

Обзор рынков.

Четверг, 8 августа 2013

- “Сворачивание” (tapering) QE становится свершившимся фактом, если судить по [доносящимся отовсюду комментариям](#). До его начала остается мало времени - 17-18 сентября заседание FOMC. Однако “сворачивание” будет постепенным и может длиться до середины 2014 г.
- Завтра ЦБ РФ проводит заседание. Есть шанс, что снизит ставки.

Комментарий:

Итоги среды: S&P 500 минус 0.4%, STOXX Europe 600 минус 0.2%, ММВБ минус 0.1%. Рубль по-прежнему на 33 руб./\$, но достиг 44 руб./евро из-за роста евро к доллару.

Рост американского рынка акций в головах инвесторов ассоциируется с воздействием QE, цель которого, напомним, “вытолкнуть” инвесторов из “номинальных активов” (денег и облигаций) в “реальные” (включая акции). “Сворачивание” QE воспринимается как угроза росту акций, и, как минимум, как возможная причина для коррекции. Американский фондовый рынок является большим, занимает почти 36% от капитализации всех мировых акций (\$56.6 трлн.).

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions.

	Current		1 Month	YTD	Pct Of	Pct Of
	(Mil USD)		% Change	% Change	World	GDP
World	56636207	08/07	+4.59%	+7.98%	100.00%	65.60%
1) World	56636207	08/07	+4.59%	+7.98%	100.00%	65.60%
2) United States	20164075	08/07	+4.15%	+19.63%	35.60%	100.10%
3) China	3087726	08/07	+4.73%	+3.06%	5.45%	36.94%
4) Japan	4462752	08/07	+2.40%	+22.65%	7.88%	59.69%
5) United Kingdom	3582164	08/07	+7.13%	+4.87%	6.32%	124.07%
6) Hong Kong	3179224	08/07	+3.40%	-5.67%	5.61%	1144.07%
7) Canada	1890964	08/07	+3.90%	-6.74%	3.34%	109.08%
8) France	1919997	08/07	+11.98%	+15.47%	3.39%	50.93%
9) Brazil	936479	08/07	+2.45%	-21.67%	1.65%	48.23%
10) India	986802	08/07	-6.88%	-21.65%	1.74%	54.39%
11) Germany	1719953	08/07	+9.71%	+9.75%	3.04%	34.41%
12) Australia	1242645	08/07	+4.74%	-8.63%	2.19%	85.94%
13) Switzerland	1415470	08/07	+7.58%	+15.90%	2.50%	162.80%
14) South Korea	1063505	08/07	+5.59%	-8.28%	1.88%	86.80%
15) Taiwan	835231	08/07	-2.3%	+2.69%	1.47%	182.95%
16) Spain	629215	08/07	+12.28%	+10.80%	1.11%	36.77%
17) Italy	550783	08/07	+11.02%	+8.05%	.97%	20.95%
18) Russia	661904	08/07	+2.32%	-16.56%	1.17%	41.33%
19) Singapore	592004	08/07	+1.24%	-1.41%	1.05%	193.75%

Australia 61 2 9277 8500 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 2500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2877 5000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2013 Bloomberg Finance L.P.
 50 157580 ALMT CMT+6:00 HB19-1041-3 08-Aug-2013 10:36:38

Тем не менее, “сворачивание” не является настолько однозначным сигналом для продажи акций. “Сворачивание” происходит из-за того, что американская

экономика чувствует себя очень неплохо, причем ожидания на ближайшие два года еще более радужные. Ниже показан консус-прогноз по США. Рост ВВП 2014 года в 2.7% будет собираться стать самым значительным за годы после кризиса, не говоря об ожиданиях роста в 3% в 2015 г.

<HELP> for explanation.
#<Go> for Details

98 Chart		97 Set as Default View		Economic Forecasts						
Country/Region/World		Contributor		Contributor Composite		<input type="radio"/> Yearly <input checked="" type="radio"/> Quarterly				
United States				<input checked="" type="radio"/> Private <input type="radio"/> Official						
		Actual / Forecasts								
Country	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Economic Activity										
1) Real GDP (YoY%)	2.70	1.80	-0.30	-2.80	2.50	1.80	2.80	1.60	2.70	3.00
2) CPI (YoY%)	3.23	2.87	3.85	-0.35	1.63	3.17	2.08	1.60	1.90	2.20
3) Core PCE (YoY%)	2.24	2.16	2.06	1.19	1.29	1.44	1.84	1.30	1.70	1.90
4) Unemployment (%)	4.60	4.60	5.80	9.30	9.60	8.90	8.10	7.50	7.00	6.50
External Balance										
5) Curr. Acct. (% of GDP)	-5.76	-4.93	-4.63	-2.65	-3.00	-2.95	-2.71	-2.70	-2.60	-2.50
Fiscal Balance										
6) Budget (% of GDP)	-1.50	-1.30	-4.70	-10.10	-8.40	-7.90	-6.50	-4.00	-3.65	-3.40
Interest Rates										
7) Central Bank Rate (%)	5.25	4.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	-
8) 3-Month Rate (%)	5.36	4.70	1.43	0.25	0.30	0.58	0.31	0.30	0.44	-
9) 2-Year Note (%)	4.81	3.05	0.77	1.14	0.60	0.24	0.25	0.44	0.84	-
10) 10-Year Note (%)	4.70	4.03	2.21	3.84	3.30	1.88	1.76	2.74	3.24	-
Exchange Rates										
11) EURUSD	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.30	1.32	1.27	1.24	1.28

Australia 51 2 5777 5500 Brazil 5511 2045 4500 Europe 44 20 7220 7500 Germany 45 55 5204 1210 Hong Kong 552 2577 5500
Japan 51 2 2201 5500 Singapore 55 5212 1000 U.S. 1 212 215 2000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.
EN 157550 ALMT GMT+5:00 H515-1041-2 05-Aug-2012 10:02:05

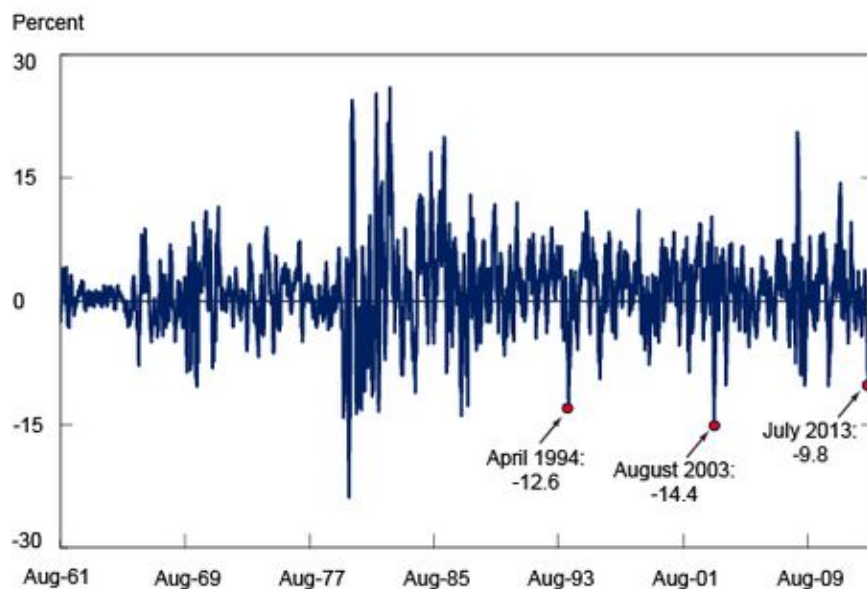
Растущая экономика обычно ассоциируется с растущими ценами на акции. Несмотря на то, что “сворачивание” может привести к падению котировок, скорее, это будет лишь коррекция, чем крупный обвал. То, что мы говорим, похоже, является стандартной логикой, если это так, то крупная коррекция может не получиться - ее выкупят оптимисты. Но загадывать здесь нельзя.

Великая ротация: из облигаций в акции? Повышение ставок, точнее, их нормализация (они не могут оставаться на нуле), означает что экономика способна расти сама. Но это негативный сигнал для облигаций.

Так, вчера Блумберг написал статью, утверждающую что “казначейские облигации США за прошедшие 12 месяцев показали наихудшую динамику среди суверенных обязательств мира, в то время как американская макростатистика превосходит ожидания экономистов на максимальную величину с начала года”. Сообщается, что потери 10-ти летних облигаций составили 13% за 12 месяцев, худшее значение среди 174 суверенных долговых индексов, отслеживаемых Блумберг и Европейской федерацией сообществ в финансовых аналитиков.

В этой связи в блоге ФРС “Либерти стрит” появился пост, в котором проводится сопоставление случившегося за 2 месяца (май-июнь, когда 10-ки США двинулись с 1.6% до 2.7% годовых) с предыдущими [эпизодами обвала облигаций](#).

Recent Treasury returns are highly negative

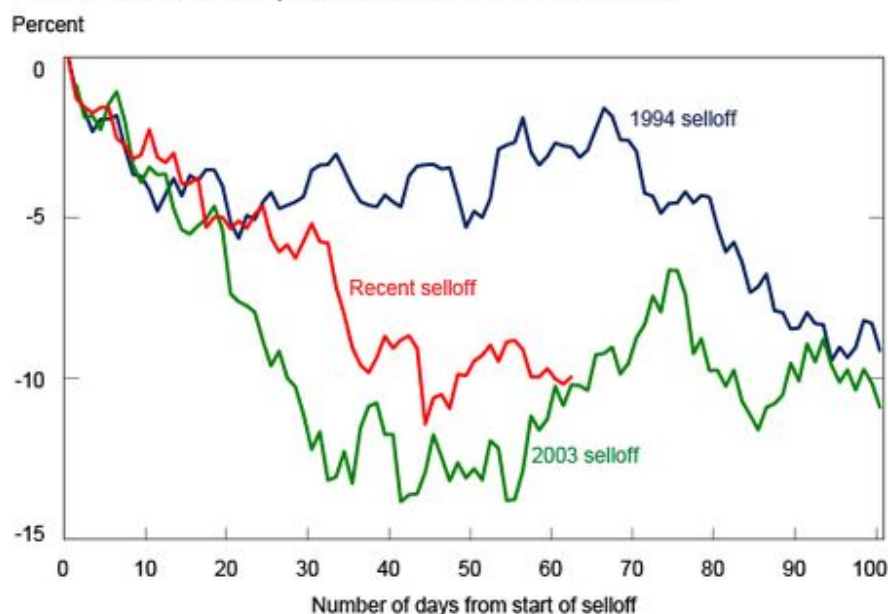


Source: Authors' calculations, based on data from Gurkaynak, Sack, and Wright (2006).

Note: The chart plots the rolling, cumulative, two-month (forty-two trading days) returns on a hypothetical ten-year, zero-coupon Treasury bond from August 14, 1961, to July 31, 2013.

Случившийся провал на 9.8% за 2 месяца не выглядит самым большим.

Pace of selloff is comparable to that of 1994 and 2003

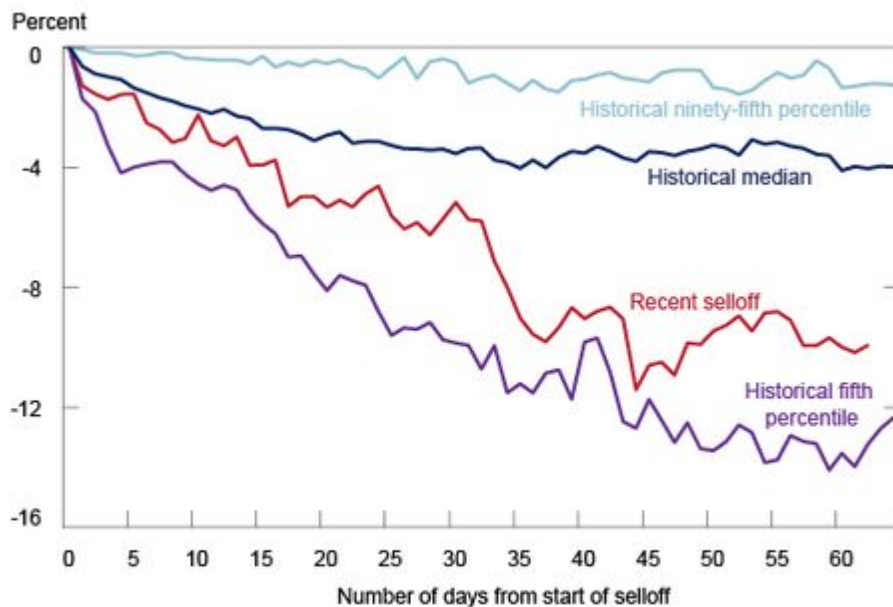


Source: Authors' calculations, based on data from Gurkaynak, Sack, and Wright (2006).

Note: The chart compares the cumulative returns in event time for the recent selloff with the 1994 and 2003 selloffs.

Авторы также сравнивают траектории падения с предыдущими двумя эпизодами распродажи - 1994 г. (повышение ставок после рецессии начала 90-х) и 2003 год (начало повышения со стимулирующей ставки в 1% после рецессии 2001 г.).

Pace of selloff is steeper than that of most historical episodes



Source: Authors' calculations, based on data from Gurkaynak, Sack, and Wright (2006).

Note: The chart compares the cumulative returns in event time for the recent selloff with the distribution of cumulative returns for all selloffs (conditional on a selloff lasting that many days) between June 14, 1961, and July 31, 2013.

Случившийся в мае-июле провал облигаций превосходит медианные значения подобных продаж, но не является худшим.

Ten-Year Term Premium, Unemployment, and Recessions



Sources: Authors' calculations; U.S. Bureau of Labor Statistics; National Bureau of Economic Research.

Note: The bars indicate recessions as defined by the National Bureau of Economic Research.

Авторы пытаются понять причины такого движения и приходят к выводу, что

большая часть может быть объяснена изменением в “временной премии” (term premium). В анализе облигаций “временная премия” это превышение ставки длинных облигаций над ожидаемой средней ставкой коротких инструментов. В случае с 10 летними облигациями это ожидаемая премия того сколько заработает купивший их инвестор по сравнению с другим инвестором который будет покупать однолетние облигации и перекладываться в другие однолетние по мере гашения.

“Временная премия” связана с ожиданиями и не может наблюдаться напрямую. Исследователи разработали несколько методик ее оценки, которые бывают либо эконометрические, либо основанные на структурных моделях, включающих ожидания в виде опросов. В данном случае используется [эконометрический подход](#).

Изменение “временной премии” в облигациях можно интерпретировать так, что инвесторы резко решили, что нуждаются в большей доходности по длинным облигациям, чем это было раньше. Возможно, потому, что происходит изменение ментальности - от кризисной к нормальной.

Итак, “сворачивание” QE (“tapering”) становится реальностью. Это плохо для рынков облигаций, но не обязательно плохо для рынка акций. Мы не ждем большого влияния решения ФРС в сентябре на траекторию индекса ММВБ. Оно уже в большей мере “включено в цены”.

Разное:

- Ведомости сегодня публикуют статью о том, что [продается управляющая компания “Третий Рим”](#). Приведем некоторые любопытные цитаты.

О возможной стоимости: *“По словам двух топ-менеджеров из сектора wealth management, такой бизнес, как у Мовчана, сейчас можно продать за 2-4% от средств под управлением, т. е. за \$8-16 млн, тогда как до кризиса он стоил бы 7%.”*

О причинах продажи: *“В «Третьем Риме» сократилась численность персонала с 50 сотрудников в 2010 г. до 36 сейчас, до трети из которых работает только за проценты, рассказывал Мовчан. «Когда мы создавали компанию в 2009 г., закладывались на разворот мировых рынков, который произошел, но мы не ожидали изменений, произошедших в России после 2011 г.», - говорит он. По его словам, компания закладывалась «на курс либерализации и диверсификации экономики», ожидала на выборах в 2012 г. нового президента: «Не важно кого, необходим был факт сменяемости власти как гарантии развития либеральной политической среды». “В результате в России происходит процесс*

национализации и усиление нефтяного фактора в экономике, что крайне негативно влияет как на рынок, так и на прямые инвестиции”, - сетует Мовчан. «Очень тяжелый рынок, на нем трудно заработать, идет консолидация», - констатирует гендиректор Rye Man & Gor Securities Аршак Манасов.”

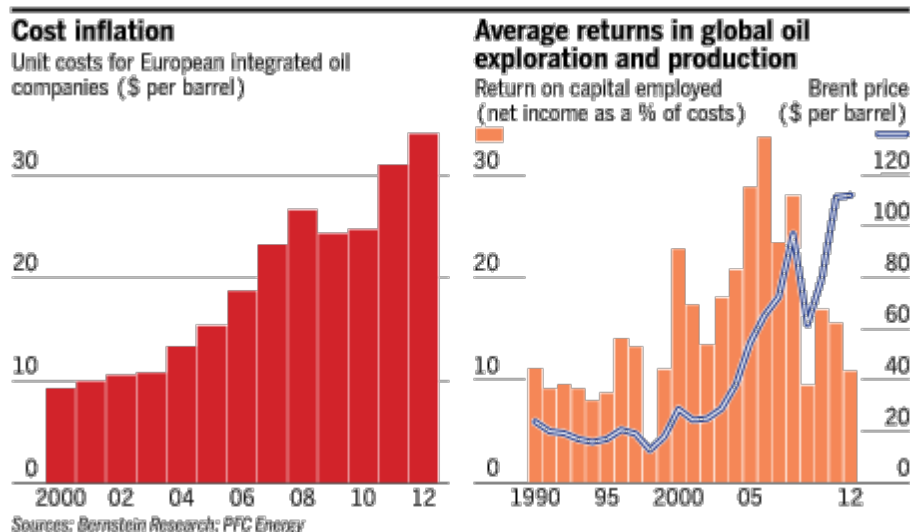
- Центробанк РФ завтра на заседании может снизить ставки. Вот так выглядят прогнозы аналитиков. По итогам 3 квартала большинство ожидает снижения с текущих 8.25% на 50 б.п., но есть ожидающие снижения на 75 б.п. до 7.75%.

Прогнозы ставки рефинансирования в Блумберг, текущее значение 8.25%

Firm Name	Analyst	As of	Q3 13	Q4 13	Q1 14	Q2 14	Q3 14	Q4 14
Nordea Markets/De	S. Groendahl	26-Jul	8.25	8.00	8.00	8.00	8.00	
Otkritie Financial	V. Tikhomirov	25-Jul	8.00	7.75	7.75	7.50	7.50	7.00
HSBC Holdings PLC	A. Morozov	25-Jul	8.00	7.75	7.25	7.25	7.25	7.25
JPMorgan Chase &	A. Shal	25-Jul	8.00	7.75	7.75	7.75	7.75	8.00
Royal Bank of Sco	T. Orlova	25-Jul	8.00	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
ING Groep NV	D. Polevoy	25-Jul	8.00	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
Finansovaya Korp	O. Sterina	25-Jul	8.00	7.75				
Morgan Stanley	J. Nell	25-Jul	8.00	7.75	7.50	7.25	7.25	7.25
Bank Petrocomme	D. Kharlampiev	25-Jul	8.00	7.75	7.75	7.75	7.50	7.50
RBS Holdings NV	A. Van Dijkhuize	25-Jul	8.00	7.75				
Vnesheconombank	A. Miroshnichen	25-Jul	8.00	8.00	7.75	7.75	7.50	7.50
Bank of America M	V. Osakovskiy	25-Jul	7.75	7.50	7.50	7.25	6.50	6.50
TD Securities Ltd	C. Maggio	25-Jul	7.75	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
VTB Capital PLC	M. Oreshkin	25-Jul	7.75	7.50	7.50	7.50		
Raiffeisen Zentral	M. Pomelnikova	25-Jul	7.75	7.75	7.75	7.75		
Global Insight Inc	C. Movit	25-Jul	7.50	6.75	6.50	6.25	6.25	6.25
Citigroup Inc	D. Lubin	25-Jul		8.00				7.50
Danske Bank A/S	S. Kurronen	25-Jul		7.25				
Capital Economics	N. Shearing	25-Jul		7.50	7.50	7.50	7.50	7.50

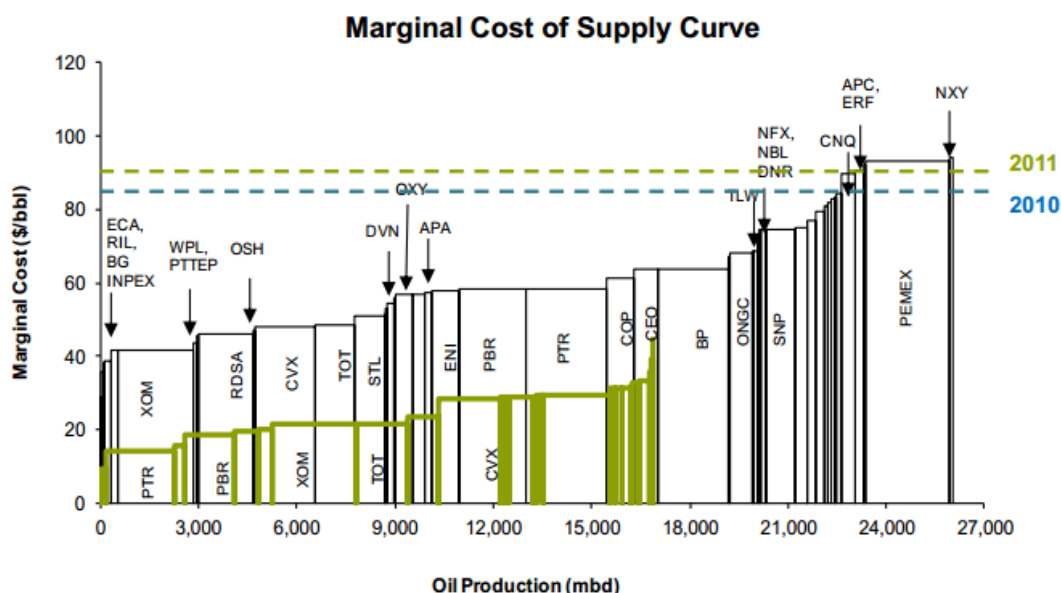
- «Сбербанк» вчера опубликовал свои финансовые результаты за прошедшие 7 месяцев по РСБУ. Чистая прибыль банка выросла на 3,7% в годовом выражении, составив 220,3 млрд. руб. При этом снижаются показатели ROE и ROA до 21,9% и 2,7%, соответственно. Тем не менее, «Сбербанк» благодаря дешевому фондированию и активному развитию потребительского кредитования продолжает оставаться одним из самых прибыльных банков. Снижение рентабельности наблюдается у подавляющего числа банков в 2013 году. Ожидается, что рентабельность российских банков продолжит падать, что обусловлено ужесточением требований ЦБ и постепенным насыщением рынка.
- В России принято бояться падения цен на нефть. Но значительный провал вряд ли состоится. «Форбс» весной опубликовал статью с заголовком [“7 причин почему нефтяные цены не упадут”](#). Важнейшей причиной для нас является вопрос “маржинальных цен”, который

иллюстрирует график из [статьи FT](#), отражающий взлет стоимости себестоимости производства нефти. Несмотря на резкий рост цен на нефть, отдача капитала в нефтедобыче остается невысокой - порядка 10%. Это верный признак того, что у нефтянников нет сверхприбыли.



В указанной статье дается пример роста издержек нефтедобычи - огромное месторождение Кашган на казахском участке Каспия. Оно превратилось в самый дорогой проект в мире. Итальянская компания Eni и ее партнеры должны были огородить место добычи искусственными островами, чтобы избежать ущерба от льдов. Им пришлось установить продвинутое оборудование, чтобы бороться со смертельным сероводородом. Издержки первой фазы на освоение взлетели до \$46 млрд. и уже в три раза превысили первоначально запланированные.

Маржинальные издержки по оценке аналитиков [Bernstein Energy](#) уже поднялись к \$100, создавая "дно" для возможности падения цен.





Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



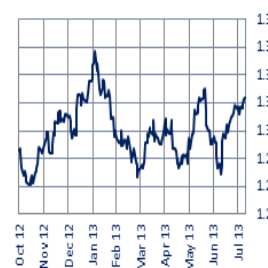
EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



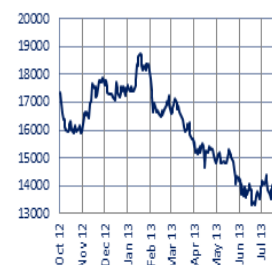
Нефть Brent, \$/барр.



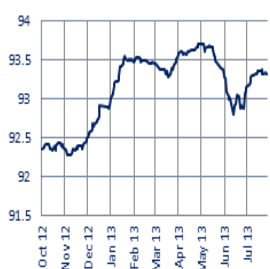
Золото, \$/Oz



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



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



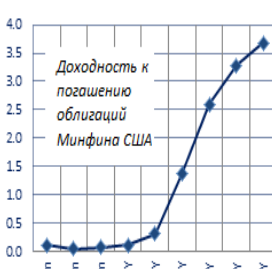
Moody's Bond Indices Corporate BAA



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.

Дисклеймер

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.