

## Обзор рынков

Четверг, 24 апреля 2014

- Вчера появились [сообщения](#), что Путин запретил менять бюджетное правило. Наша понимание: правительство не собирается быть причиной для финансовых проблем, нет угроз ни для ценовой стабильности (инфляции) ни по линии госдолга.
- [Вышли](#) промежуточные ("flash") PMI индикаторы по Китаю, Еврозоны и США за апрель. [Ускорение](#) роста экономики Еврозоны говорит о том, что ЕЦБ маловероятно пойдет на свой вариант QE, даже, несмотря на дефляционные процессы (инфляция марта 0.5% YoY, минимум с начала 2010 г.)
- Минфин вчера "не устроил уровень заявок", аукционы на 2 выпуска ОФЗ, каждый по 10 млрд. [признаны не состоявшимися](#). Известно, что рынки внешних займов закрыты для России, хотя вчера, впервые после крымской истории, долларové еврооблигации [разместил](#) "Татфондбанк", выпуск мал, 70 млн., ставка 11%.

### Комментарий:

Итоги среды следующие. Рубль перестал двигаться - около 35.7/\$. Индекс ММВБ минус 0.5%, слабое сползание продолжается. Развитые рынки также слегка скорректировались. STOXX Europe 600 минус 0.6%.

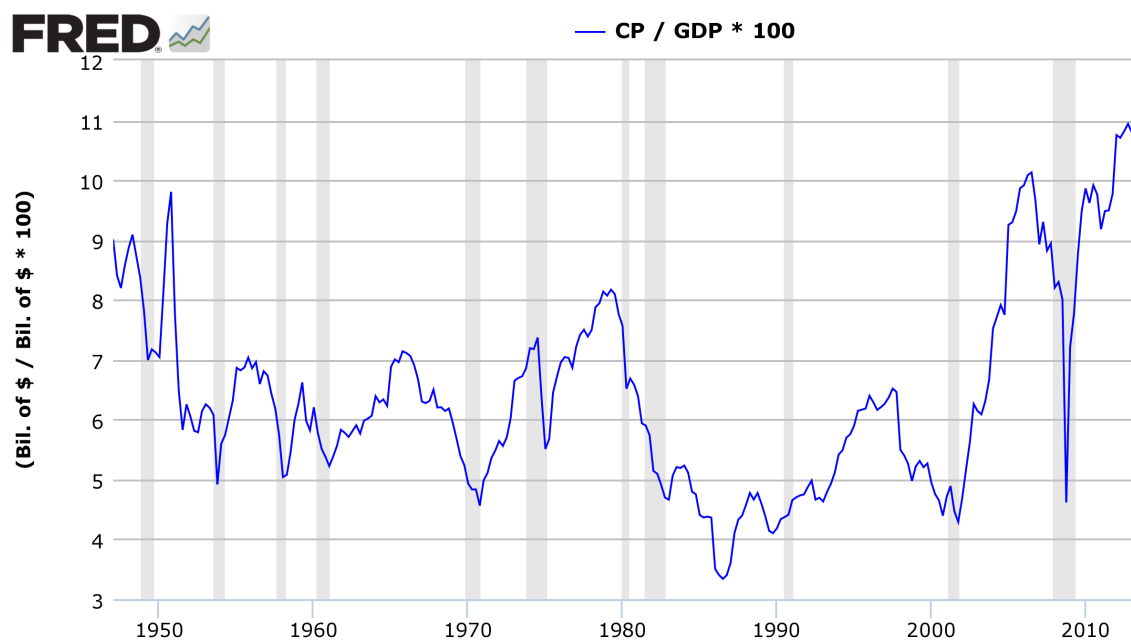
**Акции США.** В этой стране "сезон отчетности". Standard & Poor's 500 минус 0.2%. После торгов отчитался Apple, превысив и ожидания продаж Айфонов, и ожидания по прибыли. Увеличен размер "[бай-бека](#)" с 60 до 90 млрд. долларов и проведение "[сплита](#)" 1 к 7. На электронных торгах акции Apple подскочили на 8%. Рекордный размер компании (470 млрд. долл. капитализации, #1 в мире) оказывает влияние на весь, так что фьючерс на Standard & Poor's 500 подскочил до рекорда с 3 апреля и предсказывает позитивное открытие сегодня.



Сейчас есть немало утверждений, что на рынке акций США надулся пузырь. Но рост всех американских акций меркнет по сравнению с ростом некоторых технологических акций или индекса Nasdaq Biotechnology, приведенного выше. Кризис 2008 года выглядит как мелкий провал, так что с минимума 2009 подъем индекса доходил до 4.7 раз (+370% или 36% годовых за 5+ лет).

Недавно в индексе Nasdaq Biotechnology случилась заметная коррекция, почти минус 25% за примерно 2 месяца. По формальным основаниям это можно бы назвать пузырем. Так, мультипликатор P/E (по ожидаемой прибыли 2014 года) составляет 50. Однако если учитывать только положительную ожидаемую прибыль (ряд компаний в индексе теряет деньги, поскольку находятся в инвестиционной фазе), то “Price/Positive Earnings” получается вполне пристойный (для хайтека), равный 20. Так что мы бы не стали категорично утверждать, что на рынке США или в какой-то его части сейчас пузырь.

Корпоративный сектор США сейчас зарабатывает [рекордные прибыли](#), которые в долях от ВВП почти в 2 раза выше, чем были последние десятилетия.



2014 research.stlouisfed.org

Соответственно, соотношение “капитализация/ВВП” (которое любит У.Баффет) или другие схожие метрики (например Q Тобиана или CAPE P. Шиллера) могут давать сбой.

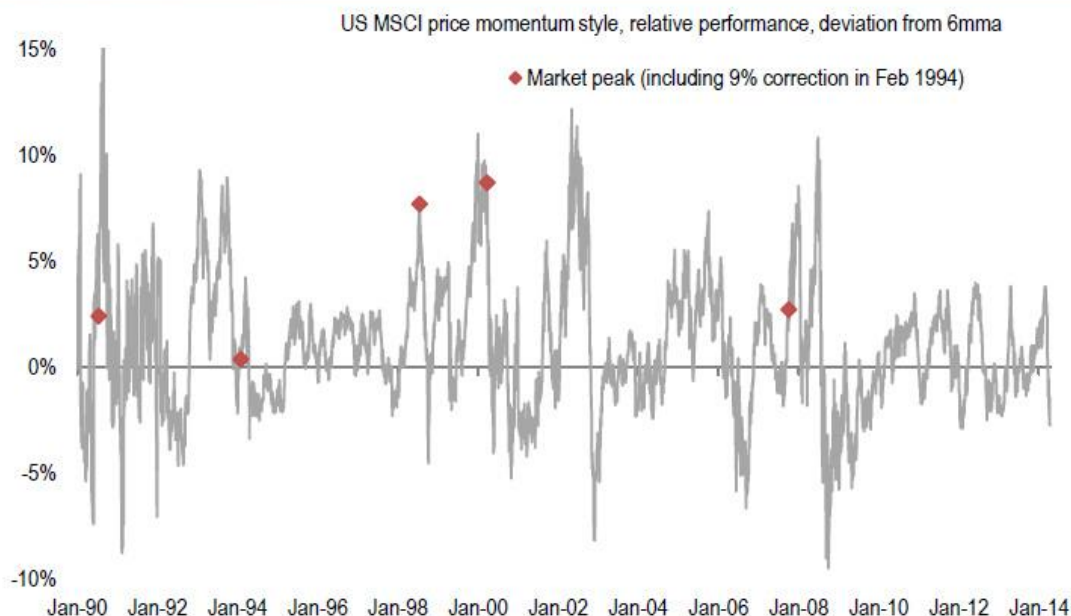
Но даже если у кого-то есть опасения, что после “ралли” американских акций может произойти обвал, мы предлагаем взглянуть на график ниже (источник: твиттер [@csresearch](#)). Аналитик Credit Suisse комментирует график: “*The reversal in price momentum doesn’t point to an increased risk of a market correction*”. То есть он не верит, что сейчас акции США могут упасть. Поясним логику.

1) Momentum - это один из факторов предсказуемости акций (его называют “фактором отдачи” и он входит в некоторые “модели ценообразования” акций). Momentum рассчитывается следующим образом - сортируются акции за последний период (типично 6 месяцев, хотя в расчетах Credit Suisse это 12 месяцев). Топовые акции затем покупаются на некоторое время. Такая стратегия является в среднем прибыльной. Однако прибыль проявляется не всегда, иногда возможны убытки. Momentum, похоже, связан с тем, что инвесторы любят “покупать то, что растет” (и как противоположность, “продавать, что падает”).

2) Пузырь акций - это близкое по смыслу состояние, когда инвесторы покупают акции, потому, что их покупают другие. Во время пузыря “фактор” momentum

проявляется на полную силу. Пузыри могут надуваться не на всем рынке, а на некоторой его части. Например во время технобума конца 90-х это были “ТМТ” - технологии, медиа и телекоммуникации. Во время надувания пузыря momentum должен работать на полную силу.

**Figure 39: Price momentum was not nearly as overbought as it was at the time of the start of previous bear markets**



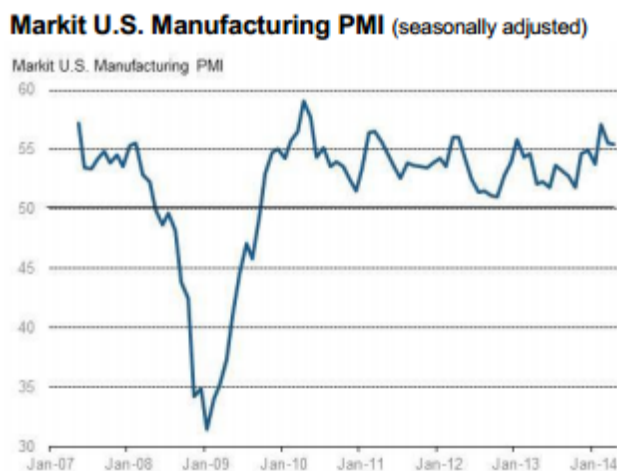
Source: Thomson Reuters, Credit Suisse research

График Credit Suisse подтверждает эту идею. Предыдущие эпизоды крахов (помечены точками) происходили когда фактор momentum был в положительной зоне, то есть “работал”. Сейчас momentum в минусе, то есть трендовая торговля не является эффективной, то как-бы отрицает идею пузыря.

График индекса Nasdaq Biotechnology на первой странице показывает, что, по крайней мере, в “трендовых” бумагах биотехнологий уже случилась коррекция. Так что пузырь, если он и был, то уже заметно “подсдулся”, не затронув широкого рынка (индекс S&P 500 находится в ~1% от исторических максимумов).

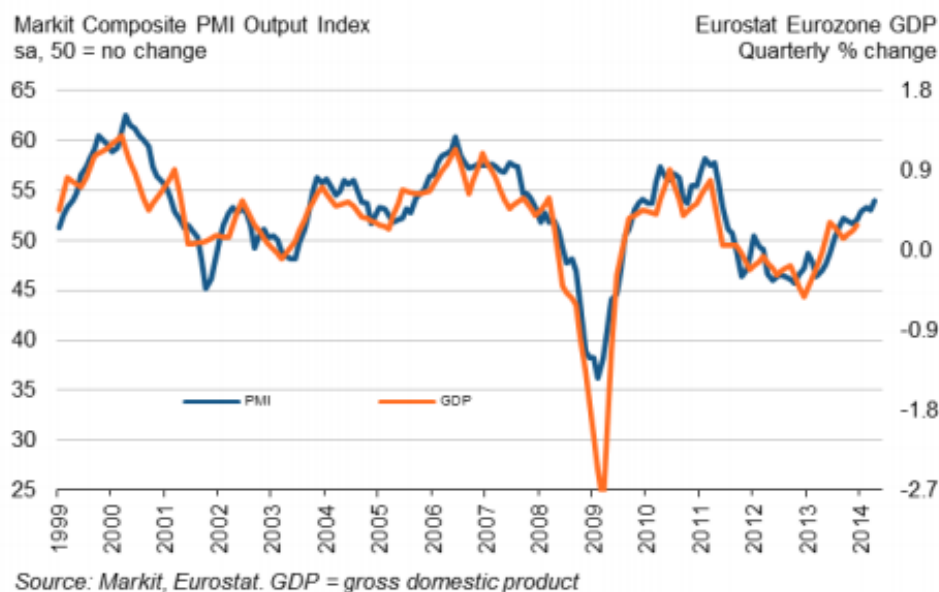
Так что наш вердикт: американские акции, действительно, пока не готовы обваливаться. Даже несмотря на случившийся бурный рост.

Вчера вышли промежуточные апрельские данные по PMI в США, которые говорят о неплохом росте экономики. Выпуск промышленности Штатов растет [самыми большими темпами с 2011](#) года.



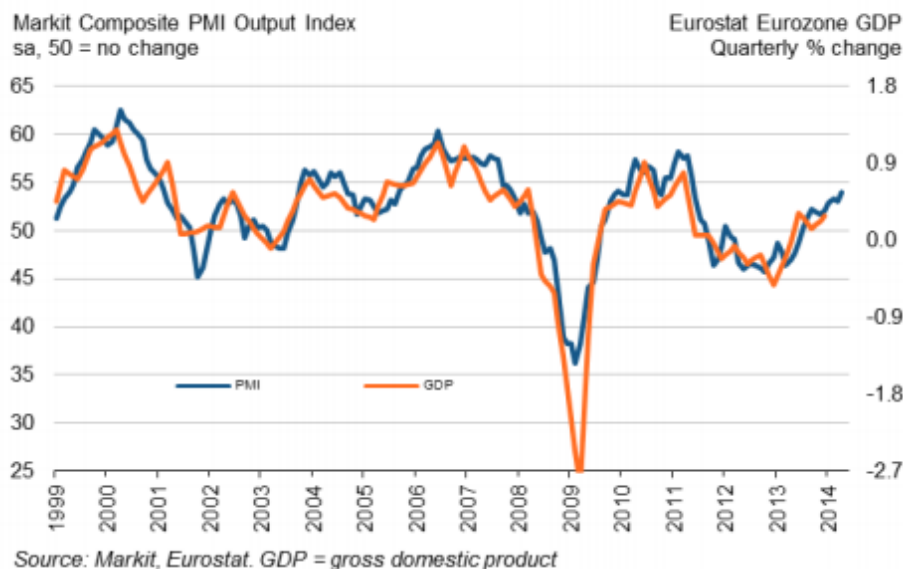
Source: Markit.

## Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP

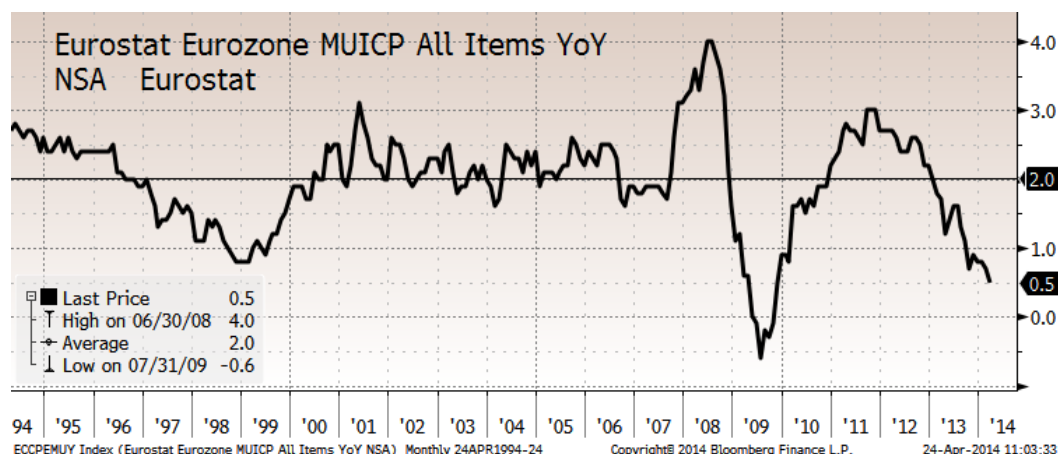


Вышедшие вчера в **Еврозоне** данные “[Flash PMI Composite Output Index](#)” находятся на максимуме за 35 месяцев и предсказывают рекордный с 2011 года рост ВВП Еврозоны. Долговой кризис преодолен на финансовых рынках (вчера Португалия разместила 10-ти летние облигации под 3,58% годовых с переподпиской в 3.5 раза!), сейчас он преодолевается в реальной экономике. Рост ВВП на этом основании оценивается в +0.5% во втором квартале по сравнению с +0.4% в первом (это после сезонных корректировок, но не приведено к привычному годовому выражению).

## Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP

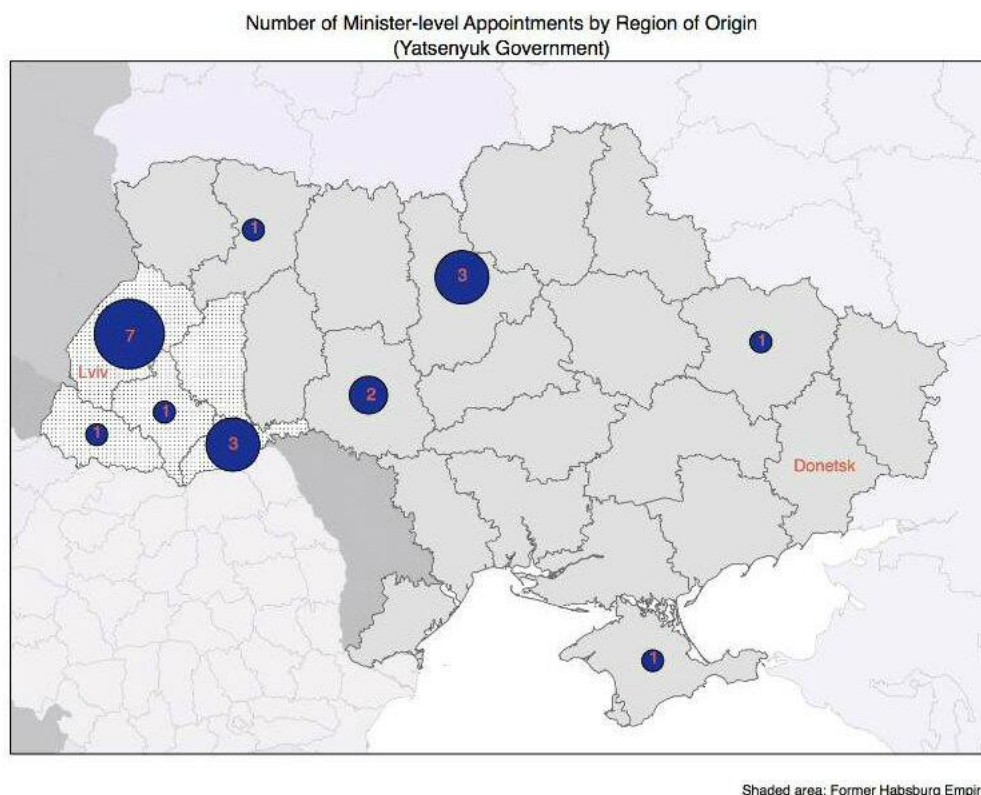


Субиндексы говорят о росте промышленности, предвещают снижение безработицы. Проблемой Еврозоны является низкая инфляция, находящаяся на уровне 0.5%, что вынуждало многих аналитиков предсказывать некоторый вариант QE от ЕЦБ. Но сейчас, после неплохих апрельских данных PMI снижается вероятность запуска “печатания” евро.



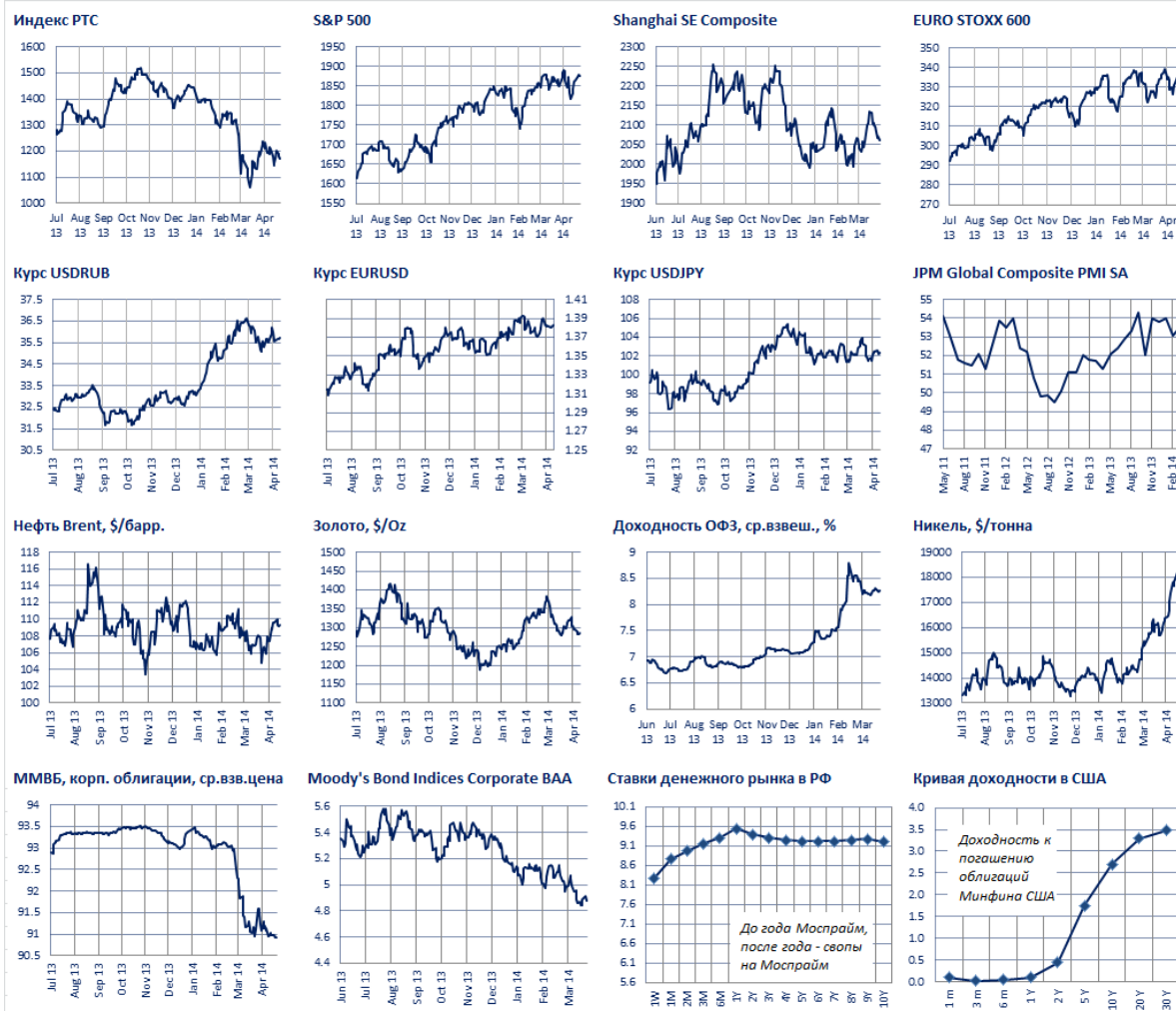
Все написанное выше это имеет слабое отношение к **ценам российских активов**. Президент В. Путин и правительство поставили экономику страны в подчиненное положение по сравнению с геополитическими интересами. Мы стараемся не использовать эмоциональную компоненту в анализе сложившегося состояния, что сейчас делает большинство наблюдателей. Позиции поляризованы и нас одни могут обвинить в “недостаточном патриотизме”, а другие в поддержке “имперской политики” России. Ни того ни другого нет, мы думаем, что понимаем аргументы обеих сторон.

Карта ниже показывает суть проблемы. Новая киевская власть назначает на министерские посты выходцев с западных регионов и игнорирует юговосточные. Угроза ввода войск России позволяет этим регионам активнее заявлять свои права. Это сейчас, видимо, является приоритетом для России, хотя и приводит к угрозам новых санкций.





## 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.