

## Обзор рынков.

Понедельник, 21 окт. 2013

- Мировые рынки акций продолжают обновлять рекорды. Везде пишут, что ФРС отложит “сведение на нет” QE из-за бюджетного противостояния до следующего года, а также из-за недостатка данных об экономике после “шатдауна”.
- “Роснефть” предоставила в Службу по финансовым рынкам (СФР) при ЦБ (быв. ФСФР) оферту на акции “РН-Холдинг” (быв. ТНК-ВР). Цены прежние: 67 и 55 на об. и прив. акции.

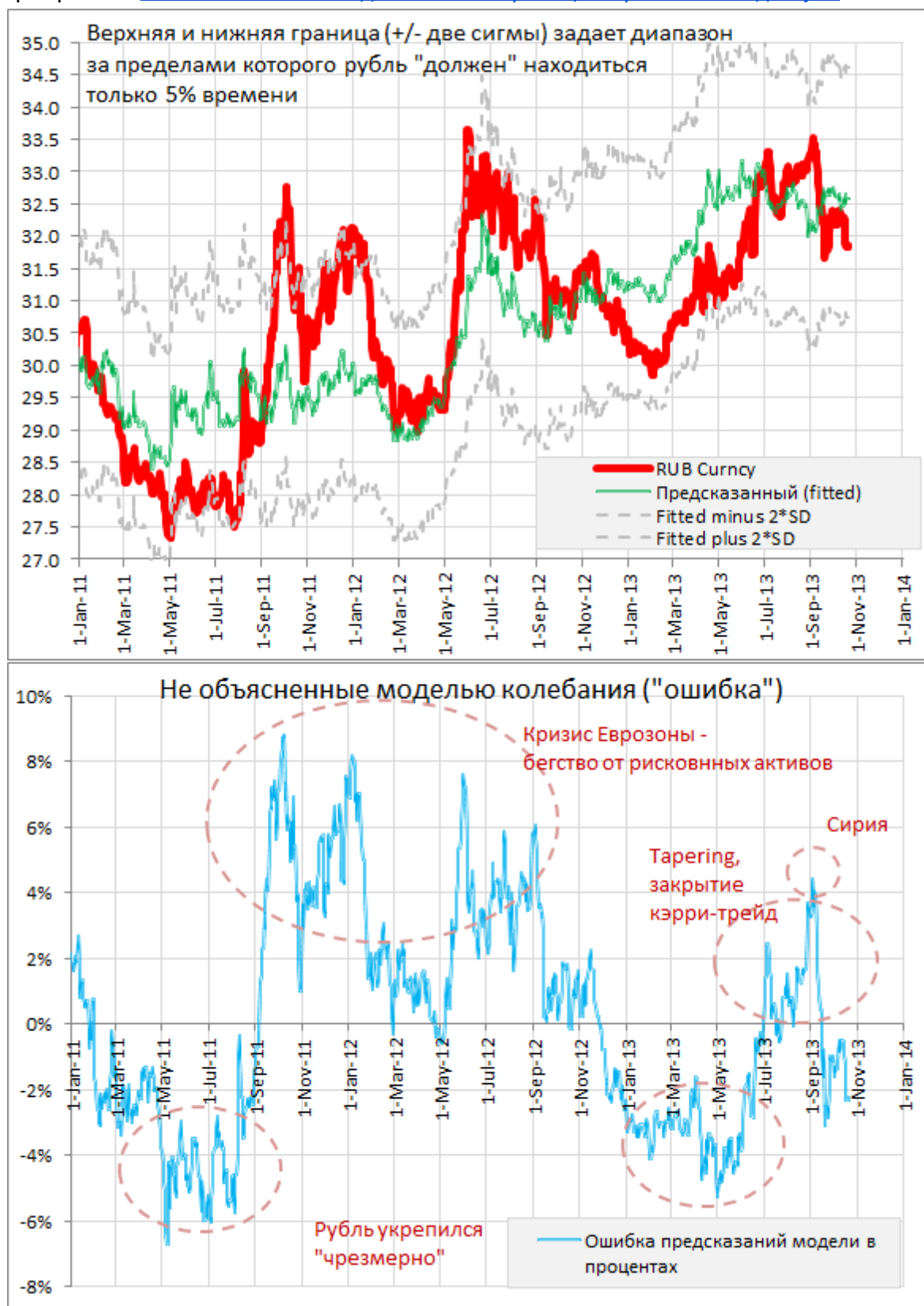
## Комментарий:

Индекс ММВБ в пятницу отыграл провал четверга и закрылся на свежем максимуме с февраля. Сегодня рост обещает продолжиться (если судить по фьючерсам), если акции вырастут еще на 1.7%, будет преодолен максимум 2013 года. С минимумов 16 июня индекс ММВБ вырос на +18.2% или +236 пунктов. В этом индексе лидировали акции “Газпрома”, поднявшиеся на 40.2%, что обеспечило прирост в 75 пунктов, т.е. примерно треть роста. Таблица ниже, показывает изменения отдельных акций с 16 июня, расчет в терминале Блумберг.

LEADING MOVERS				LAGGING MOVERS			
Security	End Price	Pct Chg	Index Pts	Security	End Price	Pct Chg	Index Pts
<b>GAZP RX</b>	<b>156.97</b>	<b>+40.24%</b>	+75.189	RUALR RX	96.25	-28.50%	-1.299
MTSS RX	349.00	+39.64%	+21.934	URKA RX	173.98	-22.99%	-15.128
NLMK RX	56.82	+35.58%	+2.785	PHOR RX	1013.20	-20.18%	-.666
CHMF RX	293.30	+35.29%	+3.167	AKRN RX	1046.80	-19.84%	-.320
BANEP RX	1384.80	+34.54%	+3.093	MRKH RX	.854	-18.04%	-.688
NVTK RX	407.00	+33.39%	+18.273	POLY RX	309.18	-11.66%	-1.784
AFKS RX	35.61	+30.89%	+6.773	MSNG RX	.974	-10.29%	-.136
NMTP RX	3.5476	+30.47%	+1.067	VTBR RX	.04328	-8.60%	-4.890
MOEX RX	68.10	+30.46%	+2.140	PHST RX	1897.40	-8.57%	-1.022
TATN RX	222.95	+29.80%	+8.741	IRAO RX	.010477	-8.02%	-.277



S&P 500 в пятницу поднялся +0.65%, привычно установил новый исторический рекорд. STOXX Europe 600 +0.8%, обновлен посткризисный рекорд. Рубль продолжает укрепляться, 31.87 руб./\$ сейчас. И это несмотря на то, что Центробанк [снизил объемы ежедневных интервенций практически до нуля](#).



В терминах нашей регрессионной модели рубль вновь стал “дорогим”. Мы считаем, что это примерно нормальное состояние рубля, учитывая кризисную историю, на которой откалибрована зависимость курса от нефти. Как бы то ни было, модель показывает свою работоспособность и отклонения от курса довольно небольшие.

### Почему обвал рубля невозможен?

Мы регулярно слышим предсказания обвала обменного курса рубля. Например, С.Алексашенко [регулярно предсказывает](#) обвал курса из-за падения размера счета текущих операций (в его логике счет текущих операций менее 1% от ВВП почему-то предсказывает обвал). Мы не согласны с такими прогнозами.

В теории валютных курсов развивающихся стран есть понятие “внезапная остановка” (“[sudden stop](#)”). История, стоящая за этой концепцией, выглядит следующим образом.

Развивающиеся страны могут показывать неплохие темпы роста, связанного с низкими затратами на труд (когда страна переходит из аграрной в индустриальную фазу), возможностями дозагрузки, заимствования технологий, низким уровнем конкуренции. Капитал, инвестированный в развивающиеся страны потенциально может приносить неплохую отдачу на капитал.

При этом развивающиеся страны имеют недоразвитые финансовые рынки, недостаток внутренних сбережений.

Капитал из высококонкурентных развитых притекает на развивающиеся рынки в поиске отдачи. Развивающаяся страна, испытывающая приток капитала получает возможность “жить не по средствам”, т.е. импортировать больше, чем экспортировать. Это вызывает бум потребления, рост экономики, но также означает удорожание реального обменного курса. Резкая остановка потока капитала, или разворот его обратно (бегство) называется ситуацией “sudden stop”, после чего жизненный уровень в стране резко падает, реальный и номинальный обменный курс валюты обваливается, а внутренний рынок начинает испытывать недостаток сбережений.

Ситуация усугубляется, если развивающаяся страна до этого проводила политику привязки обменного курса (например, к доллару). Когда инвесторы осознают, что курс валюты может обвалиться, они устраивают бегство капитала (run on currency) из этой страны. Центробанк такой страны может поднять процентные ставки, чтобы сделать вложения во внутренний рынок привлекательными. Но это означает удар по капиталоемким отраслям (строительство, промышленность), это означает потенциальный крах банковской системы из-за падения ликвидности и роста плохих долгов. Именно это происходило с Россией в 1998 году. И отчасти повторилось в 2008 г. Таких примеров масса.

Центробанк страны, испытывающей бегство капитала при фиксированном курсе, в конце концов бывает вынужден бросить такую политику. Спасение курса в такой ситуации возможно только за счет дестимулирования спроса, резкого взлета безработицы, закрытия предприятий и дефляции страны. Политически это неприемлемо, чревато смещением правительства в демократических странах, но также опасно в авторитарных режимах. Так что выход обычно один -

девальвация. Вспомните “кредитную зиму” 2008-09 гг. и будет понятно о чем идет речь. Тогда экономика РФ упала на 11%, и это был один из худших результатов в мире (еще хуже было в прибалтийских странах, и Украине, которые также проводят политику привязки курса).

Россия после 2009 года перешла в режим плавающего обменного курса, что резко меняет ситуацию. Сейчас невозможна ситуация повышения процентных ставок для спасения курса рубля. Центробанк проводит небольшие интервенции и переставляет размеры “корзины”. Это в лучшем случае позволяет сглаживать резкие движения (хотя мы сомневаемся в их действенности вообще). В 2015 году Центробанк РФ собирается перейти к плавающему курсу окончательно, но даже текущий режим близок к нему.

Это означает, что бегство капитала, если начнется, сразу же вызовет провал курса рубля, и у спекулянтов появятся сомнения, следует ли продолжать участвовать в этом бегстве. За последние годы мы пережили несколько подобных провалов, оборачивавшихся потом укреплением обратно. Игра перестала быть в одни ворота, спекуляции на курсе стали обоюдоострыми.

Наш прогноз на конец 2013 года - 32+ руб./\$, на конец 2014 г. - 33+ руб./\$ (из-за инфляции). Возможны провалы на 1-1.5 рубля, но это нельзя назвать “девальвацией”.

“Внезапная остановка” (sudden stop) - это важная “пугалка” в последнее время. Случаи, когда ФРС ужесточала денежную политику, часто меняли направления потока капитала и вызывали проблемы у развивающихся стран. В этой связи ожидаемый “tapering” считается некоторыми наблюдателями угрозой для валютных курсов и экономик целого ряда стран, включая Россию. Мы, однако, видим важный нюанс. “Остановки” капитала опасны при фиксированном курсе, тогда как все больше стран перешли в режим свободного плавания (от Мексики и Бразилии до России).

Население страны, которая пережила много обвалов своей валюты, склонны избавляться от нее при первом шорохе. Начало бегства из национальной валюты иногда называется экономистами “sudden start”.

Россияне любят стартовать, но ситуация изменилась, что не осознается многими. С 2009 года подобные “старты” неминуемо оказываются “фальстартом”. Если рубль продолжит свободно плавать, желающих начать избавляться от него будет становиться все меньше, а размеры провалов будут все скромнее. Плавающий курс означает, что заработать на колебаниях становится все труднее и труднее. А также, что население и непрофессиональные спекулянты будут регулярно проигрывать на таких колебаниях, делая ставки в конце тренда.

Через некоторое количество лет, желание избавляться от рубля будет становиться все меньше. Плавающий курс означает, также что экономические кризисы в России будут “мелкими”. Теперь у Центробанка развязаны руки и он может проводить антициклическую монетарную политику.

## Разное:

---

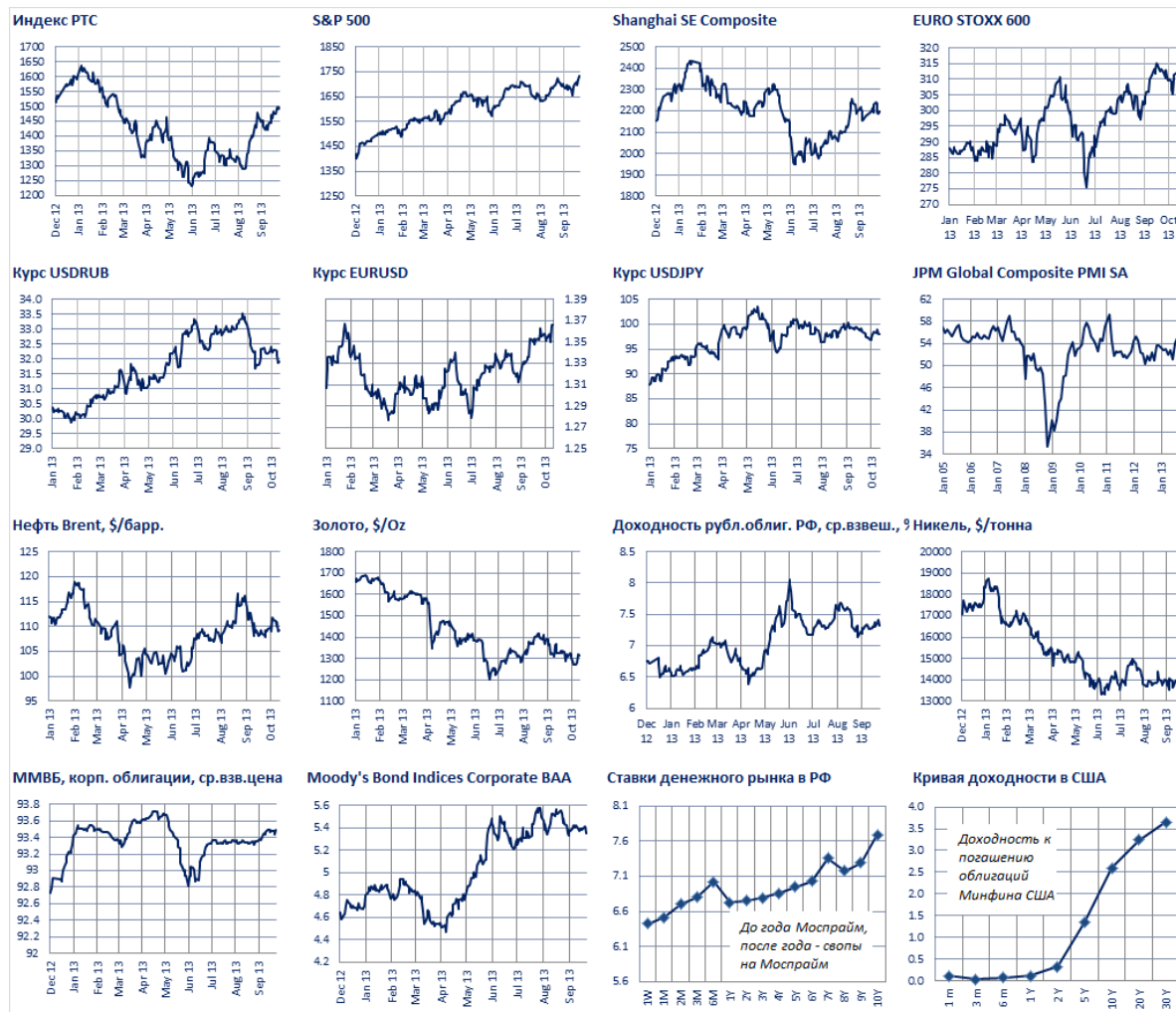
- **«Возрождение» пережило набег вкладчиков.** Последние испугались sms сообщений и звонков, в которых сообщалось, что у банка вскоре будет отозвана лицензия. Основной наплыв пришёлся на подмосковные города - Щёлково, Пушкино, Сергиевом Посаде, Мытищах. Но банк поддержала министр финансов Московской области Т.Крикунова, заявив, что банк надёжен. В выходные ситуация нормализовалась. Размер средств, который был снят со счетов пока неизвестен. Похоже, что нападение на банк было организовано на фоне недавних новостей об отзыве лицензий у банка «Пушкино». Банк является лакомым куском на московском рынке, ранее им интересовались В.Коган, люди С.Керимова, ВТБ и Альфа-банк, и нынешняя атака должна подтолкнуть акционеров «Возрождения» к продаже. **Сегодня «Роснефть» изобилует корпоративными новостями.**
- **«Роснефть» направила в службу банка России по финансовым рынкам оферту по выкупу акций у миноритарных акционеров «РН-Холдинга».** Оферта выставлена на 15,3% уставного капитала «РН-Холдинга», то есть будут выкуплены не только акции миноритариев (владеют 5,33% уставного капитала), но и часть, принадлежащая «Роснефти» (94,67% уставного капитала). Исходя из ранее озвученных параметров оферты 67 руб. за обыкновенную акцию и 55 руб. за привилегированную, компания потратит на выкуп порядка 155 млрд. руб. Если миноритарии частично согласятся на выкуп, и «Роснефть» будет владеть более 95% голосующих бумаг, то, вероятно, будет выставлен squeeze-out оферты. В результате «Роснефть» консолидирует 100% пакет «РН-Холдинга».
- **«Роснефть» планирует выпустить 14 серий биржевых бондов на общую сумму 300 млрд. руб.** Речь идет о выпуске 4-х серий облигаций Б01-Б04 по 15 млрд. руб., 6 серий Б05-Б10 по 20 млрд. руб. и 4-х серий бондов Б11-Б14 по 30 млрд. руб. Номинал каждой облигации будет составлять 1 тыс. руб. Полученные средства, вероятно, пойдут на погашение кредитов, взятых на финансирование сделки по покупке «ТНК-ВР», и обратный выкуп акций у миноритариев. Текущие выпуски облигаций торгуются в среднем под 7-8% годовых. Компания имеет инвестиционный рейтинг BBB от S&P и Fitch и Baa1 от Moody's.
- **«Роснефть» совместно с китайской CNPC планируют начать совместную добычу не только нефти, но и газа на месторождениях в Восточной Сибири.** Обе стороны подписали меморандум по расширению сотрудничества, для чего решено создать СП, в котором «Роснефти» будет принадлежать 51%, CNPC - 49%, соответственно. Ресурсной базой СП станет Среднеботуобинское месторождение, запасы которого оцениваются в 134 млн. т. нефти и 155 млрд. куб. м. газа. Нефть, добываемая в рамках проекта, будет, в том числе, экспортироваться в Китай. Кроме того, стороны делают ставку на добычу и экспорт газа, но сложности представляет монополия «Газпрома». Не исключено, что «Роснефти» удастся пролоббировать свои интересы и добиться частичной отмены монополии.

## Местное:

---

- Стали известны подробности застройки м-на Бахаревка. ГК «ПИК» планирует возвести там более 1 млн. кв. м. жилья. В.Басаргин заявил, что строительство такого объема недорогого жилья существенно повлияет на динамику цен в городе. Предполагается, что территория будет застроена 6-этажными домами, площадь под индивидуальную жилую застройку для многодетных семей составит 83 тыс. кв. м. Проект будет полностью закончен за 11 лет. Общая стоимость около 40 млрд. руб. План застройки можно посмотреть [здесь](#).

## 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.