

Обзор рынков.

Четверг, 28 ноября 2013

- Рубль упал до 33.22 руб./\$ и до рекордного минимума по бивалютной корзине. Без паники! Это ожидаемая сезонная слабость и временный рост доллара.
- Российские акции продолжают разочаровывать. Индекс ММВБ равен уровню закрытия 2012 года.

Комментарий:

Отечественные акции вчера вновь упали, индекс ММВБ минус 0.6%, опустился на минимальные уровни с сентября.

Текущее значение ММВБ почти в точности равно закрытию 2012 года, что характеризует “широкий боковой тренд”, продолжающийся в отечественных акциях с 2011 года. Также напомним, что индекс ММВБ впервые поднялся до этих уровней весной 2006 года (почти 8 лет назад и это без учета инфляции). А после кризиса снова достиг их в апреле 2010-го (почти 4 года назад).

На мировых рынках обстановка лучше. S&P500 +0.25%, новый исторический максимум по закрытию. Bloomberg European 500 +0.5%, в районе максимальных уровней после кризиса. В США сегодня день благодарения - торги будут закрыты.



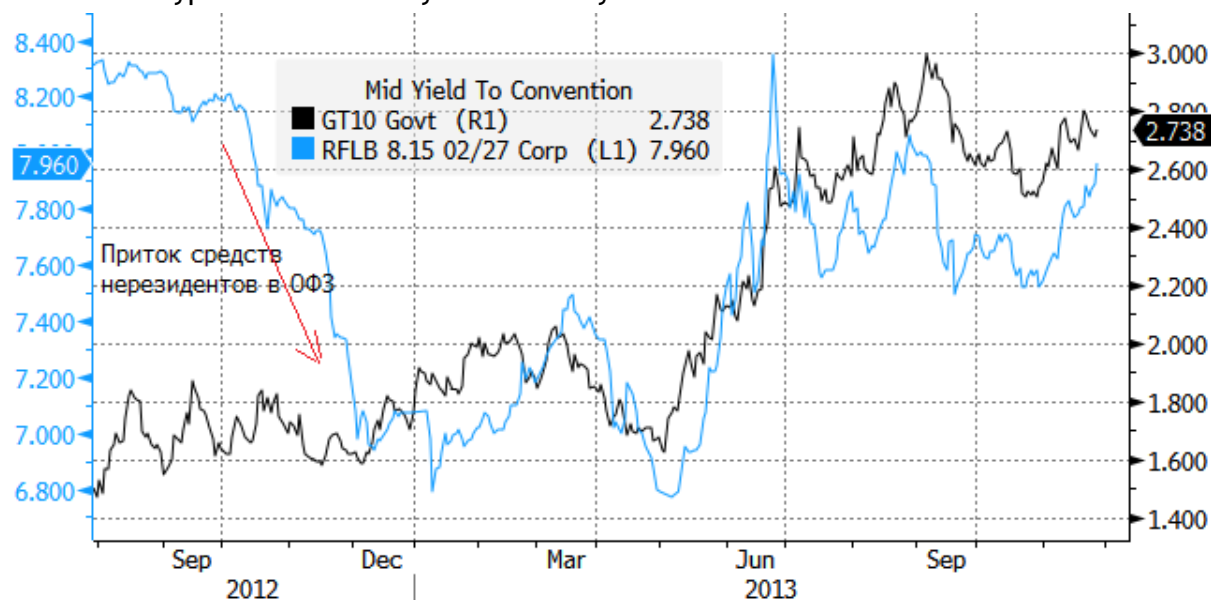
Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

28-Nov-2013 09:49:17

Давление на российские акции совпадает со общим давлением на развивающиеся рынки. График выше показывает общую доходность (с дивидендами) с конца мая 2008 года. Бразилия, которая была “модной” в 2010 г. и, даже, достигала докризисных максимумов сейчас превратилась в большую парию, чем Россия. Идея BRIC канула в Лету, сырьевые компании выпали из моды вместе с пониманием что “сырьевой суперцикл” прошел.

Интересно, что снижение акций совпадает со снижением “длинного конца” ОФЗ, который вновь достиг района 8% годовых. Это уже случалось в мае-июне на

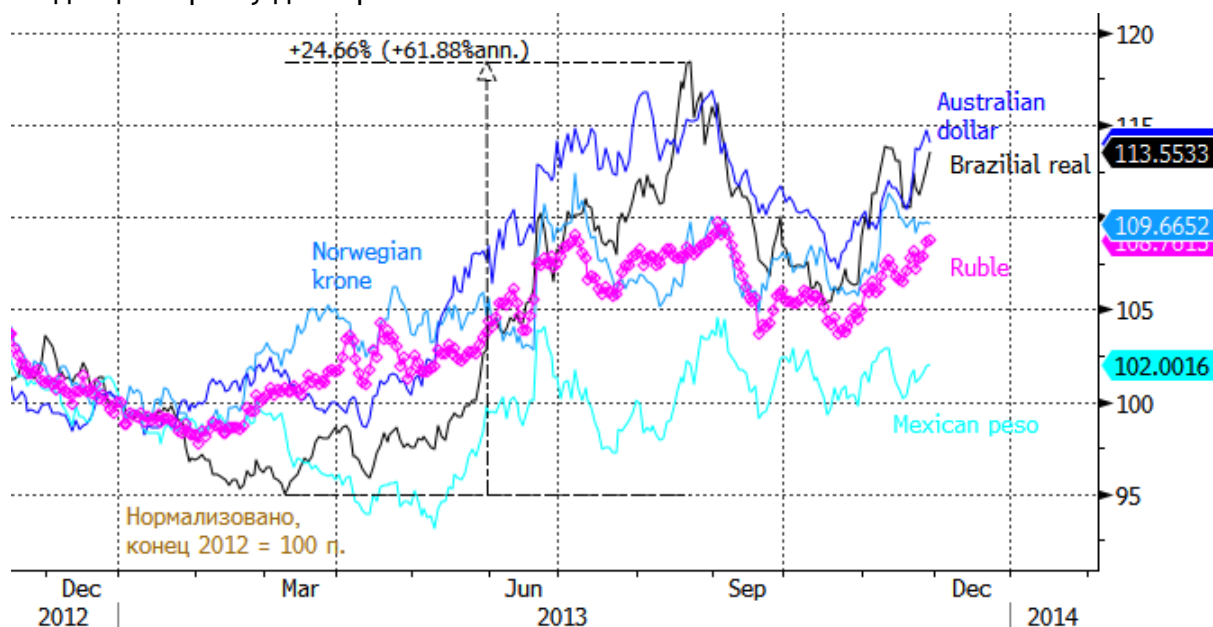
“tapering”-е, снова повторилось в августе, и вот, сейчас - в ноябре. Мы полагаем, что на этих уровнях ОФЗ заслуживают покупки.



CT10 Govt (US TREASURY N/B) OFZ2027 vs US GT10 Daily 30JUL2012-30JUL2013 Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P. 28-Nov-2013 10:12:32
Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P. 28-Nov-2013 09:49:17

На этот раз снижение ОФЗ происходит без активного движения длинных госбумаг США, и является специфической тенденцией. Очень вероятно, что падение ОФЗ и давление на акции развивающихся стран отражает “выход” иностранного капитала с развивающихся рынков. Причина этому мало понятна.

Падение рубля. Похоже, что снижение происходит из-за общей “систематической” тенденции к росту доллара.



BRL Curncy (Brazilian Real Spot) CURRENCIES IN CRISIS Daily 01JAN2011-09JUN2010 Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P. 28-Nov-2013 10:23:55

Традиционный график показывает, что случившееся в последнее время падение рубля не является уникальным и по размаху даже меньше, чем падение австралийского доллара и бразильского реала. Мы полагаем, что это движение вновь отражает развал стратегий “кэрри-трейда”.

График ниже показывает, как работает эта стратегия с бразильским реалом. Это экстремальный вид валюты, но зато очень показательный. Бразилия имеет огромные внутренние ставки (из-за низкой нормы сбережений внутри страны), так что стратегия работает очень хорошо.

Займы в долларах, конвертация и размещение в реалах дает очень большую доходность, составлявшую порядка 30% годовых до кризиса, затем 30% годовых после кризиса. Есть важное статистическое свойство, что валюта с высокими ставками имеет тенденцию к укреплению, а с низкими ставками - к снижению.



Подобные стратегии проводятся с другими валютами, включая рубль, австралийский доллар. Источником фондирования часто является японская йена, а сейчас - доллар и евро, как зоны с нулевыми ставками.

Однако эта игра чревата периодическими потерями, связанными с нежелательным движением реала к доллару. Поэтому спекулянты игры имеют тенденцию “таймить” стратегию - стараясь поймать период роста и не словить обратное движение.

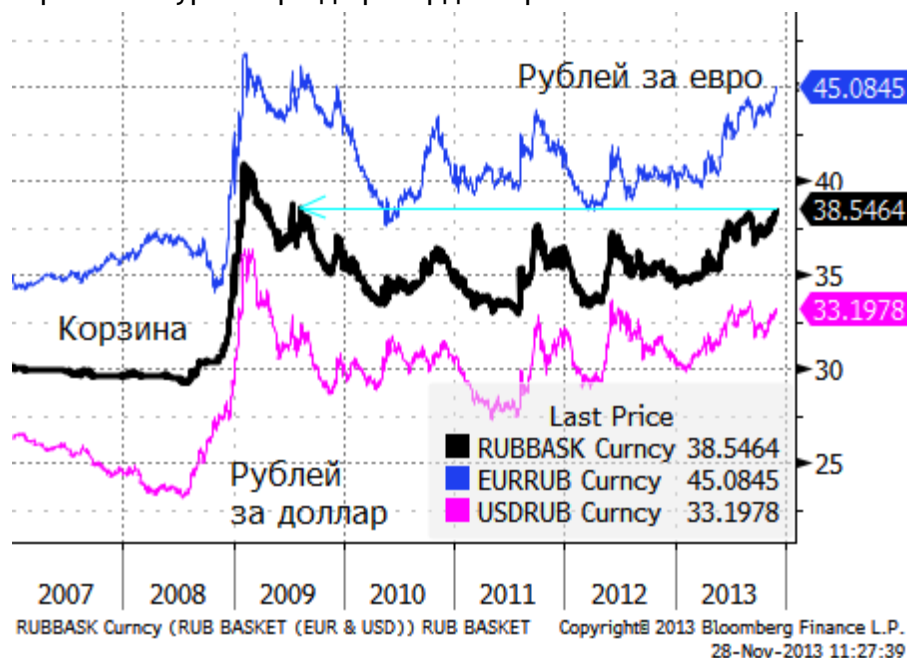
Слом подобной игры уже случился в мае-июне, когда ФРС намекнула на возможность завершения QE. Это вызвало закрытие сделок, укрепление валют с высокими ставками, что спровоцировало лавинообразное закрытие по “стопам” сделок других кэрри-трейдеров. При этом закрываются сделки по всем или многим позициям, что приводит к волнам роста или падения доллара к другим валютам. Колебания, которые мы видим в осенние месяцы являются отголосками этих событий. В сентябре вышли слабые данные, ФРС не пошла на сокращение QE, что привело к укреплению валют с высокими ставками, сейчас, мы думаем, пошло обратное движение.

Мы осознаем, что наша попытка связать колебания рубля с сезонными факторами в этой связи выглядит сомнительной. Но мы считаем, что в этом есть смысл. Рубль имеет тенденцию дешеветь в конце года, и укрепляться в начале. Возможно, так и случится на этот раз. Только на это движение накладывается слишком много других факторов.

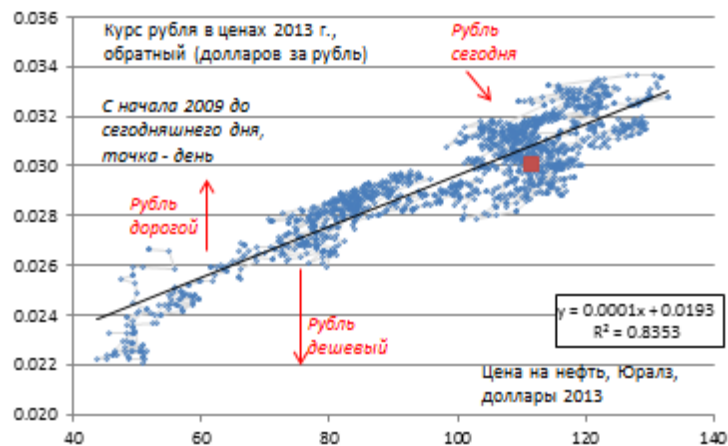
Если почитать российских комментаторов, то они видят в этом внутрироссийские проблемы, а не системную общемировую тенденцию.

К примеру, представитель “БКС” сегодня в “Ведомостях” заявил: “Все понимают - еще один Мастер-банк Агентству по страхованию вкладов будет сложно пережить”. На это можно указать, что по закону бюджет должен добавить деньги АСВ, так что средства на компенсацию потерь вкладчиков будут всегда. Даже если активы АСВ станут равными нулю.

Паникерскими настроениями россиян не удивить. За последний месяц мы слышали прогнозы курса 36, 37 руб./\$ и так далее. Вот заголовок с сайта ura.ru сегодня: “Скупайте доллары и евро! Рубль уже ничто не спасет — такого стремительного падения Россия не видела много лет”. Многих перепугало падение бивалютной корзины и курса евро до рекорда с кризиса.



Мы не видим в этом проблемы. Рубль *должен* падать ежегодно к доллару, евро, бивалютной корзине примерно на величину инфляции. При инфляции в РФ сейчас около 6%, а в твердых валютах около 2% разница составляет около 4%, что означает необходимость ежегодного падения курса рубля к доллару примерно на 1.3 руб. (= 4%*33 руб./\$), чтобы сохранялся паритет покупательной способности. Курс сейчас не сравним с курсом который был в 2009 году.



Вот график, сравнивающий реальный рубль с реальной нефтью. Рубль сейчас слегка дешев, но не катастрофически дешев. На этом основании его нужно

покупать. Из этой модели можно вывести “ошибку” предсказаний, объясняемую иными факторами.



Сейчас рубль отклонился примерно на 2% от своего исторического значения и мы полагаем, что его нужно покупать. Мы не верим в прогнозы курса 36 или 37 руб./\$. Даже если допустить провал до такого значения, он не сможет быть устойчивым и курс неизбежно вернется обратно. Наши ожидания - в начале 2014 г. курс будет ближе к 32 руб./\$.

Разное:

- Две хорошие новости для «Русала». Совещание с металлургами, прошедшее 25 ноября, принесло свои плоды.
Во-первых, правительство готово субсидировать программы компаний по трудоустройству сотрудников, уволенных с закрывающихся неэффективных заводов. Всего программа на 2014 г. имеет бюджет в 200 млрд. руб., часть которых получают металлурги. Причём главным бенефициаром является как раз «Русал», закрывший одно предприятие и законсервировавший ещё четыре. Остальные компании либо уже закончили программы, либо продают заводы целиком.
Во-вторых, правительство может создать фонд, в который будет скуплено около 1 млн. т. алюминия. Это почти четверть годового производства «Русала» до закрытия заводов. Программа рассчитана на 3-5 лет. По текущим котировкам на Лондонской бирже металлов подобная мера обойдётся примерно в 55 млрд. руб. Компанию это хоть немного, но поддержит, а правительство сможет ещё и заработать - цены на алюминий сейчас на минимумах с сентября 2009 г. При этом крупнейшие производители металла проводят программу сокращения производства,

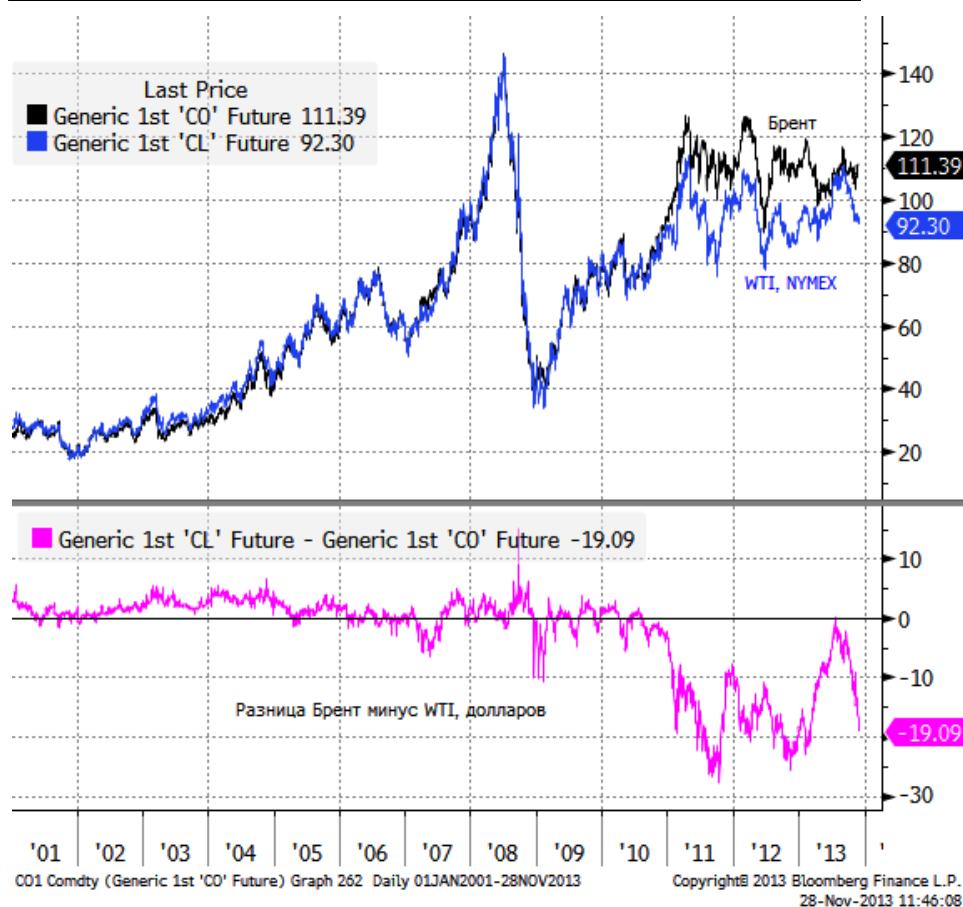
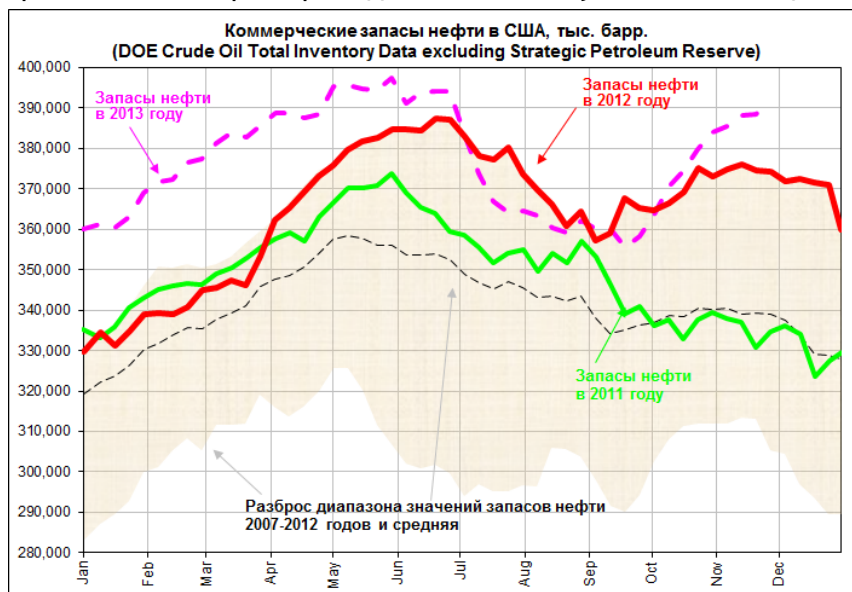
за счёт которой цены в ближайшие 2-3 года должны подняться.

- Простаивающие мощности Лисичанского НПЗ (ЛИНИК) неожиданно привлекли внимание украинских властей. ЛИНИК с мощностью 16 тыс. т. нефти в год, принадлежавший ранее «ТНК-ВР», перешел в собственность «Роснефти». Сейчас Украина ведет переговоры о частичной (50%) или полной покупке НПЗ. Потенциально рассматриваются два претендента на ЛИНИК: Восточноевропейская топливно-энергетическая компания (ВЕТЭК) и Group DF. Первоначально актив оценивали низко, в \$200 млн. В последние годы деятельность НПЗ убыточна из-за высокой цены импортируемой нефти из России.
- «Сбербанк» отчитался по МСФО за 9 месяцев 2013 г. Чистая прибыль выросла на 2%, до 268,3 млрд. руб., квартальная на 7,2%, до 93,8 млрд. руб. Чистая процентная маржа сохранилась на уровне прошлого года (5,8 п.п.). Вырос кредитный портфель - корпоративный на 8,7% (8,94 трлн. руб.), розничные на 21% (3,43 трлн. руб.). Из негативных факторов - существенный рост отчислений в резервы под обесценение - рост в 10 раз, до 106,8 млрд. руб. Сказывается ухудшение макроэкономической ситуации - низкие темпы роста экономики в РФ, низкие цены на сырьё (кроме нефти) в мире. Г.Греф заявил, что «Сбербанк» готовится к пузырю на рынке потребкредитования, досоздавая резервы и ужесточая условия выдачи новых кредитов.

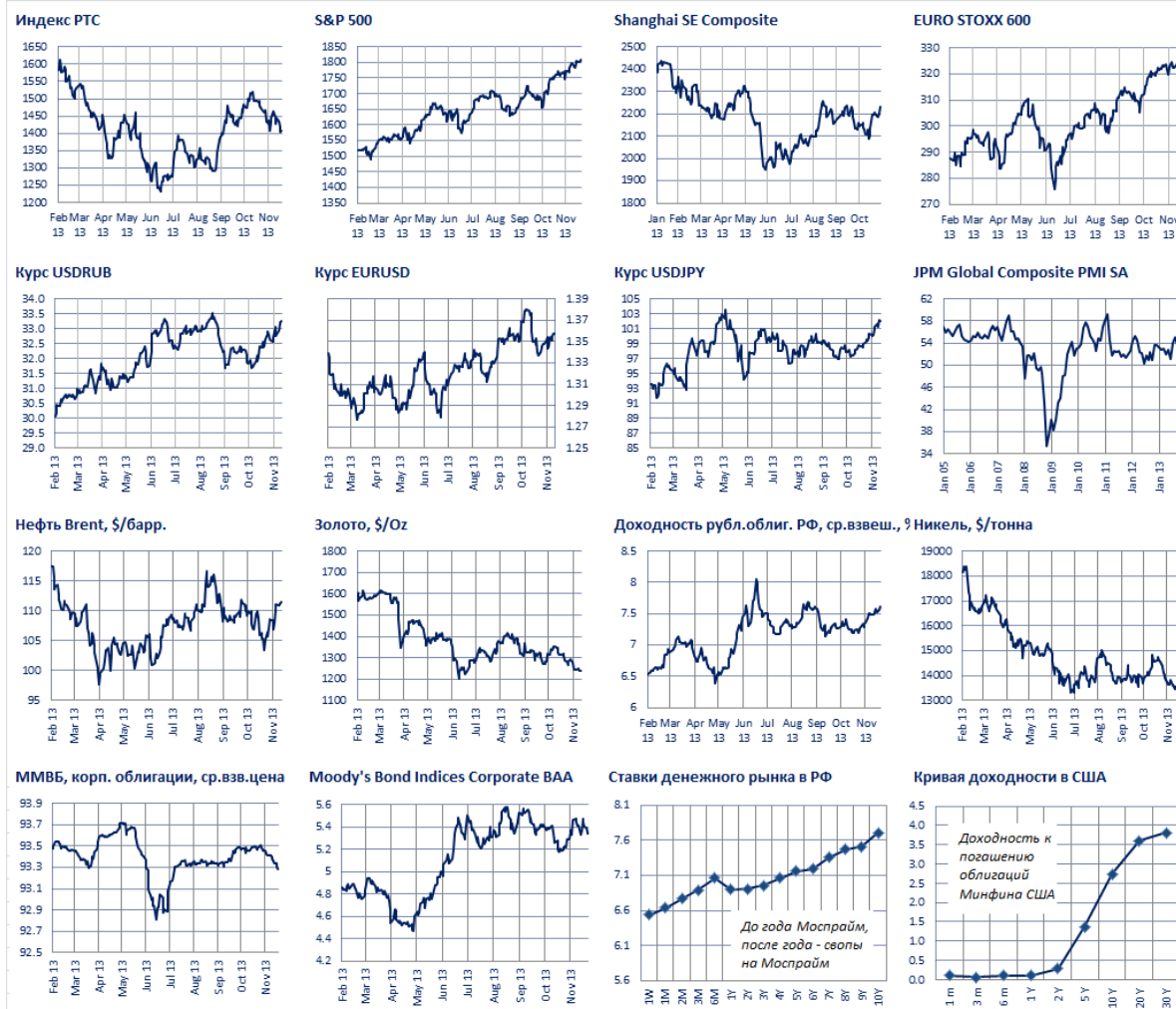


- Вот еще один график, который, был популярным [среди пользователей Блумберг](#). Сравнивает траекторию акций США с тем, что было перед Великой Депрессией. Мы спокойно относимся к подобным рассуждениям, вряд ли они являются доказательными.
- Цены на нефть падают в США и остаются стабильными в других частях света. Это

связано с тем, что в США происходит затоваривание, как видно по графику запасов. Рынок США остается изолированным, рост производства сланцевой нефти, проблемы экспорта приводят к заметному отклонению цен.



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.