

Обзор рынков

Вторник, 1 апреля 2014

- Рубль вновь “свободно плавающий” после того как вчера значительно укрепился и вышел из зоны интервенций Центробанка.
- Moody's понизило рейтинг Мечела с "B3" до "Caa1", оставив негативным прогноз

Комментарий:

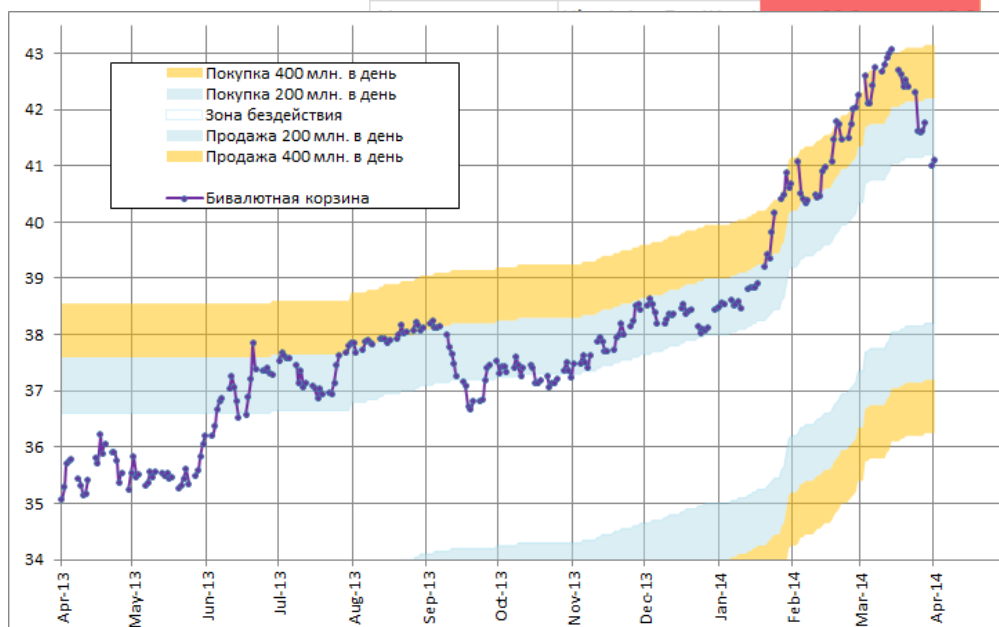
Индекс ММВБ +1.9%, а его долларовый аналог - РТС - вчера вырос на +3.4%. S&P 500 +0.8%, европейский STOXX 600 +0.16%. Российские активы продолжают восстанавливаться на идее, что решительного противостояния между Россией и Западом не вышло. Но даже после случившегося роста индекс РТС на 15% ниже закрытия 2013 года (см справа, все - в долларовом выражении), оставаясь худшим индексом в мире (не считая малоликвидную Украину, у которой огромные проблемы с бюджетом).

Вчера был день заметного укрепления курса рубля, который сейчас торгуется на 35.09 за доллар и 48.3 за евро. Это соответствует середине февраля. Можно сказать, что рубль “пережил” историю с присоединением Крыма.

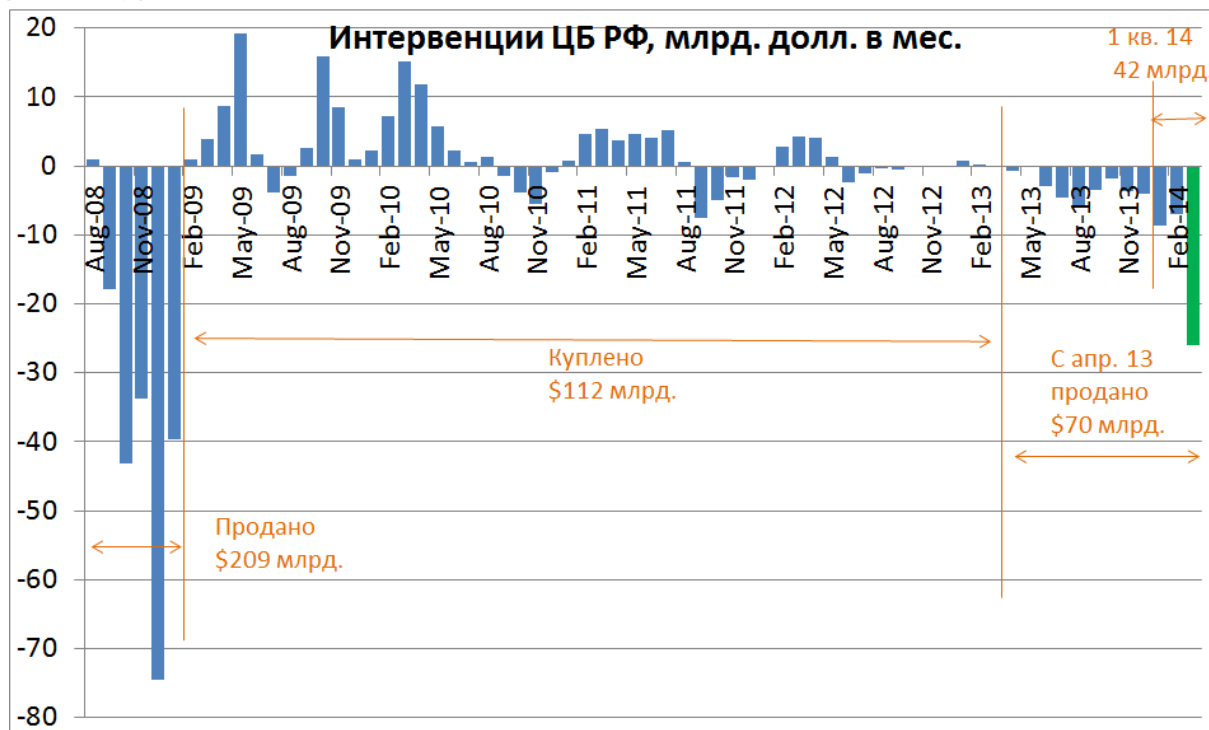
В настоящий момент бивалютная корзина составляет 41.1, а граница, где проводятся “пониженные” (200 млн. в день) интервенции начинается на 41.3, на 0.7% выше. Если курс останется на текущих уровнях или сохранит тренд на укрепление, то с сегодняшнего дня Центробанк прекратит интервенции. Мы

подготовили график с оценкой проведенных ежемесячных интервенций (март -

Страна	Индекс	1 мес.,	Тек.год, +
ОАЭ	DFM GENERAL INDEX	5.5	32.1
Португалия	PSI 20 INDEX	2.8	15.8
Греция	Athex Composite S	1.7	14.7
Кипр	GENERAL MARKET IN	-15.3	14.6
Италия	FTSE MIB INDEX	5.8	14.1
Испания	IBEX 35 INDEX	2.0	4.1
Норвегия	OBX STOCK INDEX	1.2	3.4
Бразилия	BRAZIL IBOVESPA IN	10.6	2.3
Франция	CAC 40 INDEX	-0.6	2.1
Евросоюз	BLOOMBERG EUROPE	-1.4	1.5
США	S&P 500 INDEX	0.7	1.3
Германия	DAX INDEX	-1.7	-0.2
Великобритания	FTSE 100 INDEX	-3.4	-1.6
Ю.Корея	KOSPI INDEX	1.4	-1.6
Казахстан	Kazakhstan KASE Sto	-7.5	-3.4
Мексика	MEXICO IPC INDEX	5.7	-5.0
Китай	SHANGHAI SE COMP	-1.3	-5.6
Гонконг	HANG SENG CHINA I	2.0	-6.8
Япония	NIKKEI 225	-1.3	-7.4
Венгрия	BUDAPEST STOCK EX	-0.8	-9.1
Россия	RUSSIAN RTS INDEX	-3.2	-15.0



оценка по ежедневным [данным](#) “Факторов формирования ликвидности). Потери резервов марта на крымскую историю оказываются ниже, чем были во времена “плавной девальвации” 2008-2009 годов, чему способствовал более свободный режим курса.



Можно включить фантазию и посчитать до каких уровней должен укрепиться рубль, чтобы Центробанк начал покупать доллары, бивалютной корзине нужно снизиться на 6.9%, но это маловероятно в ближайшие месяцы (это соответствовало бы курсу 32.9 руб./доллар).



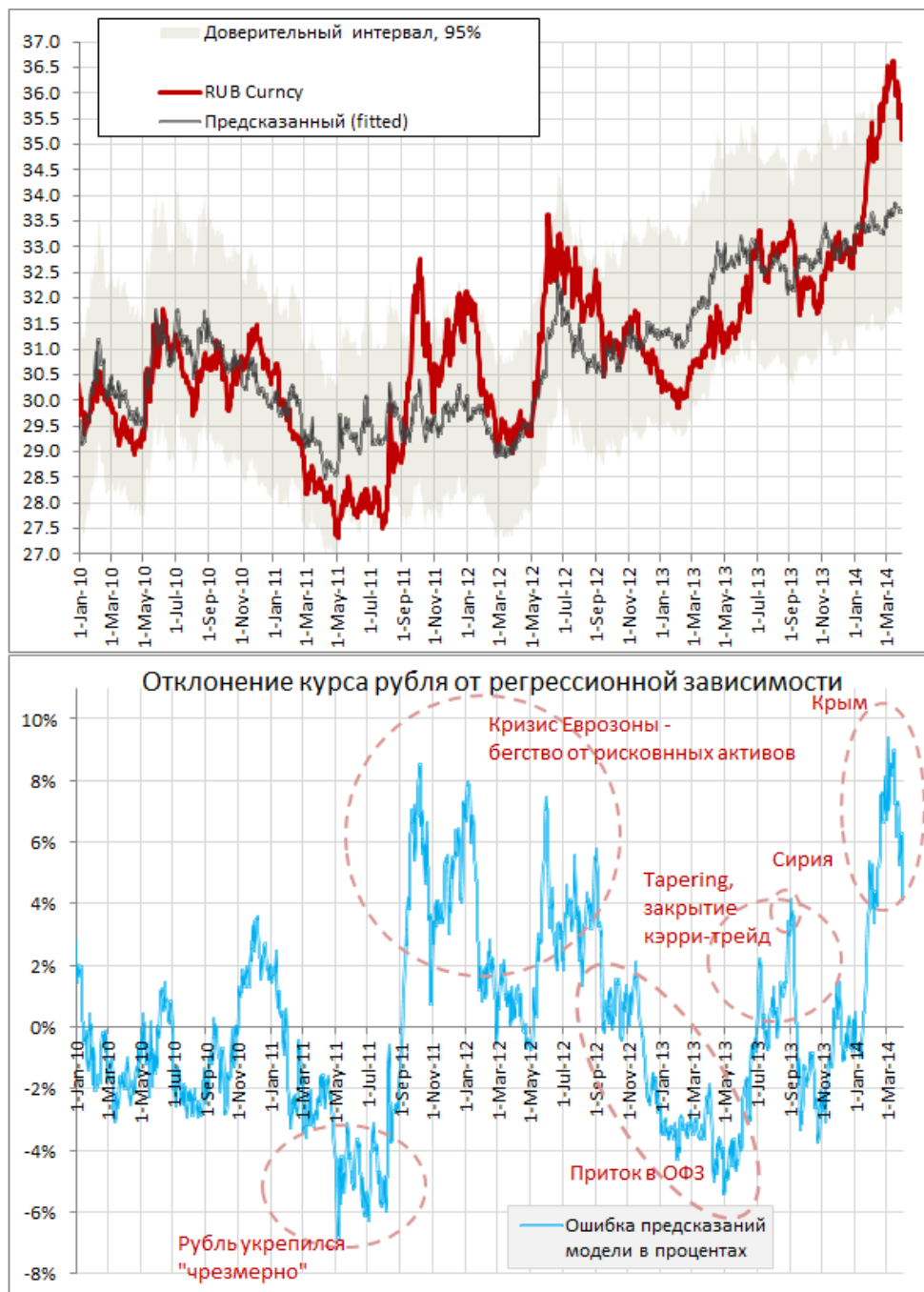
Данные по счету текущих операций (СТО) за 1-й квартал еще неизвестны, но можно их оценить порядка в 30 млрд. долларов. Вместе с интервенциями Центробанка

января-февраля в размере 42 млрд. долларов (январь, февраль и март это 8.6, 7.1 и 26 млрд. интервенций, соответственно) мы получаем отток частного капитала около 70 млрд. долларов. Подавляющая часть этого капитала представляет собой российские деньги - физических и юридических лиц - которые вернутся в Россию, как только “пыль осядет”. Такое бегство повторяется с завидной регулярностью, при снижении рубля у населения и бизнеса срабатывают приобретенные прошлыми кризисами инстинкты, они дают поручения банкам на конвертацию, что толкает рубль вниз. Снижение происходит, обычно, быстро. А потом наступает период

медленного возвратов капиталов, как только страхи исчезают.

Мы полагаем, что подобное повторится и на этот раз. Бегство капитала из России в размере 70 млрд. за 1-й квартал создали “долларовый навес”, который будет способствовать укреплению. Так что возникают неплохие шансы, что рубль достигнет курса 33.

Описываемый нами процесс - бегство из рубля на страхах и последующий возврат - можно характеризовать как пузырь доллара или “обратный пузырь” рубля (который ослабевает слишком сильно). Пузырь - это состояние значительного отклонения от равновесной или “фундаментальной” цены. Отклонение связано с иррациональным поведением игроков, ажиотаж или панические настроения среди которых



преувеличивают перспективы роста или падения цены. Так и с рублем - сначала было падение валют развивающихся стран к доллару, потом был миф, что после Олимпиады Россию ждет “дефолт”. Затем добавился Крым, санкции и противостояние с Западом.



Мы сравниваем поведение индекса курса валют развивающихся стран к доллару (20 курсов валют разных стран, среднеарифметическое, нормировано значением курса рубля на конец 2012 года). После провала осени-января, в феврале и марте валюты развивающихся стран демонстрируют тренд на укрепление к доллару. Вот к этому тренду и может присоединиться рубль. Если верить этому индексу, рубль должен укрепиться ниже отметки 33/доллар.

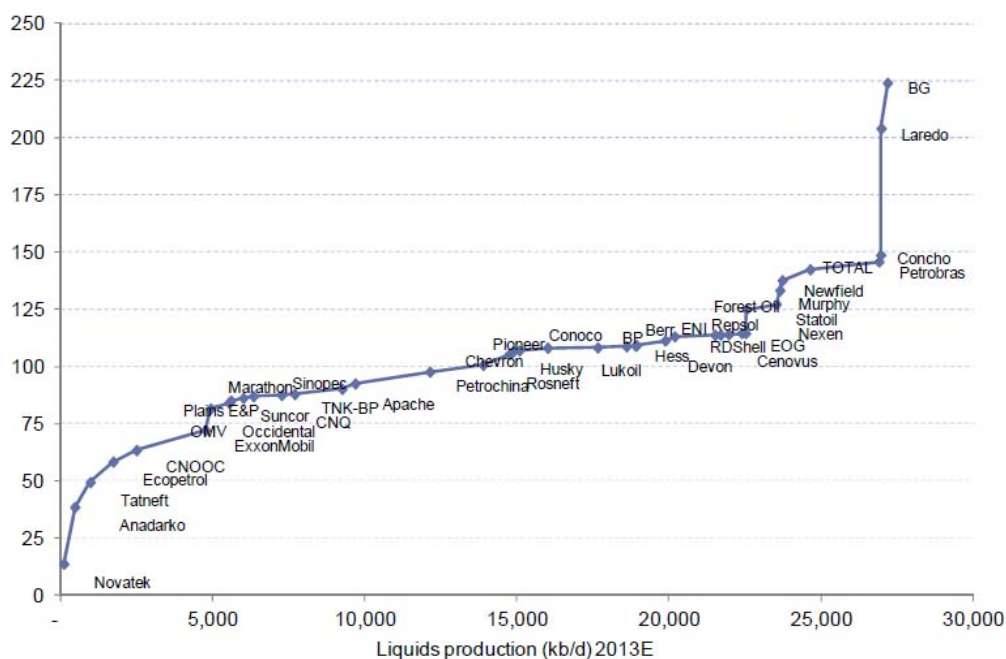
При текущей цене на нефть равновесный курс в регрессионной модели (см. предыд. страницу) составляет 33.7. Есть большие шансы, что курс укрепится ниже этого значения до 32-33 за доллар, если капиталы начнут возвращаться в Россию. Мы понимаем, что это пока выглядит как фантастика, но это реальный сценарий, который возможен где-то к лету.

У пузырей есть одна проблема - крайне трудно прогнозировать время когда они лопнут. Вот и мы не смогли угадать время и уровни разворота. Но, как мы и писали, при пузырях аналитики должны выбрать что для них является худшим злом: выглядеть дураком во время надувания пузыря или выглядеть дураком после того как пузырь сдувается. Если объявить фазу надувания необоснованной и сделать ставки против нее, можно стать банкротом и снискать дурную славу. Если играть в тренды и присоединиться к надуванию, то будет больно когда пузырь лопнет.

Вкратце:

- В связи со страхами, что против России может быть применено “нефтяное оружие”, предлагаем посмотреть на график с кривой издержек. Источник: zerohedge.com. Из него следует, что цены ниже примерно \$85 долларов за баррель маловероятны.

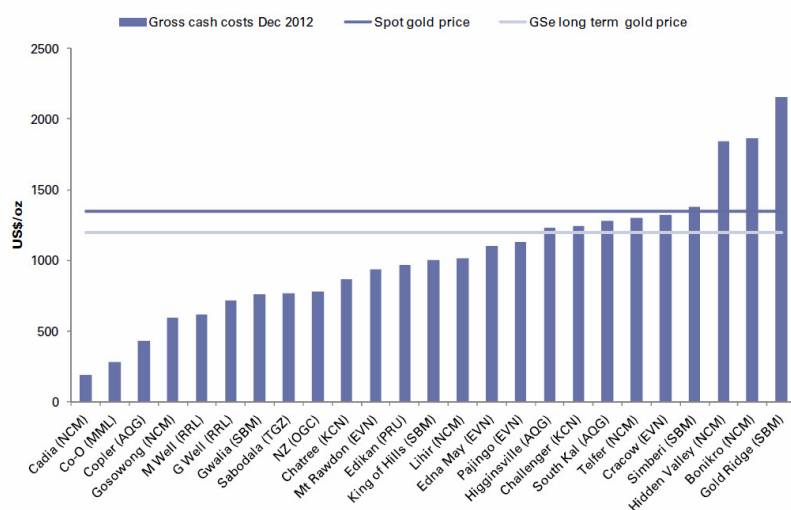
Oil price required (US\$/bl) to be FCF neutral after capex and dividends
2013E



Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

- Из этой же статьи следует, что цены на золото ниже \$1150 также приведут к сокращению производства, и поэтому долгосрочно цены золота ниже этой отметки вряд ли будут устойчивы. Однако это не исключает временного провала.

Exhibit 1: Mines with by-product credits naturally feature at the lower end of the curve



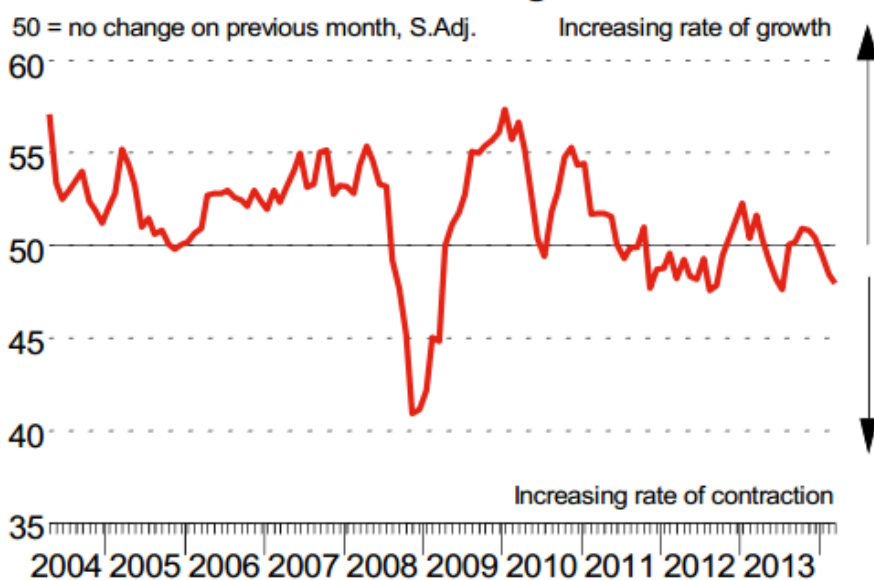
Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

- Сегодня началась публикация окончательной оценки промышленных индикаторов PMI. Официальный индекс уверенности в промышленности Китая, рассчитываемый государственным статистическим органом указывает на слабый рост.



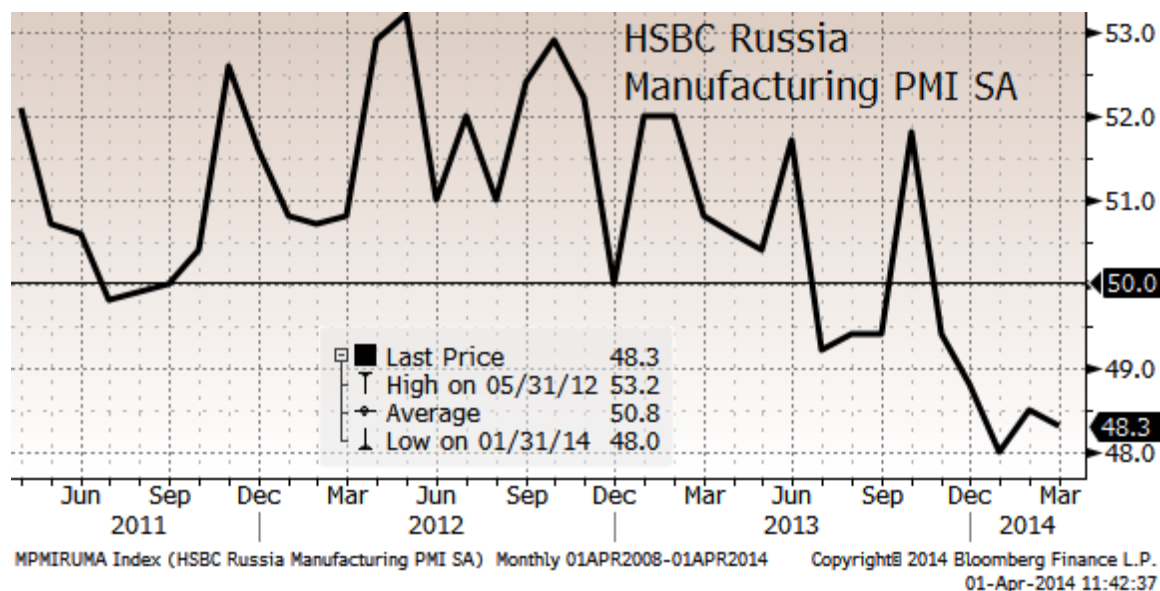
- Версия, публикуемая HSBC совместно с markiteconomics, отличается от официальной версии. Промышленный PMI в марте продолжил снижение до 48 п. против февральских 48,5 п. Данные цифры указывают на ухудшение активности в промышленности Китая. Респонденты ожидают снижение спроса на экспорт со стороны иностранцев в ближайшие месяцы, что служит основным источником давления на китайскую промышленность.

HSBC China Manufacturing PMI



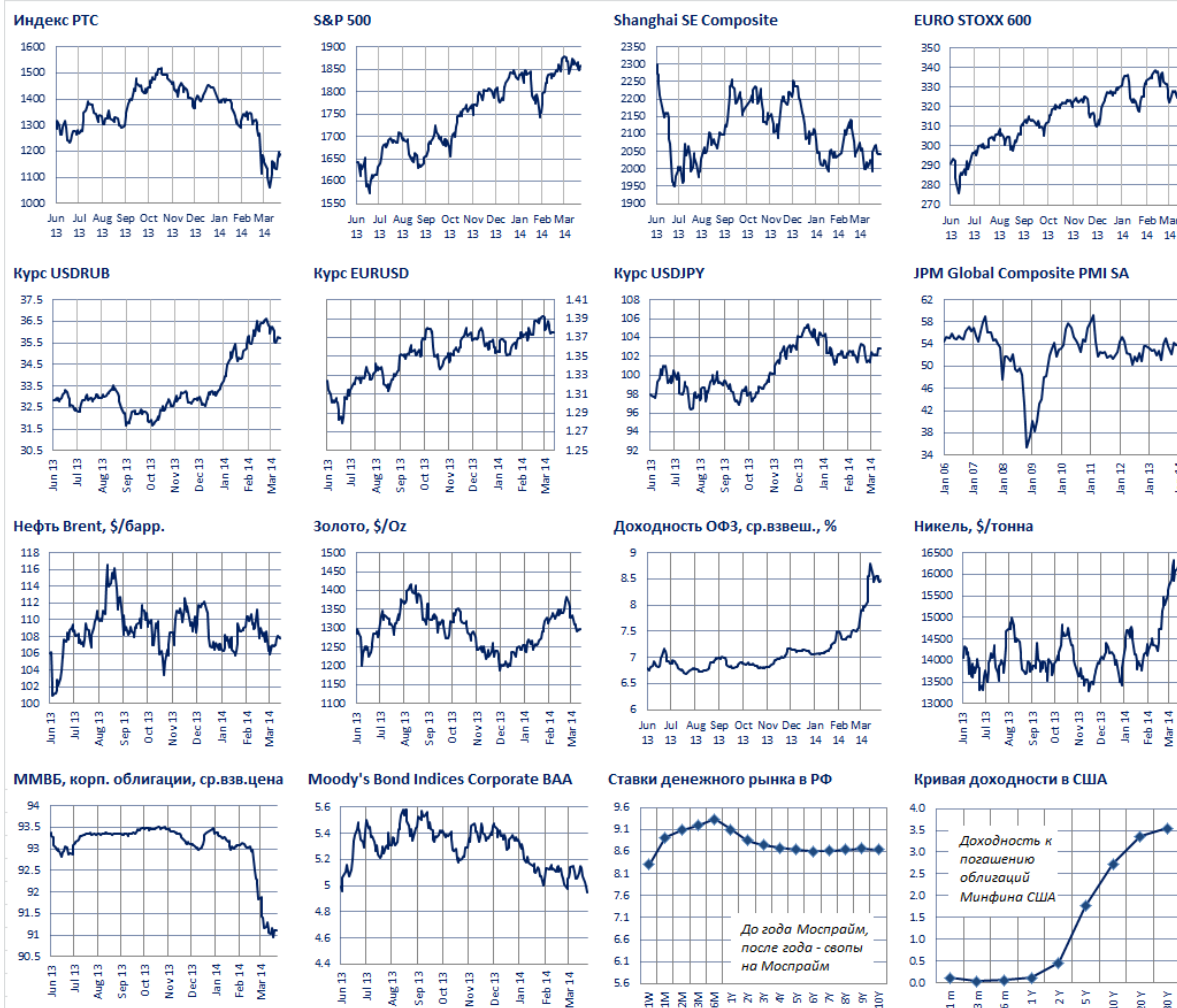
Sources: Markit, HSBC.

- Данные по деловой активности в обрабатывающих отраслях по России продолжают сигнализировать о спаде пятый месяц подряд. Ситуация в российской промышленности схожа с китайской, хотя картинка в нашем случае выглядит оптимистичней, прослеживаются попытки замедлить темпы спада и вернуться на тропу роста.



- “Сургутнефтегаз” продолжает аккумулировать наличность. По итогам 2013 г. сумма финансовых вложений и наличности выросла на \$2,7 млрд. до \$35 млрд. Это сопоставимо с капитализацией компании. Для чего “Сургутнефтегазу” такая подушка наличности остается неясным. В мае прошлого года в опубликованной отчетности раскрывалась структура вложений, согласно которой 84% всех депозитов размещено в долларах, 15,4% в евро и, соответственно, нелюбовь рубля привела к анемичной доли вложений в рублевых депозитах на уровне 0,4%. Дивидендная политика будет сохранена: 20% от чистой прибыли будет направлено на выплаты. Дивиденды за обыкновенную акцию могут составить 0,79 руб. и 2,36 руб. за привилегированную, а дивидендная доходность соответственно 3,1 и 9,4%.

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.