

Обзор рынков

Четверг, 29 мая 2014

- На рынках облигаций идет ралли - падают долгосрочные ставки в США и мире.
- Опубликована [еженедельная инфляция Росстата](#). По состоянию на 26 мая годовые темпы можно оценить в 7.5%. Похоже, столько будет за май, который обещает стать пиковым месяцем по инфляции. Напомним, что в феврале темпы были 6.2%, а медианный прогноз в Блумберг на конец 2014 - 6.0%.

Комментарий:

Индекс ММВБ +0.6%, снижение предыдущего дня прекратилось и пока можно сказать, что российские акции демонстрируют устойчивость. Даже после случившегося в мае роста отечественные акции остаются одними худшими в мире в текущем году (в таблице все изменения - долларовые)

Рубль поднялся до 34.55 за доллар, что можно считать продолжающейся коррекцией после роста. Центробанк [продолжает покупать](#) по 100 млн. долларов в день для правительства в Резервный фонд. Если бы не эти покупки, можно было бы увидеть курс ниже 34.

На рынках развитых стран почти нет изменений: S&P 500 потерял 0.1%, STOXX Europe 600 - еще меньше 0.05%.

На юговостоке Украины продолжаются столкновения и рухнули надежды на диалог и снижение напряженности после выборов президента.

Страна	Индекс	Тек.год.
Италия	FTSE MIB INDEX	12.1
Норвегия	OBX STOCK INDEX	12.1
Бразилия	BRAZIL IBOVESPA IN	7.8
Португалия	PSI 20 INDEX	7.2
Испания	IBEX 35 INDEX	6.9
Франция	CAC 40 INDEX	4.0
Греция	Athex Composite S	3.4
Ю.Корея	KOSPI INDEX	3.4
США	S&P 500 INDEX	3.3
Евросоюз	BLOOMBERG EUROP	3.2
Германия	DAX INDEX	2.5
Великобритания	FTSE 100 INDEX	2.4
Мексика	MEXICO IPC INDEX	-0.1
Кипр	GENERAL MARKET I	-0.1
Венгрия	BUDAPEST STOCK E	-1.8
Казахстан	Kazakhstan KASE St	-1.9
Гонконг	HANG SENG CHINA I	-5.0
Китай	SHANGHAI SE COMF	-6.3
Япония	NIKKEI 225	-6.9
Украина	Ukrainian Equities I	-7.6
Россия	RUSSIAN RTS INDEX	-9.9



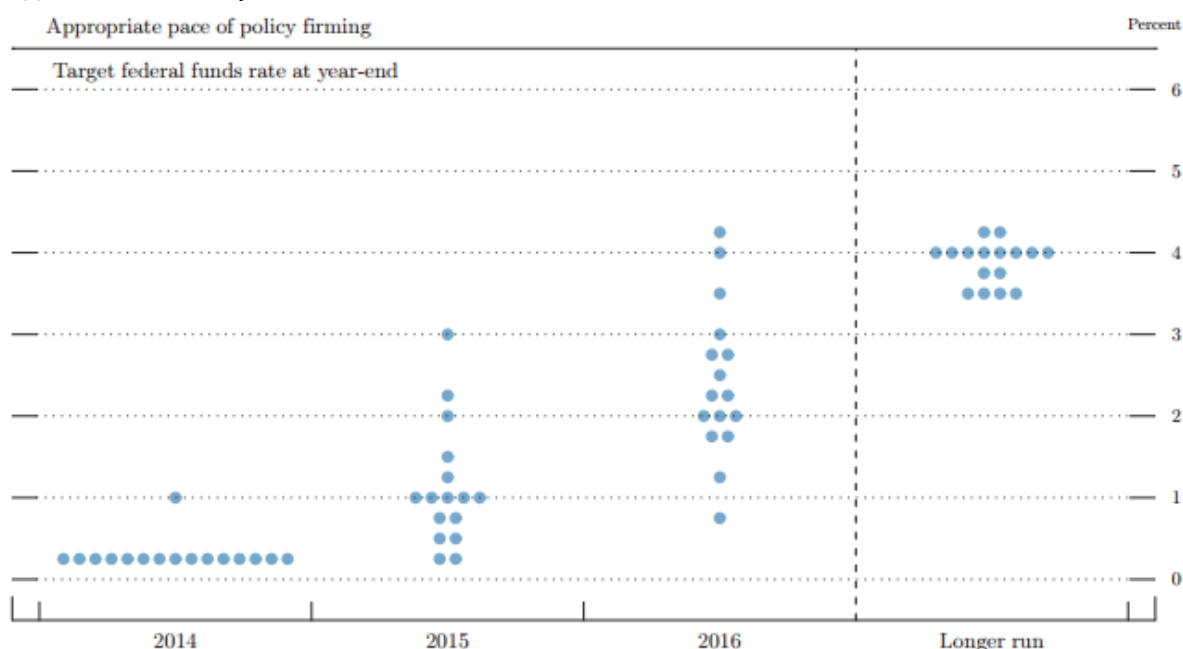
Важной тенденцией на мировых рынках стало снижение доходности длинных, 10-ти летних облигаций США, задающих тон всем остальным долговым рынкам. Наиболее вероятно, это связано с ожиданиями процентных ставок. Теоретически такое движение должно подстегнуть спрос на другие активы, включая акции, долги развивающихся стран в национальной и твердых валютах. Поясним идею.

В теории формирования кривой доходности чаще всего используются следующие предположения. Ставка долгосрочной облигации формируется как сумма ожидаемых средних краткосрочных ставок (которые устанавливаются ФРС), плюс премия за держание длинных облигаций - bond risk premium или BRP. Эта премия должна компенсировать риски, связанные с “длинным концом”, включая повышенную волатильность и возможное ускорение инфляции. Теоретически премия может быть отрицательная из-за хеджирующих свойств “длинного конца” (растут во время кризисов и рецессий).

Итак, колебания доходности длинных облигаций могут отражать изменения ожиданий ставок ФРС, которая зависит от взглядов на развитие макроэкономики, прежде всего, инфляции и безработицы. Но также это может быть связано с колебаниями премии BRP.

Изменения “длинных” ставок США в последние годы (см. график выше) можно трактовать следующим образом. В 2011-2012 году они падали из-за влияния европейского кризиса. Он ухудшал перспективы американской экономики и снижал ожидания по коротким ставкам. Также снижалась BRP, предположительно, до отрицательных значений.

В апреле-мае прошлого года ФРС сообщила, что собирается сворачивать программу QE, и инвесторы переполошились из-за осознания, что ставка скоро пойдет вверх (22 мая была годовщина этого процесса, которое именуют жаргонным выражением “[taper tantrum](#)”). Сворачивание не означает повышения ставок, но это мера по подготовке к нему.



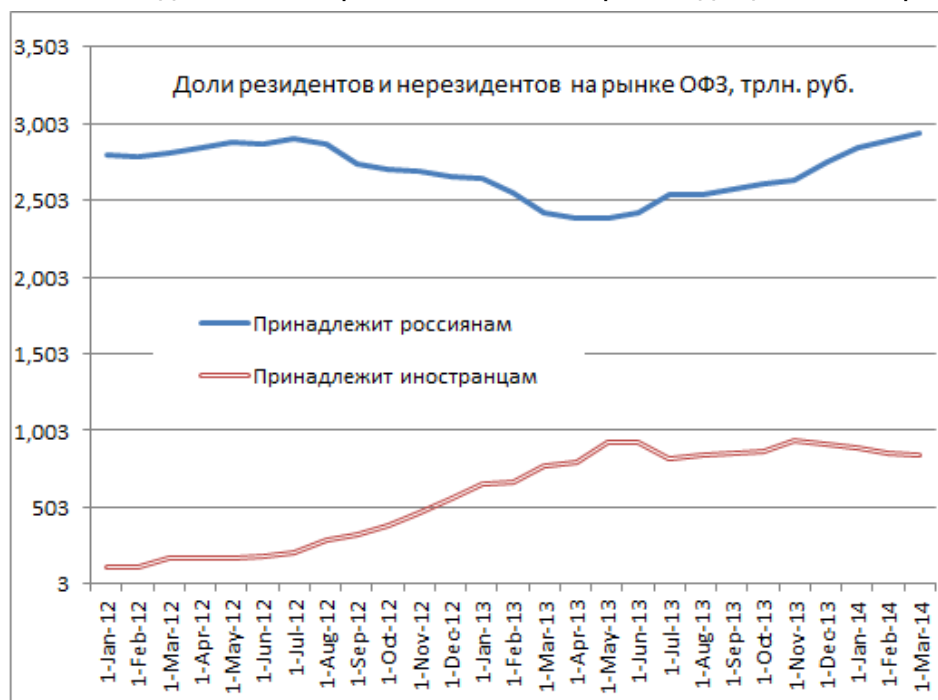
Падение ставок американских “десяток”, происходящее в этом году отражают падающие ожидания ставок ФРС. Один из комментаторов Bloomberg заявляет, что

“в последнее время растет осознание, что экономический рост не настолько силен, чтобы подстегнуть инфляцию” (что заставило бы ФРС поднять ставки). Мы согласны с такой трактовкой.

Члены FOMC прогнозируют долгосрочные ставки на уровне 4% (см. “dot chart” из [мартовских материалов](#)). Если ожидаемые средние долгосрочные ставки находятся на уровне 4% это означает, что текущая ставка облигаций США на 2.43% низковата и не привлекательная. С рациональной точки зрения она также может предполагать отрицательную BRP. Но это маловероятно, поскольку кризис подходит к концу и спрос на хедж (страховку от кризиса) падает. (Отрицательную BRP можно воспринимать как плату за страховку в виде недополученных процентов).

Но если члены ФРС ошибаются? Что, если долгосрочные ставки будут не на уровне 4% (историческая норма последних пары десятков лет). Что, если они будут ближе к 2%, “новой нейтральной норме”, как это [предсказывает PIMCO](#)? Такая история вполне соответствует идее “вековой стагнации” (“[secular stagnation](#)”) о которой говорит Ларри Саммерс и которую всерьез обсуждает Пол Кругман.

Тогда ставки ФРС будут повышаться с текущего нуля, но будут делать это медленно и до уровня всего в 2%. Так что средняя ставка за 10 ближайших лет может оказаться где-то на уровнях порядка 1%+. Тогда ставка долгосрочных облигаций в 2.4% выглядит вполне привлекательно и происходящее сейчас ралли имеет смысл.

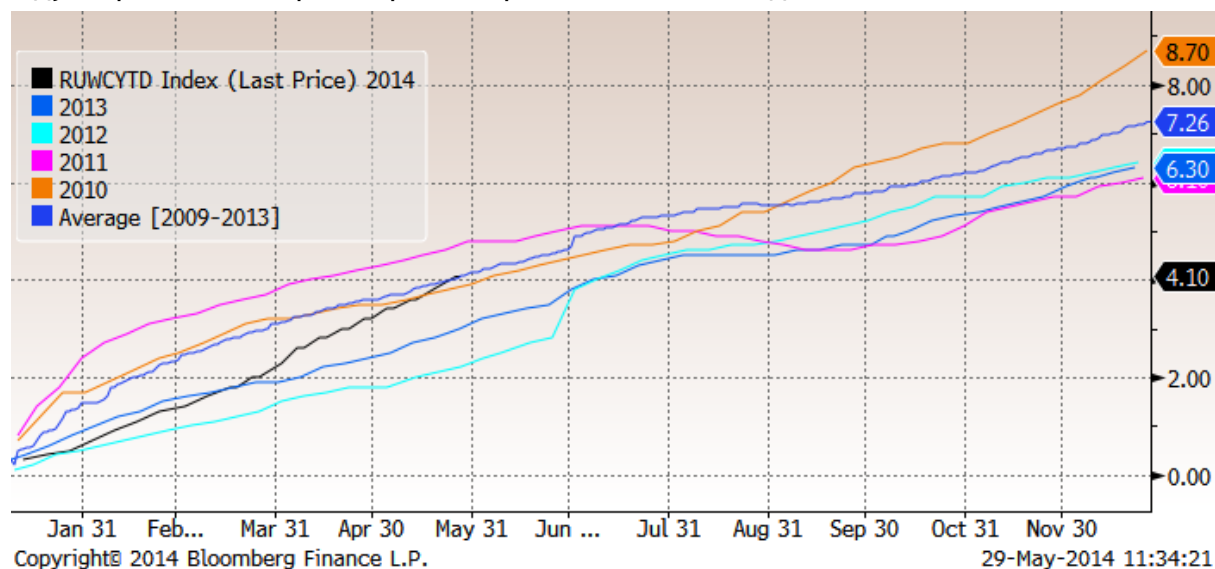


Мы не можем определенно сказать, куда движутся ставки ФРС, будут ли они стремиться к 4% или к 2%. Но мир, похоже, испытывает избыток сбережений и это сохраниться надолго. После Великой Депрессии 30-х ставки надолго установились на низком уровне и это может повториться и сейчас. Идея “новой нейтральной нормы” в 2% не такая уж и странная.

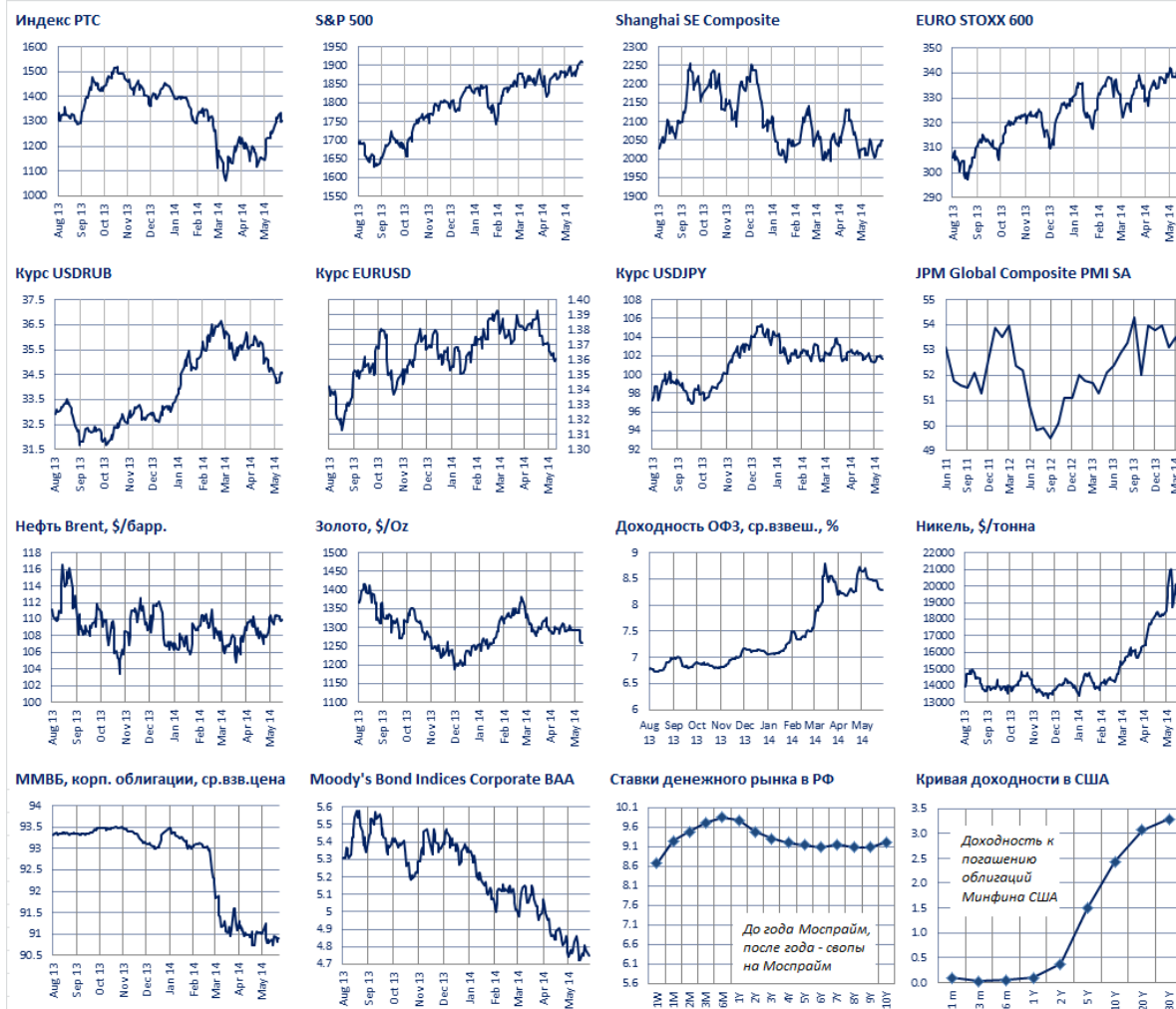
Как это может сказаться на России? Снижение ставок на долговых рынках США и мира может запустить очередной виток “охоты за доходностью”, и затронуть рынки облигаций и акций развивающихся стран. Мы можем представить себе очередной приток денег в страну, как это уже происходило в 2012 году.

Вкратце:

- На саммите Европейского союза решили **не вводить новые санкции** против России, “после того как президент Владимир Путин заявил о готовности сотрудничать с новым лидером Украины” (как пишет Блумберг). Но сохранились заявления, что если Россия переступит черту, ее ждут санкции “третьего уровня”, т.е. меры, которые могут затронуть инвестиции и торговлю.
- Bloomberg сообщает, что **японские парламентарии лоббируют проект газопровода из России с Сахалина**. Его цена 600 миллиардов иен (\$5,9 миллиарда), длина - 1350 км. Интерес к проекту с Россией, обсуждается более 10 лет, возрос после аварии на Фукусиме. Также интерес подстегнул контракт с Китаем. В предложениях говорится, что пропускная способность трубопровода может достигать 20 миллиардов кубометров газа в год, что соответствует примерно 15 миллионам тонн СПГ и составляет 17% от общего объема импорта газа Японии.
- Банк России **установил факты манипулирования акциями** открытого акционерного общества «Управляющая компания Объединенных резервных фондов» (ОАО «УК ОРФ») и паев Интервального паевого инвестиционного фонда смешанных инвестиций «Третий резервный» (ИПИФ СИ «Третий резервный») на торгах ЗАО «ФБ ММВБ» в 2011 и 2012 годах. Отозваны лицензии, сотрудники лишены аттестатов.
- График ниже отражает траекторию **накопленной с начала года инфляции** в этом году в сравнении с траекториями прошлых лет. Последняя точка 2014 - 26 мая.



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.