

Обзор рынков.

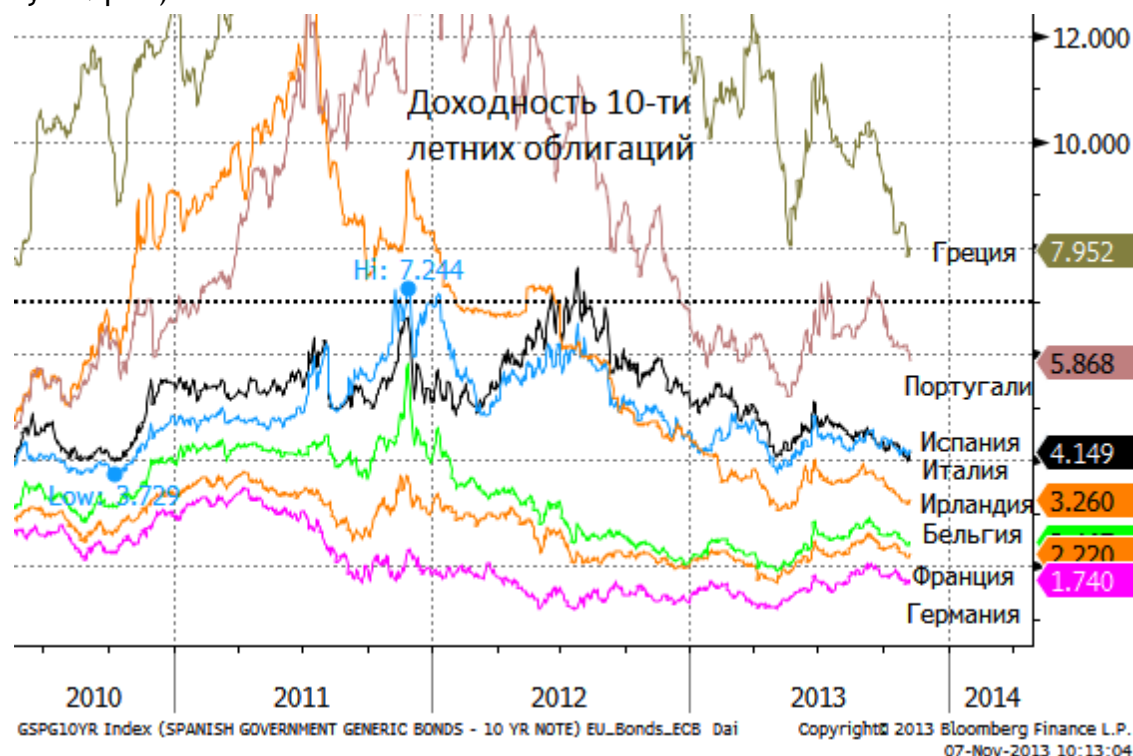
Четверг, 7 ноября 2013

- [Инфляция в РФ неожиданно ускорилась до 6.3%](#) (6.1% в сентябре). Это означает, что снижение ставки ЦБ РФ откладывается. Борьбе с инфляцией [помешали яйца](#). Это не шутка. Из цена подскочила на 18% в октябре. ФАС начинает разбираться.
- [Роснефть официально опубликовала условия оферты](#) по акциям быв. «ТНК-ВР». Пройдет до 20 февраля (75 дней), цена выкупа на 3.7% выше вчерашнего закрытия.
- Сегодня пройдет заседание ЕЦБ, который маловероятно, но может [снизить ставку](#) из-за падения инфляции в Еврозоне в октябре до 0.7%
- Мировая экономика чувствует себя отлично. Глобальный индекс уверенности [JPMorgan Global Manufacturing & Services PMI™](#) находится на максимуме за 32 месяца, с февраля 2011 г.

Комментарий:

Индексы STOXX Europe 600 и S&P 500 вчера добавили +0.4%. Европейский индекс на новых посткризисных максимумах, США близки к историческому рекорду. Зато индекс ММВБ понизился на 0.4% - осенний всплеск интереса к российским акциям был и быстро завял.

Принципиальных новостей на рынках нет. Финансовые рынки стабилизировались еще в 2012 году, открыв дорогу для восстановительного роста мировой экономики. Доходности 10-тилетних облигаций в странах Еврозоны продолжают снижаться. Сейчас только у Греции доходность (7.95%) выше «критических» 7% (отмечено пунктиром)



Однако утверждать, что ситуация в Еврозоне успокоилась окончательно, пока рано.

История европейского кризиса, упрощенно, выглядит так.

1) Германия была и остается мощным источником капитала в прошлые годы, того, что экономистами называется “мировыми дисбалансами”. Макроэкономическая причина - существенные сбережения, при недостаточном спросе на эти сбережения (относительно низкий уровень инвестиций). Избыток сбережений финансирует отток капитала (обучавшиеся на экономических специальностях могут вспомнить уравнение $S - I = NX$).



В [блоге П.Кругмана](#) в последние дни прошло несколько постов (график выше позаимствован оттуда) по этому поводу.

Парадоксальный вывод из этого - отток капитала из страны не является свидетельством “силы” экономики, а, скорее, слабости. Не все сбережения могут быть использованы в стране (это же относится к РФ сейчас, также испытывающей отток частного капитала и имеющей профицит счета текущих операций)

2) Отток капитала резко усилился с началом “нулевых”, что совпало с введением евро. Это можно представить следующим образом - единая валюта означает уменьшение валютного риска периферийных стран. Евроинтеграция и создание единого финансового рынка привели к тому, что избыток немецкого капитала нашел свое применение - на периферии Еврозоны.

В представлении экономистов, капитал вкладывается, исходя из компромисса риск-доходность. Риск периферии Еврозоны воспринимался низким, доходности, очевидно, были выше, чем в Германии. Точно также не обязательно немцы напрямую вкладывали капитал - это делалось посредством финансовой системы и банков, когда, скажем, “Дойчебанк” направлял депозиты на финансирование девелоперов в Испании.

3) Проблема дисбалансов в том как вкладывался капитал. Все бы ничего, если бы капитал вкладывался в производительные активы, например, создавались новые виды бизнеса, строились заводы. Но потоки финансировали недвижимость, включая ипотеку, строительство.

Мы говорим только о Германии, как источнике капитала для такого рода “плохих инвестиций”, но картина, безусловно, сложнее. Приток капитала происходил из других частей мира, включая российских бизнесменов, покупавших себе

собственность на морских берегах Европы (мы, даже, знаем нескольких пермских бизнесменов).

К сожалению, недвижимость не является производительным активом (кроме сдачи в аренду). Теперь, когда приток капитала остановился (случился “sudden stop”), периферия Еврозоны коллективно может вернуть капитал, только если станет меньше потреблять и больше сберегать.

4) Сделать это сложно с политической точки зрения. Возврат капиталов означает падение уровня жизни. Сбережения - это отказ от потребления. При упавшей экономике, огромной безработице, нарушенных финансах периферийных стран отказываться от потребления труднее вдвойне. И, увы, остается вероятность того, что популистские соображения возобладают, и на очередных выборах, будь то Испания или Греция, победят противники евроинтеграции. Они могут решить, что дефолт - это меньшее зло, и найдут свою электоральную базу.

Так что есть немалая вероятность того, что европейский долговой кризис еще напомним о себе. Снижение ставок европейских долгов и даже возобновившийся в Европе в середине 2013 экономический рост не могут полностью успокаивать. Вернуть накопленные долги периферии будет сложно.

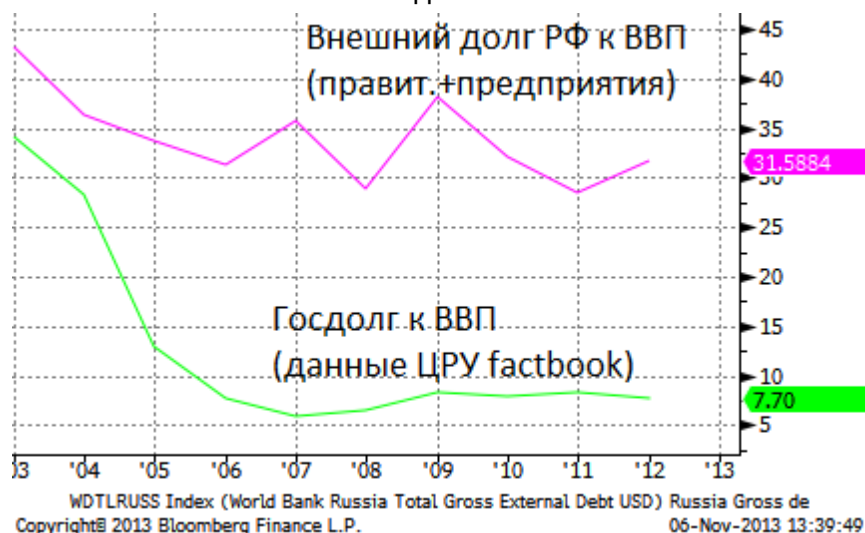


Пикантность ситуации в том, что Еврозона благодаря Германии продолжает экспортировать капиталы. В абсолютном выражении эта страна сейчас вышла на первое место и превосходит Китай. [Кругман по этому поводу шутит](#), что сейчас Европа проводит политику “разори соседа” (Beggart-hy-Neighbor).

Разное:

- В качестве факторов риска принято указывать, что у России большой внешний (инвалютный) долг. Если в начале 2000-х было должно правительство РФ, то сейчас назанимали предприятия и банки. Но ситуация не так однозначна, если посмотреть на цифры. Сейчас [внешний долг составляет \\$720 млрд.](#) (правительство и Центробанк \$80 млрд. + банки \$213 млрд. + “прочие секторы” \$427 млрд.). Кажется, много. Но если посчитать соотношение “внешний долг” к ВВП, окажется,

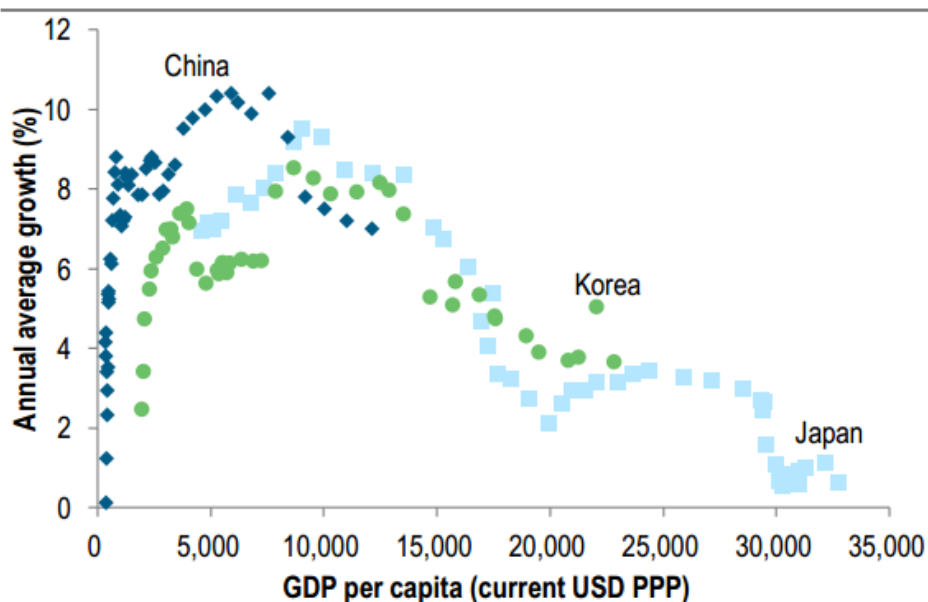
что оно остается стабильным или, даже, падает. Так, по итогам 2012 года долг был \$600 млрд., а \$ВВП - 2 трлн., что составляет около 31%. На графике ниже мы также показываем соотношение госдолга к ВВП.



- Быстрый рост Китая является нормальным для бедной страны, испытывающей догоняющее развитие. После того, как проходит фаза “индустриализации”, рост замедляется. Показательный [график из аналитики “Стандарт чартеред”](#) дает понять как может развиваться Китай. Наблюдаемое сейчас замедление страны - это нормально, ожидаемо. Также это говорит о том, что “сырьевой суперцикл”, похоже прошел свой пик. Китай уже не будет обеспечивать настолько мощный прирост спроса на сырьевые товары, как это было в “нулевых”.

Figure 30: China's slowdown is inevitable as it develops

Real GDP, % y/y, 1950-2015



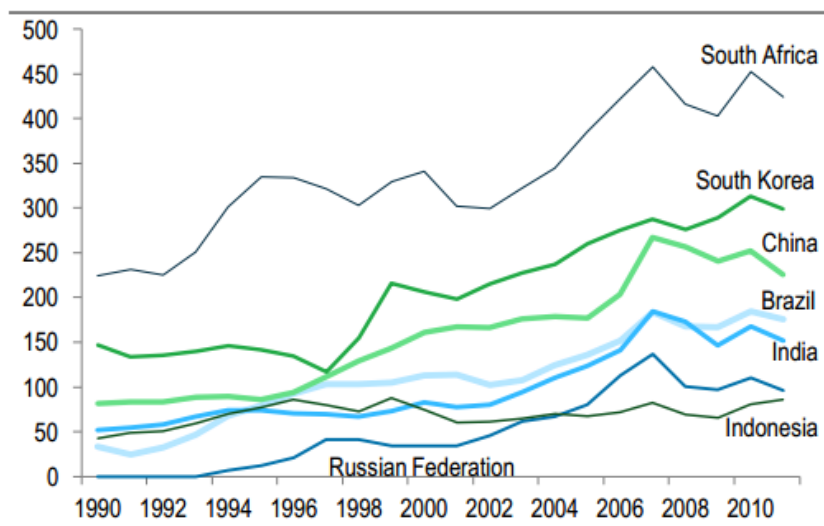
Source: Standard Chartered Research

- Еще один график из этой же аналитики, демонстрирующий глубину финансовых рынков разных стран. С ростом экономики растет доля финансовых услуг.

Экономисты называют это “[financial deepening](#)” и это то, что ждет Россию, которая находится на низком уровне развития, особенно, если учесть уровень жизни. Так, в США в сфере финансов (от страхования до инвестбанков) занято около 20% трудовых ресурсов, что примерно сопоставимо с количеством занятых в торговле. Высокая доля займов бизнеса РФ за рубежом, о которой мы писали, отражает недоразвитость финансового сектора внутри.

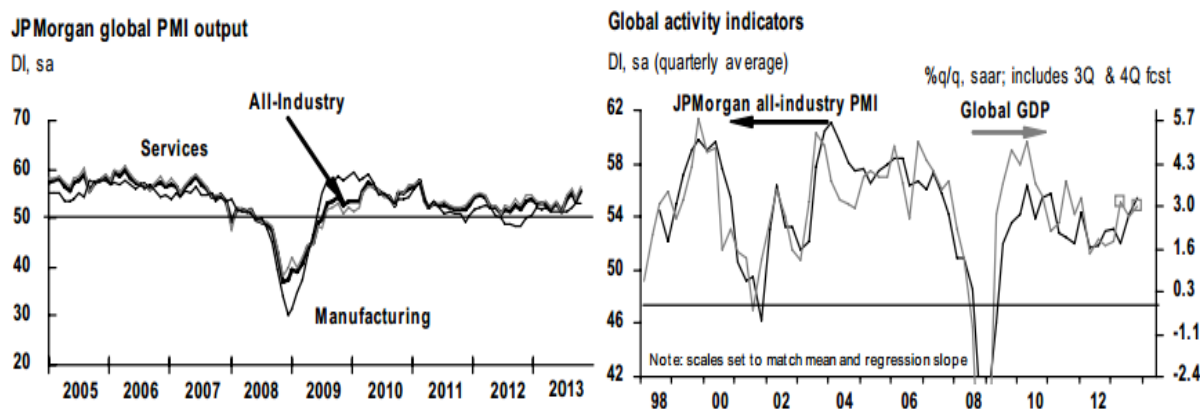
Figure 17: Financial deepening is underway

Stocks, bank and other FI credit and bonds, % of GDP



Source: World Bank FDSI, Standard Chartered Research

- Мировая экономика открыла четвертый квартал на мажорной ноте.**
 Промышленное производство растет достаточно быстрыми темпами в октябре, что формирует позитивные ожидания относительно роста мирового ВВП в последнем квартале.



- Развивающиеся рынки наметили тенденцию к росту.** HSBC ввели расчет нового опережающего индикатора Emerging Markets Index для мониторинга экономического развития 17 развивающихся стран. Полученные оценки опережающего индикатора дезавуируют ранее опубликованные прогнозы ведущих аналитических агентств о том, что развивающиеся рынки исчерпали свой потенциал и в приоритете сейчас становятся развитые рынки. В октябре Emerging Markets Index продолжает уверенно расти, достигнув отметки в 51,7 п., что является максимумом за последние 7 месяцев. Улучшение наблюдается как в секторе услуг, так и промышленности.

Бразилия, Россия и Китай главным образом поддерживают рост развивающихся рынков.

HSBC Emerging Markets Index



Data summary

Country/region	Coverage	Index	Oct-13	Sep-13	Oct-12
Emerging Markets	Composite*	Output	51.7	50.7	52.4
	Composite*	New Orders	▲	▲	▲
	Composite*	Backlogs	▲	▼	▲
	Composite*	Employment	▲	▲	▼
	Composite*	Input Prices	▼	▲	▲
	Composite*	Output Prices	▼	▲	▲
	Composite*	Future Output	▲	▼	▲
Emerging Markets	Services	Activity	▲	▼	▼
Emerging Markets	Manufacturing	Output	▲	▲	▲
China	Composite*	Output	51.8	51.2	50.5
India	Composite*	Output	47.5	46.1	53.5
Brazil	Composite*	Output	52.0	50.7	50.7
Russia	Composite*	Output	53.3	51.2	56.6

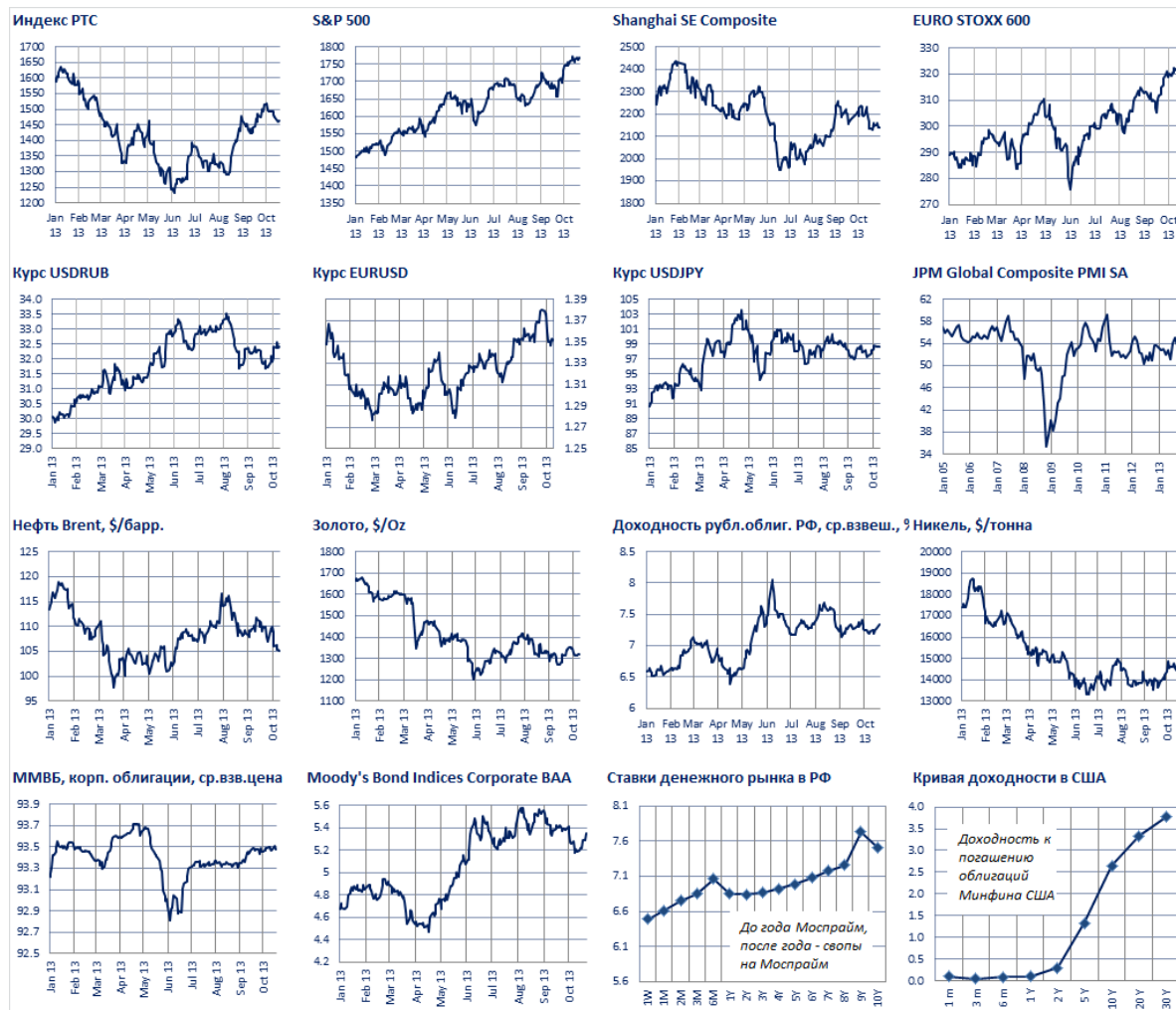
▲ Above 50, rising
▼ Above 50, falling
▲ Below 50, rising
▼ Below 50, falling

*M: Manufacturing & Services

Source: HSBC, Markit

- «Роснефть» объявила добровольную оферту миноритариям «РН Холдинг». 14 ноября совет директоров последнего планирует принять рекомендацию «Роснефти» о приобретении акций. Цены остались на уровне ранее объявленных - 67 руб. за обыкновенную акцию и 55 руб. за привилегированную. Зачисление акций на счёт «Роснефти» должно быть произведено с 21 января до 4 февраля 2014 г., оплачены акции будут не позднее 19 февраля 2014 г. Всего планируется приобрести 15,3% акций «РН Холдинга». Цена выкупа сейчас на 3,7% выше текущей (около 18% годовых). При этом «Роснефть» намерена объявить принудительный выкуп, если наберёт совместно со своими дочерними компаниями более 95% акций. Даже если этого не произойдёт, компания намерена всё равно провести делистинг акций. Подробности в [документе](#).

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.