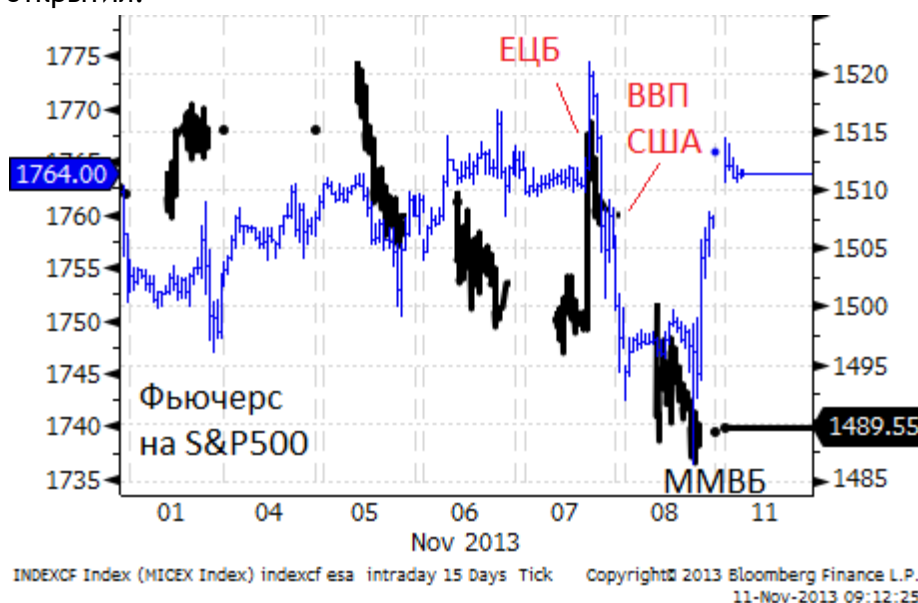


Обзор рынков. Понедельник, 11 ноября 2013

- Пятничный отчет о состоянии рынка труда США оказался оптимистичным - экономика восстанавливается. Акции вновь растут.
- Центробанк РФ опубликовал обновленную версию [Денежно-кредитной политики РФ на 2014, 2015, 2016 годы](#). Цели по инфляции 5,0% в 2014, 4,5% в 2015 и 4,0% в 2016.

Комментарий:

S&P 500 +1.34%, практически полностью отыграл провал четверга (см. фьючерс на этот индекс на графике) и вновь находится в районе исторических максимумов. Индекс ММВБ в пятницу упал на 1.3%, поскольку закрылся раньше волны повышения. Европа по STOXX 600 - минус 0.16%, также отыграла провал. Итак, сегодня можно ожидать восстановления российских акций, примерно на 1% с открытия.



Так выглядит хронология событий конца недели.

- В четверг ЕЦБ неожиданно снизил ставку с 0.5% до 0.25%. Это было положительно воспринято рынками, как признак предстоящего смягчения денежной политики в Европе, способствующей выходу из депрессивного состояния.

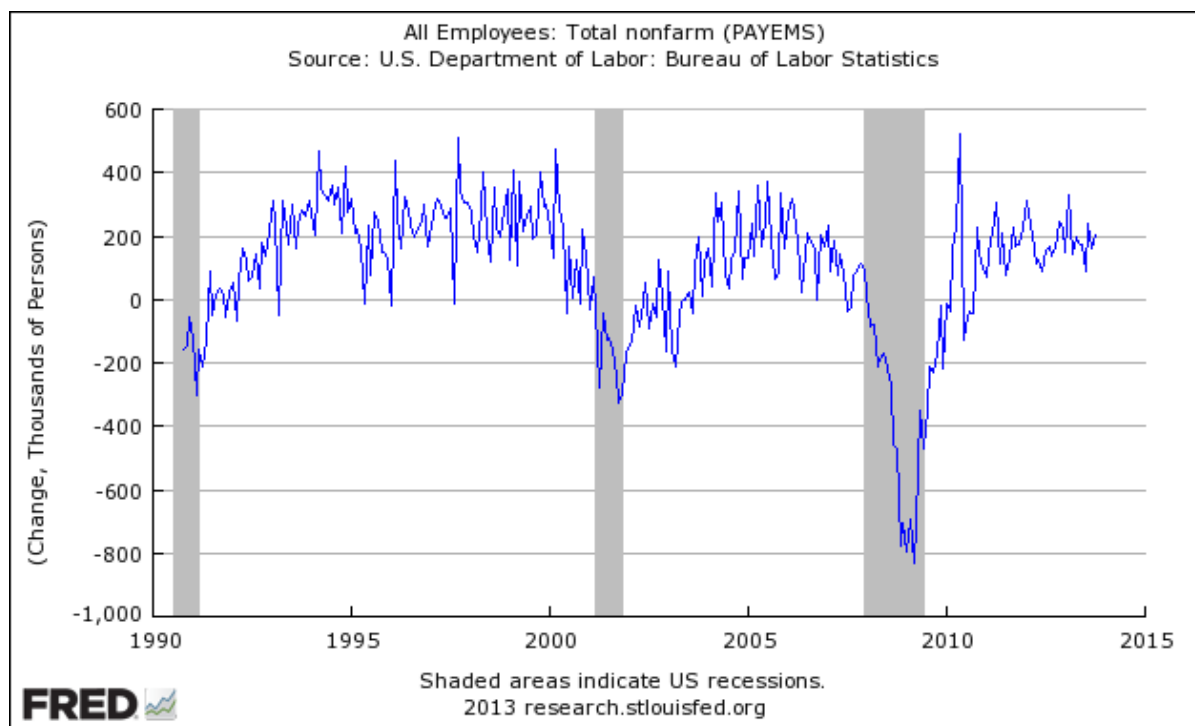
- Следом, в четверг, вышли данные по ВВП США за 3 квартал, +2.8% [QoQ SAAR](#), заметно выше ожиданий. Хорошие новости об экономике означают более быстрое снятие стимулирующих мер ФРС, что привело к провалу акций.

- В пятницу вышел "[job report](#)", который привел к росту американского фондового рынка. Безработица октября составила 7.3%, по сравнению с 7.2% сентября.

Удивила цифра создания рабочих мест - 204 тыс. за октябрь (см. график на след. странице), по сравнению со 148 тыс. в сентябре и 120 тыс. ожидавшихся (экономисты делали скидку на "шатдаун", ожидая плохих данных).

Если в четверг можно было говорить о парадоксе - данные о хорошем состоянии

экономики привели к снижению акций, то в пятницу вектор сменился на 180 градусов - хорошие данные привели к росту. В этом можно усмотреть иррациональность рынка. Далеко не все колебания котировок можно понять логически.



Темпы создания рабочих мест порядка 200 тыс. и выше в месяц являются крайне здоровыми и говорят о том, что экономика Штатов выходит из кризиса. Почему данные о рынке труда так сильно влияют на рынки?

Безработица является главным экономическим индикатором здоровья в развитых странах и в значительной мере определяет регулирование экономики. Причина этому - демократия. Правительства вряд ли удержатся долго, если количество безработных будет велико.

- Так, переход от системы фиксированных обменных курсов (привязанных к золоту или другой валюте, например, доллару) был предопределен демократией. Типичная денежная политика эпохи золотого стандарта состояла в том, что если страна вдруг начинала испытывать отток капитала (например, после периода инфляции или ухудшения условий торговли), центробанк такой страны повышал процентные ставки и устраивал дефляцию, уменьшая объем денежного предложения. Это, конечно, приводило к росту безработицы и падению экономики. На рубеже 19-го и 20-го века в мире распространилось всеобщее избирательное право (был отменен сначала имущественный ценз, потом право голоса дали женщинам). Появились лейбористские партии, и безработица и дефляция стали политически неприемлемыми. Интересующиеся могут прочитать в книге 2009 г. Барри Айкенгрин "Globalizing Capital: A History of the International Monetary System (2nd edition)"

- Тот факт, что Россия отказалась от привязки курса и перешла к политике таргетирования инфляции также отражает логику демократизации. Несмотря на то, что уровень демократизации в стране нельзя назвать слишком высоким, власть не

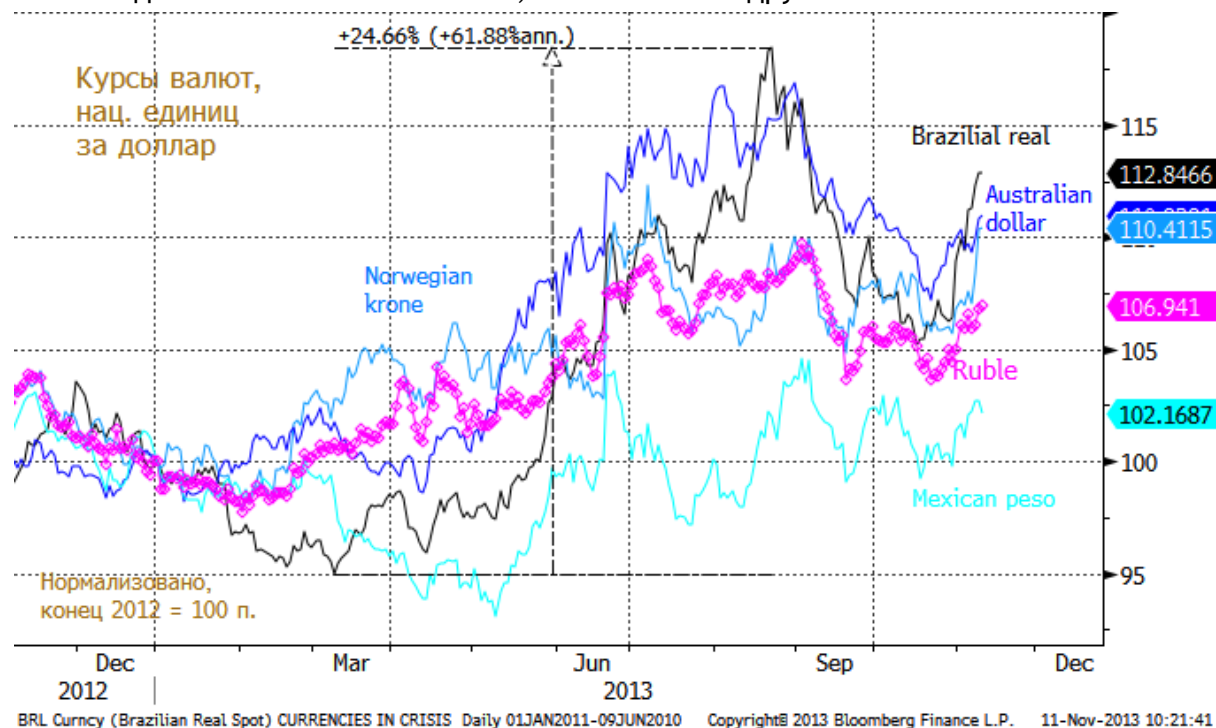
может устраивать регулярные “кредитные зимы”, наподобие событий 2008-2009 гг.

- Начиная со второй половины XX века инфляция стала повсеместной. Это также следствие демократизации - дефляция неприемлема. А небольшая инфляция считается “полезной” поскольку позволяет увеличить занятость (см. дискуссию о “невертикальности” кривой Филлипса в долгосрочной перспективе, т.е. о том, что [NAIRU](#) зависит от уровня инфляции).

- Глобализация и свобода движения капитала, которая продвигалась ранее “[Вашингтонским консенсусом](#)” сейчас не кажется настолько бесспорной. Потоки капитала могут быть крайне разрушительными, становится причиной кризисов вроде Азиатского кризиса. Дефолт РФ 1998 года был вызван сначала притоком “горячих денег” в пирамиду ГКО, потом их оттоком. Есть мнение, что пузырь цен недвижимости в США подпитывался избытком сбережений в мире ([savings glut](#)). Более того, по мнению Дэни Родрика (см. книгу “The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy”, 2012 г.) международная интеграция, свобода движения капитала и демократия вместе составляют “несовместимую тройцу”. Иными словами, демократия иногда может требовать отказа от свободы движения капитала.

- ЕЦБ не имеет таких установок, но находится под непрямым политическим давлением государств. Смягчение денежной политики стало следствием в том числе большой безработицы. Мандат ФРС напрямую связывает денежную политику с состоянием рынка труда.

Рубль продолжает снижаться к доллару, 32.7 руб./\$. Причина роста доллара, как это уже было весной-летом 2013 г., вновь связана с ожиданиями предстоящего ужесточения денежной политики в США. Обратите внимание, что движение рубля не выглядит настолько масштабным, как колебания других валют.



Разное:

- Центробанк РФ опубликовал обновленную версию [Денежно-кредитной политики РФ на 2014 \(2015-2016\)](#) (далее: ДКП). Несколько интересных моментов оттуда.



* Подходы различаются набором используемых при оценке разрыва выпуска индикаторов и структурными предположениями.
Источник: Банк России.

Центробанк видит небольшой “отрицательный разрыв” выпуска, что означает, что экономика РФ работает чуть ниже “потенциала”. Технически это может означать необходимость стимулирования и снижения процентной ставки, но есть несколько аргументов против: 1) Разрыв слишком небольшой, в пределах погрешности расчетов. 2) Дестимулирование спроса является необходимым, чтобы снизить инфляцию.



График с данными по росту ВВП по “элементам использования” показывает, что торможение в заметной степени определяется минусом по валовому накоплению оборотного капитала. С нашей точки зрения это симптом дорогих денег. Бизнес вынужден уменьшать остатки ликвидных (легко продаваемых) активов, чтобы

высвободить капитал и не платить по нему высокие проценты. Обратите внимание, что в 2010-2011 гг. эта же статья давала заметный прирост, но это было время крайне низких процентных ставок, а ужесточение денежной политики в стране случилось только с конца 2011 г.

- Центробанк оценивает перспективы экономики РФ в зависимости от цен нефти. Вот так выглядят три варианта в этом документе.



Вариант 2 предполагает примерно текущие цены, тогда как первый и третий предусматривают падение и рост цены на нефть на 25 долларов за баррель. В тексте ДКП содержатся прогнозы состояния экспорта-импорта, потоков капитала и платежного баланса. Но вот еще одна таблица, как видит Центробанк показатели экономики в зависимости от колебаний цены на нефть.

В его представлении падение цен нефти до \$75 за барр. приведет к падению ВВП на 1% в 2014 г., и росту на 1.8% в последующие годы.

**Динамика основных макроэкономических индикаторов
(в постоянных ценах, прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)**

	2011	2012	2013 (оценка)	Вариант I			Вариант II(а)			Вариант II(б)			Вариант III		
				2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Среднегодовая цена на нефть сорта «Юралс» (долларов США за баррель)	109	111	107	76	75	75	101	100	100	101	100	100	126	125	125
Валовой внутренний продукт	4,3	3,4	1,8	-1,0	1,8	1,8	2,0	2,5	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5	3,8	4,0
Дефлятор ВВП	15,5	8,5	6,0	5,1	4,9	4,9	5,4	5,2	5,2	5,4	5,4	5,5	5,6	5,4	5,4
Промышленное производство	4,7	2,6	0,7	-1,0	0,6	1,0	1,2	1,6	2,0	2,2	2,3	2,0	2,7	3,0	3,2
Инвестиции в основной капитал	10,8	6,6	2,5	-3,0	2,1	2,0	3,0	3,5	3,8	3,9	5,6	6,0	5,4	5,3	5,3
Оборот розничной торговли	7,1	6,3	4,2	0,0	2,5	2,5	4,3	4,5	4,5	4,0	4,4	4,7	5,0	5,2	5,5
Реальная заработная плата	2,8	8,4	6,2	0,5	2,2	2,2	4,0	4,1	4,3	4,0	3,8	4,3	5,0	5,5	5,5

Источник: Росстат, Минэкономразвития России, Банк России.

На этот раз мы готовы согласиться с Центробанком. Если падение нефти не будет сопровождаться “кредитной зимой”, а, напротив, Центробанк будет стимулировать кредит, то спад экономики может оказаться не таким большим как его ожидают многие.

- «Роснефть» хочет выкупить долю «Лукойла» в Национальном нефтяном консорциуме (ННК). Ему принадлежит 40% доля в компании Petromiranda,

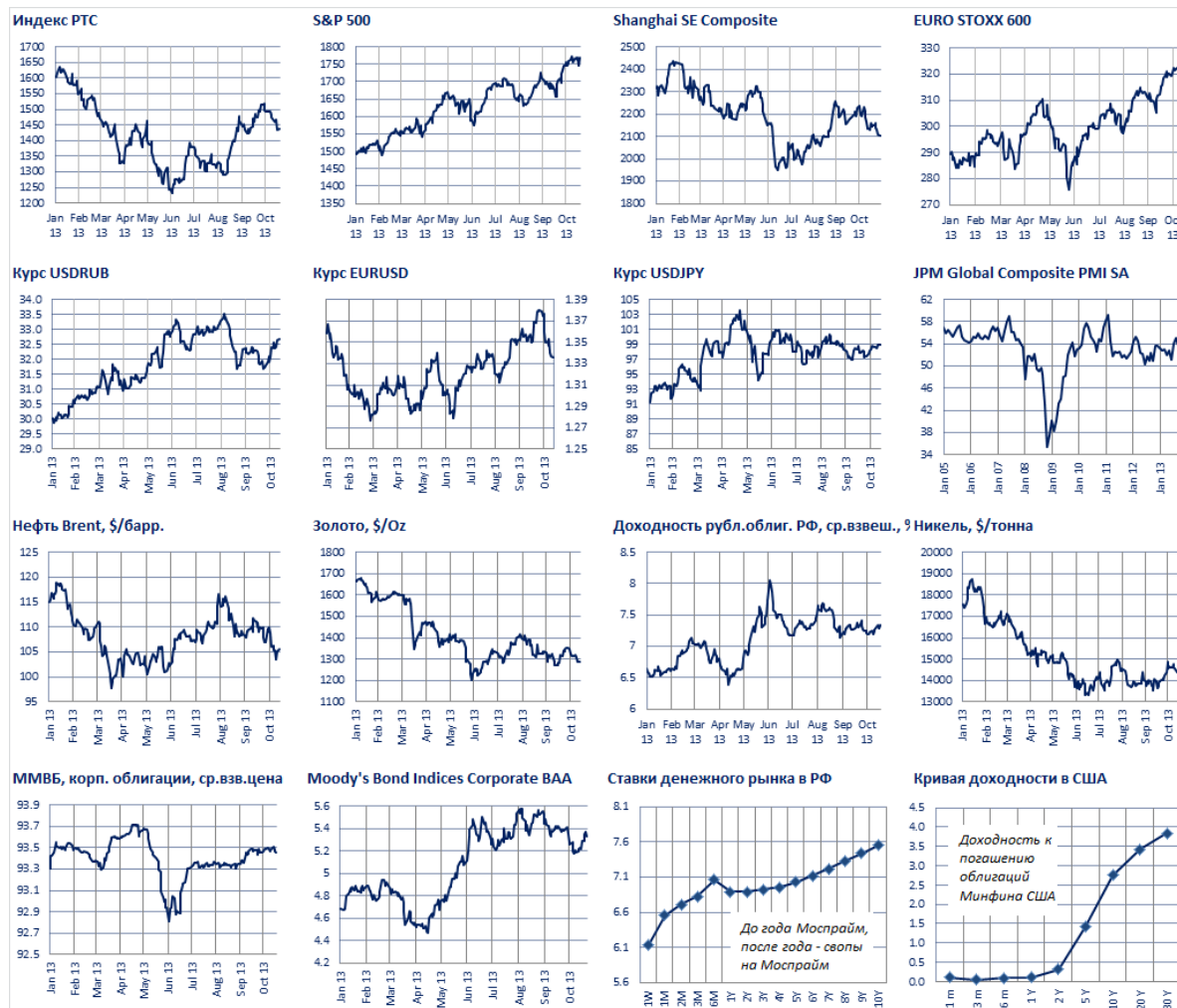
владеющей лицензией на разработку венесуэльского месторождения нефти Хунин-6 с запасами 53 млрд. барр. Изначально доли ННК были распределены поровну между «Роснефтью», «Лукойлом», «Газпромнефтью», «ТНК-ВР» и «Сургутнефтегазом». Однако в 2012 г. последняя продала свою долю, а пакет «ТНК-ВР» перешёл «Роснефти» после её поглощения. Теперь же из-за преобладающего положения «Роснефти» выйти захотел и «Лукойл». Если первая купит пакет, то будет управлять 32% в Хунин-6. Стоимость пакета составит \$200 млн. изначально вложенных средств плюс фактические затраты на разработку, понесённые «Лукойлом». Общие инвестиции в проект оцениваются в \$20 млрд., на раннем этапе будет добываться порядка 2,5 млн. т. нефти в год, а к 2017 г. планируется довести этот показатель до 22,5 млн. т. в год.

- **«Сбербанк» показал хорошие результаты за 10 месяцев.** Активы выросли на 1,6% за месяц, примерно до 15 трлн. руб., чистая прибыль за 10 месяцев выросла на 7,5%, до 318,8 млрд. руб., в годовом выражении ROE=19,8%, ROA=2,55%. Доля просроченной задолженности остаётся стабильно низкой - 2,49%.

Местное:

- **«Лысьвенская металлургическая компания» планирует возвести в Пермском крае комплекс по производству листового проката с различными видами покрытий.** Объём инвестиций оценивается в 22 млрд. руб., мощность в 750 тыс. т. в год. Источники финансирования пока не определены, но представитель компании заявил, что уже проведены переговоры с рядом банков и решение будет принято к концу 2013-началу 2014 г. Решение о строительстве комплекса является здравым - несмотря на стагнацию металлургической отрасли в мире, в России сейчас наблюдается дефицит на холоднокатанный прокат, а основная маржа (\$50-100 за т.) зарабатывается именно на операциях нанесения покрытий.

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.