

Обзор рынков.

Среда, 23 окт. 2013

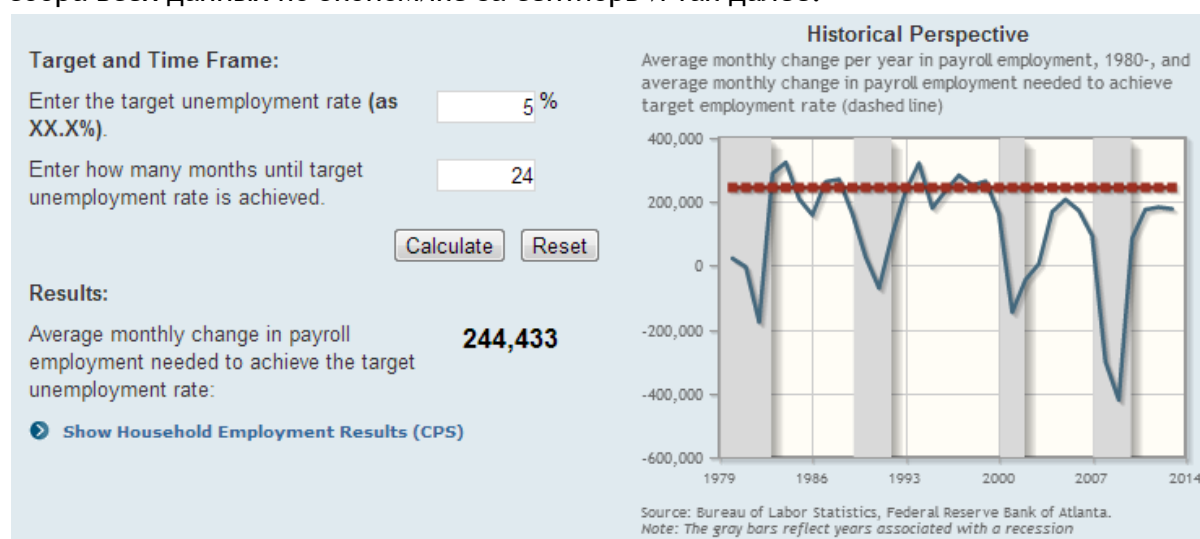
- Опубликованный вчера в США “Job report” за сентябрь способствует росту рискованных активов: от акций по всему миру до курса рубля к доллару.

Комментарий:

Положительная фаза на мировых рынках акций сохраняется на идее, выраженной заголовком “[Tapering is off the table](#)”. Возможны сюрпризы от ФРС, Комитет по открытым рынкам которого собирается 30-31 октября и к этому времени возможны сюрпризы, но вероятность низка. Похоже, что “сведение на нет” QE будет обсуждаться не раньше следующего года. Поскольку монетарные власти США проводят политику информационной прозрачности, то следует ожидать, что Бернанке поправит эти ожидания рынка.

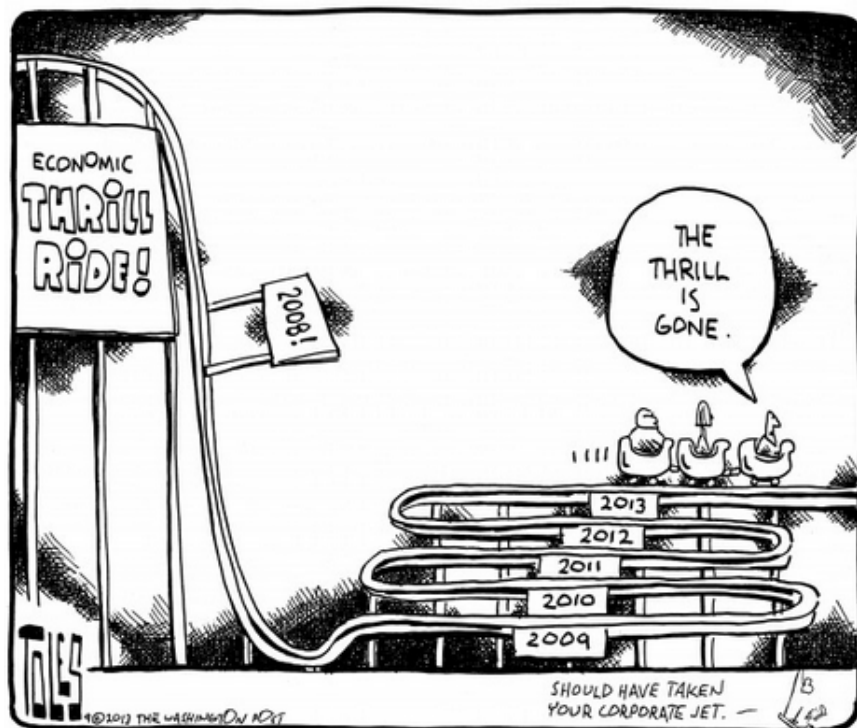
S&P 500 +0.6%, очередной исторический рекорд. STOXX Europe 600 +0.45%, новый посткризисный максимум, уровни мая 2008 г. Индекс ММВБ в противофазе - минус 0.3%, причина этого кроется в рубле, который продолжает укрепляться, вчера достиг 31.7 руб./\$, минус 0.8% за вторник. Поэтому долларовая копия ММВБ - индекс РТС - вчера вырос на 0.3%.

Важным событием вчера стала публикация доклада о труде в США (“[Job report](#)” от [BLS](#)), выход которого задержался из-за “шатдауна”. Безработица в сентябре упала до 7.2% с 7.3% в августе. Это новый минимум после кризиса, но важнее другой показатель. Создание рабочих мест в этом месяце оказалось на уровне 148 тыс. против консенсус-ожиданий в 180 тыс., что выглядит разочаровывающе. Конечно, следует учитывать высокую волатильность этого показателя, Можно сослаться на проблему сезонной корректировки, того, что результат будет еще уточняться после сбора всех данных по экономике за сентябрь и так далее.



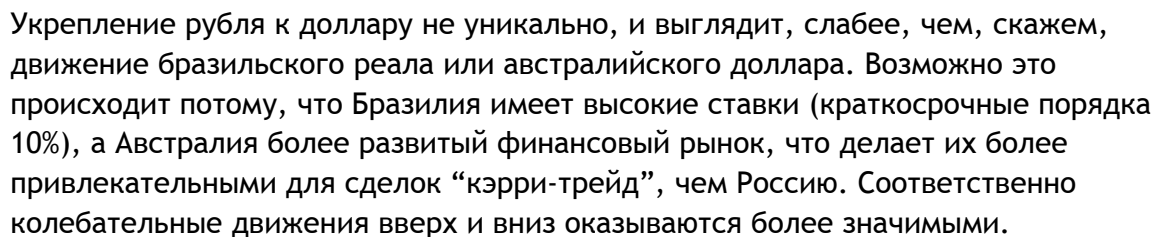
Вот фрагмент скриншота страницы “[Jobs Calculator](#)” на сайте подразделения ФРС в Атланте. Чтобы достичь за 24 месяца безработицы в 5%, считавшейся ранее

“естественным уровнем безработицы”, экономика США должна создавать по 244 тыс. рабочих мест в месяц. Как мы видим, в периоды роста 80-х и 90-х после рецессий (выделены серым) такие цифры были вполне достижимы. Восстановление после краха 2008 года на их фоне выглядит слабым, что можно выразить следующим [шаржем со страницы “Tom Toles”](#) на Washington post. Оптимистичные ожидания V-образной траектории не оправдываются.



Слабые данные по рынку труда, вместе с бюджетным противостоянием октября предполагают, что ФРС приступит к “сведению на нет” QE скорее позже, чем раньше. Точно также повышение ставок в США откладывается на более поздний срок, а доллар может продолжить дешеветь. Вчерашнее укрепление рубля случилось сразу после выхода доклада о рынке труда BLS на идее “печатание долларов продолжается в прежнем режиме”.





Наше предположение, что в ближайшие месяцы до конца года и в начале 2014 г. рынки рискованных активов будут иметь тенденцию к росту. Это касается и акций и рубля (потенциал которого, однако, ограничен уровнями около 31 - 30 руб./\$).

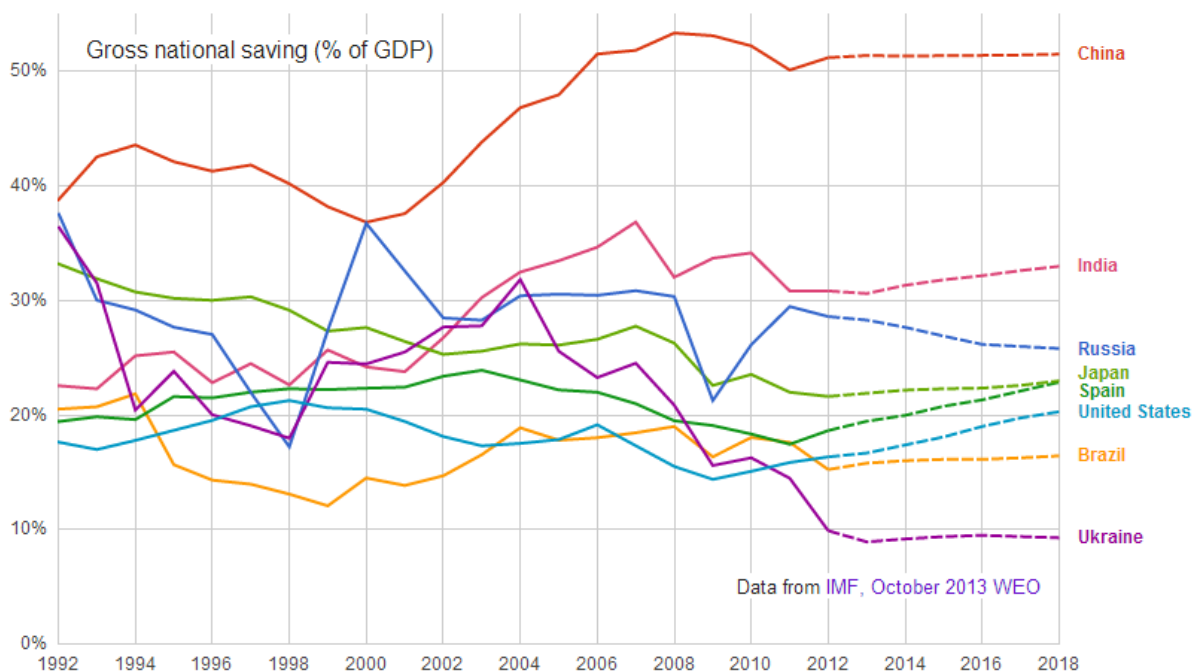
Случайные наблюдения об экономике. Замедление роста российской экономики имеет множество причин, но важнейшей мы считаем монетарную.



График выше показывает насколько синхронны колебания темпов роста М2 и темпы роста ВВП. Россия имеет довольно большую долю сбережений в ВВП, составившую 28% от ВВП в 2012 году.

Ситуации 1998 и 2008 гг. были уникальными. Центробанк два раза провел “кредитную заморозку”, сделав рубль дефицитным ресурсом, чтобы спасти курс. Такое поведение определяет логика фиксирования курса. Мы счастливы, что политика в стране поменялась, и столь глубокие провалы экономики по причине монетарной политики РФ больше не угрожают.

С осени 2011 года Центробанк перешел к политике “жестких денег”. Ставки держатся на высоком уровне, дестимулируют спрос и сбивают инфляционные ожидания. Наблюдаемое замедление экономики мы расцениваем как временную паузу. Российскую экономику хоронить рано, как это делают некоторые крайние либералы-оппозиционеры. Безусловно, инвестиционный климат в РФ имеет большое пространство для улучшения, но диагноз сводящий все только к нему неверен.



Экономический рост, курс рубля, отток капитала сливаются в сложную картину.

- Россия имеет неплохие сбережения, превосходящие, например Бразилию или Украину. Потенциально эти сбережения могут быть инвестированы на территории страны и могут задавать неплохие темпы экономического роста (график построен в системе [Google public data](https://publicdata.google.com/) по октябрьским данным WEO МВФ и включает прогноз).
- Сбережения могут быть частными, домохозяйства и корпораций. К ним следует добавить государственные сбережения (сейчас это не актуально, поскольку бюджет РФ в большей мере сбалансирован, дефицит и профицит измеряется долей процентов от ВВП). Корпоративные сбережения - это прибыль за минусом дивидендов.
- Сбережения в России избыточны по сравнению со спросом на них. Этот тезис может показаться провокационным, но его суть такова. Спрос и предложения на рынке инвестиций “расчищает” ставка процента. Ставка процента должна учитывать риск. Похоже, что предлагаемые в России инвестиционные возможности (депозиты, реальные проекты, потребительское кредитование и так далее) кажутся

некоторым сберегающим экономическим агентам недостаточно привлекательными по профилю “риск доходность”. Так может быть потому, что сложная история страны создает большое неприятие риска в России вообще.

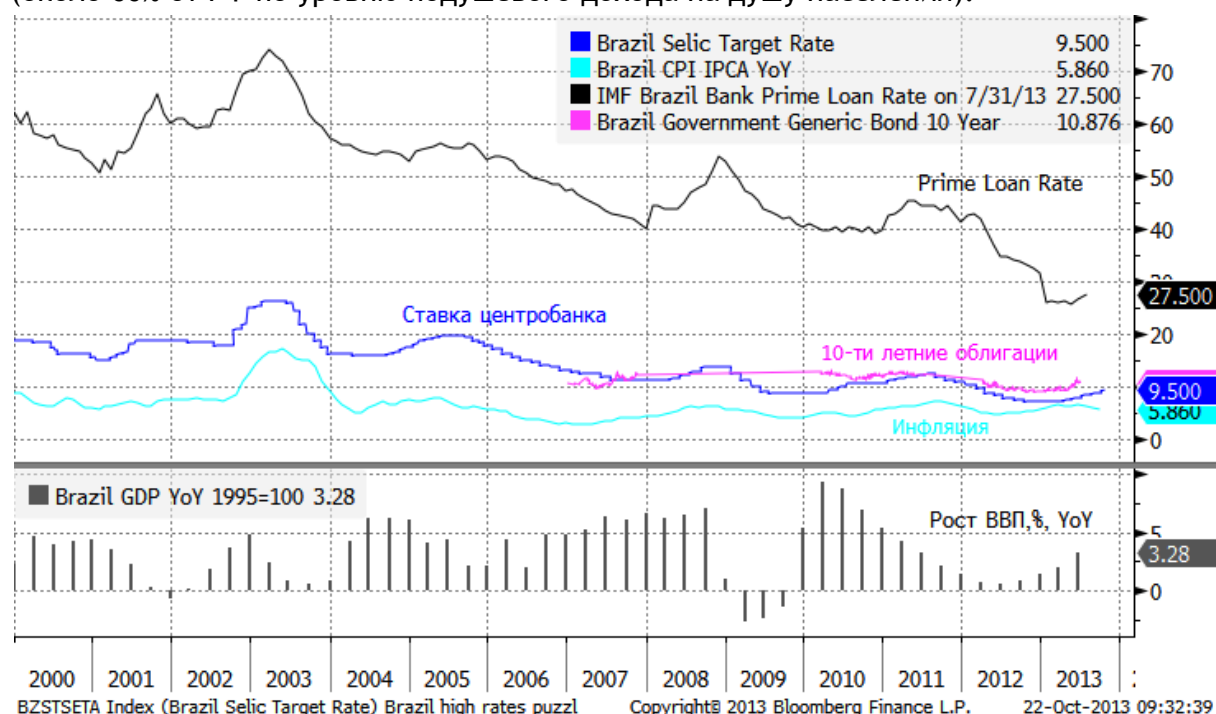
- Избыток сбережений над спросом на них (правильнее говорить о “финансовых профицитах” и “финансовых дефицитах”) не находит применение в стране и формирует отток капитала.

- Это можно выразить известным экономическим уравнением:

$$S - I = NX = Export - Import$$

где разница между сбережениями и инвестициями финансирует чистый экспорт (NX) (правильнее писать о [счете текущих операций](#), который равен NX + факторные платежи и трансферты, но мы пренебрежем ими здесь).

В этой связи предлагаем взглянуть на самую близкую к России страну из BRIC (около 60% от РФ по уровню подушевого дохода на душу населения).



Бразилия имеет крайне низкую норму сбережений, около 15% от ВВП, по сравнению с российскими 28%. Спрос на инвестиции в стране высок по сравнению с пулом имеющихся сбережений, так что их “расчищает” (калька от английского “clear”) крайне высокая ставка. “Качественные” (prime) предприятия в Бразилии платят банкам безумные 27.5% по годовому кредиту. При этом в стране низкая инфляция, за последние 5 лет она была на уровне немногим выше 5%. Бразилия вошла в режим “таргетирования инфляции” в 1999 году.

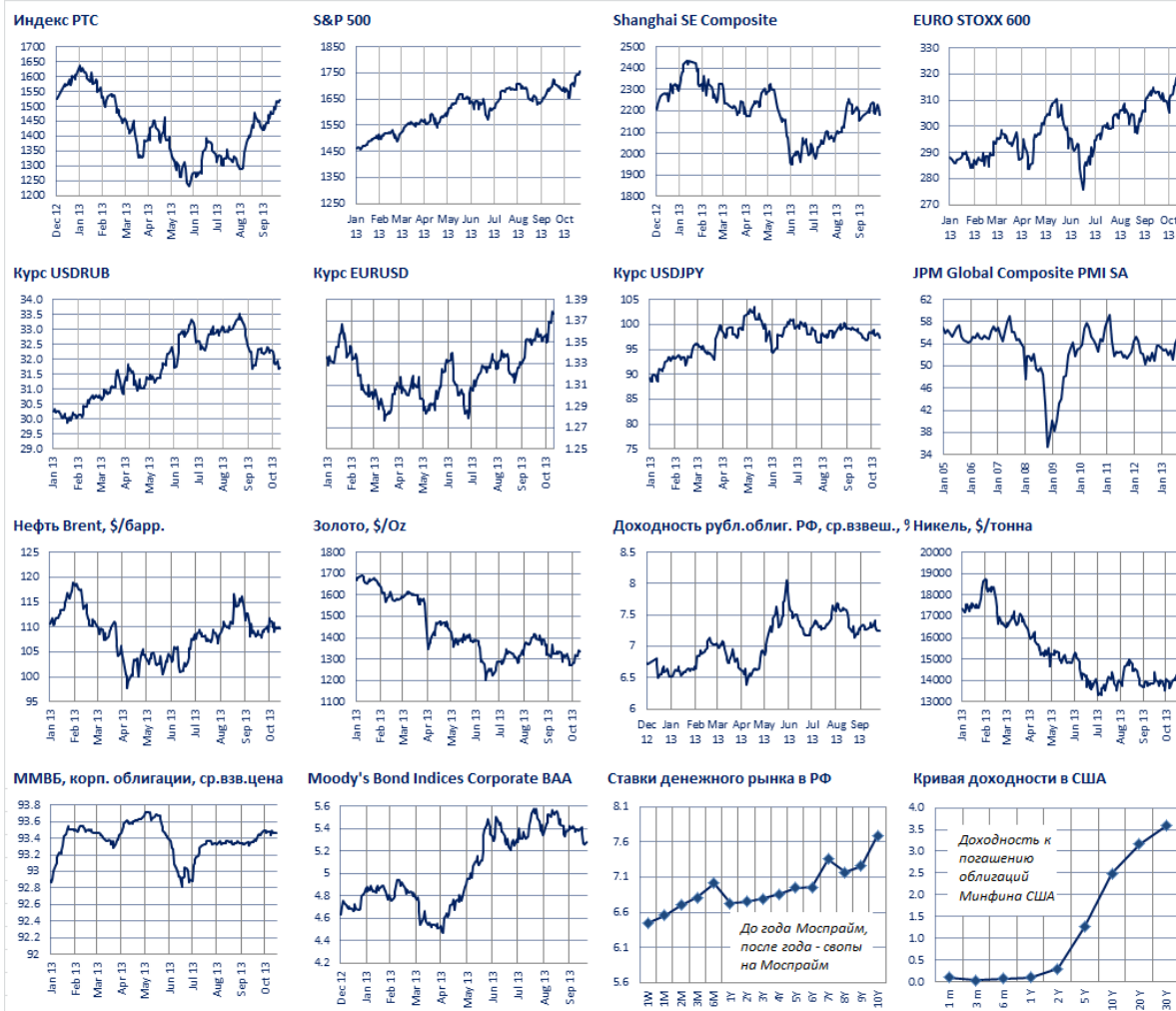
Ставка центробанка также крайне высока - 9.5%, что примерно на 400 б.п. выше, чем в РФ. Доходности 10-летних гособлигаций в РФ выше 10%.

Это можно трактовать так, что сложная история страны (со знаменитыми латиноамериканскими путчами и гиперинфляциями) дестимулировала сбережения, даже несмотря на высокие ставки.

Разное:

- **«ВСМПО-Ависма» создаст СП с Alcoa по производству компонентов для авиационной и космической отраслей.** Точные параметры сделки пока неизвестны, но участники рынка полагают, что Alcoa внесёт в качестве своей доли кузнечный комплекс Самарского завода, «ВСМПО-Ависма» же может внести помимо денег интеллектуальную собственность. К концу года должны стать известны очертания СП, а до конца 2014 г. оно будет зарегистрировано. Алюминий на предприятие планируется поставлять по действующим контрактам с «Русалом», а конечную продукцию продавать по существующим контрактам с авиапроизводителями.
- **«Роснефть» договорилась о поставках ещё 100 млн. т. нефти в Китай до 2024 г.** Стоимость контракта с Sinopet составит около \$85 млрд., из которых 25-30% или \$21,3-25,5 млрд. компания получит в качестве предоплаты. Получается, что суммарно «Роснефть» должна поставить в Китай до 2037 г. 720 млн. т. нефти. Пока что доля поставок туда составляет около 23% всего экспорта, но скоро может вырасти до трети. Направление поставок пока неизвестно, это может быть либо ВСТО, или порт Козьмино на Дальнем Востоке, либо по морю через западные порты. Для обеспечения контрактов «Роснефть» планирует запустить в 2016-19 гг. ряд месторождений. Инвестиции только в проекты на суше оцениваются в \$200 млрд.
- **Росказначейство начинает покупку валюты в объеме до \$63 млн в день, и в ближайшие 5 дней будет ежедневно расходовать 2 млрд рублей.** Валюта будет покупаться казначейством «за счет остатка средств на едином счете федерального бюджета, включающего в том числе дополнительные нефтегазовые доходы федерального бюджета, подлежащие по итогам отчетного финансового года перечислению в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния» (цитируем по «Интерфаксу»).
Всего собираются купить 10-30 млрд. рублей, и будут приобретаться доллары США, евро и фунты стерлингов в соотношении 45%, 45%, 10% соответственно.
Вряд ли это окажет заметное воздействие на курс, интервенции ЦБ РФ были заметно выше за лето-осень, но не сдвигали курс. Мы также хотим напомнить, что майский провал рубля некоторые наблюдатели связывали с предстоящими покупками Минфина. Но реальная причина обвала рубля в мае-июне была другой - «сведение на нет» QE.

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.