

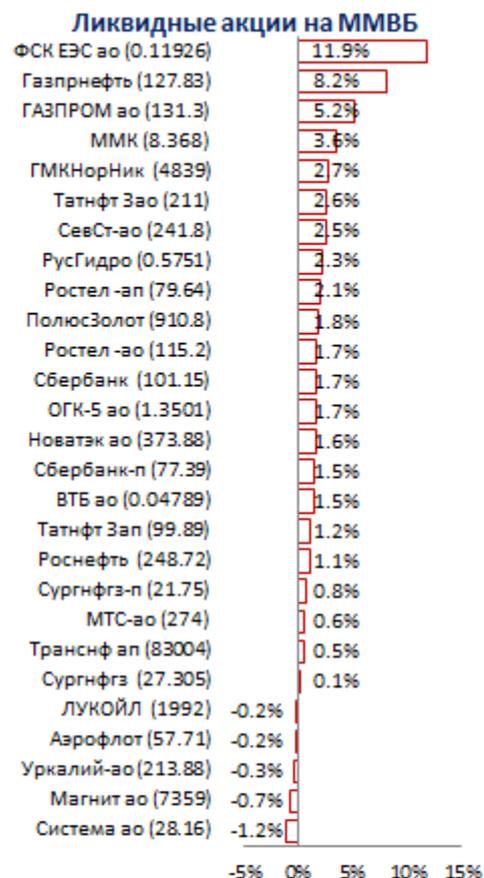
## Обзор рынков.

Четверг, 18 июля 2013

- Растут самые печальные “андеперформеры” российского рынка - “Российские сети”, ФСК, “Газпром”. Причин для этого особо не видно, кроме дешевизны по мультипликаторам.
- Бен Бернаке [своим выступлением](#) подстегнул оптимизм на рынках. Сказал, что может не только “сворачивать” но и разворачивать, т.е. увеличивать объемы покупок QE, если поступающие данные по экономике окажутся неблагоприятными
- Рубль продолжает расти - 32.32 руб./\$ сейчас.
- Растет и нефть, Юралз на \$109.3/баррель, максимум с февраля.
- Дисконт WTI на NYMEX к Brentу на ICE сократился до \$2 - рекорд за три года

### Комментарий:

Российские акции продолжили расти, достигли максимумов с мая. Индекс ММВБ +1.5%. Рубль продолжает укрепляться также, 32.35руб./\$, мы продолжаем ждать его ниже отметки 32 руб./\$. Индекс S&P 500 +0.3%, STOXX Europe 600 +0.6%. Формально это связывается с [выступлением Б.Бернанке](#) перед Комитетом по финансовым услугам Палаты Представителей. В частности он заявил (наш перевод): “Я подчеркиваю что, поскольку наши покупки активов зависят от развития финансовых рынков и экономики, они никоим образом не являются предопределенными”. Далее заявил, что если данные будут “более сильными”, ФРС будет действовать быстрее. С другой стороны, покупки активов (QE) могут сохраниться дольше или, даже, увеличиться, если поступающие данные будут неблагоприятными. Вообще говоря, такие принципы работы ФРС были известны и ранее. Цель инфляция и занятость записаны в мандате выданном Конгрессом. Возможно, у некоторых участников были мысли, что ФРС собирается выйти из режима QE осенью и, возможно, их покупки-продажи вызывают колебания рынков. Тогда для них предназначалось это послание.



Рост акций “Газпрома” (+22% с конца июля) на некоторых лентах связывают с “улучшением новостного фона” вокруг монополии. Также говорят, что они были “перепроданы” и накопили “технический потенциал для отскока”. “Газпром” по-прежнему остается фундаментально недооцененной акцией с неприлично низким мультипликатором P/E=2.55. ФСК и “Российские сети” можно назвать дешевыми относительно активов, которыми располагают компании. Правда, прибыльность этих активов невелика.

Названные компании относятся к “стоимостным”, они имеют невысокую капитализацию относительно своих показателей. Дешевизна в этих акциях отчасти бывает оправдана тусклостью перспектив.

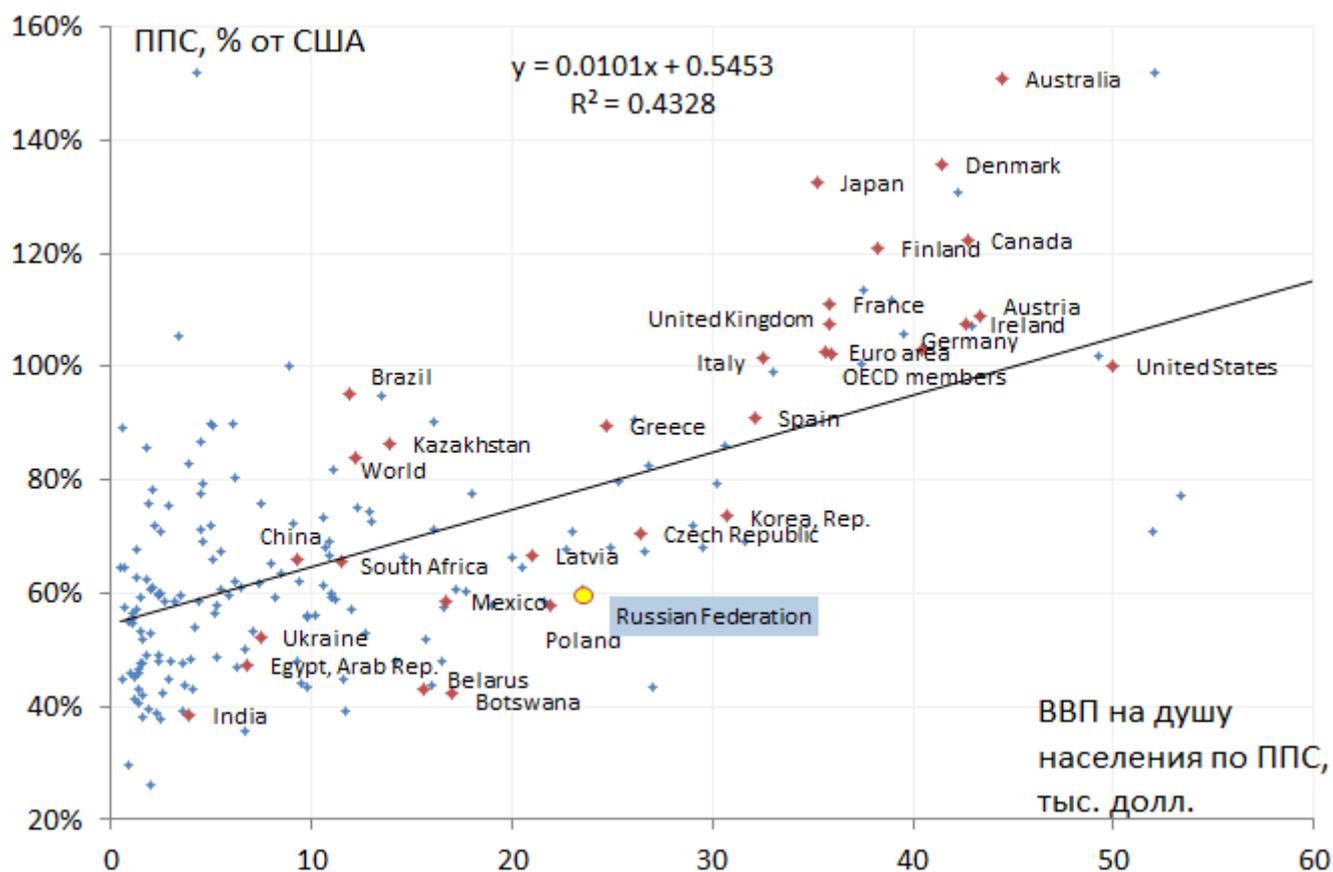
Есть противоположность “стоимости” - акции “роста”, у которых капитализация большая относительно показателей. Но это часто оправдано перспективами развития бизнеса. Пример - Apple образца 2007-2009 годов.

Но есть известный факт - акции “стоимости” в среднем приносят большую прибыль, чем акции “роста”. Иными словами, лучше покупать дешевые, унылые акции, чем бодрые с быстро растущим бизнесом. Почему? Потому, что оба типа акций часто приносят сюрпризы. Акции “роста” имеют тенденцию разочаровывать, преподносить “отрицательный сюрприз”, падать (Apple с осени 2012 г. до текущей даты упали на ~40%). Акции “стоимости” часто показывают “положительные сюрпризы”, взлетая наверх. Можно сказать иначе - у “стоимости” баланс рисков и выгод на стороне роста, а у “роста” перспективы роста меньше, чем падения. Но даже зная такую закономерность многие инвесторы не могут заставить себя покупать унылую “стоимость” и предпочитают удалые и гламурные “ростовые” акции.

## Разное:

На базе данных Всемирного банка мы подготовили обзорную “карту мира”, показывающую уровень жизни (по оси ОХ, чем правее, тем богаче) и стоимость валюты (чем выше, тем дороже валюта).

- С целью сделать график более наглядным, правее США “обрезаны” самые богатые страны - Макао, Норвегия, Сингапур и Гонконг.
- По данным Всемирного банка ВВП на душу населения в России по ППС теперь немногим выше, чем в прибалтийских странах. Чуть больше чем в Чили, Польше и Венгрии.



- Российский ВВП чуть меньше Греции (\$23.5 против \$24.7 тыс./душу по ППС). Не так далеко до Португалии и Чехии.
- Линия регрессии показывает распределение курсов в зависимости от богатства. Если верить ее предсказаниям, то у рубля должен быть курс равный  $[23.5 \text{ тыс./душу} * 0.0101 + 0.5453 =] 78.3\%$ , против 60% по ППС к доллару в 2012 году, подразумеваемых соотношением ВВП по обменным курсам к ВВП по ППС.
- Называемые цифры Всемирного банка относятся к 2012 году, основаны на среднегодовом курсе. В 2012 году это было 31.07 руб./\$. Если бы средние уровни цен в РФ и США совпали, то паритетный курс в 2012 году составлял бы  $[60\% * 31.07 =] 18.64 \text{ руб./\$}$ . Но это лишь гипотетический сценарий, точка для начала рассуждений, а не прогноз.
- Прогноз может дать равновесный курс предсказанный регрессией “картины мира” -  $[31.07 * 78.3\% =] 24.3 \text{ руб./\$}$
- Курс на 17 июля 2013 года составлял 32.44/\$. Он занижен по сравнению с линией регрессии, предполагающей 24.3 руб./\$ на величину  $[1 - 60\%/78.3\% =] 23.4\%$  (мы пренебрегли примерно годовой инфляцией, но учет этого показателя не сильно изменит картину).
- На основании этих расчетов можно отвергнуть тезис о том, что в России

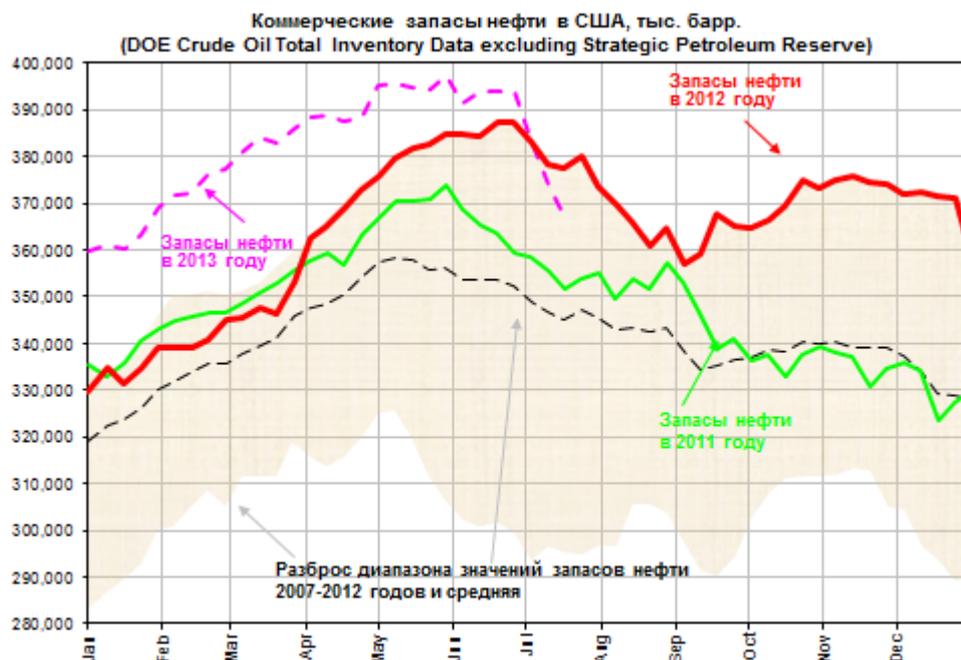
началась “голландская болезнь”, как это заявило подразделение ВШЭ.

- Взгляд на график позволяет понять, что рубль по-прежнему дешев, поскольку находится в нижней части “облака” точек. Рубль способен еще дальше расти в реальном и номинальном выражении. Но почему этого до сих пор не случилось?
  - Дешевизна объясняется оттоком капитала. Россияне при дешевом рубле не могут позволить себе еще больший импорт. Сохраняющийся при этом большой нефтегазовый экспорт позволяет финансировать внешнее потребление и отток капитала.
  - Прекращение оттока, приток капитала приведут к удорожанию рубля. Это одновременно будет означать большее потребление импорта, лучшие условия жизни россиян.
  - Осталось малое - понять причины оттока, выстроить прогноз счета капитала, это позволит спрогнозировать курс.
  - Кое-что по счету капитала мы знаем. Кризисные явления в мире означают ускорение бегства капитала из рискованных стран, включая Россию. Но обострение кризиса пока не ожидается. Улучшение условий ведения бизнеса не на словах, а на деле могут означать приток капитала в страну и укрепление рубля.
- «Газпром» рассчитывает на финансирование от ВЭБа. Монополия задумалась о выпуске инфраструктурных облигаций на сумму порядка 100 млрд. руб. Эти средства «Газпрому» потребуются для финансирования проекта «Южный поток». Компания рассчитывает, что ВЭБ согласится выкупить облигации по аналогии с РЖД и ФСК. Ставка по таким облигациям обычно складывается из уровня инфляции плюс 1% - дешевые длинные деньги. Правда ВЭБ еще не дал согласие на выкуп облигаций «Газпрома», для выкупа 100%-го выпуска необходимо согласие наблюдательного совета.



- Спрэд между нефтью на ICE и NYMEX сократился до \$2 - минимальное значение за 3 года. Если так пойдет, американская нефть WTI вновь может стать “бенчмарком” мировой стоимости.

- Причина сокращения в падении уровня запасов нефти. По данным DOE они упали ниже значения, наблюдавшегося в 2012 году. Это означает, что затоваривание прошло.



## Местное:

- «ВСМПО-Ависма» наращивает производство. Компания планирует поставить в 2013 г. 32 тыс. т. титановой продукции (в 2012 г. было 30 тыс. т., ожидаемый рост 6,6%). Представители компании также сообщили, что поскольку сейчас в России реализуются проекты по возведению 11 энергоблоков АЭС и ещё 26 планируется построить, то в ближайшие 10-15 лет это обеспечит сбыт порядка 12 тыс. т. титановой продукции. Всего же компания прогнозирует, что спрос на российском рынке в 2018 г. составит 100% к уровню 2010 г. или порядка 42 тыс. т., что непосредственно отразится на показателях компании, т.к. «ВСМПО-Ависма» является монополистом в России.

## Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



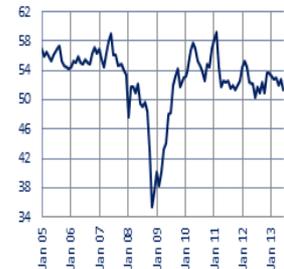
Курс EURUSD



Курс USDJPY



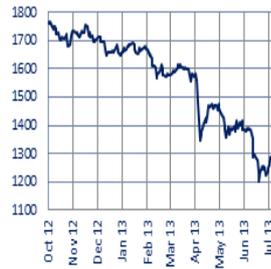
JPM Global Composite PMI SA



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.

## **ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**

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.