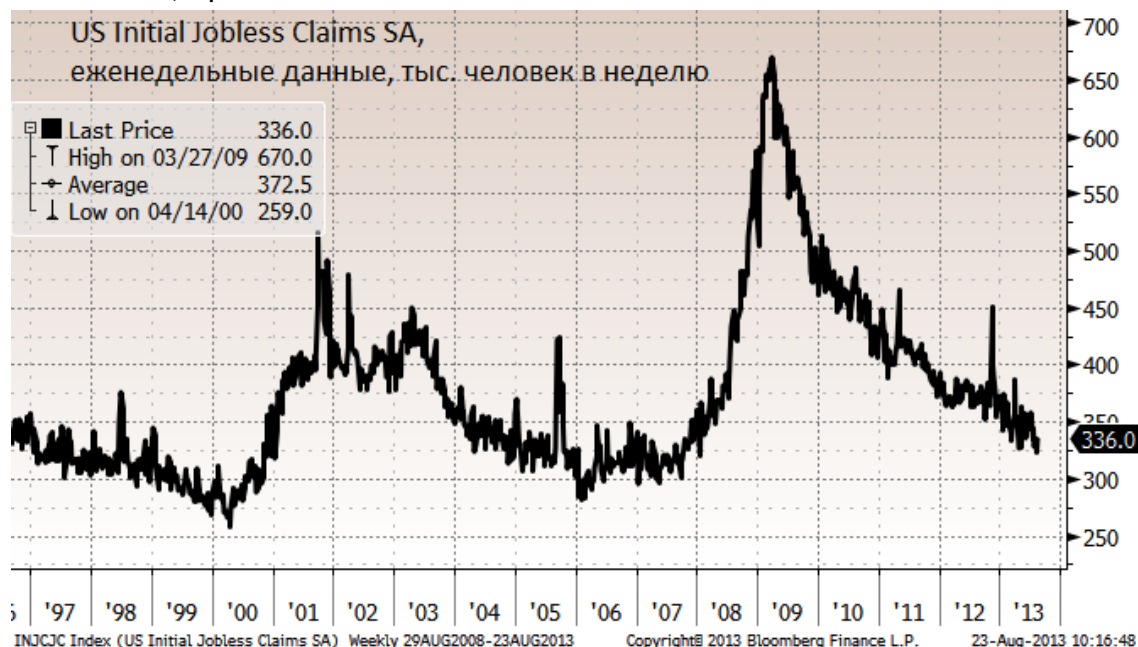


Обзор рынков. Пятница, 23 августа 2013

- В последние дни приходят неплохие новости об экономике. [Индексы уверенности за август](#) (“flash” индикаторы) по Китаю, Европе и США говорят об улучшении роста соответствующих экономик. Вышедшие вчера недельные данные о безработице в США оказались на минимуме за 5 лет
- В ответ на рынках началась коррекция, падение акций, рискованных облигаций и валют развивающихся стран сменилось обратным движением
- Атака на курс рубля также не удалась, снова 33.05 руб./\$, а заперд [ЦБ РФ Швецов проводит словесные интервенции, заявив, что не согласен, что рубль падает](#)

Комментарий:

Вчера во второй половине наметился разворот в общем унылом настроении последних дней. Азия сегодня растет, по индексу MSCI Asia Pacific сейчас 1.4%. Растет даже обвалившаяся недавно Индонезия, +1.5% по индексу Jakarta Composite. Вчера Standard & Poor’s 500 закрылся в +0.9%, STOXX Europe 600 Price +1%, индекс ММВБ +1.5%, Бразилия +1.5%.



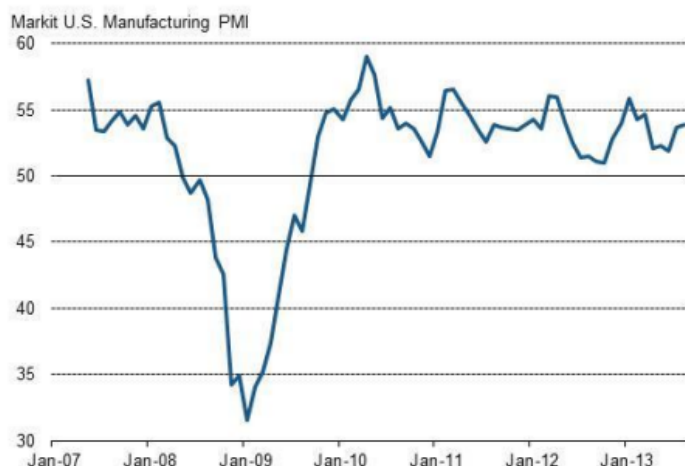
Американская экономика продолжает чувствовать себя неплохо. График выше с начальными заявлениями по безработице за прошлую неделю находится на минимумах за 5 лет, времен еще до краха (притом что рецессия в США началась раньше - в декабре 2007 г.).

Американский рынок труда очень активен. Цифра заявлений в 336 тыс. в неделю

означает, что за месяц работу теряет порядка 1.5 млн. человек. Эти люди не потеряны для экономики, находят работу вновь. Поэтому более важная цифра с рынка труда - нетто создание рабочих мест ("payrolls"), которая выйдет 6 сентября ("job report").

Индекс уверенности в промышленности от Markit ["Preliminary PMI" за август](#) говорит о росте активности до максимума за 5 месяцев, тогда как новые заказы достигли максимумов за 7 месяцев.

Markit U.S. Manufacturing PMI (seasonally adjusted)

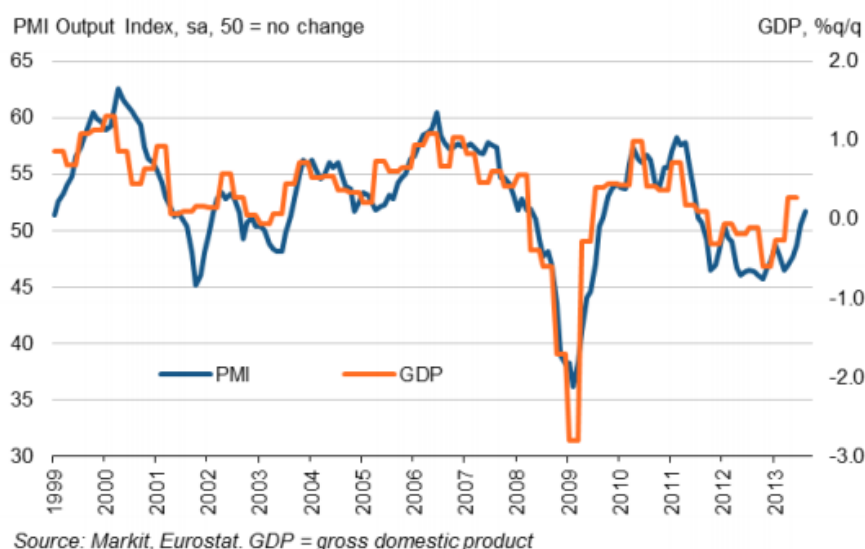


Вчера мы писали об аналогичном предварительном [индексе уверенности бизнеса Китая](#), говорящем об ускорении роста экономики этой страны.

Позже днем вчера был опубликован также предварительный индекс по экономике Еврозоны [Flash Eurozone PMI Composite Output Index](#), поднявшийся до 51.7 по сравнению с 50.5 в июле, и это 26-ти месячный максимум. Markit пишет, что это самый значительный месячный прирост активности за последние два года.

Значение индекса выше 50 наблюдается два последних месяцев после 17 месяцев спада до этого на европейском долговом кризисе.

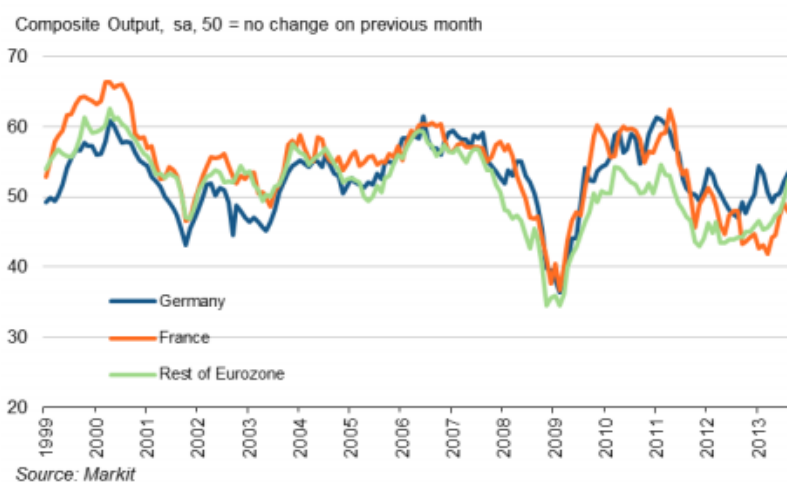
Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP



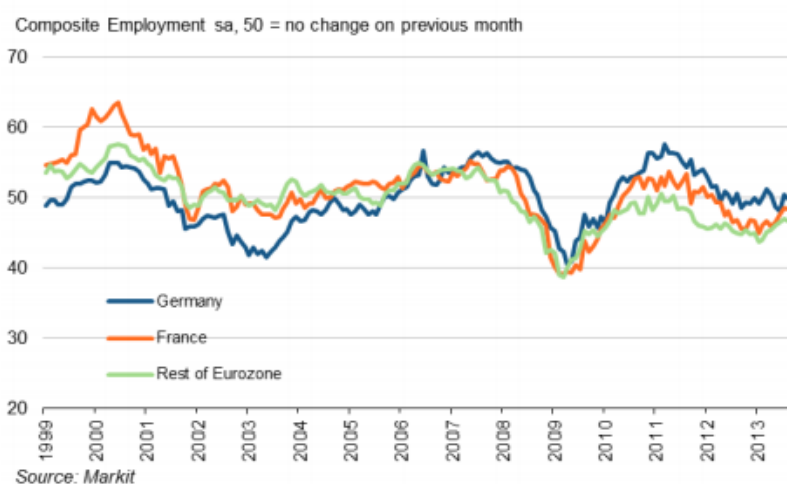
Source: Markit, Eurostat. GDP = gross domestic product

График выше сопоставляет индексы уверенности и официальную оценку роста ВВП Еврозоны. Можно ожидать ускорения роста экономики притом, что уже во 2-м квартале Еврозона показала +0.3% по ВВП (QoQ, в годовом выражении это рост примерно 1.2%). Из данных Markit Economics следует, что даже периферия начала возвращаться к росту и только Франция показывает неудовлетворительную динамику.

Core v. Periphery PMI Output Indices



Core v. Periphery PMI Employment Indices



Также нет пока заметного улучшения по показателям занятости. Субиндексы найма рабочей силы продолжают говорить о растущей безработице. Но это отчасти норма - показатели занятости относятся к запаздывающим индикаторам.

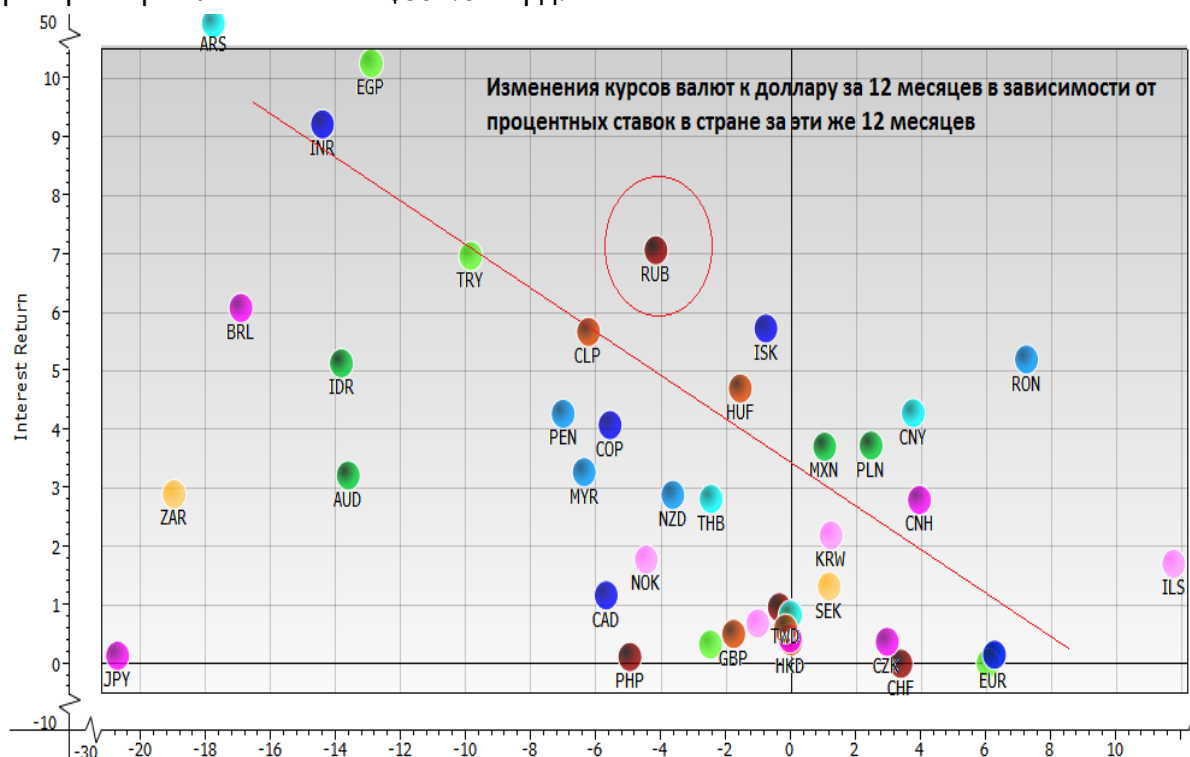
Курс рубля вчера падал до минимальных отметок с июня до 33.26 руб./\$, но сейчас вернулся на 33.05 руб./\$. Вчера Центробанк сообщил, что повысил бивалютный коридор в пятый раз за месяц на обычный шаг в 5 копеек. Теперь границы корзины находятся на 32,05-39,05 рубля притом, что сама корзина сейчас находится на 38.03 и до верхней границы нужно расти почти на 1 рубль. Центробанк повышал

границы бивалютного коридора 31 июля, а также 7, 12 и 14 августа.

Эта сдвижка по большому счету ничего не значит. Скорее, она показывает, что Центробанк не собирается оборонять курс любой ценой.



При этом Центробанк продолжает проводить интервенции, которые в некоторые дни достигают до \$300 млн. Это сравнительно небольшие суммы, поскольку текущие резервы ЦБ РФ составляют \$507.6 млрд.

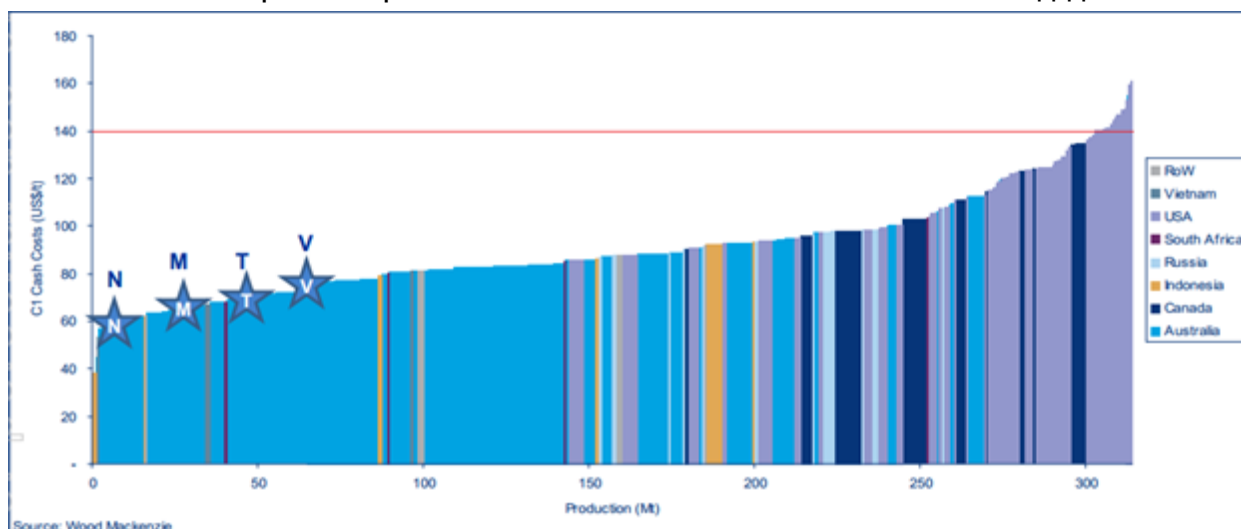


В системе Блумберг можно построить такой график, показывающий как изменились отдельные валюты к доллару (ось ОХ) и сопоставить их с процентными ставками в

соответствующих странах. Сложившийся отрицательный наклон иллюстрирует как идет “сворачивание кэрри-трейда”. Чем большие процентные ставки были в стране, тем больше упала валюта (и тем, видимо, сильнее росла она в предыдущий период).

Разное:

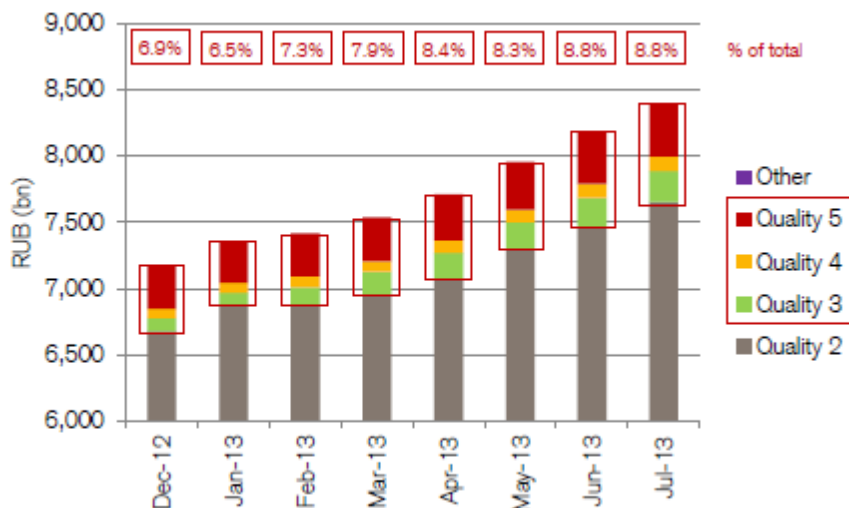
- «Распадская» показала плохие результаты за первое полугодие 2013 г. Выручка хоть и выросла на 5,4%, до \$300,6 млн. благодаря росту продаж (в этом году компания возобновила экспорт), но EBITDA оказалась отрицательной, -\$8,5 млн. против \$64 млн. за аналогичный период 2012 г., а чистый убыток вырос в 3,6 раза, до \$67,7 млн. Причина, как и во всей отрасли, низкие цены на уголь. Кроме того, напоминают о себе проблемы, связанные с аварией на шахте в мае 2010 г. По данным «Ведомостей» подземный пожар там всё ещё продолжается. Компания пересмотрела прогноз производства на этот год с 9-10 млн. т. до 8 млн. т. Мы верим, что давящие на угольные компании проблемы отрасли, не вечны. Ниже представлен график кривой текущих (C1) денежных издержек для коксующегося угля. Из него видно, что при нынешнем спросе цены должны быть не меньше \$150 за т. fob. Сейчас же они держатся в районе \$140. Однако это минимум, который лишь позволит компаниям вести текущую деятельность, чтобы покрыть все издержки цена должна быть выше. Корректировка спроса - процесс небыстрый, возможно сейчас лучшее время, чтобы покупать лучшие компании этой отрасли в расчёте на восстановление в ближайшие год-два.



- В последнее время активно обсуждается тема плохих долгов в потребительском кредитовании. Так, вчера “Кредит Свисс” снизил оценки ВТБ и Сбербанка на ухудшении качества плохих долгов. Вот график из их записки, на котором ссуды с качеством от 3 до 5 (по классификации ЦБ РФ) поднялись с 6.9% в конце 2012

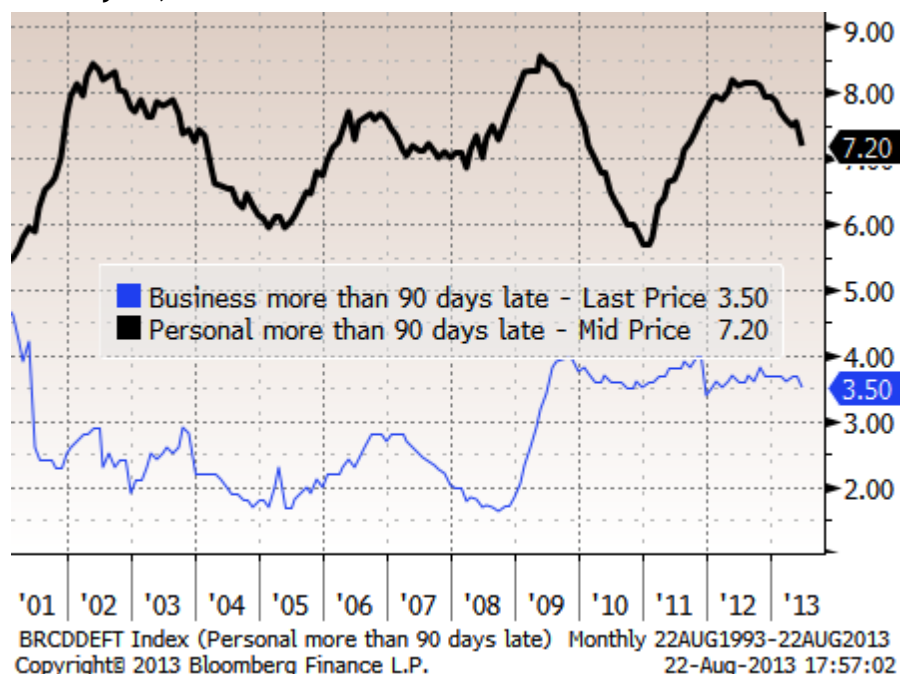
до 8.8% сейчас, что в большей мере связано с неплатежами физических лиц.

Figure 1: Sector level problem loan ratio



Source: CBR, Credit Suisse research

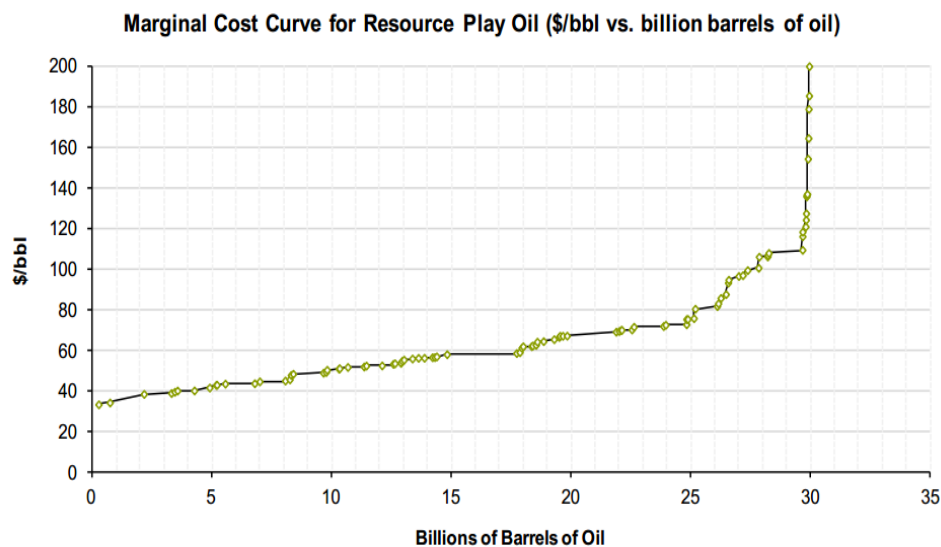
Мы также подготовили график по данным неплатежей в Бразилии, показывающий динамику плохих долгов. Это два индекса, отражающих долю кредитов физлиц и корпораций с просрочкой больше 90 дней. Физлица ведут себя хуже, чем бизнес.



- **Сланцевая нефть.** [FtAlphaville пересказывают](#) содержание аналитики посвященной сланцевой нефти и растущему производству в США. Общее содержание таково, что сланцевая нефть довольно быстро истощается, после двух лет дебит скважины оказывается только 30% от начального. Компании стараются разбуривать сначала наиболее прибыльные участки, потом доходит очередь до менее прибыльных. Эксплуатация новых месторождений сланцевой нефти скорее разочаровывают.

Аналитики Sanford C. Bernstein оценили кривую маржинальных издержек и пришли к выводу, что 30 млрд. баррелей может быть добыто по цене до \$120 за баррель, но затем кривая резко уходит вверх (что выглядит несколько странно, но все же). Указанная цифра запасов до \$120/баррель не так велика, это около годового мирового потребления или 4 года потребления нефти США.

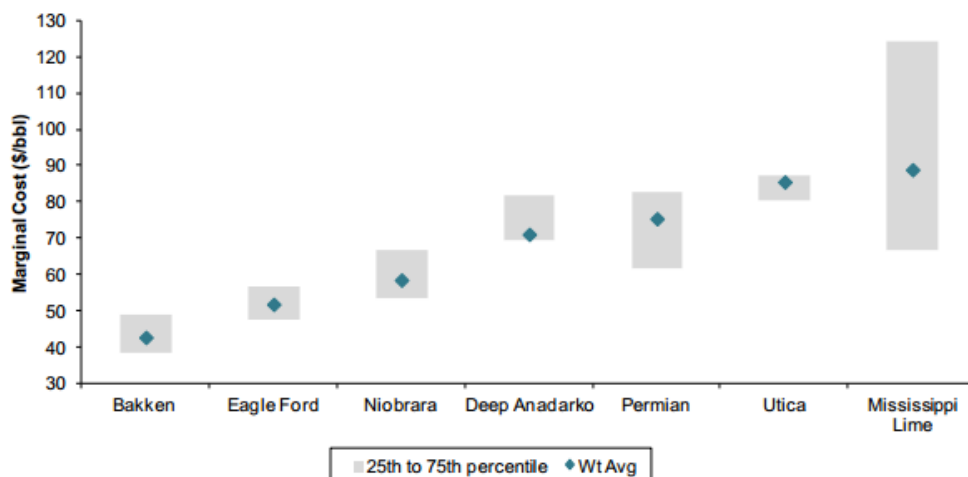
30 bln barrels of oil commercial below \$120/bbl
(around 1 year of global demand or 4 years of US demand)



Из этого делается вывод, что США вряд ли удастся достичь “энергетической независимости”. Другая важная деталь, что издержки добычи различаются даже на разных нефтесланцевых залежах, и вот еще один график, характеризующий разброс маржинальных издержек.

Emerging plays are no better than marginal conventional plays

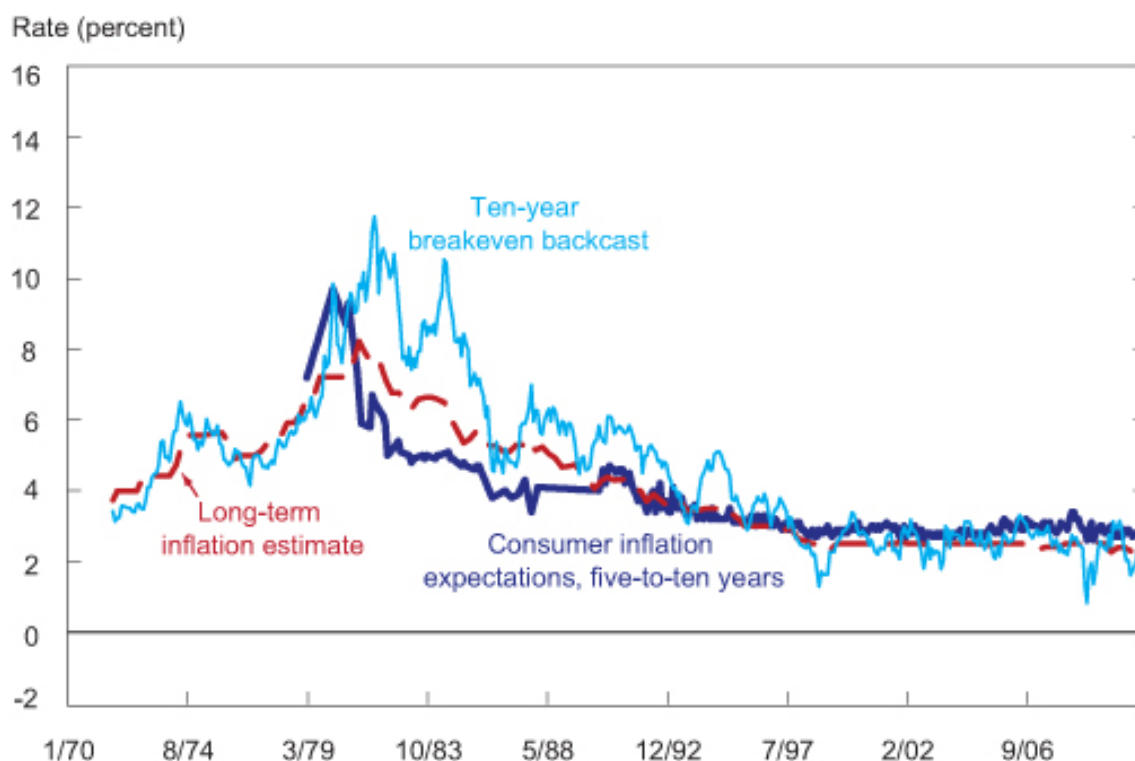
Marginal cost of the shale oil plays



Аналитики делают вывод, что маловероятно открытие новых обильных сланцевых залежей к уже известным, и выражают разочарование теми новыми месторождениями которые приходилось видеть. Общий вывод такой, что американская WTI будет стоить около \$100 за баррель и больше \$120 после 2017 года.

- Блог подразделения ФРС в Нью-Йорке [Liberty street economics опубликовал пост посвященный долгосрочной оценке инфляционных ожиданий](#) в долларовой зоне. С 1997 года в США торгуются Treasury inflation-protected securities (TIPS), по которым выплачивается купон в виде прошедшей инфляции. Разница в доходности номинальных облигаций и TIPS дает подразумеваемую инфляцию. На деле, в этой разнице есть премии за инфляционный риск и меньшую ликвидность TIPS, которые, считается, примерно уравнивают друг друга. Авторы публикации использовали статистическую методику, соединив номинальные доходности, опросы ([SPF](#)), оценки текущих макроэкономических параметров (безработица, рост и проч.) и вывели регрессионную модель, позволяющую восстановить подразумеваемые инфляционные ожидания до 1997 года. Результат оценки подразумеваемой 10-тилетней инфляции, как если бы торговались TIPS из модели, показан на графике (линия “backcast”).

Inflation Expectations



Sources: University of Michigan; Board of Governors of the Federal Reserve System; authors' calculations.

Если из номинальной доходности облигаций вычесть подразумеваемую инфляцию, будет получена подразумеваемая реальная доходность. Теория говорит, что она должна совпадать с оценкой экономического роста. График ниже показывает подразумеваемую модель 20-ти летнюю ожидаемую реальную отдачу госбумаг сопоставленную с оценкой долгосрочного экономического роста США по версии [CBO](http://www.cbo.gov). Графики неплохо описывают друг друга.

Real Rates and Potential Growth



Sources: Congressional Budget Office (CBO); authors' calculations.

Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



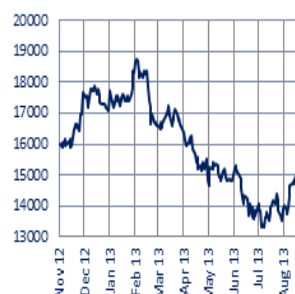
Нефть Brent, \$/барр.



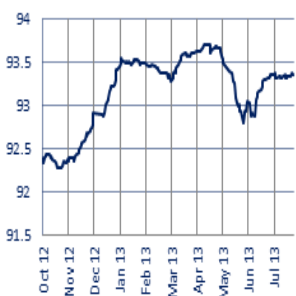
Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



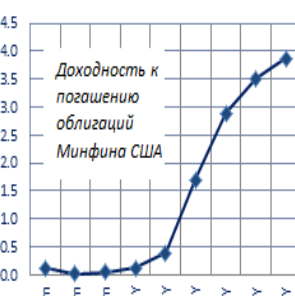
Moody's Bond Indices Corporate BAA



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.

Дисклеймер

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.