуть больше часа. Закрылся рубль на 41.65/доллар. Даже после случившегося укрепления он находится на уровнях середины прошлой недели.
Что это было? Мы считаем - манипуляции, "short squeeze" и по-прежнему убеждены, что у рубля мало шансов на укрепление пока западный рынок долгового финансирования ограничен.
- Суд вчера [постановил](#) конфисковать Башнефть у АФК Системы, не обратив внимание на установленные законом РФ [сроки давности](#) (10 лет всего и 3 года с момента "когда должен был узнать о нарушении"). Однако акции Башнефти и АФК "Системы" растут, возможно, потому, что с них (пока?) не собираются истребовать прошлые дивиденды (190 млрд.руб. за 2009-2013).
- Интрига сегодняшнего дня - решение ЦБ РФ по ставкам (мнения поляризованы, большая часть ждет повышения на 50-100 бп.) и, возможно, по формату валютных интервенций (есть ожидания полной свободы и противоположные - фиксации курса).
- РФ, Украина и ЕС [подписали договоренности по газу](#) до марта 2015. Цена 378 долл./тыс.куб.м. до конца года, с привязкой к цене нефти. Примерно столько за газ платит Германия и примерно по такой цене СПГ поставляется в Испанию.
- ВТБ вновь [просит денег](#) у правительства на докапитализацию. Всего ему надо 200 млрд. руб. и 50-70 млрд. в этом году. Начиная с приватизации в 2007 г. банк ВТБ - это "бизнес наоборот". Вместо выплат акционерам он постоянно требует с них деньги.
- В США вчера опубликованы оценка ВВП 3-го квартала +3.5%. Неплохо. А японский центробанк сегодня резко расширил программу QE, обвалив йену и вызвав рост японских акций. Доллар опять на рекордах [по индексу DXY](#).



Индекс S&P 500 вчера вырос на 0.6%, до исторических максимумов у него остается около 1%. STOXX Europe 600 также вырос на 0.6%, на текущий момент Европа отыграла примерно половину провала сентября-октября. Российские акции растут, индекс ММВБ +0.9%. индекс РТС вырос аж на 3.7%, что объясняется вчерашними чудесами с рублем.

Вчера рубль неожиданно резко укрепился, подпрыгнув к доллару примерно до уровней прошлой недели. Причины не ясны.

- Кто-то думает, что это “[внеплановые интервенции](#)” ЦБ РФ. Однако это маловероятно, поскольку валютная политика сейчас ясна, власти придерживаются предсказуемости. Действия ЦБ скорее всего сопровождались бы комментариями, “словесными интервенциями”. Мы не верим что это были действия трейдеров ЦБ, однако в ближайшие дни появится [статистика](#), которая покажет так это было или нет.

- В ответ на проходящей обвал рубля есть ожидания, что власти что-то предпримут против этого. К примеру, это потенциально могут быть фиксация курса, ограничения на капитальные операции, драконовское повышение ставок. Мы бы добавили сюда свой рецепт - меры по массовому рефинансированию внешних долгов частного сектора за счет валютных резервов. Как раз сегодня СД ЦБ РФ заседает по ставкам и возможному изменению валютной политики. Ожидания от заседания велики. Следуя конспирологической логике вчера какой-то большой инсайдер, знакомый с предложениями, мог сделать ставку на укрепление.

- Кто-то считает укрепление вызвала “фиксация прибыли”. Однако и это мало походиже на правду. “Коррекции” вряд ли бывают столь резкими и глубокими. Обычно спекулянты реагируют на одно движение, что порождает последующую реакцию других игроков. Коррекции постепенны, требуют дней, а не десятка минут как это наблюдалось вчера.

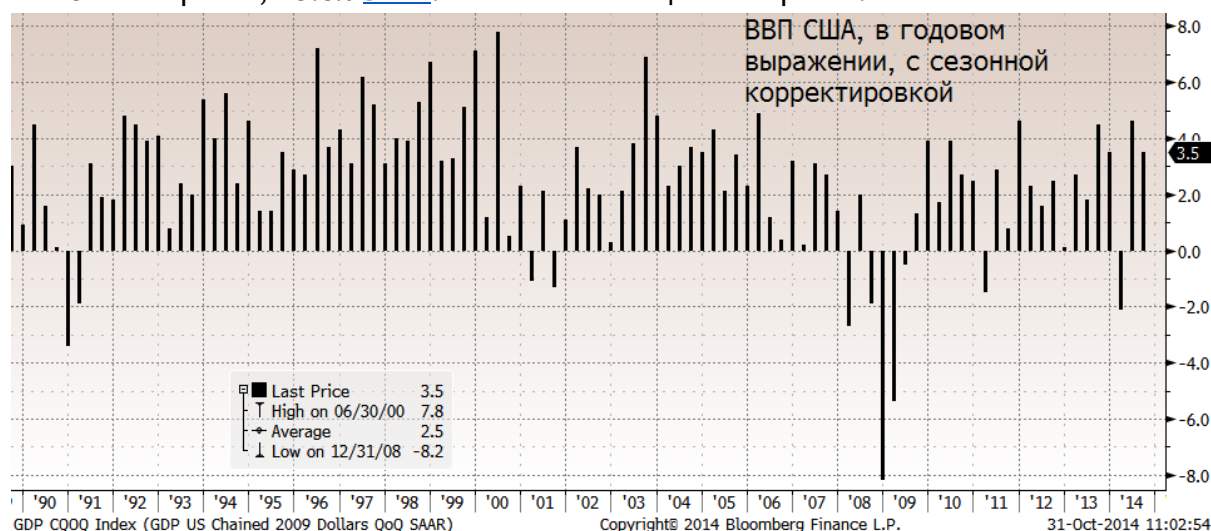
- Мы полагаем, что наиболее вероятной причиной вчера могла быть целенаправленная манипуляция рынком со стороны хедж-фондов или каких-то еще спекулянтов (например, инвестбанка ВТБ). Рубль в течение октября непрерывно падал, а ЦБ РФ сдерживал падение интервенциями в рутинной, ежедневной манере. В последние дни он тратил [по 2+ млрд. долл. ежедневно](#). Игра против рубля превратилась в массовое увлечение, казалась почти безрисковой. Этот “трейд” оказался переполнен игроками (overcrowding). В ходе этого спекулянты массированно использовали рычаг в ставках против спотового рубля, на фьючерсах и в опционах. Тот кто организовал изначальный провал доллара запустил лавину срабатывания “стопов” и маржин-коллов у слишком увлекшихся рычагом спекулянтов, запустившая автоматическую лавину спада. В ходе падения у предполагаемого манипулятора-спекулянта появилась возможность откупить открытые длинные рублевые позиции по лучшим ценам.

Итак, основным объяснением вчерашнего феномена мы считаем последнее 0 действия какой-то группы спекулянтов, которые решили “загнать в угол” рынок (см. “[corner the market](#)”) других спекулянтов. Мы не уникальных в таких интерпретациях. В комментариях были заявления трейдеров, что вчера случился “шорт сквиз” ([short squeeze](#)).

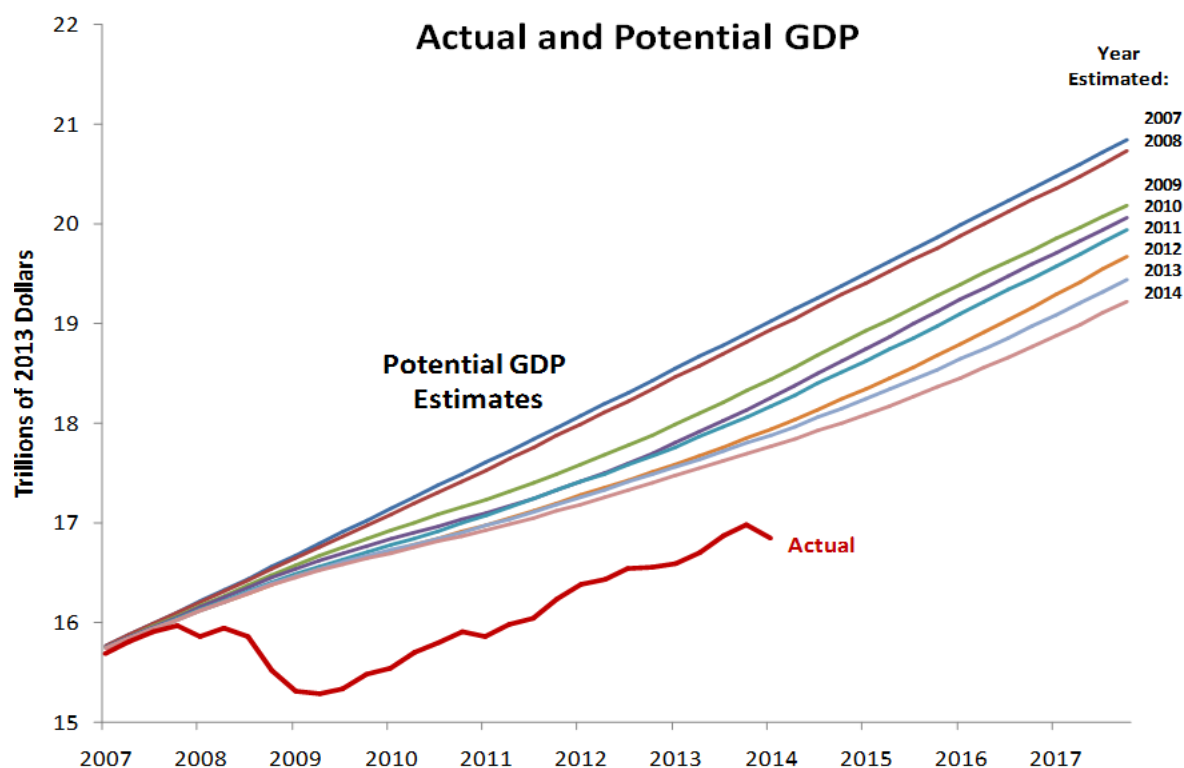
Если считать это объяснение верным, то сегодня следует покупать доллар против

рубля. Действительные причины падения российской валюты никуда не исчезли, а случилась лишь временная разгрузка позиций. Другое дело, что финансовые рынки редко движутся по прямой, как это показывал до сих пор рубль (к бивалютной корзине). Однако мы будем рады, если ЦБ РФ и правительство что-то предпримут.

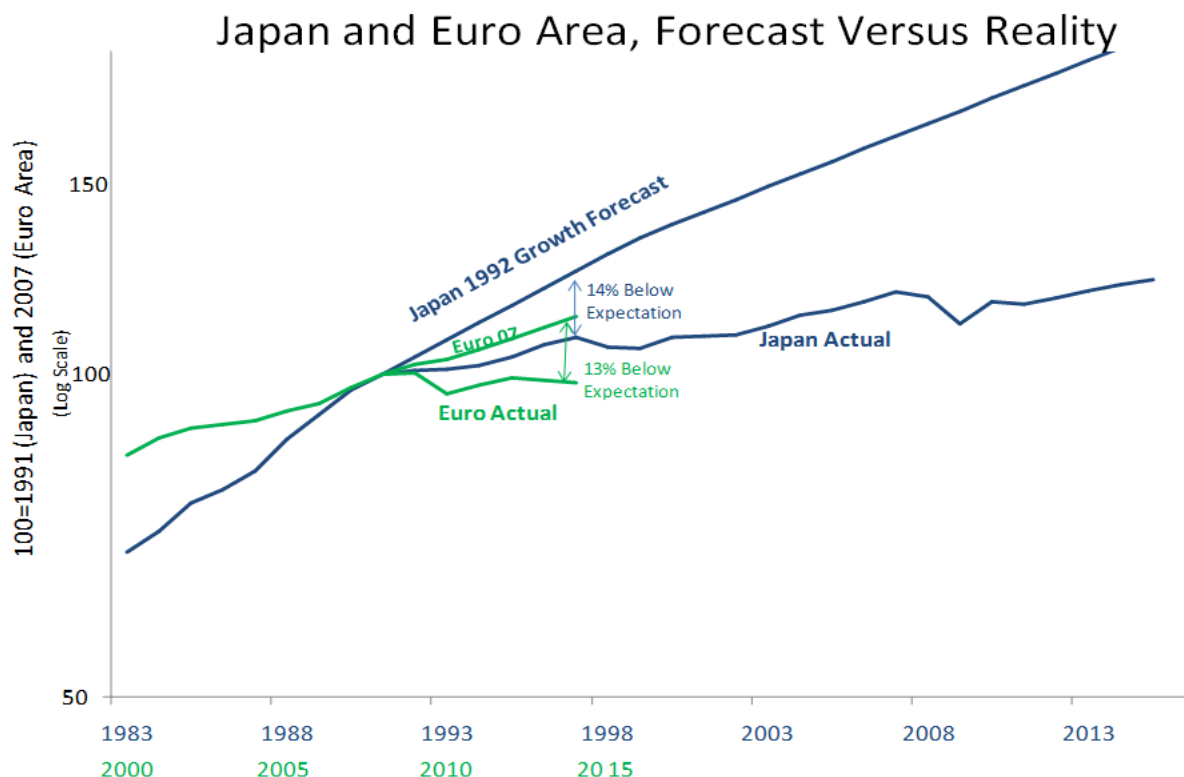
“Светлое пятно” мировой экономики - США - вчера опубликовали первую оценку ВВП 3-го квартала, +3.5% [SAAR](#). Неплохо на общем контрасте.



Однако большая проблема мировой и американской экономики - это слишком слабый рост. В научной литературе это получило название гипотезы “вековой сагнации” (secular stagnation), которую предложил экономист Ларри Саммерс (дискуссию можно посмотреть в [этой электронной книге](#)). Саммерсом недавно опубликована статья [на voxeu.org](http://na.voxeu.org), содержащей следующие идеи.



ВВП целого ряда стран остается значительно ниже “потенциального”. Для США эта разница (“гэп” выпуска) заметно ниже того, что оценивал [CBO](#) в 2008 году. В Еврозоне ситуация еще хуже, а оценки потенциального роста ВВП сократились гораздо больше, чем оценки для США. Рост ВВП Еврозоны заметно хуже траектории, которую показывала Япония после сдувания пузыря недвижимости и акций в 1990-м году. Некоторые называют этот феномен “японификация” Европы.



Традиционная наука макроэкономики по Саммерс ориентировалась на “второй момент” (вариацию, т.е. изменчивость) безработицы, когда вырабатывала предписания для политиков. Предполагалось, что экономика сама придет к своему естественному выпуску, нужно лишь ограничить волатильность колебаний. При этом признавалась необходимость восстановить работу финансовой системы, чтобы она без труда конвертировала сбережения в инвестиции.

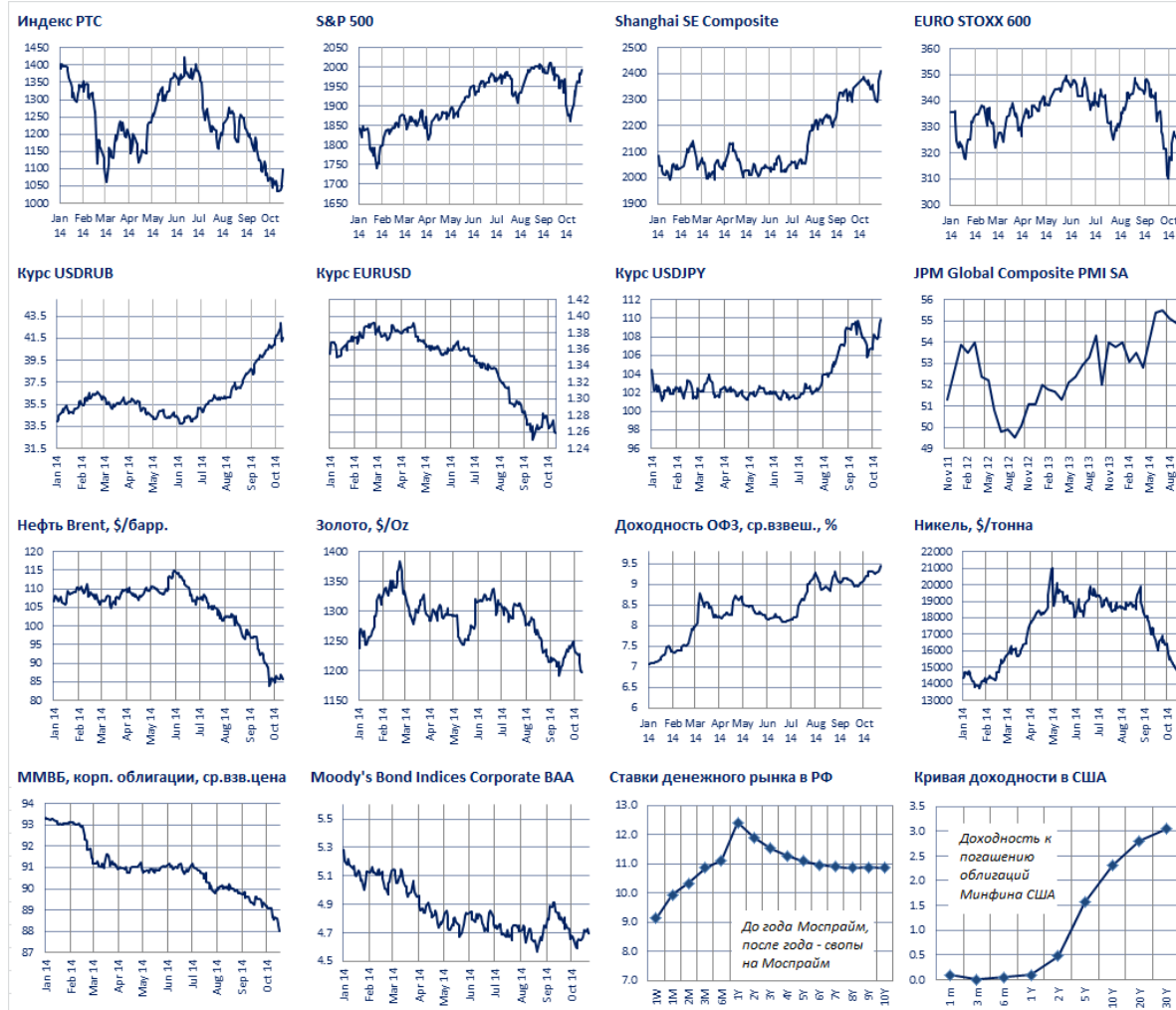
Сейчас политики и экономисты столкнулись с другой угрозой - слишком медленного роста, а ожидаемого возврата на траекторию “потенциального” ВВП не происходит, даже несмотря на бюджетный и монетарный стимул. При этом “финансовые пробки” сейчас расчищены, банковская система работает.

Возникает вопрос: почему так происходит? Возможный ответ состоит в том, что цена денег - процентная ставка - не имеют достаточной гибкости. При слишком большом избытке сбережений (финансовом избытке) по сравнению с желаемыми инвестициями (финансовыми дефицитами) для “расчистки” рынка необходима отрицательная реальная процентная ставка (Саммерс называет ее full employment real interest rate – FERIR).

Это неизбежно упирается в проблему “ловушки ликвидности”, которая говорит, что ставки ниже нуля быть не могут. При целях по инфляции в 2% в развитых странах реальная отрицательная ставка может быть только минус 2% (0% номинальная

ставка когда инфляция равна 2%). Этого может быть недостаточно для возобновления экономического роста. Что с этим делать дальше не ясно, у экономистов нет ответа.

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.