

Обзор рынков.

Пятница, 13 декабря 2013

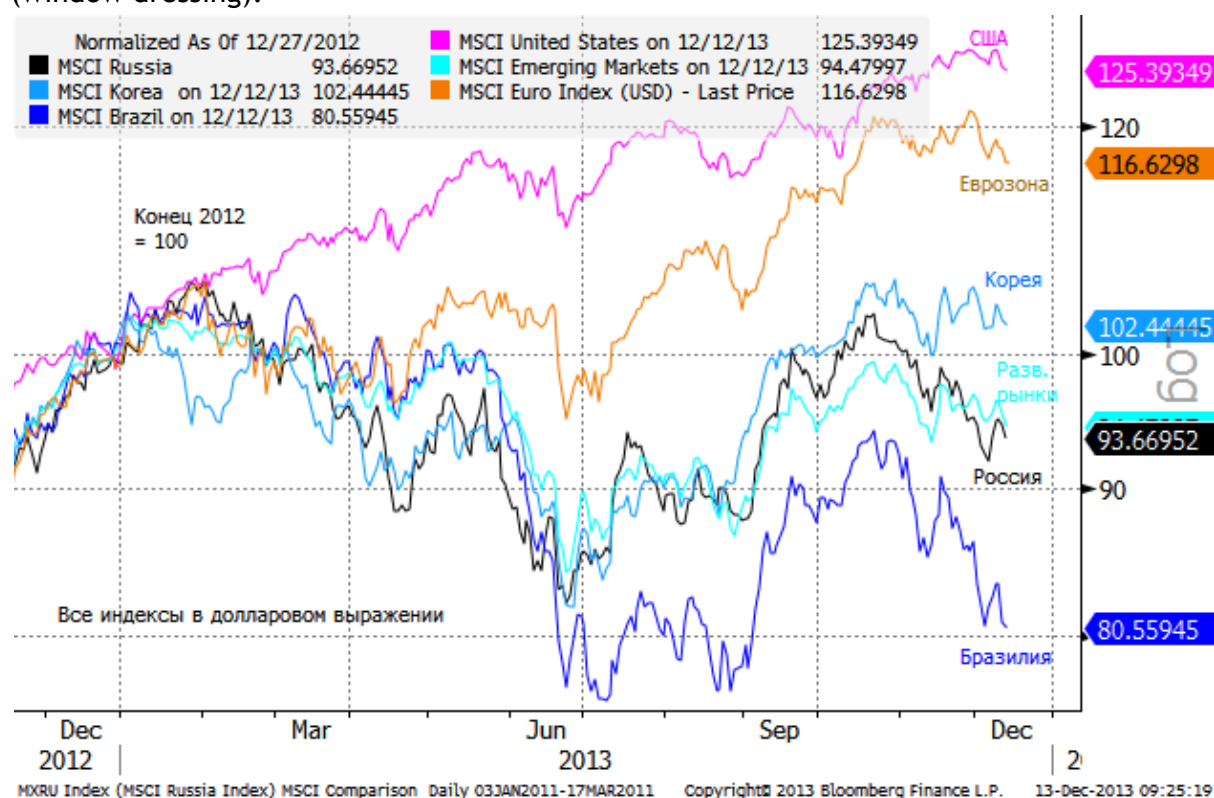
- Во вчерашнем послании президент [В.Путин объявил о намерении изменить налогообложение российских компаний, зарегистрированных в оффшорах](#)

Комментарий:

На фондовых рынках, похоже, идет коррекция. S&P 500 минус 0.4%, показано минимальное закрытие за месяц. STOXX Europe 600 минус 1%, минимум за 2 месяца, с конца ноября этот индекс потерял 4.5%. Индекс ММВБ также снизился на 1% за четверг, отражая общее движение рынков.

В последние дни выходили неплохие новости об экономике Штатов, растут ожидания того, что ФРС решит сократить программу покупки активов (QE) уже на следующей неделе.

Через неделю начнется рождественская неделя и год будет закончен. Так что некоторые движения на рынках сейчас могут объясняться “обрамлением окна” (window dressing).



В снижении рынка РФ лидирует “Газпром”, упавший вчера на 2%, а с локальных максимумов октября обвалившийся на 15%. Эта компания является одной из самых дешевых в мире. Чистая прибыль последних отчетных 12 месяцев (2-е пг. 2012 + 1 пг. 2013) составляет \$40.8 млрд. Капитализация \$96.8 млрд. Мультипликатор $p/e=2.4$, что находится за гранью нашего понимания (уже давно). Такая цена может скорее говорить о том, что инвесторы ожидают национализации компании или того, что никакая часть прибыли им не достанется.

Почему стагнирует экономика РФ?

Доклад Центробанка о денежно-кредитной политике за 3-й квартал содержит следующий фрагмент текста (см. сайт cbr.ru, подчеркивание наше):

“Об оценках темпов роста потенциального выпуска в России

Одним из методов, применяемых Банком России для оценивания темпов роста потенциального выпуска, является многомерный структурный фильтр {пропущено}... потенциальные темпы роста составляют около 2,0 - 2,5%. Сходную методiku оценивания, однако с другим набором структурных предпосылок, применяют, в частности, специалисты МВФ. Оценки МВФ потенциального роста для России содержатся в исследовании причин замедления темпов экономического роста в странах БРИКС в период с 2011 по 2013 г., опубликованном в докладе World Economic Outlook за октябрь 2013 года. Расчеты МВФ соответствуют результатам, полученным Банком России, и указывают на снижение темпов роста потенциального выпуска в России в 2013 году.

Специалисты МВФ приходят к выводу, что наблюдаемое в России замедление роста совокупного выпуска объясняется как циклическими, так и структурными факторами (замедлением темпов роста потенциального выпуска), такими как недостаточно развитая инфраструктура, неблагоприятный инвестиционный климат, низкая степень диверсификации экономики. При этом более важными, по мнению специалистов МВФ, являются циклические факторы, в числе которых можно выделить ухудшение конъюнктуры рынка сырьевых товаров, сворачивание программ монетарного и фискального стимулирования экономики и снижение мирового спроса на экспортируемые Россией товары. Таким образом, прекращение роста цен на нефть является, по логике данного исследования, преимущественно циклическим фактором, в то время как в Банке России оно рассматривается также и как фундаментальный фактор, ограничивающий рост потенциального выпуска.”

Итак, причиной замедления в большей мере МВФ и ЦБ РФ считают прекращение роста цен на нефть. И в их представлениях экономика РФ не может расти быстрее 2-2.5%.

Наше представление несколько иное - мы считаем, что важным фактором замедления роста сейчас является монетарное торможение, высокие ставки. Если прогнозы на снижение инфляции в следующем году сбудутся (вплоть до 4% как ждут некоторые аналитики), Центробанк должен снизить ставки.

Разное:

- [Сегодня «Ведомости» пытались разобраться для чего В. Алекперову и Л. Федуну потребовались деньги.](#) Бизнесмены заложили свои пакеты акций «ЛУКОЙЛа» для привлечения у Goldman Sachs денежных средств на сумму почти \$600 млн. Среди рассматриваемых версий любопытны две из них. Возможно, кредит привлечен с целью покупки новых акций «ЛУКОЙЛа». Но наиболее правдоподобным выглядит версия, связанная с «расчисткой баланса Петрокоммерца». Алекперов и

Федун планируют сделку по продаже банка корпорации «Открытие», в результате чего получают 20% «Открытия». Есть сообщения, что на выкуп проблемных долгов «Петрокоммерца» может потребоваться порядка \$300 млн.

- [В Коммерсанте сегодня есть статья про незаконный отток капитала из РФ](#) со ссылкой на отчет “Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2002-2011” от “Global Financial Integrity” (gfintegrity.org).

Мы ознакомились с этим отчетом. Оценка этих потоков косвенная, основывается на анализе платежного баланса, включая “ошибки и пропуски” в официальной статистике. В основном, это оценки занижения цен экспорта и завышения цен импорта, то, что называется “trade misinvoicing” (неверные цены в счетах). Misinvoicing формирует почти 80% незаконных потоков. Незаконные трансферы финансируют коррупцию, взятки, воровство, откаты и составляют оставшиеся 20%.

Top 20 countries with the highest measured average annual illicit financial outflows between 2002 and 2011 were:

1. China US\$107.56bn average (US\$1.08tr cumulative)	11. Thailand US\$14.09bn avg. (US\$140.88bn cum.)
2. Russia US\$88.10bn avg. (US\$880.96bn cum.)	12. U.A.E. US\$11.46bn avg. (US\$114.64bn cum.)
3. Mexico US\$46.19bn avg. (US\$461.86bn cum.)	13. South Africa ... US\$10.07bn avg. (US\$100.73bn cum.)
4. Malaysia US\$37.04bn avg. (US\$370.38bn cum.)	14. Philippines US\$8.89bn avg. (US\$88.87bn cum.)
5. India US\$34.39bn avg. (US\$343.93bn cum.)	15. Costa Rica US\$8.06bn avg. (US\$80.65bn cum.)
6. Saudi Arabia US\$26.64bn avg. (US\$266.43bn cum.)	16. Belarus US\$7.51bn avg. (US\$75.09bn cum.)
7. Brazil US\$19.27bn avg. (US\$192.69bn cum.)	17. Qatar US\$6.28bn avg. (US\$62.82bn cum.)
8. Indonesia US\$18.18bn avg. (US\$181.83bn cum.)	18. Poland US\$4.94bn avg. (US\$49.39bn cum.)
9. Iraq US\$15.76bn avg. (US\$78.79bn cum.)	19. Serbia US\$4.94bn avg. (US\$49.37bn cum.)
10. Nigeria US\$14.23bn avg. (US\$142.27bn cum.)	20. Chile US\$4.52bn avg. (US\$45.20bn cum.)

Итак, за 2002-2011 годы отток составил почти \$0.9 трлн., чуть больше - только из Китая. Но если считать в процентах от экономики, то Россия имеет один из самых больших потоков незаконного капитала (см. цветовую карту). Если верить этим расчетам, в 2011 году в РФ незаконный отток составил \$191 млрд., что близко к 10% от ВВП.

Chart 4. Heat Map of Average Illicit Financial Flows to GDP Ratio for Developing Countries, 2002-2011
(in percent)

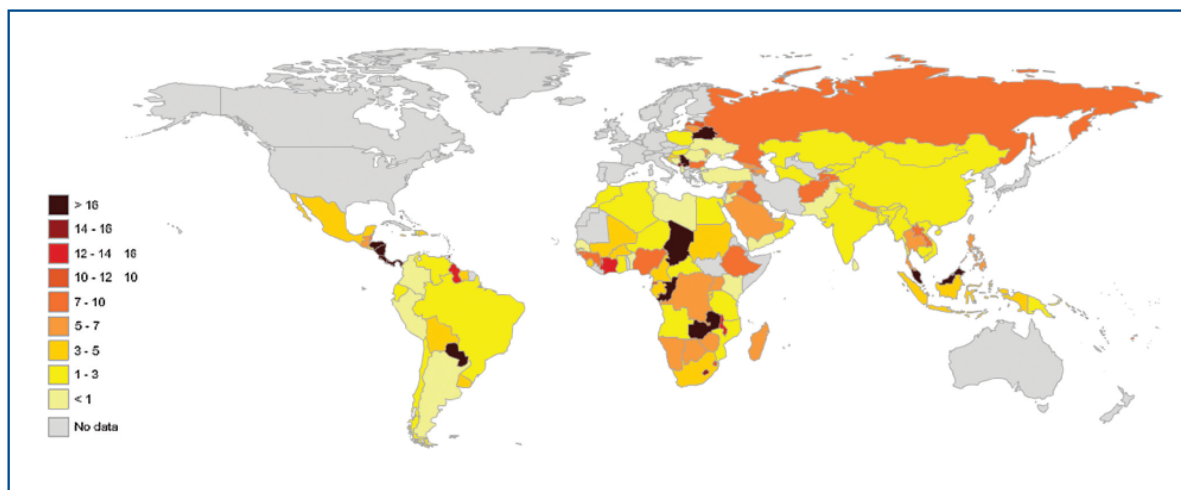
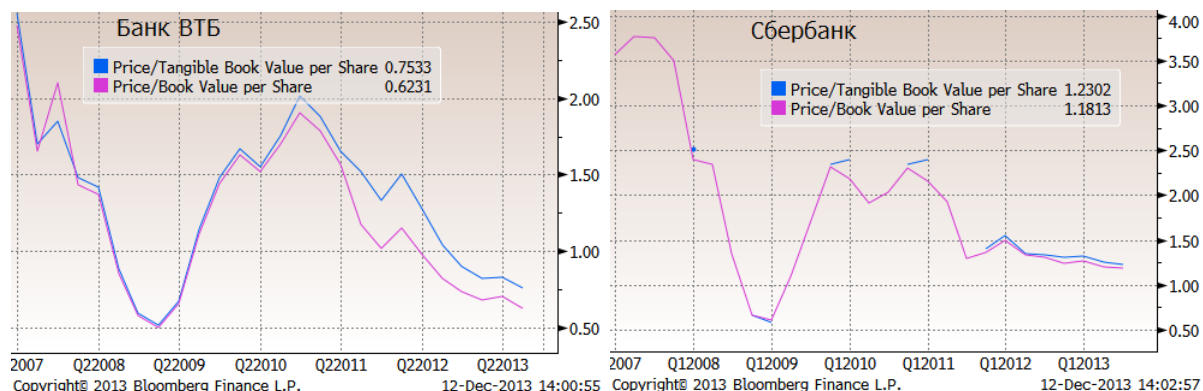
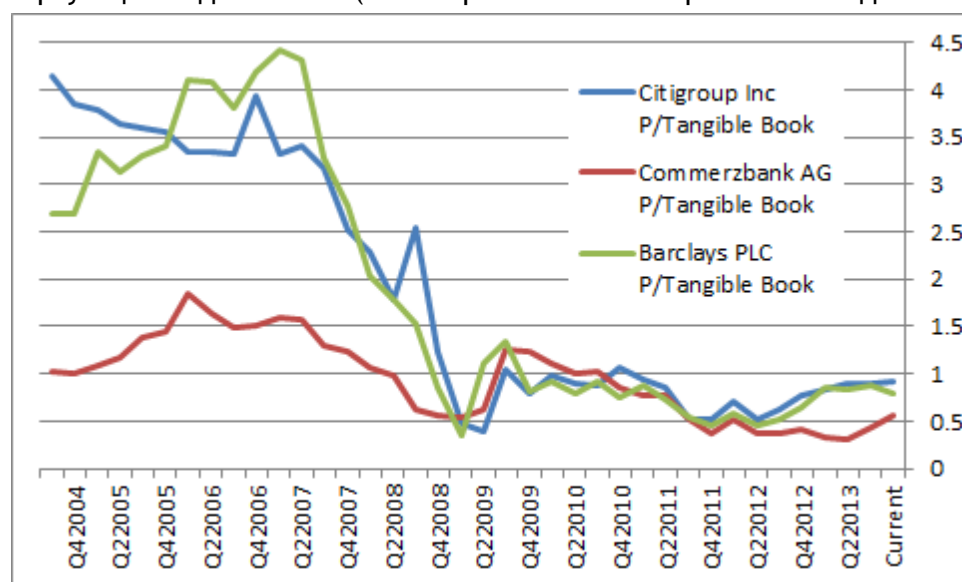


Chart design by E.J. Fagan.

- Несколько графиков на тему стоимости банков.



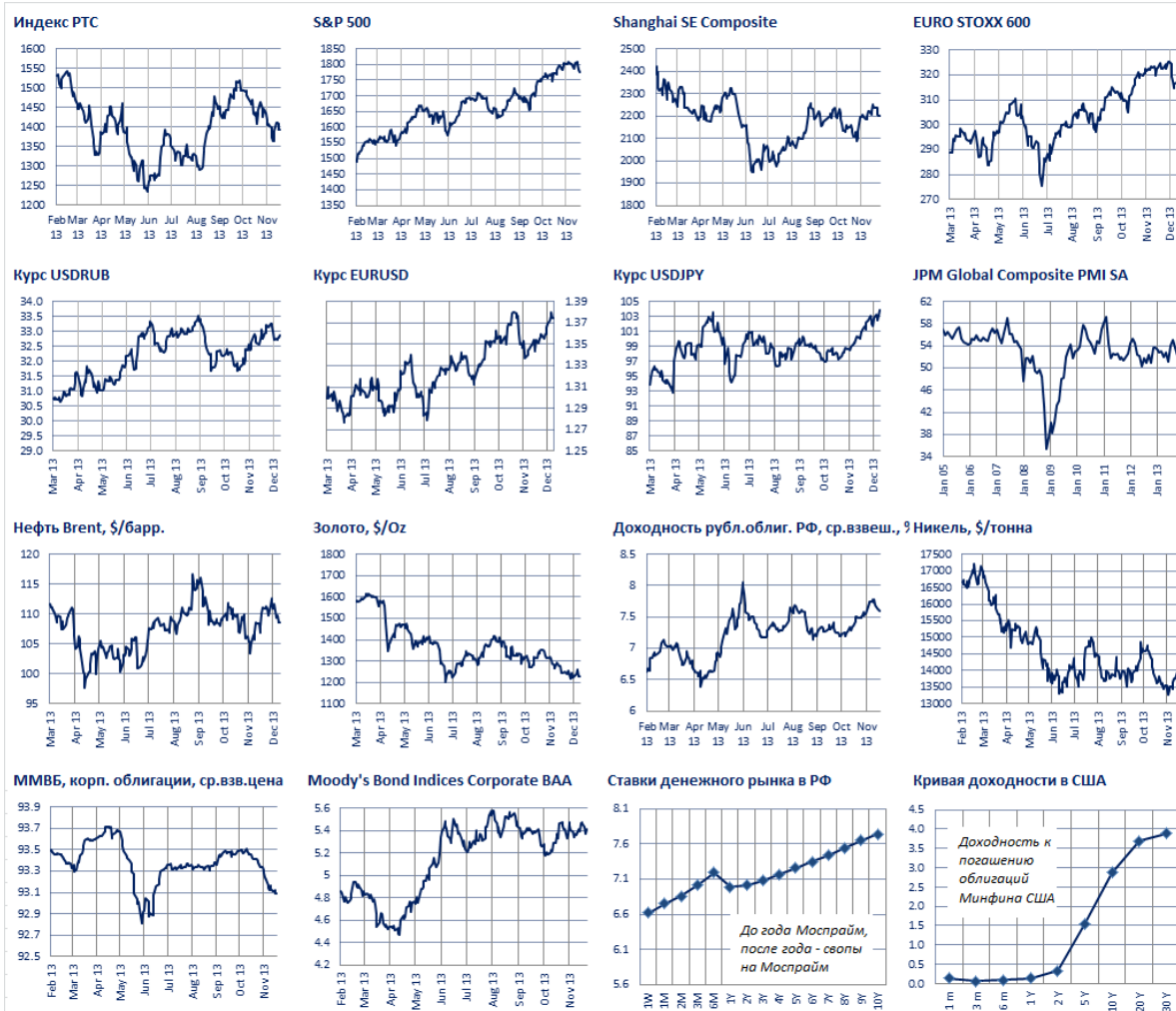
“Сбербанк” имеет $p/tangible_bv$ чуть больше 1, “ВТБ” по $p/tangible_bv$ стоит 0.75. Это можно сопоставить со стоимостью некоторых банков в мире, также торгующихся дешевле 1 (несмотря на неплохой рост в последние 2 года).



Вот [график ROE инвестбанков в США](#). Отрасль инвестиционных банков стала малоприбыльной из-за падения доходов (снизивших числитель ROE) и роста требований по капиталу (увеличивших знаменатель).



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.