

Обзор рынков.

Среда, 6 ноября 2013

- Рубль больше не “дорогой”, ожидаем 33 руб./\$ к декабрю.

Комментарий:

Изменения малы: ММВБ минус 0.6%, S&P 500 минус 0.3%, STOXX Europe 600 минус 0.2%. Из лент новостей можно понять, что основной обсуждаемый вопрос - как будет изменять монетарную политику ФРС (когда начнется “тейперинг”) и ЕЦБ (будет ли снижать ставки из-за упавшей инфляции). А пока состояние рынков акций можно назвать паузой.

Рубль продолжает постепенно слабеть - 32.5 руб./\$, приблизившись к равновесной с точки зрения нашей модели отметке (32.88 руб./\$ сейчас, при бренте \$105.6 за барр.). Мы ожидаем, что до конца года увидим отметки выше 33 руб./\$, из-за тенденции к сезонной слабости (предположительно, из-за высокого потребительского сезона и спроса на импорт). Но если верить в сезонность, то следует ожидать обратное сезонное укрепление в январе-феврале. Интересно, что Центробанк вновь [начал в небольших количествах покупать валюту](#), удерживая рубль от ослабления.

Bloomberg в октябре (с 18 по 23) провел опрос российских аналитиков и вот консенсус прогноз.

	3Q 2013	4Q 2013	1Q 2014	2Q 2014	Avg. 2013	Avg. 2014	Avg. 2015
GDP YOY%	1.9%	2.2%	2.2%	2.5%	1.9%	2.8%	3.0%
Previous survey	2.2%	2.6%	2.5%	3.0%	2.0%	2.8%	3.2%
CPI YOY%	n/a	5.9%	5.6%	5.5%	6.6%	5.4%	5.0%
Previous survey	6.1%	5.8%	5.4%	5.1%	6.5%	5.5%	5.1%
Key Rate	5.25%	5.13%	5.00%	5.00%	4.88%	4.75%	4.75%
Previous survey	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.75%	4.75%	4.75%

NOTE: All figures are expressed as of the end of the quarter except for GDP.

- Снижаются ожидания роста ВВП, примерно на 0.1%, но все равно ожидаемый рост в 2014-2015 гг. ближе к 3%. Мы считаем, что это разумно. В нашем представлении наблюдаемое сейчас замедление экономики является следствием “монетарного тормоза”, который был нажат Центробанком около 2 лет назад и только сейчас начинает оказывать заметное влияние. По мере падения инфляции “тормоз” будет снят, что позволит увеличить инвестиционную активность и восстановить рост.

- Опрошенные эксперты ожидают заметного падения инфляции. По сравнению с предыдущим опросом ожидания упали примерно на 0.1%. Во втором квартале 2014 года консенсус ожидает инфляции в 5.5%, что является крайне низким значением. В 2015 году аналитики ожидают падения инфляции до 5%. Сегодня-завтра Росстат опубликует инфляцию октября, ожидаемая цифра - 6.1% (столько же было в сентябре).

- Также консенсус предполагает снижение “ключевой процентной ставки” с текущего значения в 5.5% на 50 базисных пунктов до 5.0% к 1-му кварталу 2014 г. и 4.75% в 2015 году. Обратим внимание, что прогнозы на снижение ставки регулярно появляются с весны, но центробанк продолжает проявлять упорство. Так что мы теперь не так уверены, что ставки слишком быстро пойдут вниз.

Центробанк сейчас занят “таргетированием инфляции”. Понять его намерения можно по проекту ежегодного документа “Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов” (далее: ДКП). Каждый год формируется этот документ и примерно в октябре-ноябре его утверждает Госдума.

Итак, в ДКП Центробанк ставит “точечные” цели по инфляции (вместо диапазона, как было ранее): 5,0% в 2014 году, 4,5% в 2015 году и 4,0% в 2016 году.

Консенсус-оценки инфляции примерно на 0.5% выше (хотя есть несоответствие цифр, Bloomberg оперирует среднегодовыми показателями, ЦБ РФ - на конец года). Потенциально Центробанк готов к снижению ставок. В упомянутом ДКП написано: *“В первом полугодии 2013 года темпы роста ВВП снизились до 1,4% к соответствующему периоду 2012 года и сформировался небольшой отрицательный разрыв выпуска”*. На языке экономистов “отрицательный разрыв выпуска” означает, что экономика недозагружена, спрос недостаточен и его можно стимулировать.

Мы остаемся оптимистами в отношении инфляции и полагаем, что есть шанс на более быстрое снижение инфляции, чем обозначает Центробанк. Возможно, уже в 2015 инфляция будет на 4%.



Согласно одному из вариантов “правила Тейлора” от Г.Менкью (Mankiw Rule), относящемуся, правда к денежной политике США, ставка центробанка должна реагировать на изменение “базовой инфляции” с коэффициентом 1.4. (при прочих равных). “Базовая инфляция” (точнее, “базовый ИПЦ”, в РФ не учитывающий продукты питания, энергоносители тарифы) в сентябре был на 5.5%, что не так и много. Тогда к 2016 году снижение ставок ЦБ РФ должно составить около 200 б.п. ($1.5\% \cdot 1.4 = 2\%$) и к 2016 году “ключевая ставка” будет порядка 3.5% вместо 5.50% сейчас.

Разное:

- ЦБ решил разобраться с ЗПИФами**, которые банки часто используют, чтобы снизить отчисления в резервы. Сами по себе паевые фонды являются важным инструментом коллективного инвестирования, альтернативным традиционным банковским операциям. В частности преимуществом является то, что доходы не облагаются налогом на прибыль, пока не будут выведены из фонда. Однако банки часто переводят туда неработающие кредиты, залоги, рискованные активы. Отчисления в резервы при этом небольшие - 127 крупнейших банков, имеющих 611 млрд. руб. активов в ПИФах, начислили на них лишь 34 млрд. руб. резервов (5,6%). С января же ЦБ предлагает расценивать вложения в ЗПИФы, если банк может их контролировать или оказывать на них существенное влияние, как вложения в дочерние организации. Точного понимания какие ПИФы считать подконтрольными пока нет. В крайнем случае, банки могут перерегистрировать фонды на другого собственника (продать паи, но для этого надо найти покупателя). Если же ЦБ всё-таки удастся добиться своего, у ряда банков может ощутимо уменьшиться капитал (см. таблицу ниже).

Банки, вложившие в ЗПИФы значительный объем активов, в % от активов

ТАНДЕМ	40%
БАНК-Т	34%
СТРОЙКРЕДИТ	33%
ЭЛИПС БАНК*	24%
ЭКОПРОМБАНК	25%
ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАНК	
ПРОМЫШЛЕННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ	24%
РУСОБАНК	23%
КРАЙИНВЕСТБАНК	16%
ЗАПАДНЫЙ	15%
ПРОМСБЕРБАНК	15%
МОЙ БАНК	15%
ТАТФОНДБАНК	14%
БАНК ФИНАМ	12%
СОЛИДАРНОСТЬ	10%
УРАЛСИБ	10%
ГЛОБЭКС	9%

* ДАННЫЕ БАНКА
ИСТОЧНИК: 135 ФОРМА КОД 8823, ПОДСЧЕТЫ ИАКЦИОН. ОБЩЕСТВА

Местное:

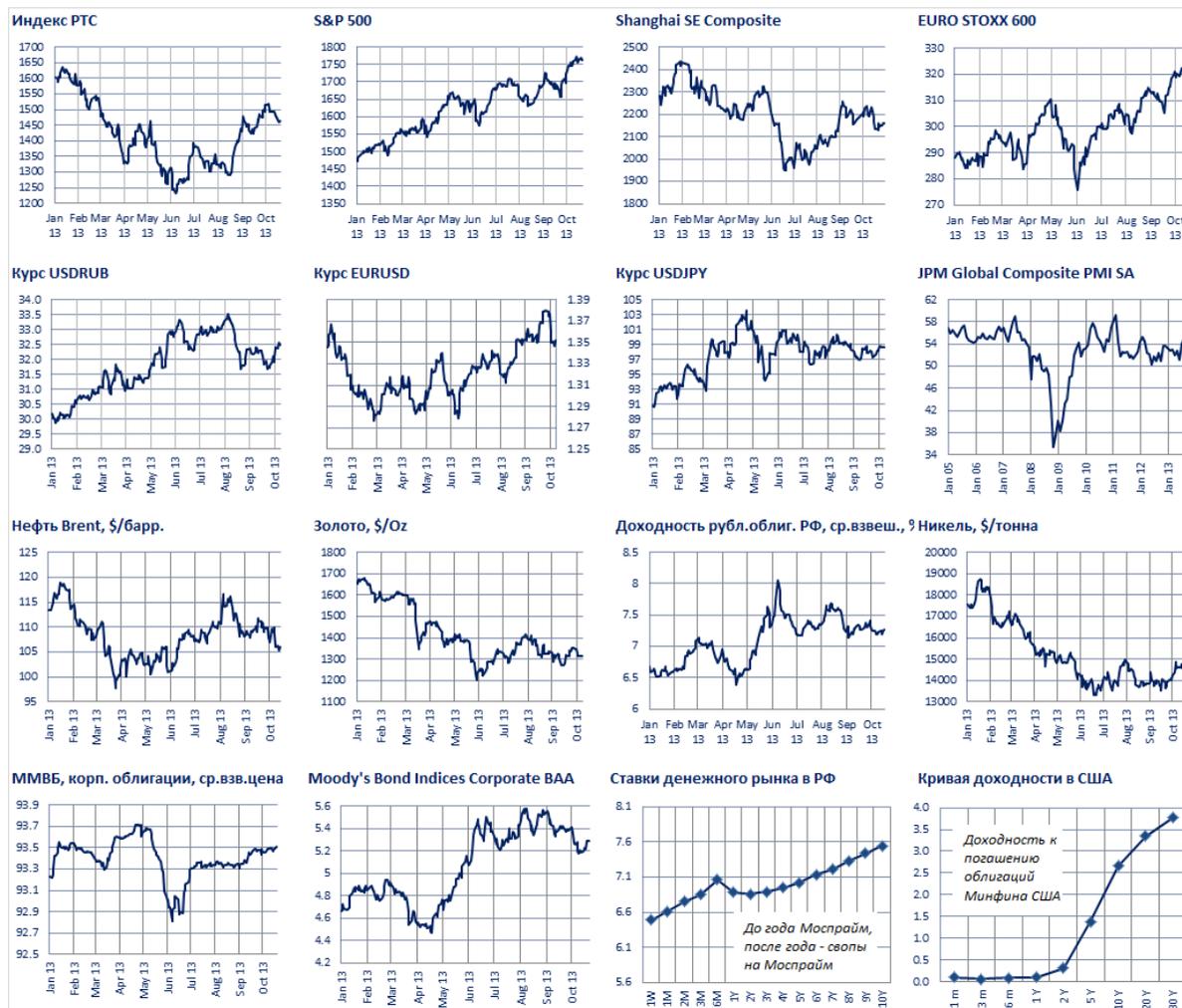
- «Метафракс» отчитался за 9 месяцев 2013 г.** Выручка выросла на 21% к аналогичному периоду 2012 г., до 9,87 млрд. руб. Чистая прибыль выросла на 49%, до 2,48 млрд. руб. Производство основных продуктов осталось на уровне прошлого года. Улучшение финансовых показателей обусловлено ростом цен на метанол (см. график) и его производные, а также снижением затрат.



- Калийные перипетии продолжаются.** Гендиректору «Уралкалия» В. Баумгертнеру в Следственном комитете России предъявили заочное обвинение по двум статьям.

Если раньше речь шла только о злоупотреблении полномочиями, повлекшим за собой тяжкие последствия, то сейчас инкриминируется организация преступления и управление соучастниками. Теперь, когда дело расследуется в России, стало возможным решить вопрос об экстрадиции Баумгертнера из Белоруссии. Необходимые документы уже переданы в белорусскую Генпрокуратуру.

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.