

Обзор рынков

Вторник, 27 октября 2015

- На рынках акций небольшая коррекция после двухдневного роста. S&P 500 минус 0.2%, откатился от 9-ти недельного максимума. [Завтра](#) комитет по ставкам ФРС (FOMC) объявит свое решение (21:00 МСК), но нет никаких ожиданий, что ставки будут изменены и на этом заседании, и в этом году вообще. Комментаторы [указывают](#) на то, что выходящая в США отчетность по прибыли текущего сезона оказывается хуже ожиданий. STOXX Europe 600 упал на 0.4%.
- Индекс ММВБ закрылся минус 0.8%, хотя в начале сессии был +0.3%, а днем падал до минус 1.6%. В общем, было волатильно, хотя причину мы не поняли.
- Brent несколько упал, 47.2 долл./барр., а с ним снизился рубль на 63/долл.

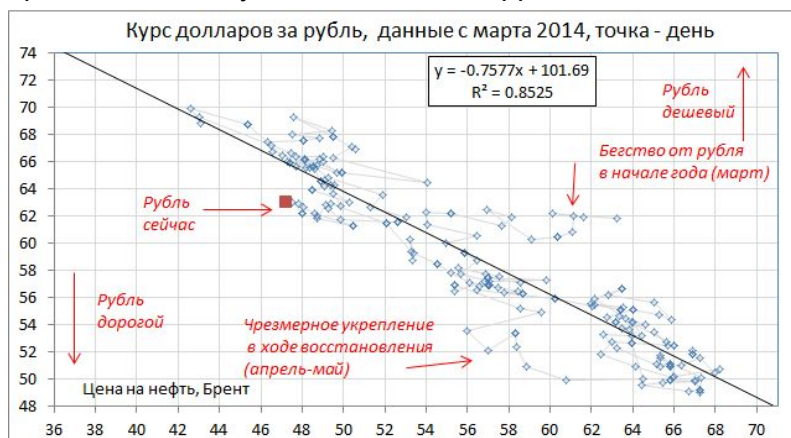
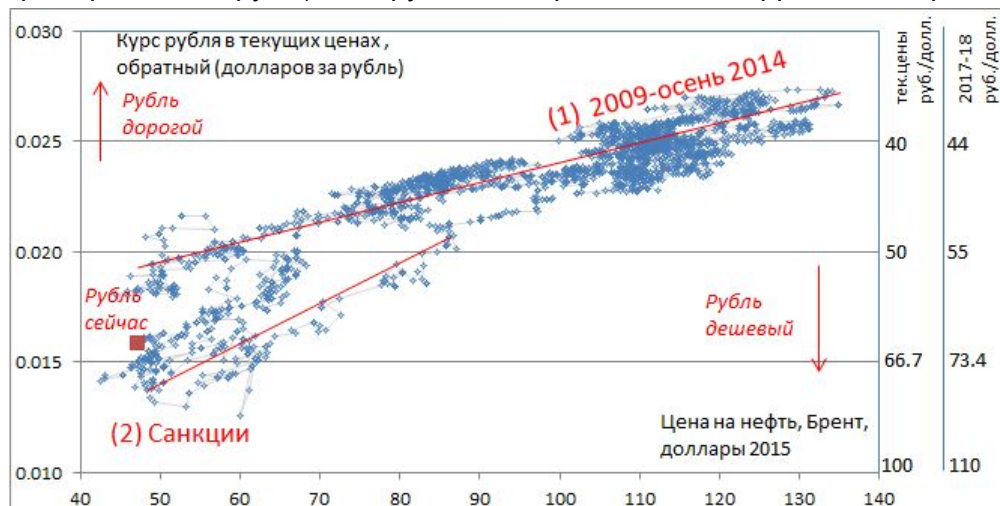


Диаграмма рассеяния (“[скаттер плот](#)”) ниже показывает, что рубль стал слегка дороговат по сравнению с сложившимся в последние месяцы режимом колебаний, что потенциально говорит о возможности снижения курса до примерно 66.

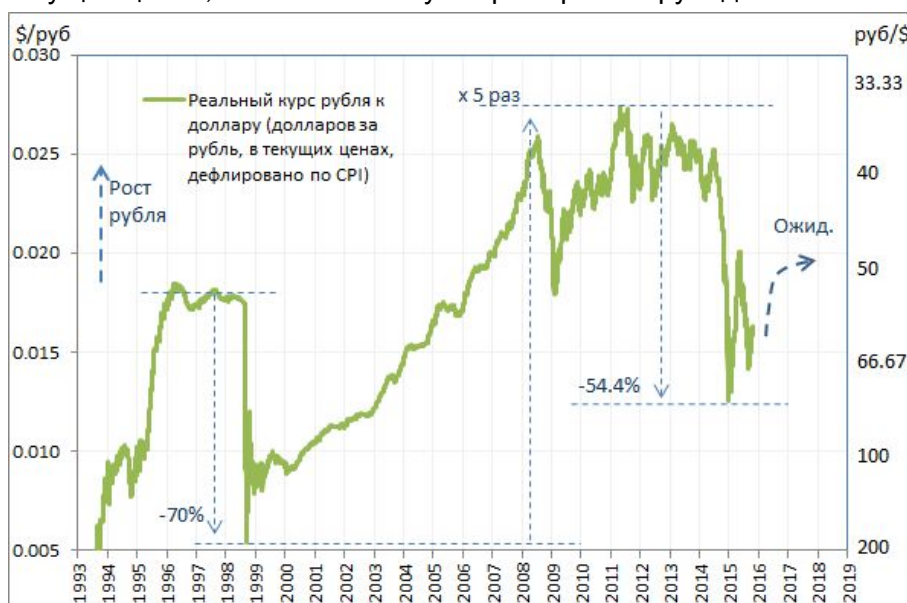
Мы предупреждаем, что график выше - это феноменологическая модель, которая не предназначена для долгосрочного прогнозирования, а позволяет только понять текущую чувствительность к ценам на нефть. Как можно посчитать из уравнения регрессии, движение брента на 10 долларов означает движение курса рубль-долл. примерно на 7.6 руб. (67.59 руб./долл. при 45 долл./барр. и 60.02 при 55).



Более разумная модель должна учитывать инфляцию, как на графике выше, где все показатели реальные. На нем мы выделяем два режима колебаний, (1) -

досанкционный и (2) - связанный с прекращением доступа к западному рынку долга и бегством от рубля. До тех пор, пока платежный баланс РФ остается перекошен в сторону гашения долга мы бы ожидали колебаний где-то посередине между (1) и (2), что, собственно пока и происходил. Это позволяет примерно предполагать разумные границы курса рубля в районе 60+ (т.е. от 60 до 70) при ожидаемы ценах на нефть несколько ниже 49.

Базовые ожидания сейчас предполагают, что нефть со временем может подняться ближе к 60 долл./барр., а РФ постепенно сможет возратить свой долг. Тогда рубль сможет вернуться к режиму колебаний описываемых трендом (1). Курс рубль-долл. в реальном выражении, тогда сможет вырасти, приблизительно до 0.02 долл./руб. в текущих ценах, что соответствует примерно 50 руб./долл.

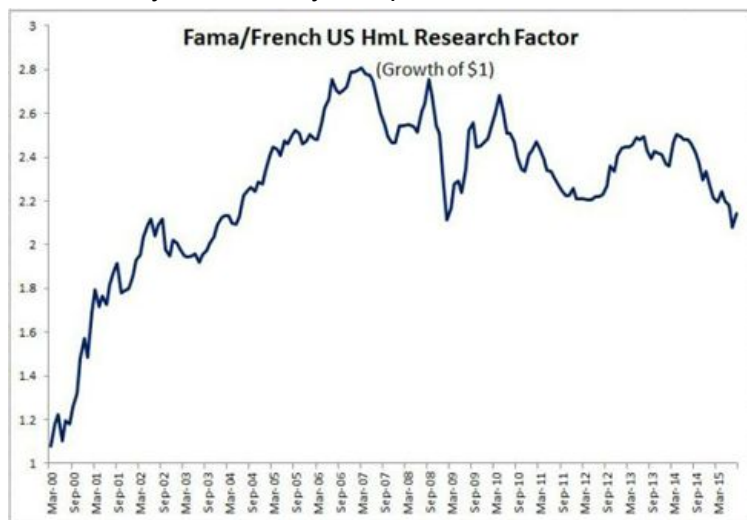


Собственно этот прогноз и отражает пунктирная стрелка на графике выше. В номинальном выражении в 2018 и 2019 г. курс будет чуть хуже, из-за инфляции. Если предположить инфляцию, в среднем по 6% в 2016 и 2017 г., то нужно внести поправку порядка 10% (12% рублевой инфляции минус 2-3% долларовой). Номинальный курс будет около 55 руб./долл. Итак, на ближайшие месяцы можно ожидать колебаний в районе 60+, через год-два, возврат к 50+. Если очень повезет, можно будет увидеть курс ниже 50 руб./долл.

Напоследок, немного о премии за стоимость или value premium. Грэхем и Додд впервые увидели возможность стоимостного инвестирования на фондовом рынке, (вложения средств в акции компаний, которые недооценены рынком по сравнению с фундаментальной стоимостью). Хотя официально считается, что Basu первым заметил «эффект стоимости» - аномалию, не укладывающуюся в модель CAPM. Суть эффекта заключается в том, что акции стоимости с низким значением мультипликаторов (например, EV/EBITDA) показывают более высокие доходности в будущем, чем акции роста с высоким значением мультипликатора. Фама и Френч формализовали две аномалии, наблюдающиеся на рынках (стоимости и размера) в своей трехфакторной модели, построив приближение факторов риска, связанного с недооценкой компании и небольшим размером. Фактор стоимости и фактор размера отражают часть систематического риска, необъясненного рыночным. Эти три фактора плотно вошли в финансовую экономику, правда на регулярной основе на out-of-sample

эти факторы не могут переиграть рыночный портфель.

В этом году на американском рынке стоимостная стратегия не работает, зато присутствует моментум эффект. Несколько лидеров - акций победителей типа Amazon, Google, Apple, Facebook, Netflix продолжают устойчиво «аутперформить». Акции стоимости существенно проигрывают по доходности по сравнению с акциями роста. [Ниже представлена динамика фактора стоимости HML \(high minus low\) –](#) арбитражного портфеля, предполагающего занятие инвестором длинной позиции по портфелю из акций стоимости и короткую, соответственно, по портфелю, охватывающему акции роста (переоцененные). Фактор стоимости показывают понижающую динамику на протяжении последнего десятилетия.



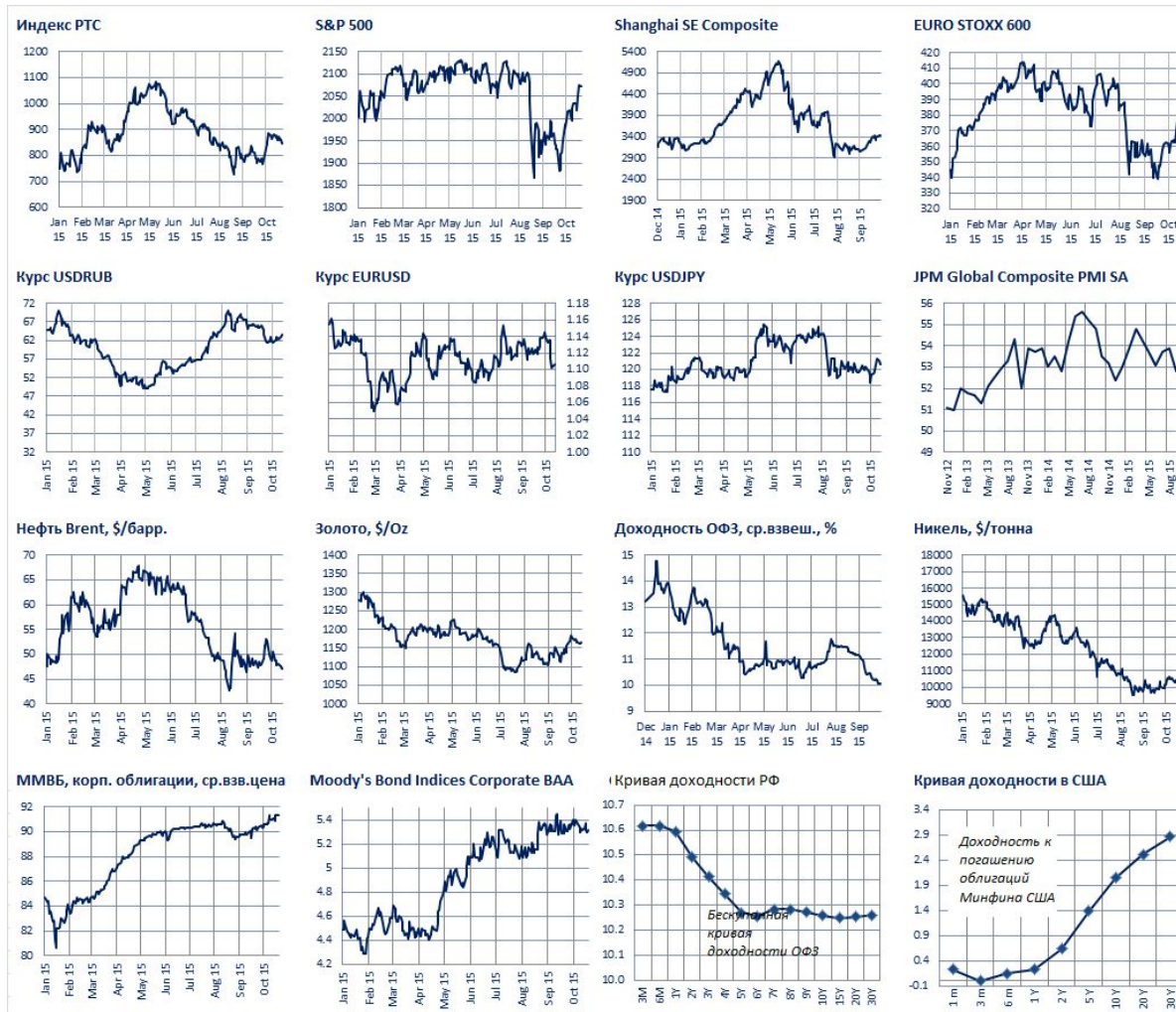
HML фактор был положительным на 930 всех 951 десятилетних периодов (rolling методика со сдвигом каждый месяц), или 98 % времени. Сейчас мы находимся в 2% распределения. Это худший десятилетний период для фактора стоимости с конца 90- годов. В чем причина такого поведения фактора стоимости не очевидна. Возможно, неудачные сектора вошли в когорту акций стоимости, в частности, финансовый сектор и энергетика, переживающие не лучшие времена, и финансы до сих пор не восстановились после кризиса 2008 г.



Выражаясь проще, те кто в покупает недооцененное на рынке США с конца 90-х, проигрывают. То есть можно сказать, фундаментальный анализ не работает пока.



Графики:



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.