

Обзор рынков. Понедельник, 22 июля 2013

Вкратце:

- Российский рынок продолжает расти четвертую неделю подряд, обеспечив практически 10%-ый рост за месяц. Иностранные рынки стабильны.

Комментарий:

S&P500 в пятницу практически остался на месте, рост на 0,16%, Euro Stoxx стоит, -0,07%, NIKKEI упал на 1,5% на опасениях из-за парламентских выборов, в результате которых нынешний премьер С.Абэ, устроивший в Японии “денежное изобилие”, может не получить нужной поддержки в парламенте. Сегодня японский индекс на 9-50 по Перми снижается на 0,3% - собственную партию ещё нужно убедить в необходимости продолжения программы стимулирования.

Пятничные торги на отечественном рынке акций завершились разнонаправленной динамикой, несмотря на благоприятный внешний фон. По итогам торговой сессии индекс ММВБ вырос на 0,36%. В лидеры роста бумаги металлургического сектора.

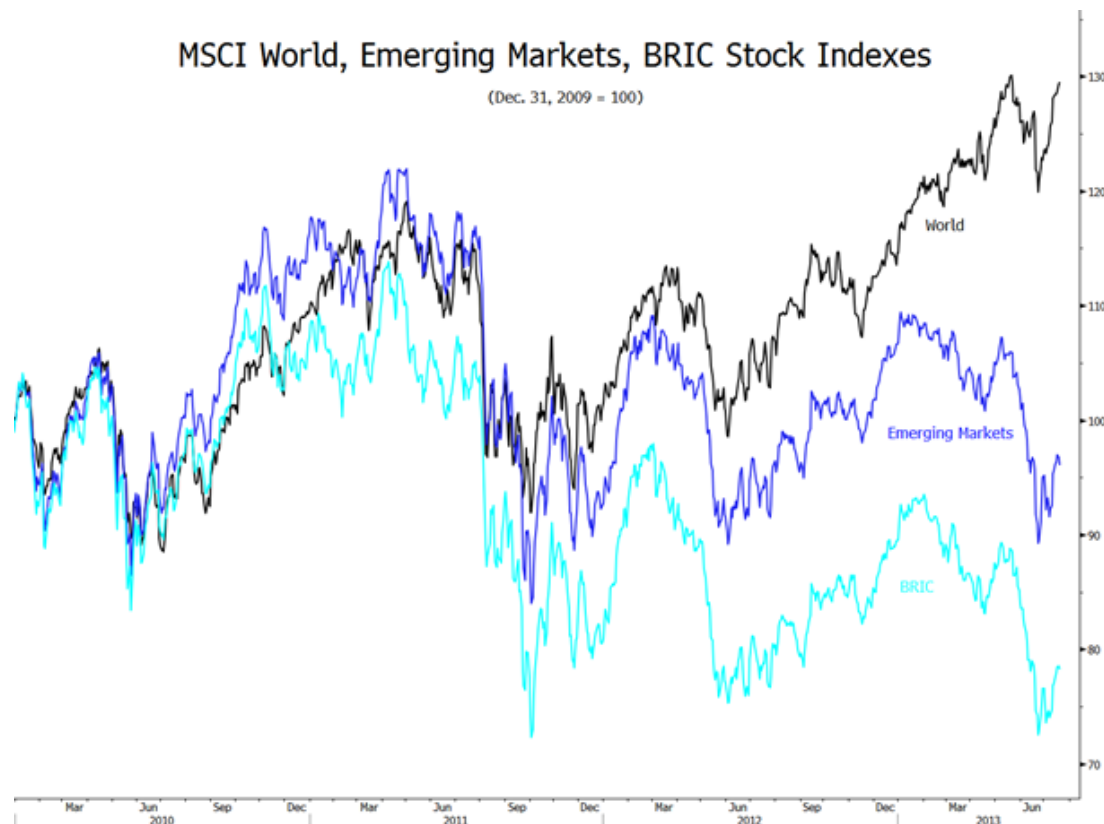
Так, акции «Северстали» прибавили более 4%, а «НЛМК» вырос на 1,8%. Заметно хуже рынка чувствовали себя акции «Россетей» (бывшая «Холдинг МРСК»), которые снизились на 2,7%, до этого буквально за два дня бумага выросла почти на 15%. Курс рубля продолжает укрепляться и достиг отметки 32,38 рублей за доллар США на фоне дорожающей нефти. При текущих ценах на нефть мы находим рубль дешевым и ожидаем, что он продолжит укрепляться.

За минувшую неделю в фонды, ориентированные на Россию, привлекли более \$100 млн. Эта была лучшая неделя с середины мая. В целом приток наблюдался по многим фондам, ориентированным на развивающиеся рынки. Интерес к развивающимся рынкам вызван их дешевизной по мультипликатору P/E. В пятницу Блумберг опубликовал график дня, где сравниваются MSCI индексы акций БРИК, развивающихся стран и глобальный индекс MSCI. Акции развивающихся стран и, в частности БРИК, дешевеют с 2010 г. Индекс акций БРИК торгуется сейчас с P/E=8,1,

Ликвидные акции на ММВБ

СевСт-ао (247.9)	4,0%
Магнит ао (7700)	2,9%
Сбербанк (99.99)	1,6%
ММК (8.395)	1,4%
РусГидро (0.5743)	1,1%
ЛУКОЙЛ (2019.6)	0,8%
Уркалий-ао (215.32)	0,7%
Сбербанк-п (75.65)	0,5%
ПолусЗолот (903.4)	0,5%
ОГК-5 ао (1.3554)	0,4%
Татнфт Зао (211.52)	0,4%
Система ао (27.601)	0,4%
ВТБ ао (0.047)	0,3%
Новатэк ао (363.5)	-0,1%
Ростел -ао (115.53)	-0,2%
МТС-ао (269.22)	-0,2%
Газпрнефть (124.3)	-0,2%
Татнфт Зап (98.33)	-0,3%
ГАЗПРОМ ао (129.53)	-0,5%
ГМКНорНик (4680)	-0,6%
Роснефть (243.45)	-0,6%
Транснф ап (81301)	-0,9%
Аэрофлот (57.03)	-0,9%
Ростел -ап (77.44)	-1,0%
ФСК ЕЭС ао (0.12241)	-1,1%
Сургнфгз (26.225)	-1,6%
Сургнфгз-п (21.03)	-1,7%

развивающихся рынков 9,5, что достаточно дешево. Для MSCI World соотношение капитализации на чистую прибыль составляет 13,1.



В [статье](#) на сайте valuewalk.com авторы тестируют надежность Shiller P/E (с учетом циклических колебаний) как инструмента прогнозирования доходности акций на 35 рынках, в том числе развивающихся. Перечислим основные выводы, которые делают авторы:

- Shiller-PE представляется надежным индикатором для прогнозирования реальной доходности акций не только в США, но за его пределами.
- Инструмент P/E для прогнозирования будущей реальной доходностью фондового рынка применим для более длительных периодов (5-10 лет).
- Согласно результатам тестирования линейной модели, ожидаемая доходность акций развитых рынков будет высокой в течение ближайших пяти-десяти лет. Однако, развивающиеся рынки будут обеспечивать гораздо более низкую доходность акций.
- Текущие цены на развивающихся рынках уже включают в себя значительную премию для многих стран.
- Зависимость между Shiller-PE и будущими реальными доходностями акций зависят от макроэкономического режима. В странах, где планируется повышать процентные ставки, реальные доходности рынка акций ниже.

Разное:

- Публикуем таблицу с прогнозными показателями по версии Минфина из вышедших в четверг [“Основных направлений бюджетной политики”](#) (ОНБП) . Приведенные в ней прогнозы нам показались примерно адекватными. Среднее значение курса рубля с начала года до текущей даты составляет 31.2 руб./\$. Минфин ожидает 31.4 руб./\$, а это подразумевает, что средний курс на оставшиеся полгода будет примерно 31.6 руб./\$. Мы согласны с таким прогнозом, ожидаем продолжения укрепления рубля с текущих 32.46 руб./\$.

Падение номинального курса в дальнейшие годы также выглядит примерно адекватным, кроме 2015 г., где почему-то темп доходит до 5%. Прогноз цен на нефть с круглой цифры в \$100/баррель незамысловат, похож на приблизительную качественную оценку. Но тоже кажется адекватным.

Показатель	2013	2014	2015	2016
Цены на нефть Urals, долл.США/барр..	105	101	100	100
Цены на газ (среднеконтрактные включая страны СНГ), долл./тыс. куб. м	345,3	340,1	326,8	311,1
ВВП, млрд. руб.	67 519	73 921	81 940	91 205
Рост ВВП, %	102,4	103,7	104,1	104,2
Инвестиции, млрд. руб.	13 912	15 688	17 872	20 489
Объем импорта (по кругу товаров, учитываемых ФТС России), млрд. долл. США	334,9	351,4	367,2	385,1
Объем экспорта (по кругу товаров, учитываемых ФТС России), млрд. долл. США	501,4	498,3	504,5	517,4
Прибыль прибыльных организаций, млрд. руб.	12 805	14 000	15 320	17 705
Инфляция (ИПЦ), % к декабрю пред. года	5-6	4-5	4-5	4-5
Курс доллара, рублей за доллар США	31,4	32,1	33,7	34,9
Фонд заработной платы, млрд. руб.	16 559	18 283	20 268	22 491

- Мы согласны также с прогнозом инфляции, полагаем, что в 2013 году удастся выйти на 5-6%, и показывать цифры ниже 5% в следующие годы. Фиксированная рублевая доходность по-прежнему крайне привлекательна, особенно “длинный конец” ОФЗ. Вот еще цитата из ОНБП:

“Согласно решению Президента, в течение 5 лет, начиная с 2014 г., тарифы естественных монополий будут расти темпами, не превышающими уровень инфляции предыдущего года, одновременно компании должны предпринимать меры по сокращению издержек. Это позволит сдерживать уровень инфляции, существенный вклад в которую в последние годы вносил опережающий рост тарифов. Кроме того, такой подход позволит предотвратить потерю

конкурентоспособности российскими производителями в результате существенного роста расходов на оплату услуг естественных монополий. Более низкий уровень инфляции, в свою очередь, должен оказать положительное влияние на инвестиционную активность, необходимую для поддержания стабильного экономического роста”

- На прошлой неделе Росстат опубликовал данные июня о розничных продажах (в реальном выражении +3,5% YoY), располагаемых доходах (+2.2% YoY), [зарплатах](#) (+5% YoY) и инвестициях в основной капитал (минус 3.7% YoY).

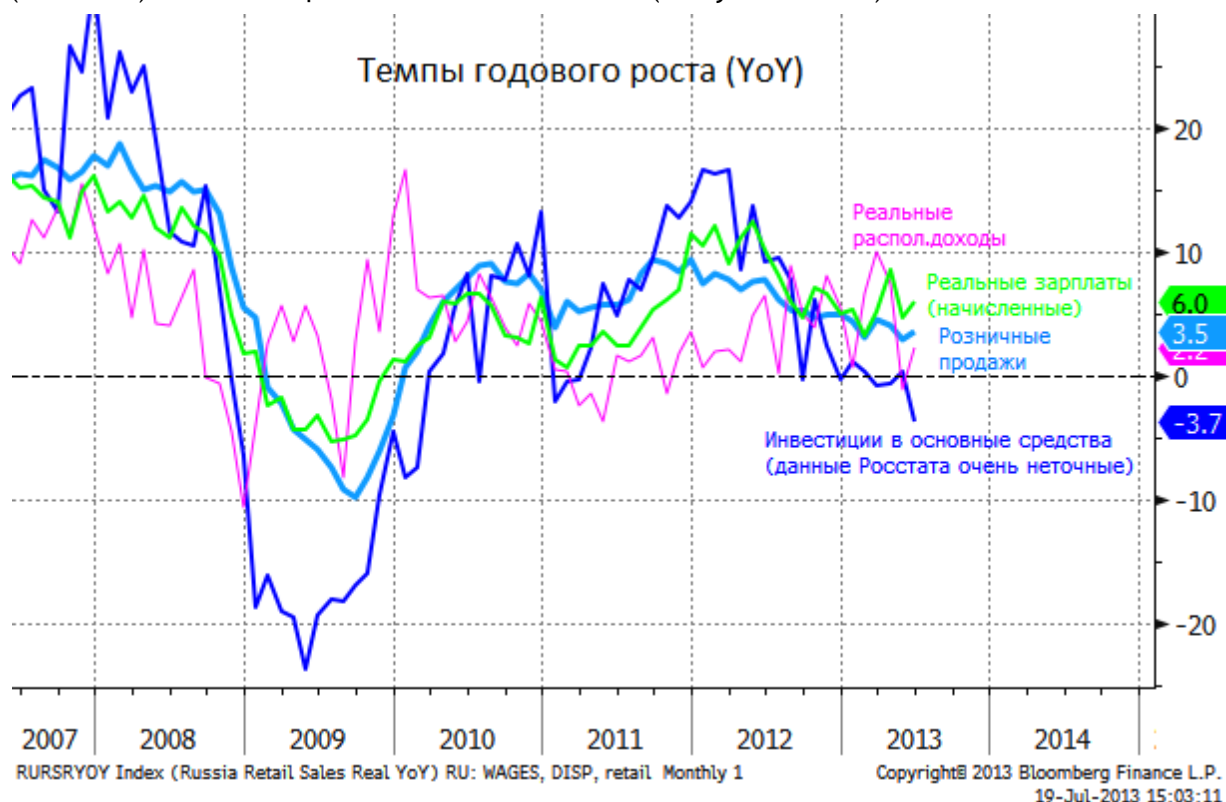


Таблица ниже приводит сводку для последних месяцев. Зарплаты продолжают быстро расти, в номинальном выражении это +13.5% и средняя начисленная зарплата в июне составила 31.2 тыс. рублей, грубо, \$1 тыс. на человека. Номинальные [располагаемые доходы](#) растут чуть медленнее, +4.6% номинально, 25.9 тыс. руб.

	June 2013	May 2013	April 2013	March 2013	Feb. 2013	Jan. 2013
-----Real disposable income-----						
Yearly % change	2.2%	-1.1%	7.5%	10.0%	6.6%	0.6%
Monthly % change	15.9%	-13.3%	6.0%	3.1%	32.1%	-50.8%
-----Nominal wages-----						
Rubles	31,210	29,723	30,026	28,693	26,620	26,840
Yearly % change	13.3%	12.4%	16.4%	12.5%	10.8%	12.9%
Monthly % change	5.0%	-1.0%	4.7%	7.9%	-0.4%	-26.6%
-----Real wages-----						
Yearly % change	6.0%	4.7%	8.5%	5.1%	3.3%	5.4%
Monthly % changes	4.6%	-1.6%	4.2%	7.5%	-1.0%	-27.3%

	-----Income per capita-----					
Rubles	25,892	22,333	25,439	23,462	22,697	17,233

- Большой проблемой остается низкая инвестиционная активность. Минфин пишет в ОНБП следующее: “Инвестиции в основной капитал в 2012 году увеличились на 6,6 процента. В январе-апреле 2013 года инвестиции в основной капитал снизились на 0,2 процента. В последующие месяцы в соответствии с прогнозом социально-экономического развития Российской Федерации ожидается значительное ускорение темпов роста инвестиций в основной капитал, что приведет к приросту инвестиций в основной капитал по итогам 2013 года на 4,6 процента”.

Такой прогноз выглядит удивительно. Снижение инвестиционной активности, как и последующий рост не объяснены. Можно предполагать только, что у Минфина больше сведений о планируемой инвестиционной активности госкомпаний, но, скорее всего, это нереалистичный прогноз.

- Дефицит бюджета остается низким (0.5% от ВВП на ближайшие годы для федерального бюджета), но большим, если не учитывать нефтегазовые потоки (“ненефтегазовый дефицит сократится с 9,6% ВВП в 2013 году до 7,8% ВВП к 2016 году”).

Пишется: “значимым направлением оптимизации ... бюджета является сокращение межбюджетных трансфертов ... Пенсионного фонда... , в том числе за счет уплаты дополнительного тарифа ... лицам, работающим на рабочих местах с опасными и вредными условиями труда, уплаты ... на накопительную часть трудовой пенсии в размере 2% или 6%”

Вот так выглядит прогноз на ближайшие годы и долгосрочно, где Минфин впервые дает прикидки до 2030 года:

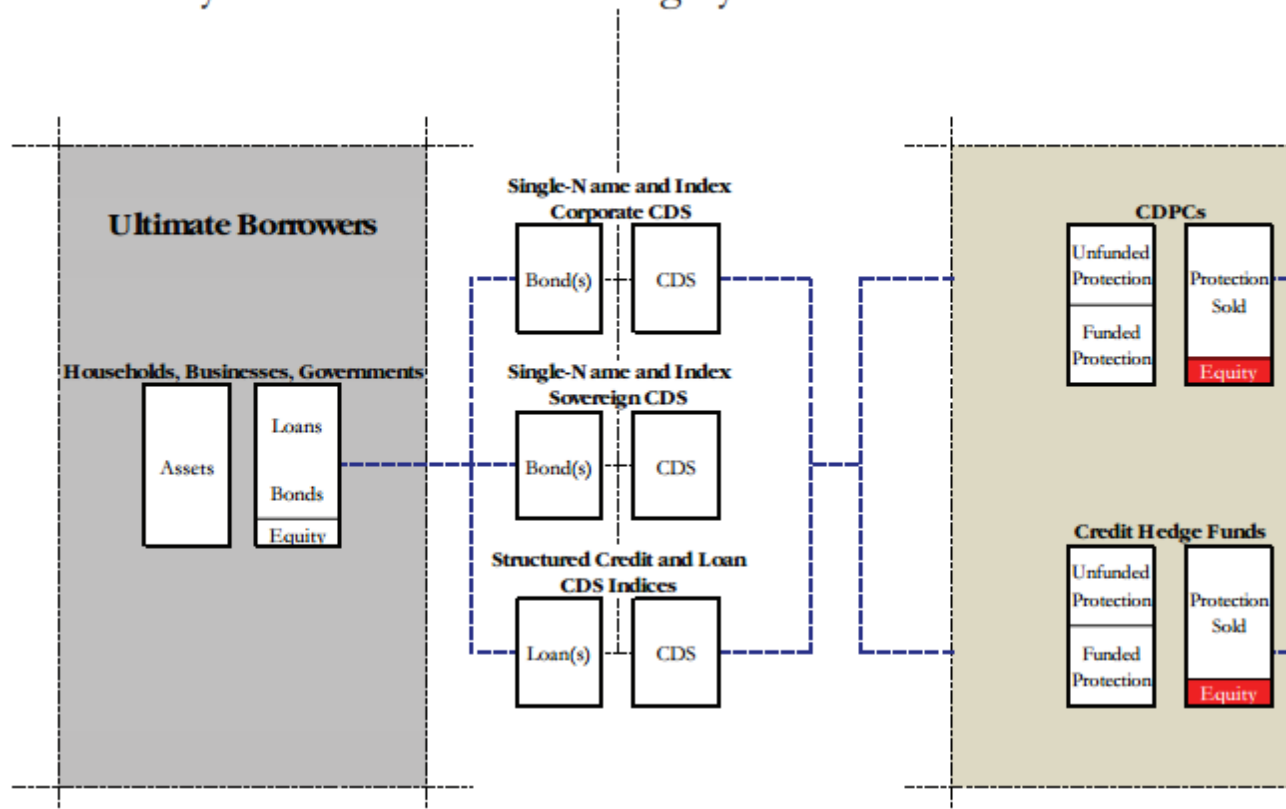
Прогноз основных параметров бюджетов бюджетной системы Российской Федерации*

Показатели	% ВВП					
	2013	2014	2016	2020	2025	2030
Бюджетная система Российской Федерации						
Доходы (без учета межбюджетных трансфертов)	36,9	35,1	34,4	34,6	33,6	32,7
Расходы (без учета межбюджетных трансфертов)	37,6	35,8	34,9	34,7	33,6	33,0
Дефицит (профицит)	-0,7	-0,7	-0,5	0,1	0,0	-0,3
Федеральный бюджет						
Доходы	19,3	18,2	17,4	16,6	15,4	14,2
<i>в том числе</i>						
Нефтегазовые	9,0	8,0	7,2	6,9	5,9	4,7
Ненефтегазовые	10,3	10,2	10,2	9,7	9,5	9,5
Расходы	19,8	18,7	18,0	17,0	15,7	14,5
Дефицит (профицит)	-0,5	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3
Ненефтегазовый дефицит	-9,6	-8,5	-7,8	-7,8	-7,0	-6,0
Резервный фонд и ФНБ	9,0	8,8	8,4	9,8	10,2	9,9
Государственный долг РФ	11,9	12,8	12,8	13,2	13,9	14,7
Консолидированные бюджеты субъектов Российской Федерации						
Доходы	12,7	12,6	12,4	12,5	12,6	12,9
Расходы	13,0	12,8	12,5	12,5	12,5	13,0
Дефицит/профицит	-0,3	-0,1	-0,02	0,0	0,1	-0,1
Бюджеты государственных внебюджетных фондов						
Доходы	11,7	10,4	10,1	10,5	9,9	9,6
Расходы	11,3	10,5	10,0	10,3	9,6	9,3
Дефицит/профицит	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3

- Приоритеты в расходовании в ближайшие годы - силовики, военнослужащие, прокурорские служащие, госслужащие, ЧМ по футболу 2018 и прочее.
- В 2014-2016 годах планируется инвестировать часть средств Фонда национального благосостояния (на возвратной основе) в российские ценные бумаги, связанные с реализацией самоокупаемых инфраструктурных проектов. До 450 млрд. рублей средств Фонда национального благосостояния будут направлены на реализацию проектов создания высокоскоростной железнодорожной магистрали Москва - Казань и центральной кольцевой автомобильной дороги, модернизации Транссибирской магистрали.
- Общий объем Фонда национального благосостояния на конец 2013 года составит 2 848 млрд. рублей, из которых 674,1 млрд. рублей размещено в финансовых активах. С учетом инвестирования 450 млрд. рублей в самоокупаемые инфраструктурные проекты к 2016 году 28,7% средств Фонда будет размещено в финансовые активы на территории страны.
- Подразделение ФРС подготовило карту "теневой банковской системы", см. http://www.newyorkfed.org/research/economists/adrian/1306adri_map.pdf. Мы

предлагаем самостоятельно открыть эту ссылку и ощутить сложность американской финансовой системы. Это та вещь из-за которой случился мировой крах финансов в 2007-2008 годах. На графике ниже приведен маленький кусочек карты, около 5%.

— The "Synthetic" Shadow Banking System —



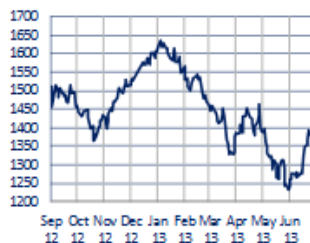
- **Конфликт между «Роснефтью» и «Транснефтью» продолжается.** Все началось с планов «Роснефти» по увеличению поставок нефти в Китай по нефтепроводу ВСТО, принадлежащему «Транснефти». Причина конфликта кроется в том, кто будет финансировать расширения трубопровода. «Роснефть» готова платить повышенный тариф, но затраты на стройку по договоренности должна нести «Транснефть». «Ведомости» уточняют, что «Транснефть» уже начала прокачку дополнительных объемов нефти при том, что «Роснефть» до сих пор не подписала контракты. «Транснефть» грозит приостановкой поставок нефти в Китай. Поставки вряд ли будут приостановлены, видимо, переговоры продолжаются, и стороны пытаются добиться наиболее выгодных для себя условий.
- **Банки смогут секьюритизировать любые активы.** Законопроект, подготовленный Минфином, будет внесён в осеннюю сессию, первое чтение он проходил ещё в 2009 г., но был отправлен на доработку. Сейчас банки могут выпускать облигации, обеспеченные ипотечными займами. Для этого закон предполагает возможность создания ипотечного агента на подобие SPV (Special purpose vehicle), используемого для аналогичных целей за границей. Ныне же предлагается выпускать облигации под любые однородные активы: авто- или потребкредиты, портфели кредитных карт или кредитов малому и среднему бизнесу. Банкам это позволит получать



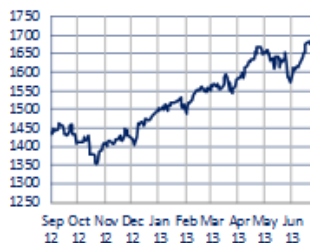
необходимую ликвидность в короткие сроки (до момента погашения непосредственным заёмщиком), инвесторы же смогут инвестировать в отдельные секторы кредитования. При этом появляется проблема оценки справедливой доходности и риска, возникающего из многих источников, требующей сложного математического аппарата. Упрощённая оценка может не подойти - банк «Пойдём!» пробовал выпустить облигации с обеспечением потребкредитами, но сделка сорвалась из-за низкого спроса и не устроившей ставки - инвесторам тоже надо понять как оценивать подобные инструменты.

Конъюнктура:

Индекс PTC



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



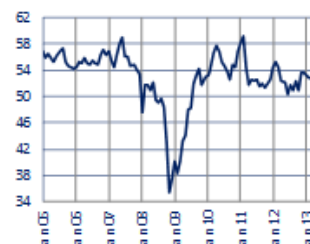
Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш, 9 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.