

Обзор рынков.

Пятница, 5 июля 2013

* Инфляция июнь-июнь 6.9%, в мае было 7.4%. Индекс 12-ти месячной инфляции со следующего месяца “влезет на холмик” (см. объяснения далее).

* Обещания Драги проводить мягкую денежную политику в Еврозоне понравились рынкам, они ответили ростом, провал предыдущего дня на Португалии забыт.

Комментарий:

Европа вчера выросла по основным индексам примерно на 3%, более чем отыграв провал предыдущего дня на политическом кризисе Португалии. Заметный рывок вверх состоялся в районе 18-00 по пермскому времени. Как раз в это время были объявлены результаты заседания СД ЕЦБ (нет изменений), а на последующей [пресс-конференции Марио Драги](#) вел себя очень “по-голубиному”. Он пообещал сохранять низкие ставки продолжительное время, говорил про возможность введения отрицательных ставок по резервам. В ответ акции подскочили, а курс евро к доллару снизился.



В США ночью акции не торговались, “День независимости”. Сегодня выходит “job report” в 18-30 пермского времени (посмотреть, как он выглядит, можно тут www.bls.gov). Месяц назад этот доклад ожидали с нетерпением, он вызывает заметные колебания на рынке. ФРС формирует денежную политику в большей мере исходя из данных занятости, притом что [вторая важная компонента](#) - инфляционные ожидания в США неплохо “заякорены” (калька от “anchored”).

Несмотря на отсутствие торгов, в США на электронных площадках торгуются фьючерсы E-Mini на S&P500. Сейчас они на 0.9% выше, чем были при закрытии 3 июля, так что Штаты сегодня ожидает открытие с неплохим ростом.

Индекс ММВБ вчера также рос с остальным миром, +1.2%. Рубль не спешит восстанавливаться, 33.17/\$, притом что нефть остается дорогой, Brent на \$105.5

Value vs. Growth

Ведомости сегодня пишут про “черный” второй квартал. Вот цитата, описывающая итоги : “[в] минусе оказались бумаги всех крупнейших компаний из индекса ММВБ10 ... Лучший результат дали вложения в акции торговой сети «Магнит», подорожавшие на 27%, а также аутсайдера прошлого квартала, привилегированные акции ТНК-ВР (+26%). Обыкновенные акции нефтяной компании прибавили 20%.”

Это приводит нас к дискуссии о том, что такое акции “стоимости” и “роста”. ТНК-ВР - это экстремальный вариант компании “стоимости” (value stocks). Капитализация в \$22 млрд., прибыль 2012 г. \$9 млрд., так что $p/e=2$. Тогда как “Магнит” - компания “роста” (growth), у которой похожая капитализация \$20.6 млрд., а прибыль 2012 г. \$0.8 млрд., так что мультипликатор $P/E = 25.5$. Это означает разницу в стоимости больше, чем в 10 раз, если ориентироваться на p/e , как показатель цены.

Исторически [акции “стоимости” приносили неплохую прибыль](#). В этом смысле надо покупать акции ТНК-ВР. Но делая это, нужно идти на покупку сильно отстающей, падающей акции, которая немодна.

Тогда как покупка гламурных компаний “роста” типа “Магнита” приносит плохую отдачу. И дело не в том, что сам “Магнит” плох. Хорошая акция и хорошая компания это не одно и то же. Видимо, инвесторы закладывают слишком оптимистические ожидания для гламурных компаний, так что потом часто разочаровываются. При этом могут быть отдельные компании роста типа Apple, которые могут даже опережать ожидания некоторое время. Но отобрать такие компании из общей массы трудно, так что, в среднем, гламурные акции отстают.

А инвестор должен выбирать - покупать ли ему унылые акции “стоимости”, которые никто не любит, но которые, возможно, по этой причине недооценены. Либо стараться покупать гламур, зная, что может постигнуть разочарование.

Холмики инфляции

Вчера Росстат посчитал инфляцию за июнь, она составляет 6.9%. В мае инфляция была 7.4%, и это был максимум с сентября 2011 (см. график)



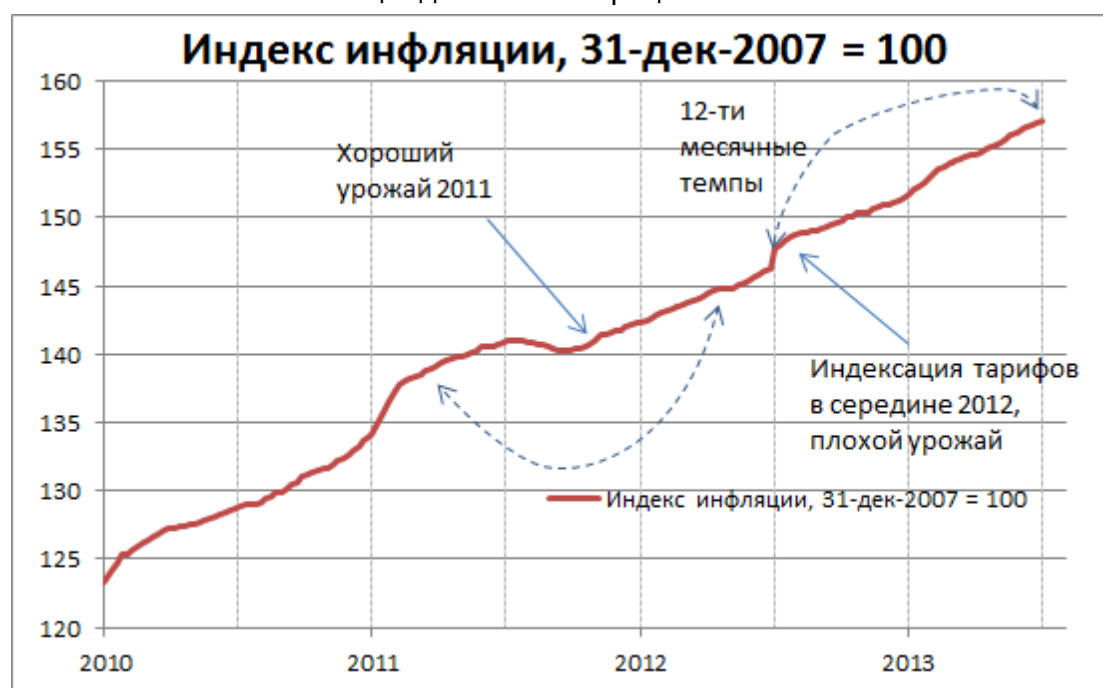
Мы убеждены, что 20-ти летний период большой инфляции в стране закончен. Рубль

избавился от инфляции и стал надежным. В стране официально, *де-юре*, с 2011 года начался режим “таргетирования инфляции”, а *де-факто*, центробанк начал его с осени 2011 года, когда ставки на МБК взлетели и продолжают удерживаться высокими. Это политика “жесткого рубля”, и она продолжается только 1.5 года.

Несмотря на это инфляция в стране возросла, поскольку в апреле 2012 г. 12-ти месячные темпы были на фантастических 3.6% (см. опять график). Есть ли в этом противоречие? Нет. Проблема в том как измеряется инфляция.

Мы подготовили индекс потребительских цен, восстановив его по еженедельным, ежемесячным данным Росстата. Визуально заметно, насколько он не гладкий. Инфляция июня пока считается по “[низкой базе](#)”, что дает формально высокие 12-ти месячные темпы (далее: CPI YoY - consumer price index year on year). Но скоро база подпрыгнет, из-за того, что индексация тарифов 2012 года произошла не в январе, как было обычно, а в июне.

Поясним механистически: задний хвостик дуги, измеряющий CPI YoY залезет на “холмик”. Это должно будет отнять около 1% инфляции. В результате показатель инфляции упадет до цифр ниже 6%. Также следует учесть, что в прошлом, 2012 году был неурожай из-за засухи во всем северном полушарии, а в этом, вероятно, будет неплохой урожай, то следует ожидать удешевления плодоовощной продукции. Что может снизить CPI YoY еще где-то на полпроцента.



В итоге, мы рискуем предположить, что по итогам 2013 года инфляция окажется на уровне ниже 5.5%. С таким прогнозом мы в оптимистической части консенсуса.

Прогноз инфляции в РФ, Блумберг, июнь 2013

	Q4 12↓	Q4 14
Bank of America Merrill Lynch	5.0	4.5
JPMorgan Chase	5.1	5.2
Societe Generale	5.2	-
VTB Capital	5.4	-
Danske Bank	5.5	5.4
HSBC Holdings	5.7	-

Bank Gospodarki Zywnosci	5.8	-
Barclays	5.8	-
ING Group	5.8	-
Capital Economics	6.0	5.0
Morgan Stanley	6.0	5.4
Vnesheconombank	6.0	5.9
BNP Paribas	6.2	4.8
Sberbank of Russia	6.3	-
URALSIB Financial	6.3	6.9
UniCredit	6.3	5.4
Petrocommerce Bank	6.5	6.2

Основные выводы и предположения следующие:

- * В России устойчиво падает инфляция. Пора начинать любить рубль.
- * Текущие темпы кажутся высокими лишь из-за предвыборного маневра. 12-ти месячные темпы вернутся в целевой коридор правительства 5-6% уже по итогам следующего месяца.
- * Если повезет с урожаем, инфляция будет ближе к 5%.
- * Рублевая фиксированная доходность крайне привлекательна. В странах с падающей инфляцией ставки обычно высокие. Население и бизнес обычно ориентируются на прошлую инфляцию, когда принимают решение тратить или сберегать (или сберегать в других валютах).
- * Победа над инфляцией не дается просто так - она требует высоких ставок Центробанка и депрессивно воздействует на экономический рост.
- * Замедление 2012 и 2013 годов многие объясняют инвестиционным климатом. Но мы думаем, что сейчас бОльшее воздействие оказывает не это, а стратегия “жесткого рубля”. И дело не в том, что мы одобряем власть (либерализация политики и экономики крайне желательна). Просто будем объективны.
- * В этой связи мы довольно оптимистичны в отношении роста экономики РФ в будущие годы, хотя темпы роста в 7% вряд ли достижимы (Россия - страна “upper-middle income” в классификации МВФ и вряд ли может расти так быстро, это вам не [Монголия, где одна медная шахта даст +30% к ВВП](#)).

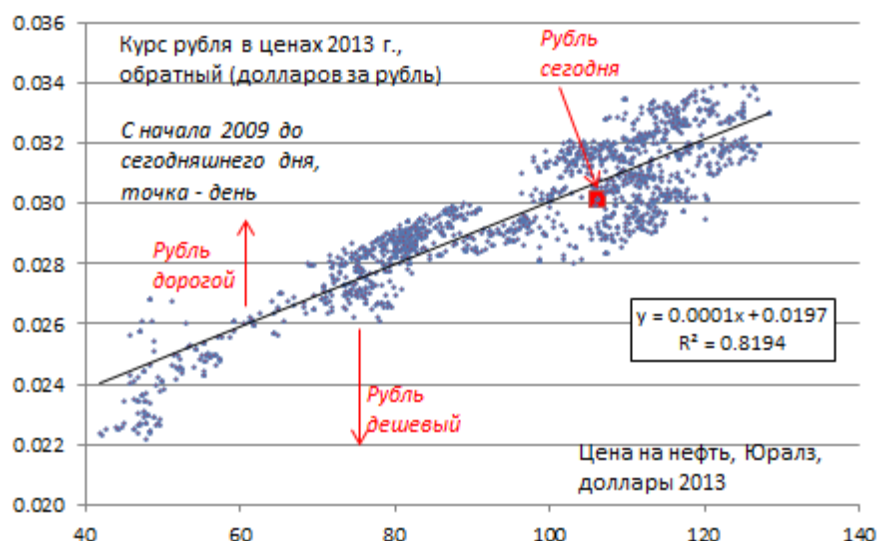
Размышления о рубле

Переживая за судьбу рубля, полезно посмотреть на график ниже, сопоставляющий движения курсов валют (нац. единиц за доллар), нормированных концом 2013 г.



Очевидно, что рубль движется слишком скромно, по сравнению с остальными валютами, включающими не только развивающиеся страны. Причины такой тормознутости рубля предположительно таковы.

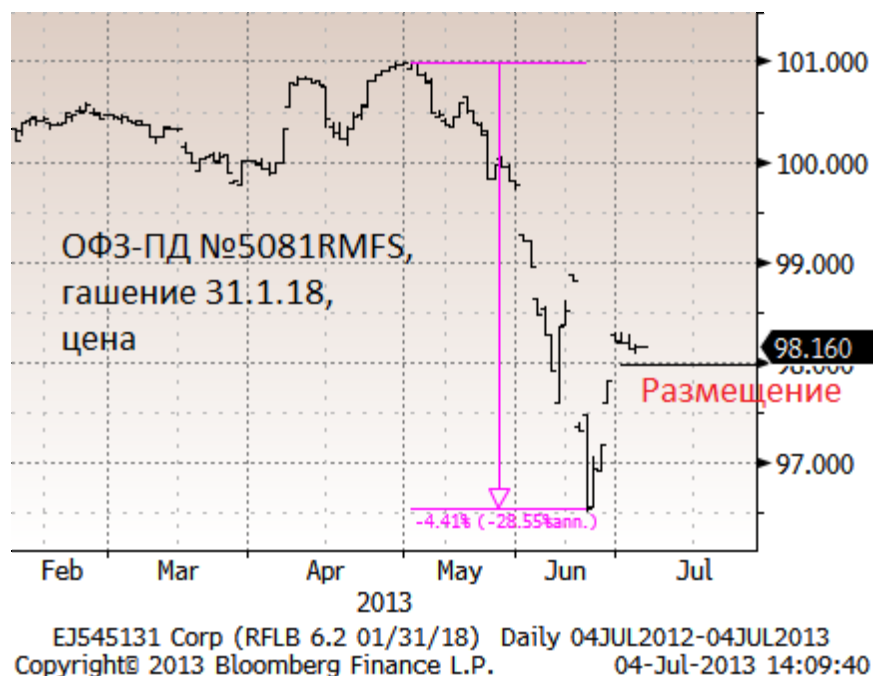
- 1) Недоразвитость внутренней финансовой системы России, так что международные потоки горячего капитала и "кэрри-трейд" обходят страну стороной по большей части. Можно вспомнить как бурно укреплялся бразильский реал в кризис, так что страна вводила ограничения капитала (налог на иностранные вложения во внутренние бумаги). ["Бурнономика" от The economist](#) намекала на переоценённость реала, когда БигМак стоил \$6.6 в Бразилии против \$4.3 в США. Россия слабо участвовала в этом ралли валют (БигМак стоил \$2.7 в 2011 г.).
- 2) Еще одна причина, возможно, в стабильности экспорта, поскольку стоимость нефти не слишком изменялась в это время, торгуясь выше \$100/баррель почти все время с конца 2010 г. Рубль - это валюта, которая обеспечена нефтью. Заметная часть изменчивости рубля на графике объясняется колебаниями нефти. С 2009 года корреляция с нефтью объясняет 82% вариации реального рубля (см. функциональную зависимость на графике).



3) Еще одна дополнительная причина - ЦБ РФ проводит не слишком активные, но всё же существенные интервенции. Причем делает это в правильное время, продает рубль дорого, покупает дешево. Что немного срезает волатильность. То, что ЦБ РФ продает сейчас, намекает на грядущее укрепление, о чем мы писали последние два дня.

Вкратце:

* Вчера [Минфин успешно продал 5-ти летние облигации](#) на 20 млрд. под 6.83% (см. рис. ниже). Хватило небольшой премии величиной ~0.17% от цены рынка. Это свидетельствует о здоровом спросе и что рынок оправился от июньского провала.

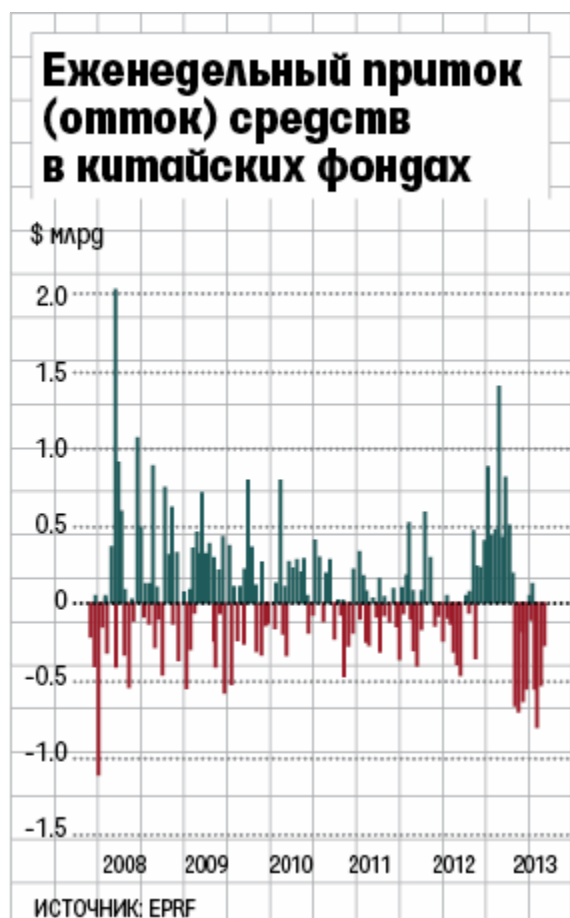




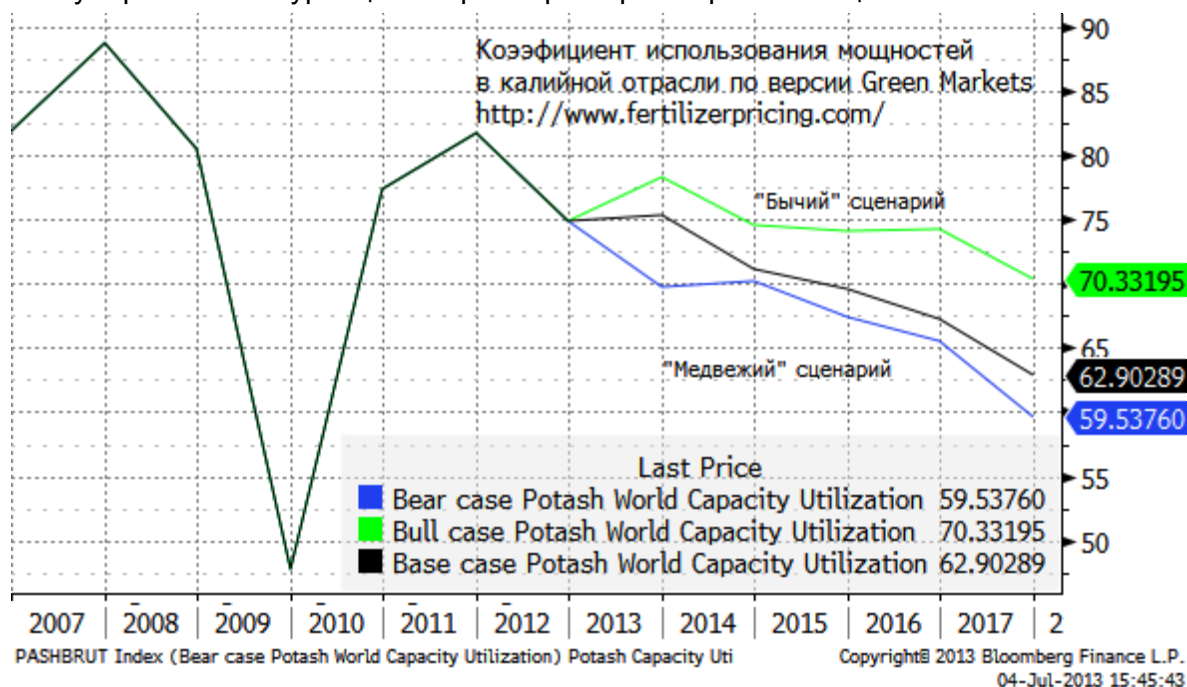
* В связи с проблемами Португалии, покажем график ВВП в постоянных ценах. Перед кризисом рост был крайне анемичным, особенно в 2000-е годы. Крах 2008 года и кризис долгов Еврозоны отнял почти 9% от выпуска.



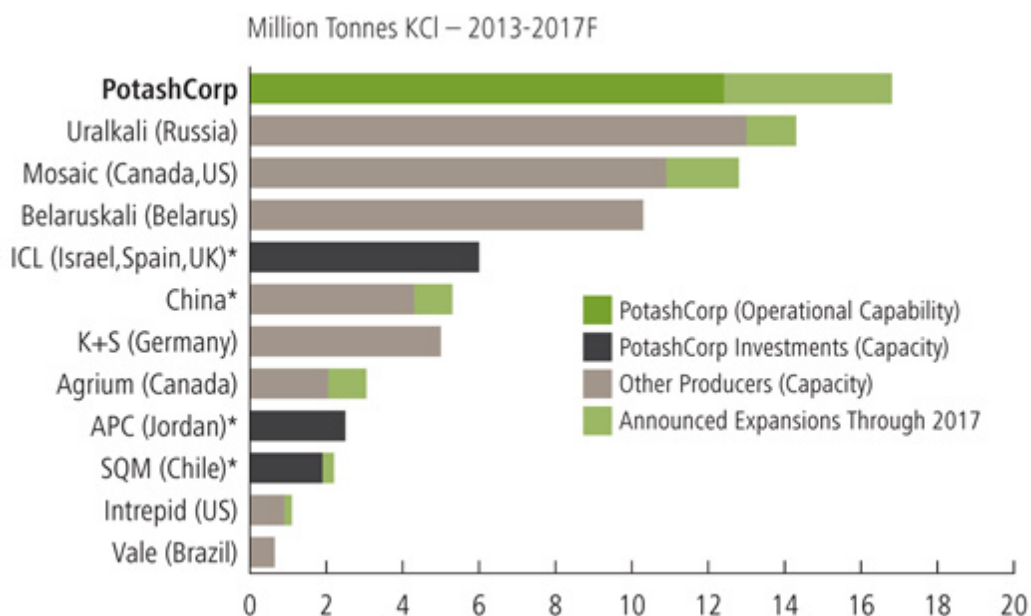
* Ведомости сегодня дают обзорную статью “Инвесторы бегут из Китая”. Похожая судьба касается России и других развивающихся рынков. Это объясняет плохое поведение индекса ММВБ в этом году, которое идет вразрез с ростом США.



* [Уралкалий заявил, что выпуск продукции в первом полугодии упал](#) до 4,5 миллиона тонн по сравнению с 4,8 миллиона тонн годом ранее. Мы считаем, что основные производители удобрений совершили большую ошибку, задрав цены, что стимулировало конкуренцию и чрезмерное расширение мощностей.



Прогноз задействования мощностей в калийной отрасли выглядит не слишком оптимистично, даже при “бычьем” сценарии (эти прогнозы дает аналитическая контора по удобрениям Green Markets). Причина - в массовом расширении мощностей основными игроками, которые можно понять [по графику из презентации PotashCorp](#)



Прогноз после 2017 г. может быть еще хуже. Где-то ближе к 2020 году могут начать вызревать green field проекты. Уралкалий и PotashCorp основную угрозу видят в проекте [BHP Billiton Jansen](#), который может привести к новой депрессии цен.

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



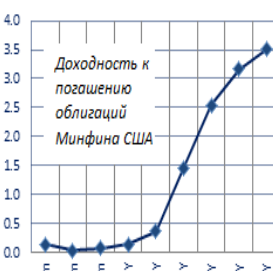
Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



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.