

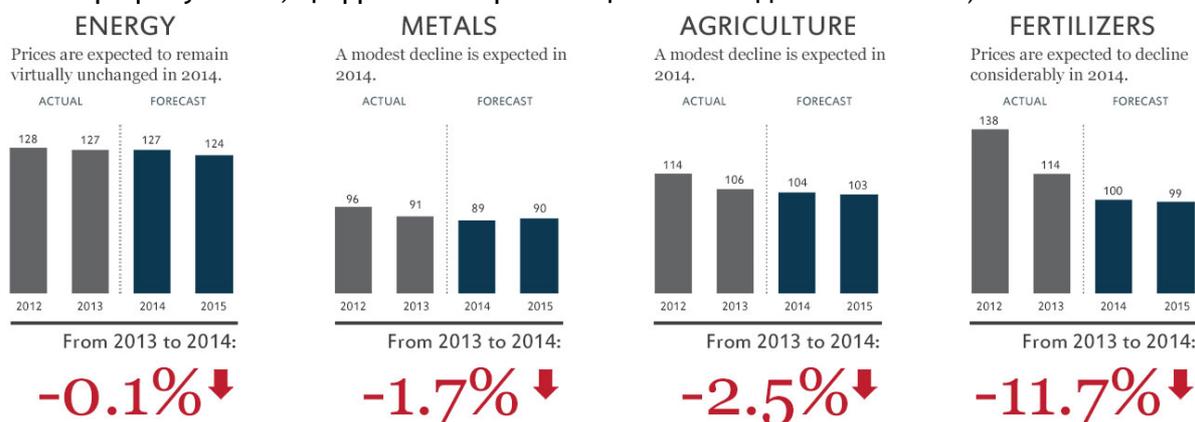
Обзор рынков Понедельник, 3 февраля 2014

- Давление на валюты развивающихся стран не прекращается
 - Мы убеждены, что рубль упал чрезмерно и ждем укрепления
 - Однако прежний опыт говорит, что оно не будет быстрым - на него уйдет от двух-трех месяцев до полугода
- Росстат [опубликовал первую оценку ВВП](#) за 2013 год, +1.3%, ниже ожиданий 1.5%.
 - Данные говорят, что бизнес два года (2012+2013) избавляется от оборотного капитала: следствие высоких ставок.
 - Итак, замедление обусловлено монетарными факторами и должно смениться ростом, как только ставки будут снижены после взятия под контроль инфляции.
 - Предположительно, ЦБ РФ начнет снижать ставки в середине 2014, но это будет не быстрый процесс.
- Опубликован январский российский промышленный PMI, 48 п., минимум за 55 месяцев (!), минимум с июня 2009. Вдобавок к общему замедлению экономики на настроения должны были повлиять страхи перед валютным кризисом.

Комментарий:

Пятница принесла снижение фондовым рынкам: ММВБ минус 0.6%, STOXX Europe 600 минус 0.25%, S&P 500 минус 0.65%. Мы уже писали, что в пятницу вышли [январские данные PMI по Китаю](#), которые говорят о снижении промышленности. Предыдущее снижение промышленности Китая (т.е. PMI ниже 50 по индексу) было в июне. В ответ на это снижались акции по всему миру, а ленты новостей предсказывают большие проблемы для производителей сырья. Напомним, что Китай в “нулевые” обеспечивал значительный прирост спроса на сырье: от металлов (Китай потребляет около половины мировых металлов) до нефти. Замедление этой страны плюс идея окончания “сырьевого суперцикла” добавляют давление на развивающиеся страны, которые преимущественно экспортируют товары “низкого передела”.

Как раз кстати [Всемирный банк в пятницу опубликовал отчет по сырьевым рынкам](#), где он дает прогнозы цен. В нем констатируется снижение цен практически по всем товарным товарным группам за исключением энергетических товаров. Всемирный банк (далее: ВБ) предсказывает продолжение снижения сырья в 2014 (см. иконографику ниже, цифры - это прогноз ценовых индексов на 2014).



По ценам на нефть, столь сильно определяющим экспорт РФ, ВБ предсказывает “боковой тренд”. В 2014 ожидается \$103/баррель, по сравнению с \$104/баррель в 2013 (Всемирный банк оперирует средними ценами по миру, включая американский WTI, Brent и проч.). В 2015 году ожидает \$100 за баррель. Также, ВБ пишет, что есть риск прерывания поставок из Ближнего Востока, что может добавить +\$50 к цене. Также есть риск замедления Китая, который способен уронить цены. Под эту идею, в пятницу цены на Brent упали до \$106.3/баррель, примерно на доллар, после сообщений о замедления в Китае.

Долгосрочно ВБ ожидает постепенного снижения реальных цен нефти по следующим соображениям. 1) Растущие поставки нетрадиционной нефти; 2) Рост эффективности использования нефти; 3) В меньшей степени, будут использоваться заменители нефти.

Ключевым предположением прогноза ВБ называется производство нефти в Канаде из нефтяных песков, для которых стоимость добавления мощностей экономически целесообразна на ценах от \$80 за баррель в долларах 2014 года. Это базовое предположение для всех долгосрочных прогнозов, но сопряженное с большой неопределенностью оценки “маржинальных издержек” в долгосрочной перспективе из-за меняющихся технологий, налоговых и политических условий.

Справа мы показываем таблицу чувствительности курса рубля к доллару в текущих ценах в зависимости от цен на нефть. Текущая нефть в 106.3 долл./баррель предполагает равновесный курс 33.4, что примерно на 2 рубля ниже наблюдаемого сейчас. Каждый год инфляция “точит” курс примерно на 1 рубль (т.е. в конце 2014 должно быть 34 руб./доллар при нефти \$110).

Нефть	мин	Оценка курса на сегодня			макс
	-2*SD	-1*SD	Ожид.	+1*SD	+2*SD
130	29.86	30.66	31.51	32.40	33.35
125	30.17	30.99	31.85	32.77	33.74
120	30.50	31.34	32.23	33.16	34.16
115	30.86	31.72	32.62	33.58	34.60
110	31.24	32.12	33.05	34.03	35.08
105	31.65	32.55	33.50	34.52	35.60
100	32.08	33.01	34.00	35.04	36.15
95	32.56	33.52	34.53	35.61	36.76
90	33.08	34.06	35.11	36.23	37.42
85	33.64	34.66	35.75	36.90	38.14

По курсу рубля сейчас разногласия мнений и мы видим довольно много оптимистов. Так, сегодня Блумберг пишет следующее: “Российская валюта в течение двух месяцев может укрепиться до 33 рублей за доллар, прогнозируют в ОАО “Сбербанк”... “Аналитики Сбербанка оценивают равновесный курс рубля на начало 2014 года в 33,2 рубля за доллар, учитывая сезонно благоприятные показатели счета текущих операций в первом квартале”. Эта оценка “Сбера” принципиально отличается от нашей оценки.

“Несправедливость” падения рубля и России отмечают некоторые другие аналитики. Так, в пятницу Блумберг опубликовал следующий комментарий. “Российский фондовый рынок в этом году просел глубже тайского,

южноафриканского и даже турецкого. Лондонской CF Global Trading U.K. это представляется неоправданным.” ... “Россию накрыла волна распродаж, охвативших все развивающиеся рынки без разбора, из-за склонности инвесторов к обобщениям во время кризисов ... Иногда Россию наказывают несправедливо. При котировках нефти Brent на уровне \$107 страна ежедневно получает миллиард долларов экспортной выручки, и вдобавок в краткосрочной перспективе ей не нужно расчищать горы долгов”.

Отметим, что Россия имеет экспорт порядка \$0.5 трлн. (к нефти в комментарии выше надо добавить газ и прочее), а при 250 рабочих днях в году экспортная выручка в день составляет порядка \$2 млрд. в день.

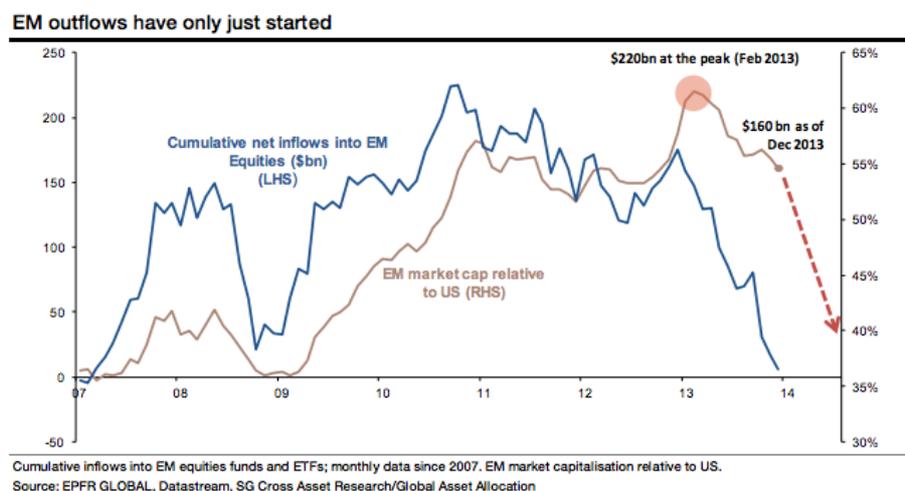
Замедление экономики РФ должно снижать спрос на импорт по следующим причинам. В нем довольно много инвестиционных товаров (машины и оборудование). Также импорт чувствителен к курсу, растущие цены импорта неизбежно должны привести к падению спроса и импортозамещению. При этом экспорт товаров из РФ остается стабильным. Это означает, что страна получает стабильное количество долларов, которые способны финансировать отток капитала и падающий импорт.

Как только волна бегства капиталов из РФ пройдет (от иностранных инвесторов и боязливых россиян) избыток долларов обернется укреплением рубля. Это логика, которая будет стоять за укреплением и потому наш прогноз и прогноз “Сбербанка” не особенно отличаются.

Может ли прогноз оказаться ложным? Конечно. Мы можем представить себе сценарий, когда паника россиян перерастет в неуправляемую, и тогда на бегство капитала не хватит ни экспортной выручки, ни валютных резервов ЦБ РФ. Агрегат M2 (наличные рубли + все депозиты в банках) составляет 29 трлн. рублей, что близко к 1 трлн. долларов. Конвертация заметной части этих денег (т.н. “долларизация”) может оказать длительное воздействие на курс. Но пока мы не видим оснований для такого бегства.

FT Alphaville со ссылкой на аналитику SocGen описывает [негативный взгляд](#) на будущее развивающихся рынков и дается следующий график (заметим, что январь уже прошел, но по нему еще нет данных).

Из накопленных инвестиций в фонды развивающихся рынков аналитики SocGen делают вывод, что отток еще будет продолжаться



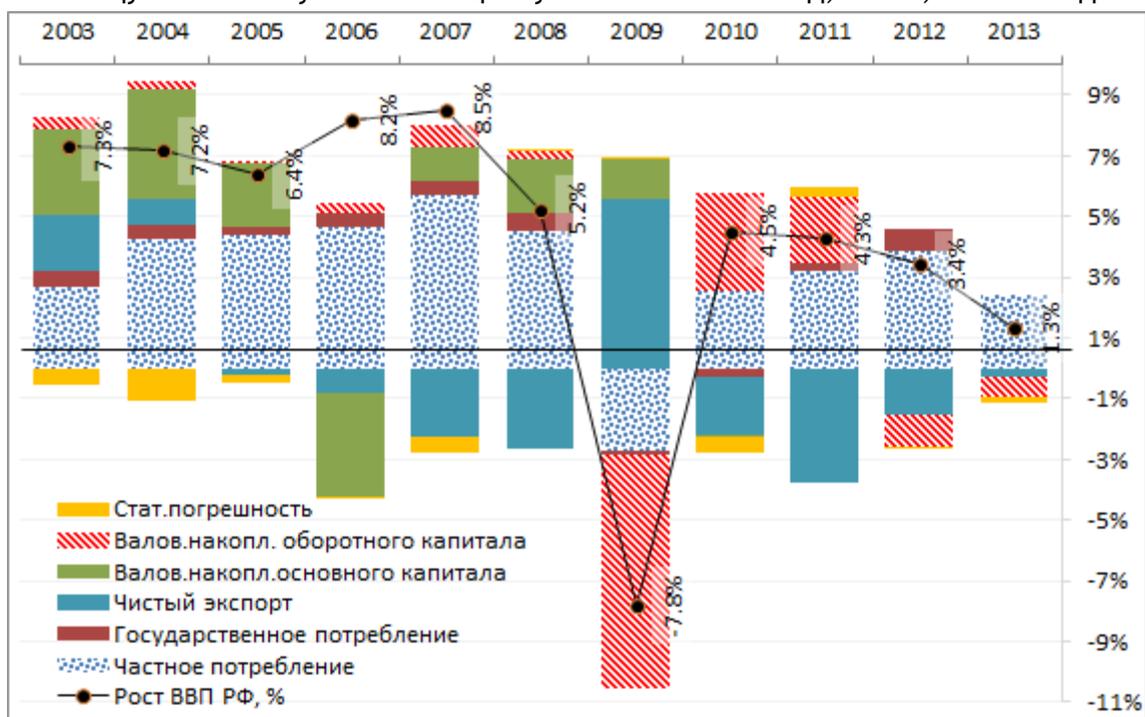
долго. Это имеет некоторые резоны, но мы бы не стали делать настолько скоропалительных выводов.

Самое странное в текущей ситуации то, что Россия не испытывала особых притоков иностранного капитала (если не говорить о том, что 80% портфельных акций РФ, т.е. free-float принадлежат иностранцам).

Эту неадекватность замечают и другие. Вот фрагмент текста блоггера [kar-barabas](#) на эту тему : *“Конечно, рынок успокоится так или иначе. Рубль в конце концов найдет свое правильное место. Кто-то на волатильности заработает, кто-то потеряет. Нет ведь никаких фундаментальных причин для ажиотажа, который охватил рынок. Нет у страны дефицита по счету текущих операций, как у “хрупкой пятерки” Бразилии, Турции, Индонезии, Индии и Южной Африки. Не было притоков капитала. Нет значительной долларизации. Нет очень высокой и застарелой инфляции. Не было мощного кредитного бума. Не было большого укрепления самого рубля и “валютных войн”. Ничего этого не было и нет. Не входит Россия в группу стран совсем с другими характеристиками, не надо ее туда запихивать. И нет сейчас никакого синхронного падения валют по всему миру, все более или менее спокойно в Польше, Мексике, Индонезии и Индии.”*

Итак, мы расцениваем отклонение рубля и давление на развивающиеся рынки как преходящее и временное. Нет причин говорить о грядущем кризисе в мире. Со временем инвесторы станут больше дифференцировать развивающиеся страны. Для России пока не видно реальных угроз. Бегство капиталов скоро выдохнется, спекулятивный капитал ограничен. А на восстановление курса рубля может уйти несколько больше, чем предсказывают аналитики “Сбербанка” - вплоть до полугода.

В пятницу Росстат опубликовал оценку ВВП РФ за 2013 год, +1.3%, ниже ожиданий.



Мы разбили рост ВВП на компоненты и еще раз убедились, что значимая часть снижения ВВП объясняется с минусом по оборотному капиталу (который статистики трактуют как отрицательную инвестицию). Этот процесс продолжается уже два года. В 2012 валовое накопление оборотного капитала утянуло рост на 1%, в 2013 обеспечило еще 0.7%.

Такое было в 2009 году и это является следствием дорогих денег. Бизнес избавляется от оборотного капитала, высвобождает деньги и отдает кредиты. Напомним, что ужесточение денежной политики ЦБ РФ случилось в конце 2011, так что мы только два года прожили в условиях высоких ставок.

“Монетарный тормоз” необходим, чтобы убить инфляционные ожидания. Он же означает состояние управляемой рецессии. Поэтому же мы не видим больших проблем с точки зрения экономики - как только будут убиты инфляционные ожидания, тормоз будет снят.

	2013Y	2014Y	2015Y
MEDIAN	1.50	2.20	2.60
MEAN	1.52	2.14	2.62
HIGH	3.40	3.00	3.60
LOW	1.30	-1.00	1.00

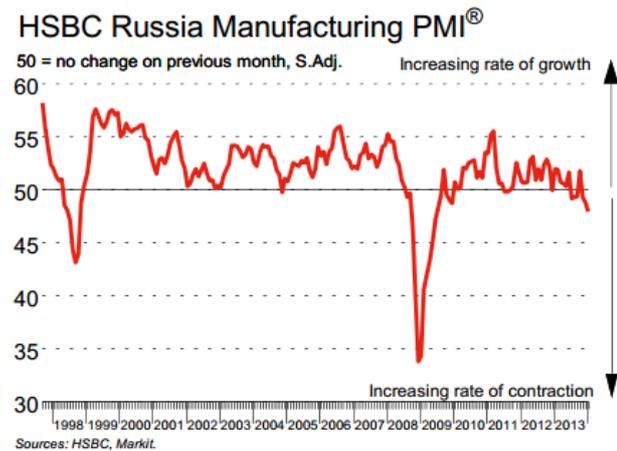
Справа показан текущий консенсус по росту ВВП РФ, который предполагает ускорение до +2.6% в 2015. Таблица с прогнозами отдельных аналитиков ниже (данные Блумберг, интересно, что в числе “контрибьюторов” есть пермская компания “Прогноз”)

Contributors (39)	AS OF	2013Y	2014Y	2015Y
Bank of America Merrill Lynch	1/31/2014	1.7	2.5	2.6
Barclays	1/31/2014	1.4	2.6	2.1
Nomura Securities	1/30/2014	1.6	2.2	3
JPMorgan Chase	1/30/2014	1.5	1.8	2.5
BNP Paribas	1/30/2014	1.4	2.5	2.5
Deutsche Bank	1/30/2014	1.5	2.4	2.8
ABN Amro	1/30/2014	1.5	2.5	3
Morgan Stanley	1/30/2014	1.5	2.5	2.6
Citigroup	1/30/2014	1.4	2.6	2.7
Goldman Sachs Group	1/30/2014	1.5	3	3.6
Business Monitor International Ltd	1/30/2014	1.4	2.1	2.9
Capital Economics	1/30/2014	1.5	2	2
Raiffeisen Zentralbank Österreich	1/30/2014	1.5	1.7	2.5
DekaBank Deutsche Girozentrale	1/30/2014	1.4	2.1	2.6
Commerzbank	1/30/2014	1.4	2.2	2.5
Credit Agricole CIB	1/30/2014	1.8	2.8	2.5
Societe Generale	1/30/2014	1.3	2.4	3.1
Global Insight	1/30/2014	1.6	2.7	3
ING Group	1/30/2014	1.5	2.3	2.5
Wells Fargo	1/30/2014	1.3	2.2	3.2
Danske Bank	1/30/2014	3.4	1.5	2.6
UBS	1/30/2014	1.5	2.5	2.8
HSBC Holdings	1/30/2014	1.5	2	2
Berenberg Bank	1/30/2014	1.5	2.5	2.5
UniCredit	1/30/2014	1.5	2	2.1
Scotiabank	1/30/2014	1.4	2.5	2.8
Helaba	1/30/2014	1.5	3	3.3
Serasa Experian	1/30/2014	1.7	2.6	3.5
Swedbank	1/30/2014	1.3	2	2.3
Handelsbanken	1/30/2014	1.6	2.5	2.9
VTB Capital	1/30/2014	1.4	1.3	2.6
Petrocommerce Bank	1/30/2014	1.4	2.1	2.5
Alfa Bank	1/30/2014	1.5	1	1.4
Fitch Ratings	1/30/2014	1.4	2	2.5
Bank Gospodarki Zywosciowej	1/30/2014	1.3	1.4	
JSFC Sistema	1/30/2014	1.3	-1	1
Otkritie	1/30/2014	1.4	1.9	2.1
Prognoz	1/30/2014	1.4	2.2	2.8
URALSIB Financial	1/30/2014	1.5	2.4	3.5

Вкратце:

- Страх растет. Сегодня утром был опубликован российский промышленный PMI по итогам января. Индекс опустился до минимального уровня с июня 2009 г. - 48 п. Эта цифра ниже 50 п., что указывает на падение деловой активности в промышленности.

Historical Overview



Ухудшились все ключевые параметры, включая новые заказы, занятость и рост цен на сырье. Основным драйвером экономического роста в России в последнее время являлись потребительские расходы, которые

начинают замедляться. Это приведет к еще большему замедлению темпов роста ВВП- такие высокие издержки приходится нести для борьбы с инфляцией.

- Падение рубля вызвало ажиотажный спрос на новостройки. Рост активности покупателей отмечают во многих девелоперских компаний, в том числе ЛСР, «НДВ-недвижимость», «Петербургская недвижимость» и др. Во время девальвации национальной валюты россияне бегут в защитные инструменты (доллар, евро, недвижимость). Недвижимость воспринимается как актив, имеющий внутреннюю стоимость и защищающий от инфляции. Рост спроса пока не отразился в ценах, но в ближайшие полгода стоимость недвижимости в рублях может подрасти на 10%.

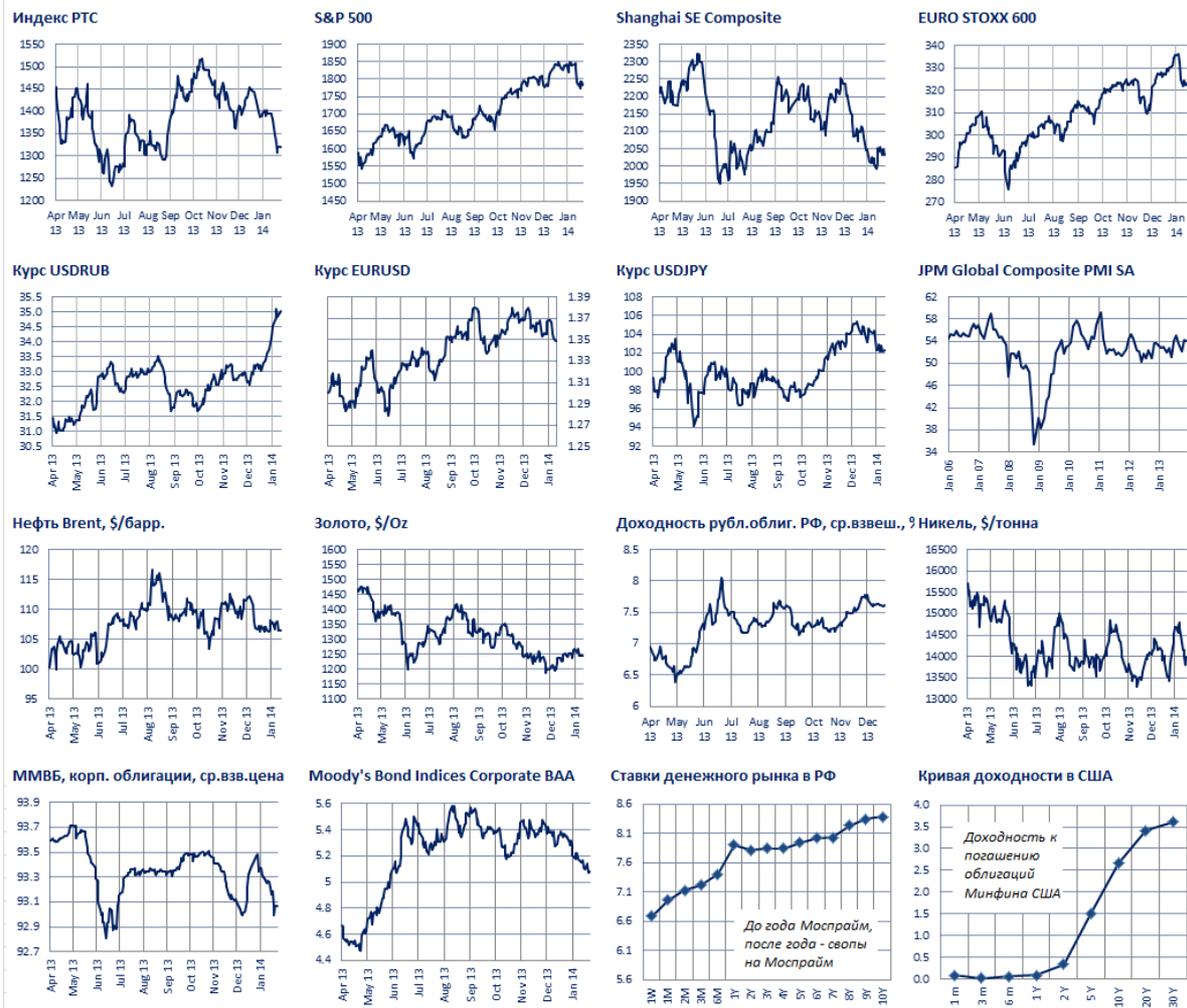
Местное:

- Московский центр Карнеги подготовил рейтинг демократичности регионов России за период 2001-2011 гг. При составлении рейтинга учитывалось 10 параметров (например, экономическая либерализация и приватизация, политический плюрализм и др.). Пермский край признан одним из самых демократичных регионов, занимающих вторую строчку после Свердловской области. Авторы рейтинга отмечают, что когорту лидеров возглавляют крупные индустриальные регионы.

Экспертный рейтинг демократичности регионов за 2001–2011 гг., в баллах по методике центра

РЕГИОН	БАЛЛ
Москва	30
максимумы	
Свердловская область	43
Пермский край	42
Иркутская область	41
Самарская область	41
Санкт-Петербург	41
Красноярский край	40
Карелия	39
Новосибирская область	39
Архангельская область	39
Нижегородская область	38

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.