

## Обзор рынков Понедельник, 24 февраля 2014

- [Триумфом](#) РФ закончилась Олимпиада в Сочи, после которой заметная часть населения страны [ждет кризис](#). Мы не понимаем эту логику, но не всегда действия экономических агентов рациональны. Страх перед кризисом, похоже, внес решающий вклад за обвал рубля.
- Власть Януковича на Украине в субботу пала, должны завершиться столкновения, Тимошенко - вероятный президент на выборах 25 мая. Евросоюз собирается [выделить стране 20 млрд. евро](#). Еще один фактор для роста рубля (который, возможно, “продавали вместо неликвидной гривны”).
- “Роснефть” готовит squeeze out (принудительный выкуп) акций “РН-Холдинга” (ТНК-ВР) по прежним ценам 67 и 55 за “обычку” и “преф”.
- Собрание министров финансов G20 выпустило [коммюнике](#) в которой обещаются низкие ставки в развитых странах и декларируется приверженность гибким валютным курсам и прогнозируется волатильность финансовым рынкам.

### Комментарий:

В пятницу STOXX Europe 600 +0.4% и практически вышел на посткризисный рекорд января. Standard & Poor's 500 упал, минус 0.2%, фьючерс на этот индекс после торгов снизился еще на доли процента. Индекс ММВБ +0.45%.

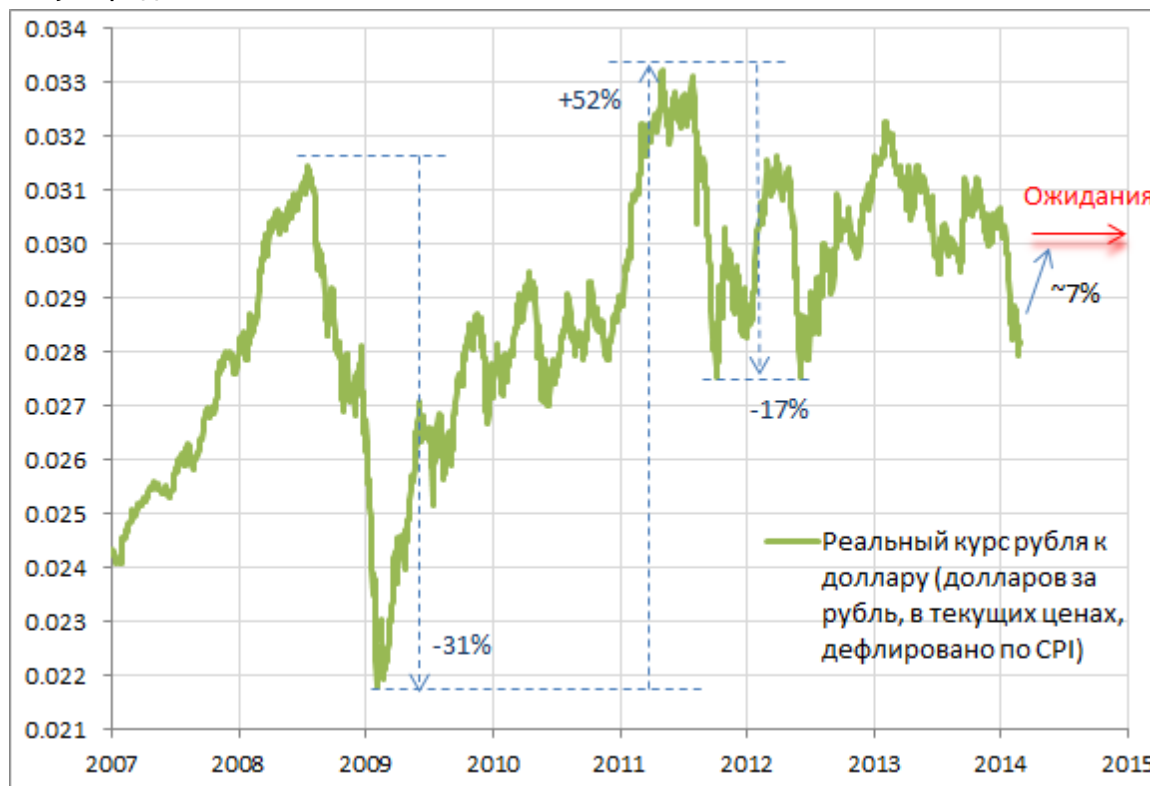
Рубль в пятницу укрепился до 35.5, хотя напомним, что четверг и пятницу он касался 35.9/\$. В выходные министр финансов А.Силуанов назвал [причины падения рубля](#). Он видит их не столько во внешней конъюнктуре, сколько со “снижением темпов экономического роста, и некими ожиданиями наших хозяйствующих субъектов и населения на фоне ситуации в других странах с развивающимися экономиками”.

Мы согласимся с этим, потоки “горячих” иностранных денег сыграли в провале рубля в начале 2014 небольшую роль. В России сильны девальвационные ожидания, есть привычка играть против национальной валюты. Муссировавшиеся слухи о крахе после Олимпиады вылились в массовый набег (от английского “run on currency”) против рубля, так что ожидания превратились в самоисполняющееся пророчество. Вторя этому убеждению, ВТБ-Капитал написал, что “на текущих уровнях большинство негативных для рубля факторов уже учтено рынком, за исключением следующего: поведение населения и связанный с ним риск долларизации депозитов и новых атак на валюты развивающихся рынков”. Российская банковская система имеет порядка 50 трлн. рублей активов. Если некоторая часть из депозитов будет конвертирована в доллары, это будет означать существенный спрос на иностранную валюту, который может заметно ронять рубль.

Влияние оттока иностранцев с рынка ОФЗ нельзя считать большим (хотя мы ждем статистики за январь-февраль). Центробанк в обзоре [денежного рынка](#) за IV квартал 2013 г. пишет: “Участники встречи сошлись во мнении, что текущий масштаб присутствия иностранных инвесторов на рынке государственного

долга обеспечивает эффективное ценообразование и не приводит к чрезмерной зависимости рынка от внешнеэкономической конъюнктуры и настроений участников глобальных финансовых рынков. В будущем можно ожидать дальнейшего роста объема иностранных вложений, чему будет способствовать расширение присутствия ОФЗ в глобальных облигационных индексах”.

В приложении документа указывается, что большинство индексов уже включает в себя рынок ОФЗ, а “с апреля 2014 года рублевые ОФЗ будут включены во «флагманский» глобальный агрегатный индекс (Global Aggregate Index), рассчитываемый Barclays по 24 странам, в котором доля российских ОФЗ составит 0,17%.”. Так что притоки капитала иностранцев на этот рынок, похоже, могут продолжиться.



Сегодня [Ведомости публикуют интересное интервью с 1-м зампредом ЦБ РФ К. Юдаевой](#). Мы крайне рекомендуем его и сообщаем, что оно почти полностью соответствует нашим представлениям о том, как должна проводиться денежная политика. Вот несколько интересных фрагментов:

О том, где находятся цели по инфляции и как влияет девальвация:

“- А насколько вообще можно контролировать инфляцию, если она во многом определяется низким уровнем конкуренции на товарных рынках и если чуть ли не треть роста индекса потребительских цен приходится на услуги по регулируемым тарифам? Насколько тут могут быть действенны методы денежно-кредитной политики?

- Мы много говорим про инфляционные ожидания, и я бы сказала, что на инфляционные ожидания регуляторов тарифов нам бы тоже желательно влиять. Тогда это снимет часть тех проблем, о которых вы говорите. Есть проблемы с отсутствием конкуренции, во многом они сказываются

на уровне цен на определенные товары, а не на темпе роста цен в целом. Возможно, что в экономике с более высоким уровнем монополизации инфляционные шоки могут быть более длительными, нежели в конкурентной экономике. Но все равно, даже если у нас монопольная экономика, темпы роста монопольных цен при инфляции в 15% и при инфляции в 6% - они разные. А инфляция - это всегда только про масштаб: у вас цены растут средним темпом 2, 5 или 15%. В развитых странах центробанки обычно таргетируют инфляцию на уровне 2% и ниже, сейчас появилась критика такой политики даже со стороны МВФ и идет большая дискуссия, можно ли поддерживать инфляцию повыше - на уровне 4%, сохраняя при этом доверие к политике центробанков. В развивающихся странах, где происходят большие структурные изменения, в том числе с точки зрения цен на разные товары, там все-таки чаще цели строятся вокруг 4%, а не 2%. - А нам какой уровень нужен? - Пока мы считаем, что долгосрочный уровень - 3-4%, но тут тоже есть споры. К 2016 г. мы поставили себе целью достичь 4%.

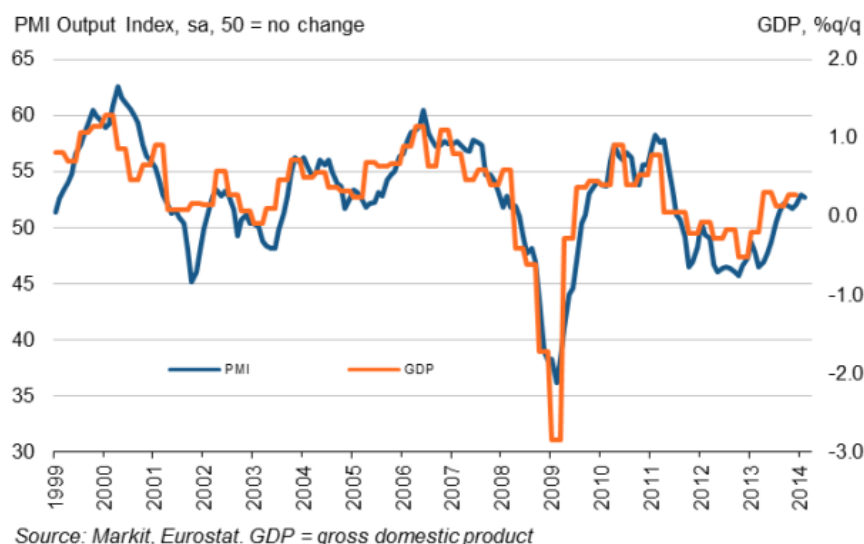
Еще об этом:

“Инфляция достаточно существенно снизилась: ее уровень в 6-7% в последние годы - невиданно низкий по докризисным меркам. - Но это и подтверждает, что у нас инфляция - это некая производная от курса рубля, а он - производная от состояния текущего счета? - Это подтверждает, что инфляция - все больше производная от денежно-кредитной политики, а не от курсовой или собственно от курса. И это последовательно реализуемая политика ЦБ последних лет.”

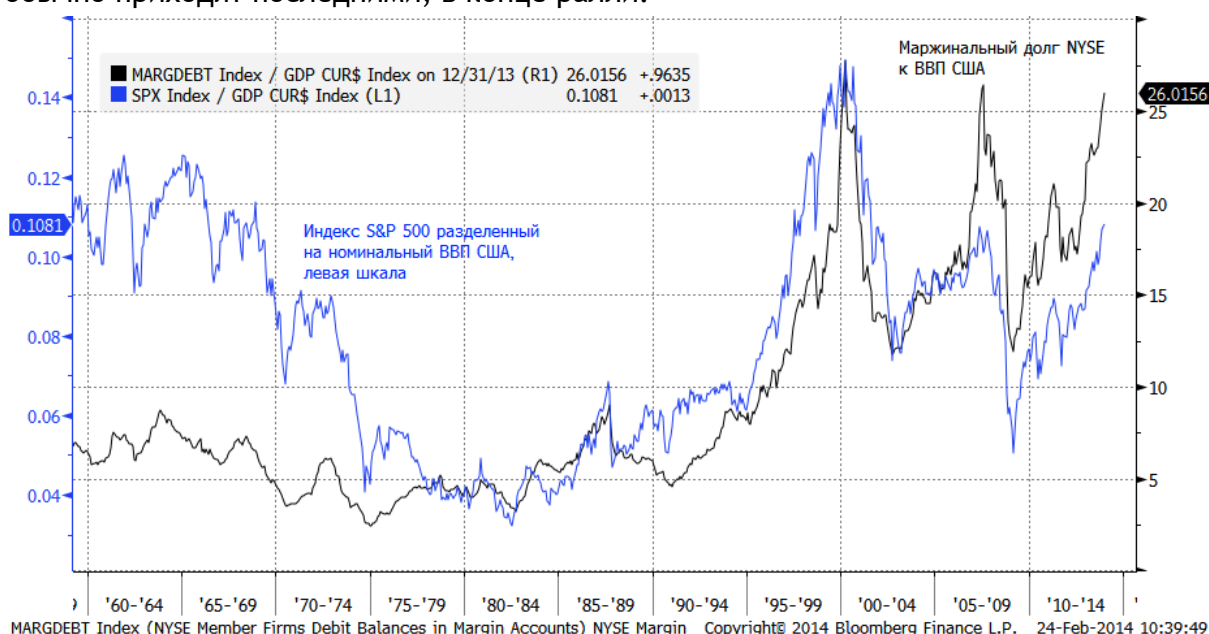
## Вкратце:

- **«Роснефть» консолидирует 100% акций «РН холдинга».** После проведения добровольной оферты «Роснефть» принудительно выкупит оставшиеся акции (squeeze out) по ценам добровольного предложения: 67 руб. за обыкновенную акцию и 55 руб. за привилегированную. На текущий момент компании принадлежит 99,54% акций «РН-холдинга». На выкуп оставшихся акций (менее 0,5%) компания потратит около 5 млрд. руб. Миноритарии, не согласные с ценой выкупа, будут обязаны продать акции (у них их спишут), но могут пытаться оспаривать оценку в судебном порядке.
- **Еврозона в феврале растет.** Композитный флэш-индикатор по Еврозоне по данным за февраль немного сократился до 52,7 п. с январской отметки в 52,9. Тем не менее, значение выше 50 п. указывает на продолжение роста деловой активности в секторе услуг и обрабатывающих отраслях, хоть и более медленными темпами. Положительный сигнал - максимальный рост с середины 2011, зафиксированный по показателю новых заказов. Данные по опережающему индикатору PMI предполагают рост ВВП в районе 0,5% в первом квартале QoQ. Отметим, что среди стран-участниц Еврозоны Германия приносит наибольший вклад в рост индикатора PMI, тогда как экономика Франции переживает сейчас нелегкие времена.

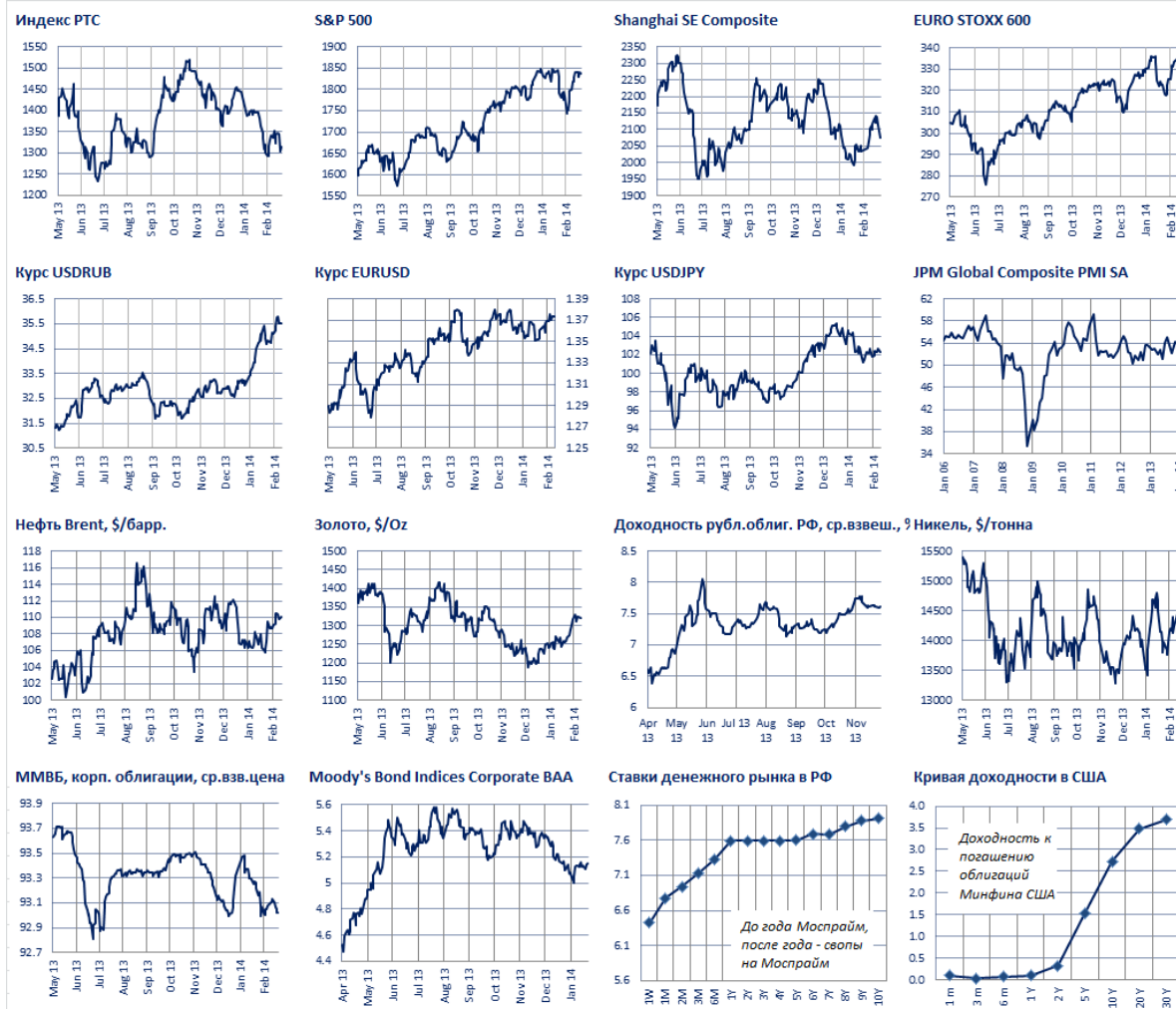
## Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP



- Мы повторили график, которым часто пытаются объяснить пессимистические прогнозы по рынку акций США. Маржинальный долг на NYSE (т.е. заемные деньги, использованные для торговли) сравнивается с индексом S&P 500. Оба значения поделены на номинальное значение ВВП США, чтобы избежать влияния инфляции и масштаба экономики. Маржинальный долг в этом измерении приближается к максимумам, показанным на технобуме 2000-х и значению июня 2007, как раз перед тем как начался “credit crunch” (август 2007). Похожие аргументы излагаются сегодня “Ведомостями”, что активность розничных инвесторов на максимуме, а они обычно приходят последними, в конце ралли.



## 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.