

Обзор рынков

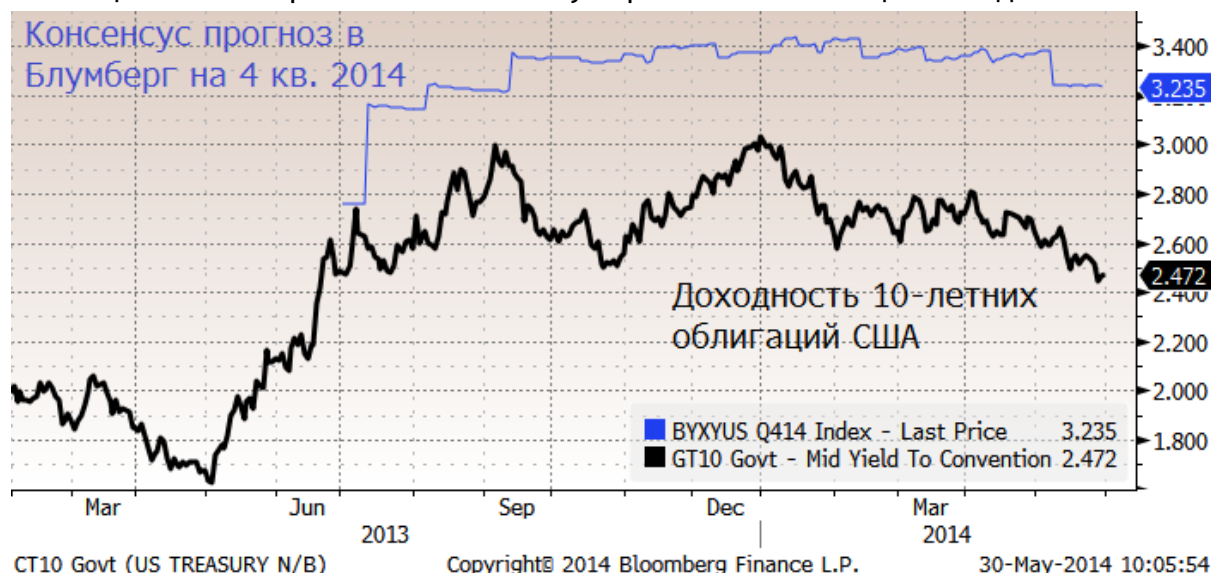
Пятница, 30 мая 2014

- Начало июня - очередной пик напряжения по газовому вопросу с Украиной. Россия требует возврата долгов и заявляет “политическую цену”. Переговоры идут прямо сейчас, но есть вероятность завинчивания вентилей.
- Сегодня в обзоре: 1) как перспективы ставок ФРС влияют на рынки, и 2) “дисконт” российских акций.

Комментарий:

Индекс ММВБ вчера вырос на 1.5%, отыграв провал вторника. Вчера аналитики Morgan Stanley [рекомендовали](#) “покупать” российские акции, что довольно неожиданно на фоне всеобщего уныния по поводу российского рынка. По рублю сохранялось давление, курс составил 34.65/доллар, хотя еще в понедельник почти касался 34. Индекс S&P 500 вырос на 0.54% и опять установил новый исторический рекорд. STOXX Europe 600 изменился мало +0.06%, но находится в районе максимума после кризиса.

Ставки ФРС. На глобальном уровне основным сюрпризом последнего времени стало падение доходности долгосрочных облигаций США (о чем мы уже писали вчера). График ниже показывает как изменялась ставка [YTM](#) 10-ти летних казначейских облигаций США по сравнению с консенсус-прогнозом на конец 2014 года.



Весной-летом 2013 года доходность “длинного конца” росла после намеков ФРС рынку, что готовится “сворачивание печатания” ([QE tapering](#)). В это же время консенсус-прогноз повышался и аналитики в среднем ждали 3.4% годовых по “десяткам” на конец 2014 - момента когда “печатание” должно быть свернуто окончательно. Но вместо этого ставки длинного конца вскоре перестали расти и недавно начали снижаться, достигнув сейчас 2.37% годовых. При этом консенсус до сих пор предполагает 3.23% в конце 2014.

Такой “промах” является значительным и влияет на многое. Так, дюрация американских “десяток” составляет 8.8 лет и ошибка в прогнозе в 1% означает

прибыль или убыток порядка 9% по этой позиции. Это, согласитесь, немало в условиях небольших доходностей эпохи нулевых ставок.

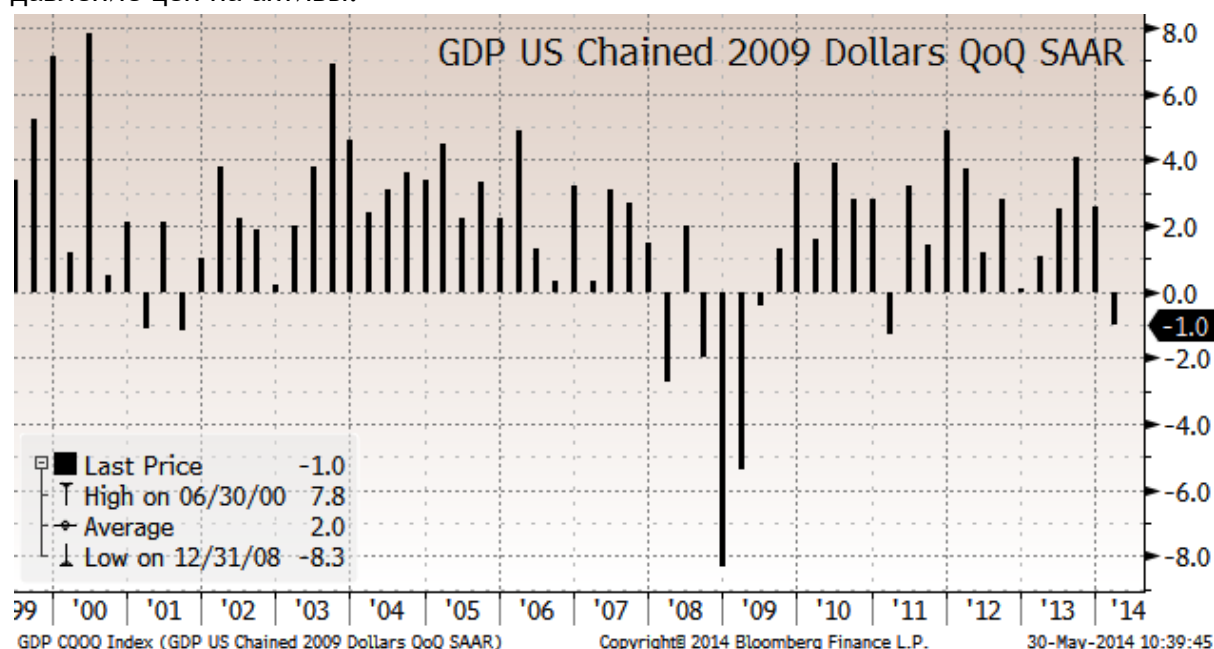
Также, ставки “длинного конца” определяют стоимость многих других долларовых инструментов, включая ипотеку, долларовые заимствования. Но также это влияет на цены акций, облигаций развивающихся стран в локальных валютах.

Вот лаконичный “твит” вторника от [PIMCO](#): “Gross: PIMCO’s “New Neutral” says FF capped at 2% in 2017 due to high debt & structural headwinds. Bonds OK at these levels.”.

Если предположить, что долгосрочные ставки ФРС (то есть, “федеральных фондов” - FF) будут в среднем на 2%, вместо предполагаемой ФРС и участниками рынка “нормы” в 4%, то это меняет взгляды на стоимость “длинного конца”.

Речь сейчас идет об изменяющихся ощущениях/представлениях рынка относительно будущего, которого нам знать сейчас не дано. Будет ли долгосрочная ставка на 4% или 2% мы не знаем. Но наше понимание таково, что ставка будет скорее ближе к 2%. Причина - влияние кризиса 2008 года, который породил избыток сбережений в мире и развивающихся странах и отвращения к долгу. Примером может быть Япония с 1990 года, развитые страны после Великой депрессии. Ставки на рынке долга определяются не только ощущениями политики ФРС (“теорией ожиданий”), но и балансом спроса и предложения. Сберегающих сейчас много, желающих брать в долг - мало. Правительства уходят с этого рынка, под влиянием политики чрезмерной экономии (“austerity”). Корпорации США превратились в нетто-сберегателей. Население перегружено долгами.

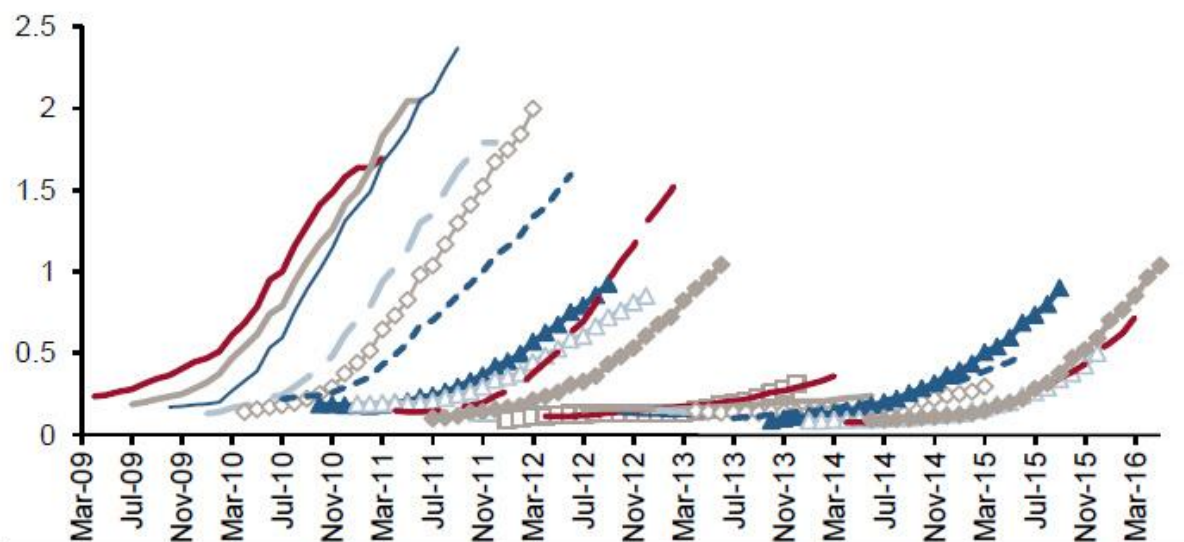
А это означает, что в ближайшее время возобновится “поиск доходности” (search for yield), под которой должен попасть и российский фондовый рынок с его не маленькой дивидендной доходностью. Может появиться иностранный спрос на рублевые фиксированные инструменты с их высокими ставками. Конечно, противостояние с Западом по поводу Украины может не позволить спросу материализоваться. В мире возможно новое раздувание пузырей недвижимости. В общем, “сворачивание” и повышение ставки ФРС не обязательно означают давление цен на активы.



Вчера была опубликована вторая оценка роста ВВП США в 1-м квартале 2014 - минус 1% SAAR (см. выше), оказавшаяся хуже первой оценки (минус 0.5%). Другая разочаровавшая цифра позавчера - данные по безработице в Германии, которая выросла, хотя ранее регулярно била рекорды. Возникает понимание, что экономика развитых стран не настолько хороша, что следует быстро ужесточать денежную политику. Эти данные можно считать “катализаторами” пересмотра ожиданий по долгосрочным ставкам.

Exhibit 1: Fed funds lift-offs

Path implied by fed funds futures on the first trading day of each quarter



Source: Credit Suisse, the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

Ожидания повышения ставок являются общим местом и постоянно не оправдываются. График подразумеваемых фьючерсами ставок ФРС (ист. twitter.com/csresearch) показывает как рынок систематически промахивается.

Как воспринимаются российские акции иностранными инвесторами. График далее показывает нашу попытку воспроизвести модель аналитиков Citi (см. goo.gl/rEZzjU). В ней они пытаются объяснить поведение российских акций. Это, даже не совсем модель, а нечто проще - “[rule of thumb](#)” (по-русски, более благозвучно “[эмпирическая закономерность](#)”).

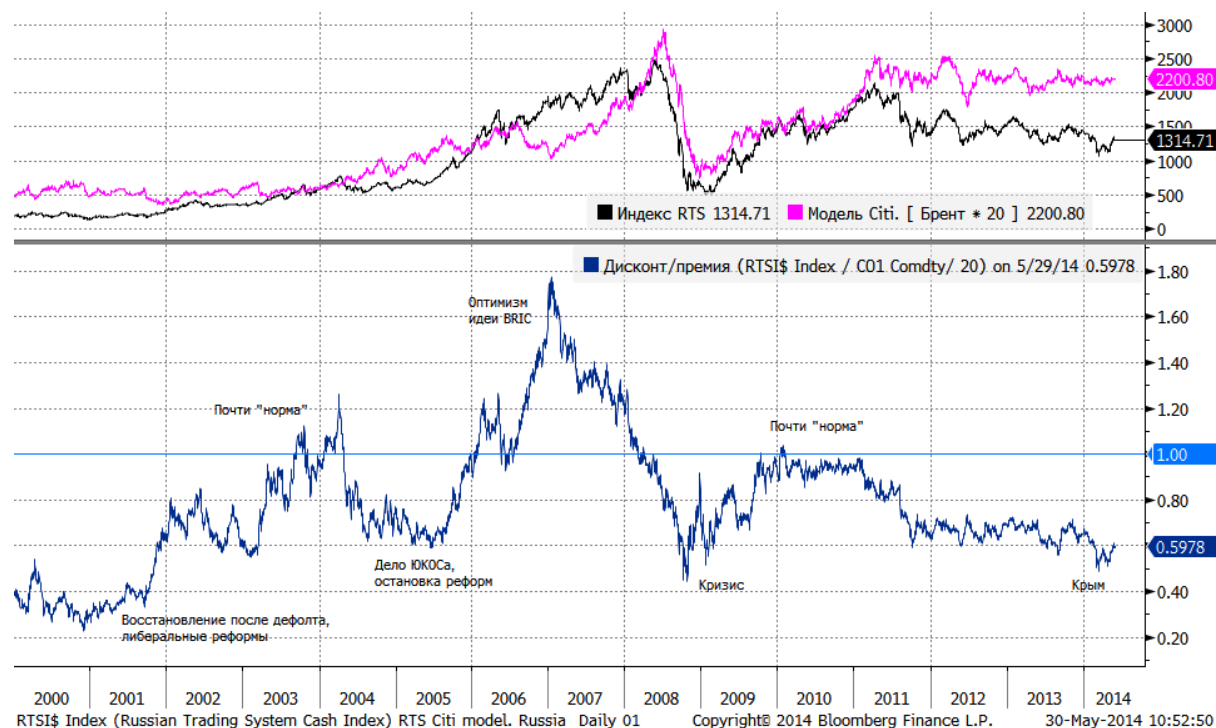
Цена на нефть умножается на 20, что дает ориентировочную цель для индекса РТС. Так, сейчас, Brent на 110 за баррель, значит, индекс должен составлять 2200 пунктов. Действительное значение 1314 пунктов, что означает дисконт в ~40% от модельного (или то, что действительный индекс составляет только 60% от ориентира).

Аналитики Citi анализируют дисконт, объясняя с точки зрения факторов. Главный из них - ощущения/ожидания реформ в России. Так, за 2000-е выделяется время восстановления после дефолта, когда дисконт был большой и сокращался. Затем, они указывают на дело Юкоса, вызывавшего расширение дисконта. Был период премии в 2006-2008 годах.

Безусловно, модель примитивная, немного в стиле унизительного Джон Маккейновского [утверждения](#), что “Россия - это бензоколонка, маскирующаяся под

страну”. Но рассуждения Citi имеют смысл. Также они могут отражать восприятие России иностранными инвесторами, а именно оно определяет величину РТС.

Можно продолжать пытаться мыслить по этому шаблону Citi. Дисконт сейчас расширился до одного из максимальных значений за десятилетие. Причиной этого можно считать комбинацию факторов, которые включают подразумеваемое сворачивание либерального курса Владимиром Путиным, госкапитализм, замедление экономики. Конечно, отразилось противостояние с Западом и присоединение Крыма.



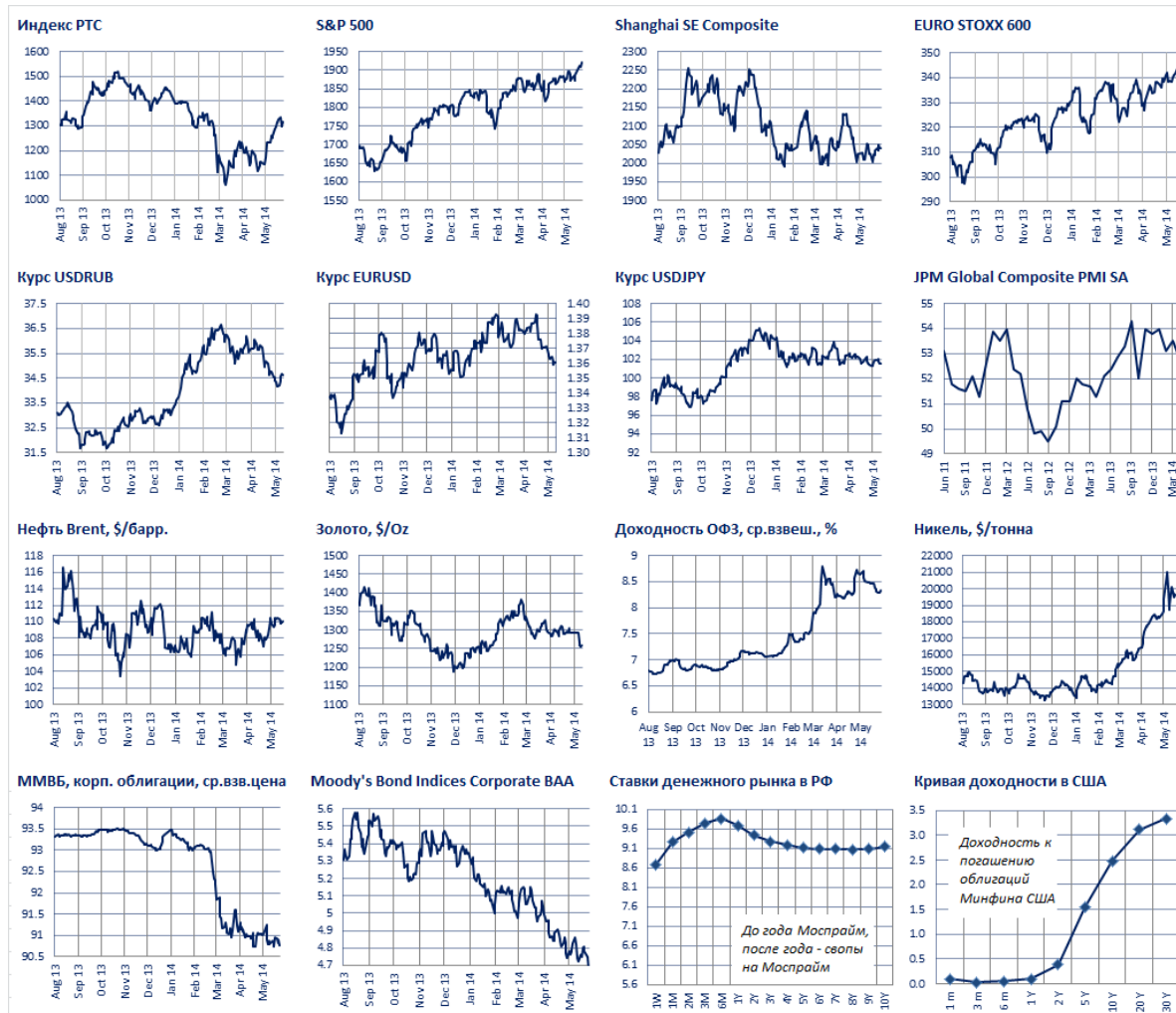
Если такая модель верна, то нужно задать себе вопрос - будет ли расширяться дисконт дальше или будте стоять на месте? Или можно полагаться на “реверсию” (возврат) к среднему, если излишне пессимистические ожидания не оправдаются? В конце концов, дисконт сейчас имеет большое значение, одно из максимальных за историю. История рынков показывает, что возврат к среднему является очень мощным инструментом прогнозирования. Это, конечно, не исключает риски того, что модель перестанет работать, если произошел “структурный слом”. В этом смысле модель Citi предсказывает неплохое будущее российским акциям. Но только потому, что нынешнее состояние плохое.

Вкратце:

- Банк “Связной” вчера [объявил](#) оферту по своим долгам. 17 июня выкупаются облигации 1-й серии по цене 90% от номинальной стоимости облигаций. Будут выкуплен объем до 0.75 млрд. (750 тыс. облигаций 1-й серии номиналом 1 тыс. рублей каждая). При этом номинал выпуска - 2 млрд. Ставка текущих купонов 12%, два дня назад облигация торговалась около 80% от номинала, подразумевая хорошие шансы на дефолт.



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.