

# Обзор рынков

среда, 3 июля 2013

## Вкратце:

- Продолжают выходить опросы бизнеса за май. Китайский сектор услуг разочаровал. Общий индикатор состояния экономики [HSBC China Composite PMI за июнь на 49.8](#), стал ниже порога в 50 п., сигнализирует о первом снижении выпуска за 10 месяцев.
- Российская экономика “тухнет”, [композитный индекс уверенности HSBC PMI за июнь](#) также свалился ниже 50 - 48.8. пунктов
- Рубль продолжает снижаться. 33.15/\$. [ЦБ РФ каждый день проводит не слишком активные интервенции по \\$200 млн](#). Наш взгляд: времена изменились, следует играть вместе с ЦБ РФ, а не против него.
  - На днях пройдет первое заседание ЦБ РФ под председательством Набиуллиной. Новая метла метет по новому?
  - Снижение рубля не уникально: доллар растет ко многим валютам. В том числе из-за подъема ставок (10-ки на 2.5% выше ожидаемой инфляции), падающей зависимости от импорта углеводородов на “сланцевой революции”
- Слабость рубля и давление на развивающихся рынках и в сырьевых товарах на слабом PMI Китая контрастирует с растущей нефтью.
  - Брент \$105+/баррель, а WTI поднялся выше \$100 (ниже которой был целый год), на событиях в Египте. Там 1 июля военные выдвинули 48-часовой ультиматум президенту Мурси, требуя удовлетворения требований протестующих. Мурси отвергает ультиматум, так что есть шанс для силовых действий.
- Напоминание о подзабытом Еврокризисе
  - [“Тройка” дала Греции 3 дня](#), чтобы уринять условия финансирования (увольнения в госсекторе). Иначе не будет выделен транш в €8.1 млрд.
  - А Греция надеется на списание долгов официальных кредиторов осенью, после выборов в Бундестаг.
  - В последнюю пару дней Fitch снизил Кипру рейтинг до “ограниченного дефолта”, а [Moody's заявляет, что собирается снизить до дефолта](#) из-за проходящего сейчас обмена некоторых локальных коротких долгов правительства на длинные.
  - Кипр и Греция - не проблема. Новых “дыр” в балансах банков не обещается, “системные эффекты” на финрынках не ожидаются.
- “Роснефть” не стала покупать “Башнефть”, а купила “Итеру”, точнее 49% за \$2.9 млрд., доведя пакет до 100%. Будет развивать газовый бизнес: плохо “Газпрому”,

поскольку И.Сечин силен. Госкапитализм на подъеме.

- ФРС вчера одобрил требования по капиталу “[Базеля-3](#)”.

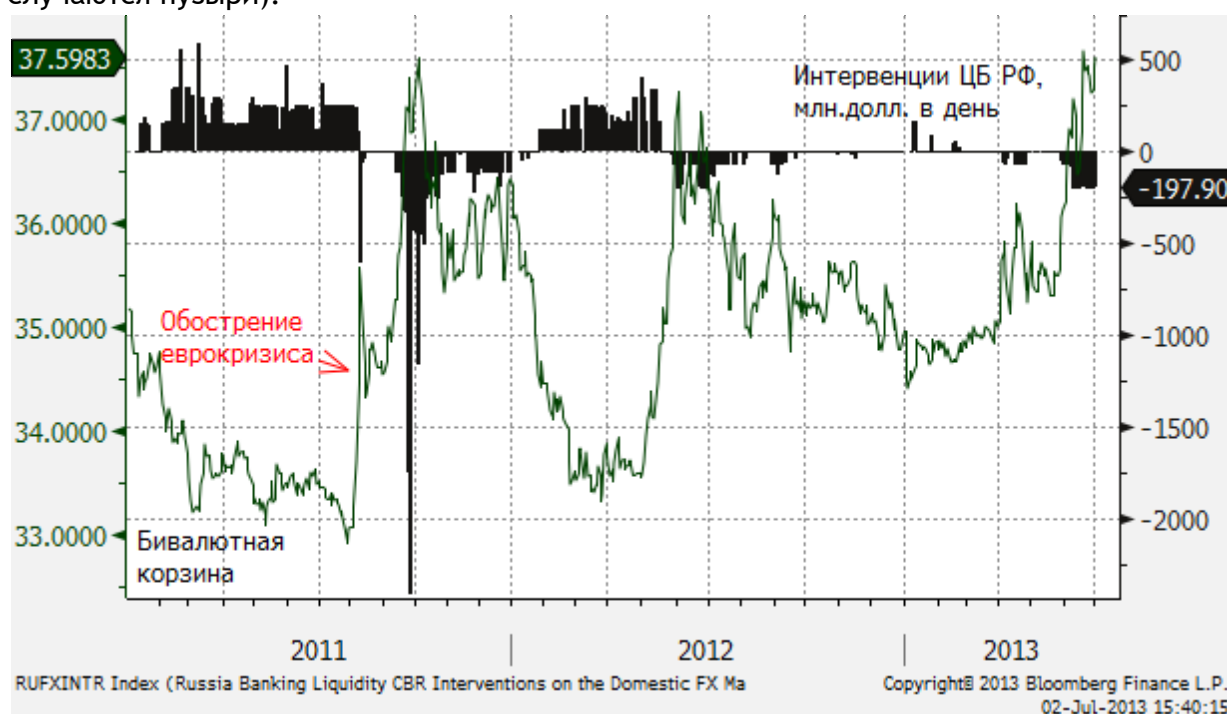
## Комментарий:

Standard & Poor’s 500 закрылся почти в нуле, минус 0.05%. Европа вчера падала STOXX Europe 600 минус 0.6%. Рублевый индекс ММВБ изменился мало +0,1%, чему помог ослабевший рубль.

Основной момент на рынках сейчас - замедляющаяся на развивающихся рынках, включая Китай, экономика, что давит на товарные рынки и не способствует росту российских акций. Общий подтекст: “сырьевой суперцикл” закончился.

### Интервенции ЦБ РФ: проциклический или антициклический индикатор?

В обществе остаются распространены ожидания “девальвации”. Термин не совсем правильный, поскольку описывает регулируемый курс. Скорее, речь про снижение курса рубля. Мы видим это так, что население и бизнес реагирует на проходящее движение, чрезмерно экстраполируя его (и это главная и вечная причина почему случаются пузыри).



- Исторически правильной стратегией было играть против ЦБ РФ. Но это было справедливо для большого периода регулируемого курса с начала 90-х до конца 2000-х.
- Мы полагаем, что времена изменяются, в этом десятилетии следует играть вместе с ЦБ РФ. Отчасти показателем является график курса и интервенций за последние полгода.
  - До августа 2011 года ЦБ РФ покупал валюту, удерживая рубль от

чрезмерного укрепления.

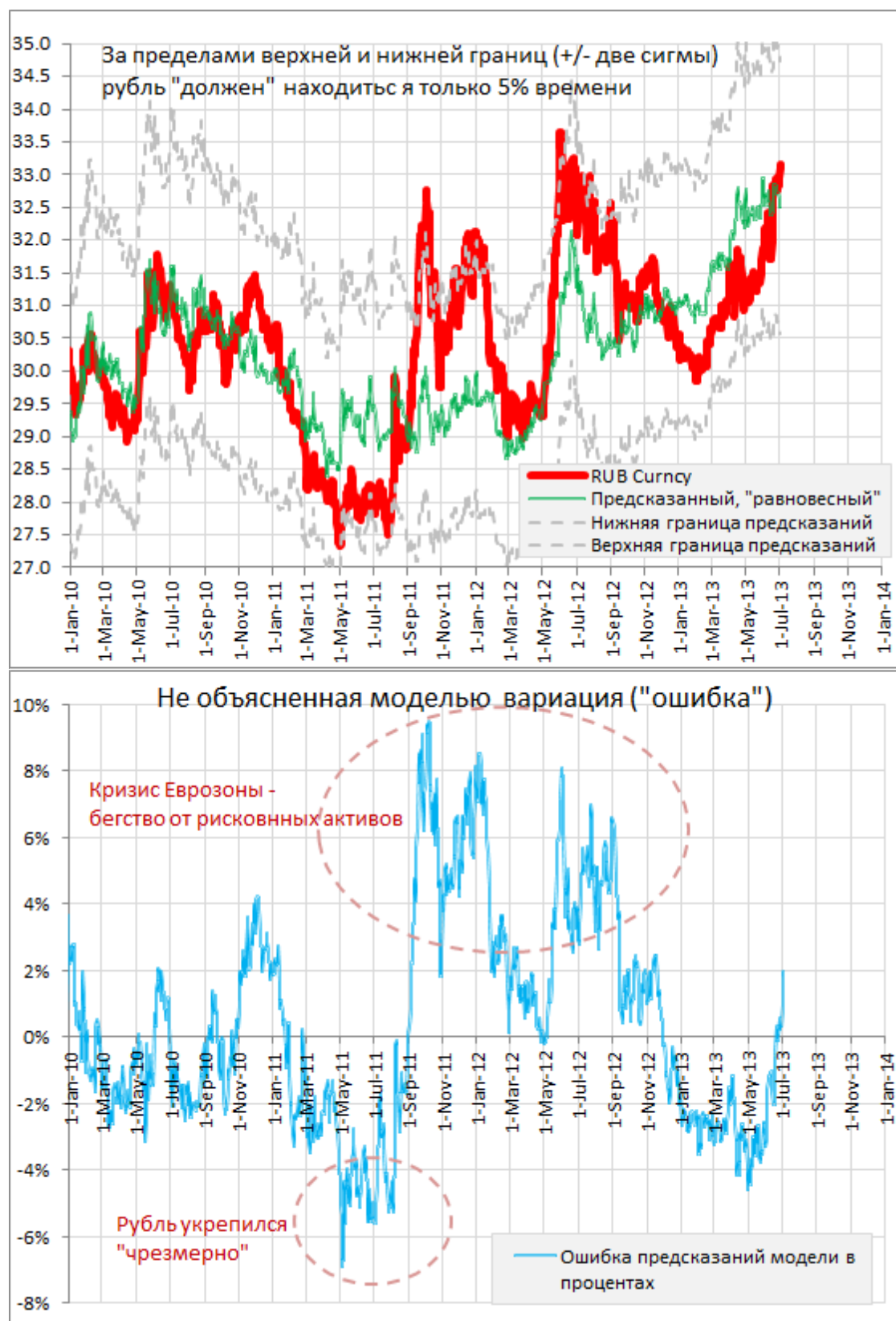
- В августе 2011 разгорелся по полной кризис Еврозоны, а также США утратили рейтинг AAA по версии S&P. Осенью лопнул франко-бельгийский Dexia. При снижении бивалютной корзины ЦБ начал продавать рубль и делал это вплоть до весны 2012 г.
- Напомним, что в это время ЕЦБ вышел с трехлетними LTRO, которые на некоторое время погасили волну кризиса. Следствие: обратное укрепление рубля, и ЦБ РФ стал покупать валюту, удерживая рубль от укрепления.
- В конце весны и начале лета страхи Еврозоны достигли очередного апогея. Рубль обвалился. ЦБ РФ провел скромные интервенции в поддержку курса. Летом Марио Драги заявил, что “сделает все что нужно”.
- В районе рубежа 2012/2013 кризис пошел на спад, “корзина” стала дороже, ЦБ РФ вновь покупал.
- Сейчас ЦБ РФ продает, а в номинальном выражении корзина стала дешевой.

Постфактум интервенции выглядят провидчески. Дело не в том, что ЦБ РФ знает куда пойдет рубль. Но просто проводит разумные интервенции, не особо тратя силы и не делая ошибок.

Есть огромная разница между большим периодом 1990-х 2000-х и новым десятилетием в том, что рубль стал плавающим. Он формируется хрупким балансом спроса и предложения. Правительство не управляет рублем, ЦБ РФ не держит курс, а только иногда слабо сопротивляется сильным движениям, пытается “сбривать” пики, следуя тактике “lean against the wind”. И период последних 2.5 лет показывает, что лучше играть с ЦБ РФ, чем против него.

Мы ждем укрепления рубля, однако вряд ли сможем предсказать точную траекторию.

Связанная с интервенциями история. Нам доводилось видеть утверждения, что ЦБ РФ напрасно вмешивается в курс, поскольку теряет на этом деньги. Например, осенью 2008 года ЦБ продавал доллары пока шла девальвация с 23 до 36 руб./\$, хотя мог бы подождать и продать дороже. Проблема в том, что ЦБ РФ не является коммерческой организацией, ему не нужно зарабатывать прибыль. Цели у ЦБ РФ совсем другие - стабильность цен, занятость в экономике, финансовая стабильность. Есть другие желательные цели - стабильность курса или экономический рост. В достижении этих целей ЦБ РФ может пойти на получение убытков. Но интервенции последних 2.5 лет показывают, что ЦБ РФ скорее зарабатывает, продает валюту дорого, покупает дешево.



Диссонанс между растущей нефтью и падающим рублем находит отражение в нашей модели. Она предсказывает равновесный курс на 32.52 при нынешних ценах на нефть, тогда как текущее значение курс на 2% выше. Это еще один аргумент почему мы ждем укрепления рубля.

## Вкратце:

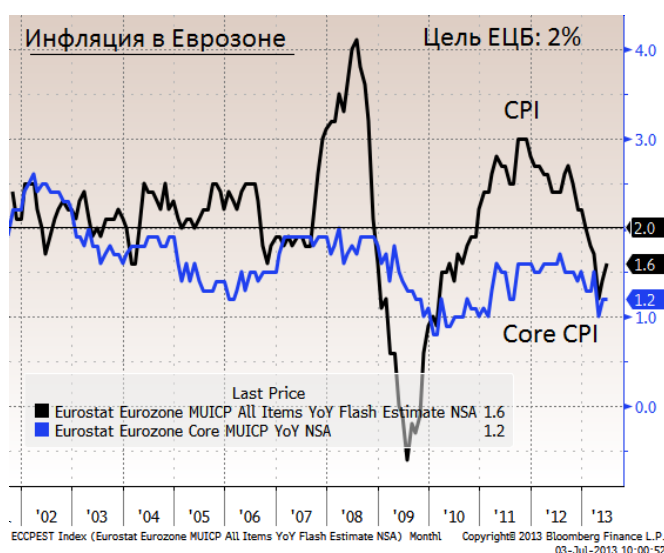
---

- Блумберг пишет, что Citigroup Inc. предсказывает увеличение притока капитала в РФ по мере перевода активов инвесторов в центральный депозитарий. Глобальные кастодианы, включая Citigroup и JPMorgan Chase, с ноября увеличили на 83% до 17,3 трлн. руб. (~\$0.5 трлн. ) объем активов на хранении в [НРД](#), после того как эта организация стала соответствовать требованиям Закона об инвестиционных компаниях США к кастодианам.
  - Среди прочего пишут, что раньше инвесторы жаловались на то, что трудно осуществлять взаиморасчеты в РФ, было дорого и занимало много времени. В общем, было неудобно.
  - В статье пишут про переводы акций между регистраторами, занимавшими до 7 дней в Москве и до 15 дней если регистратор был вне Москвы (это опыт РТС).
  - Появление НРД называется важным событием, поскольку теперь американцы могут торговать локальными акциями (раньше они могли торговать только АДР)
  - В НРД теперь это 3 дня, где транзакция стоит 75 рублей.
  - Предсказывается, что регистраторы будут вымирать, будут вынуждены консолидироваться, поскольку лишатся доходов. Также предсказывается, что начнут расти обороты на Московской бирже, оттягивая их с Лондона. Наш взгляд: ликвидность привлекает инвесторов, и если она повысится, есть шанс вернуть торги российскими акциями в страну.
- В свете этой новости против оттока российского капитала из страны есть какой-то встречный приток портфельного капитала, способствующий укреплению рубля.
- С 8 июля (понедельник) на Московской бирже начнет торговаться уже 50 акций в режиме Т+, вместо текущего Т0. К существующим ликвидным акциям [добавляется еще 35](#). С 1 января 2014 в режиме Т+ будут торговаться все бумаги. А с осени режим Т0 будет отключаться.
- Московская биржа вчера сообщила, что в 1 полугодии 2013 зарегистрировал [рекордный объем торгов облигациями](#), +71% к 1 полугодию 2012.
  - Всего оборот полугодия 6.9 трлн. руб, из них, грубо, половина - “корпораты”, 3.1 трлн., и ОФЗ еще 3.5 трлн. (остаток не называется, очевидно , “муни”, облигации субъектов РФ).
  - С начала года прошло размещение 124 бумаг (примерно 1 размещение в 1 рабочий день) 85 эмитентов на 634 млрд.
  - Биржевые облигации (не требующие регистрации проспекта эмиссии) из них примерно половина 58 из 118 у “корпоратов”

- Всего на 1 июля на Московской бирже торгуется 878 выпусков облигаций 320 эмитентов.

Выглядит так, что рынок акций умер, появился рынок облигаций. Даже дефолты и потери на облигациях 2008 года не смогли убить интерес. Мы также связываем расцвет рынка облигаций с “инфляционным таргетированием”, делающим более предсказуемой покупательную способность рубля. Также, “победа над инфляцией” требует высоких ставок, которые теперь стали превышать ожидаемую инфляцию, во отличие от 2000-х, когда было наоборот. Реальные ставки стимулируют сбережения.

- ЕЦБ завтра в 17:45 по Перми объявит решения по ставкам, ставки вряд ли будут изменены. Справа график, показывающий насколько хорошо ЕЦБ выполняет свою цель, заложенную в уставе, инфляция чуть ниже 2%. Мы даем два измерения - общий MUICP (“Monetary Union Index of Consumer Prices”) Еврозоны и “core” показатель без влияния волатильных продуктов питания и энергоносителей. Core - индикатор показывает “сердцевину”, “центральную тенденцию” цен и менее

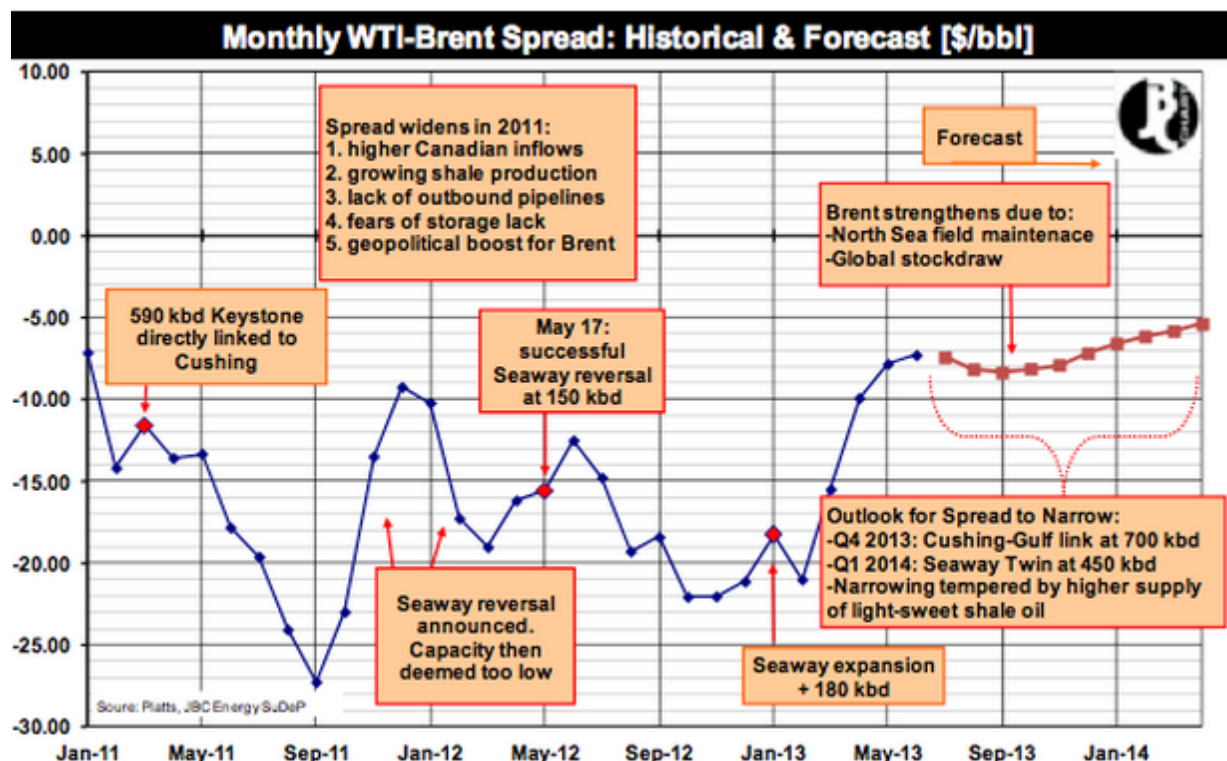


волатилен. Оба показателя находятся ниже целевых 2%. Вчера вышла инфляция. Считается, что ЕЦБ проводит излишне жесткую политику, наследуя традиции немецкого Бундесбанка. Немцы были травмированы опытом гиперинфляции Веймарской республики в 1920-х, что привело к власти Гитлера.

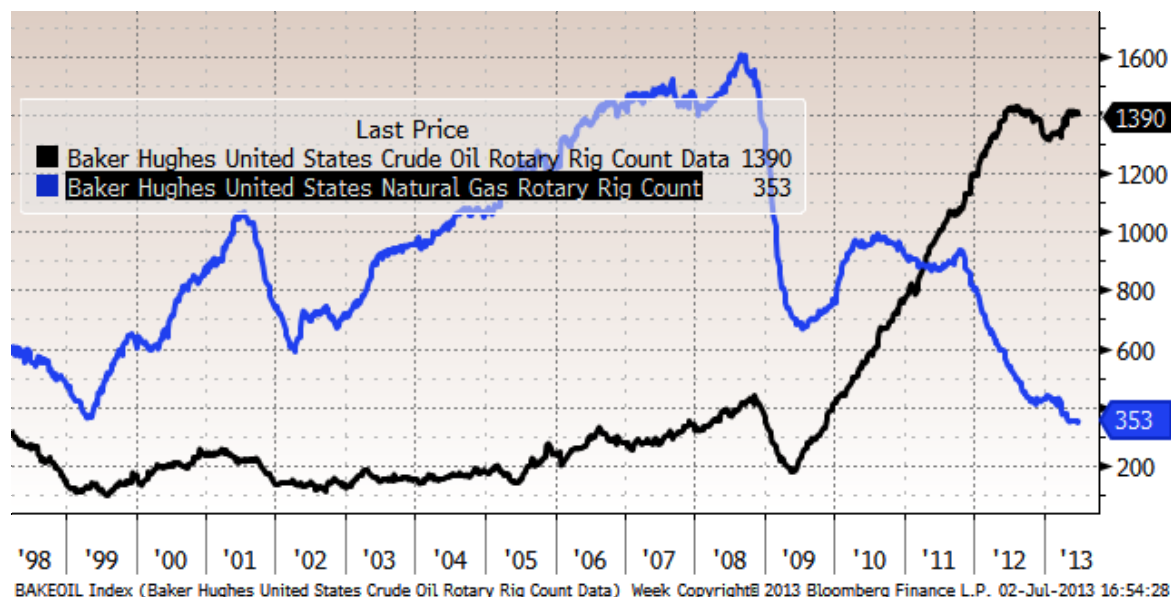
- [FT Alphaville пишет, что на нефтяном рынке прилив](#). Ниже показан график JCB Energy, отражающий дисконт американской смеси WTI к Brentу, а также дисконт подразумеваемый форвардной кривой (фьючерсами) с основными вехами на этом пути.

Причина дисконта - [в избытке сланцевой нефти в США и растущей добыче](#). Есть избыток трубопроводной канадской нефти на континенте США, а именно в [Кушинге, Оклахома](#). По ценам этой точки, расположенной что-то в 600 км. от побережья, проходят расчеты по фьючерсам на бирже NYMEX на смесь WTI. Избыток нефти постепенно рассасывается, поскольку строится трубопровод из Кушинга на побережье (точнее разворачивается имеющийся - Seaway). JCB Energy предсказывают сложную траекторию спреда - сначала расширение спреда из-за ремонтных работ в северном море, а потом - его сужение на расширении мощностей трубопроводов в США.

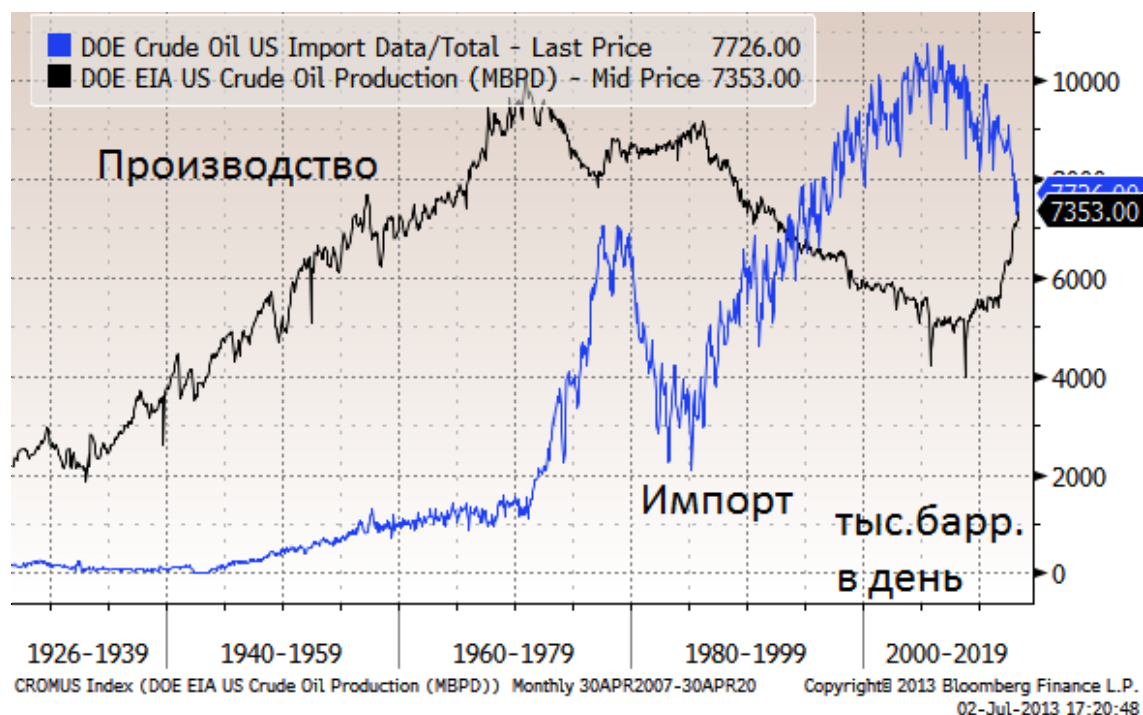




Еще пара графиков в тему. Количество работающих буровых на территории США (rig count) по нефти (черная) и газу (синяя). Текущие [цены природного газа](#) (ближайший фьючерс на \$3.6/MMBtu или около \$130/тыс.куб.м.) дестимулируют вложения в этот сектор.



Подсчеты показывают что для активного бурения сланцевого газа надо хотя-бы \$7/MMBtu, т.е. в два раза выше.

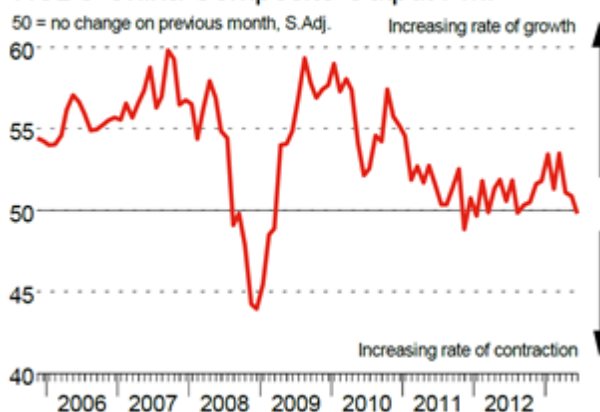


Зато в США происходит активное увеличение добычи нефти и сокращение импорта. Если бы это не компенсировал растущий спрос из Азии, включая Китай, мог бы повториться сценарий начала 80-х, когда упавшая нефть разрушила финансы СССР и привела к его краху.

- Сегодня был опубликован **индикатор деловой активности в секторе услуг и композитный по Китаю**. Активность в секторе услуг в июне была вялой, о чем свидетельствуют значения HSBC/Markit Purchasing Managers' Index (PMI). Сектор услуг составляет порядка 46% китайской экономики, т.е. практически половину. Поэтому ослабление активности в секторе услуг может оказать давление на экономический рост. Кроме того, на фоне понижающей динамики в промышленности, композитный индекс опустился ниже водораздела в 50 п. до 49,8. Эта тревожная новость стала причиной падения остальных фондовых рынков.

#### Historical Overview

#### HSBC China Composite Output PMI



Sources: Markit, HSBC.

- “Роснефть” отказалась от покупки “Башнефти” в пользу “Итеры”. Вчера “Роснефть” закрыла сделку по приобретению 49% “Итеры”, заплатив за актив \$ 2,9 млрд. Теперь газовый рынок становится приоритетным направлением развития компании. Компания планирует стать крупнейшим независимым газовым



производителем в России, обеспечивая до 100 млрд. куб. м газа. Кроме того планируется построить завод по сжижению газа, который будет идти на экспорт. По словам главы компании И. Сечина, «Роснефть» продолжит активно наращивать газовый потенциал не только на российском рынке, но и за его пределами.

## Местное

---

- Пермская сеть [«Семья» стала лидером по производительности труда](#). В 2012 г. каждый сотрудник компании в среднем принёс 6,2 млн. руб. Для сравнения у «Магнита» данный показатель находится на уровне 2,4 млн. руб., у X5 Retail group 4,5 млн. руб. Оборот «Семьи» в 2012 г. вырос на 16,7%, достигнув 6,78 млрд. руб. По словам представителей компании, данные результаты стали следствием внедрения схемы, разработанной голландскими консультантами. В результате доля заработной платы в выручке сократилась до 4,2% выручки (у X5 Retail group 8,2%).

## Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



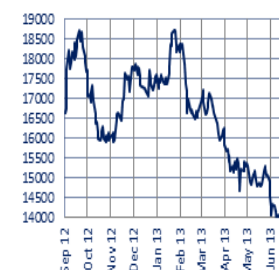
Нефть Brent, \$/барр.



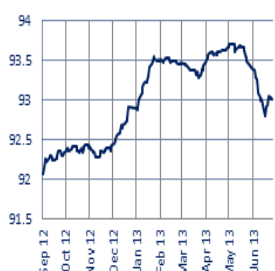
Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



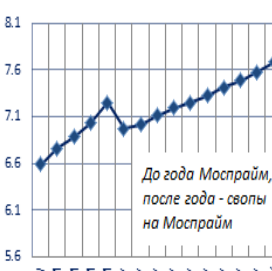
ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»  
Россия, 614000, г. Пермь, ул. Монастырская, 15  
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69  
[www.p-fondy.ru](http://www.p-fondy.ru)

#### КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович  
Генеральный директор  
тел. (342) 210-59-91, [cmp@pfc.ru](mailto:cmp@pfc.ru)

Тимофеев Дмитрий Вячеславович  
Начальник аналитического отдела  
тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Рахимов Денис Владимирович  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

Вельяминова Катерина Сергеевна  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, [velyaminova@pfc.ru](mailto:velyaminova@pfc.ru)

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.

#### ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

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.