

Обзор рынков.

Вторник, 30 июля 2013

- Центробанк провел первый аукцион на под нерыночные активы на 500 млрд. руб., размещено было $\frac{2}{3}$ объёма, ставка 5,75%.

Комментарий:

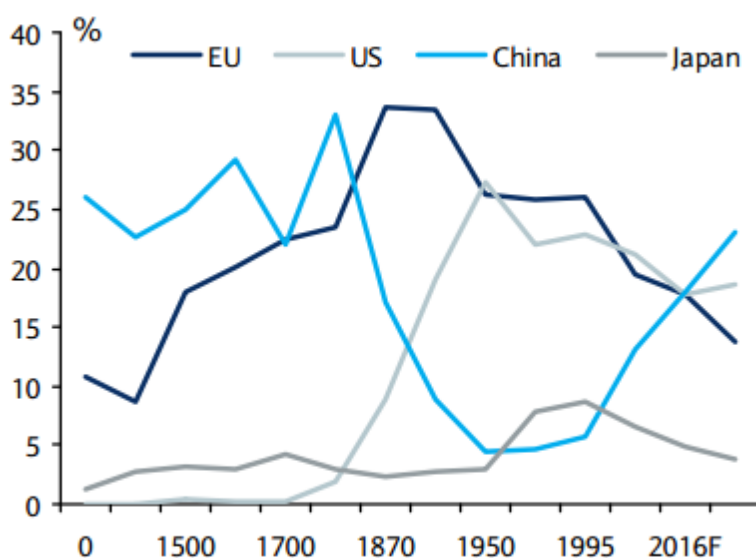
Существенных изменений на рынках нет. S&P 500 минус 0.37%, но это колебания на доли процентов ниже исторических максимумов. STOXX Europe 600 +0.05%. Индекс ММВБ сполз на 0.34%,

Эта неделя связана с активностью центробанков. ФРС в ночь с 31 июля на 1-е августа по Перми объявит решение FOMC, где вновь будет проясняться вопрос о “сворачивании” QE. Затем, 1-го августа в 17-45 решение по ставкам объявляет ЕЦБ. Также 1-го в 17-00 решение объявляет банк Англии (который проводит свой вариант QE, возможны изменения размеров покупок активов).

Что будет, если Китай замедлится? \$70/баррель!

[Блумберг публикует статью, в которой указывается на прогноз Barclays](#), что случится, если рост экономики Китая замедлится до 3% в последующие 3 года. По мнению аналитиков этого банка, цены на медь упадут на 60%, цинк снизится в два раза, нефть опустится до \$70/баррель. Пострадают валюты стран, зависящих от сырьевых товаров, включая бразильский реал, австралийский доллар и российский рубль. Это не новость, Barclays давно просчитывает сценарии замедления Китая. Пару лет назад был опубликован [первый доклад из серии “China: Beyond the Miracle”](#) (график за две тысячи лет - из нее). В январе вышла [4-я записка на эту тему](#).

Figure 8: A shift in economic power over two centuries



Note: The jurisdiction's share in global GDP. Source: Maddison, Angus, 2006, "Asia in the world economy, 1500-2030", Asian Pacific Economic Literature, 20(2): 1-37. IMF, World Economic Outlook, IMF, Washington DC, April 2011.

Китай был лидирующей экономической державой первые 1.5 тыс. лет, с долей около трети - четверти. В ходе западной промышленной революции утратил свой вес, а в последние годы набрал его.

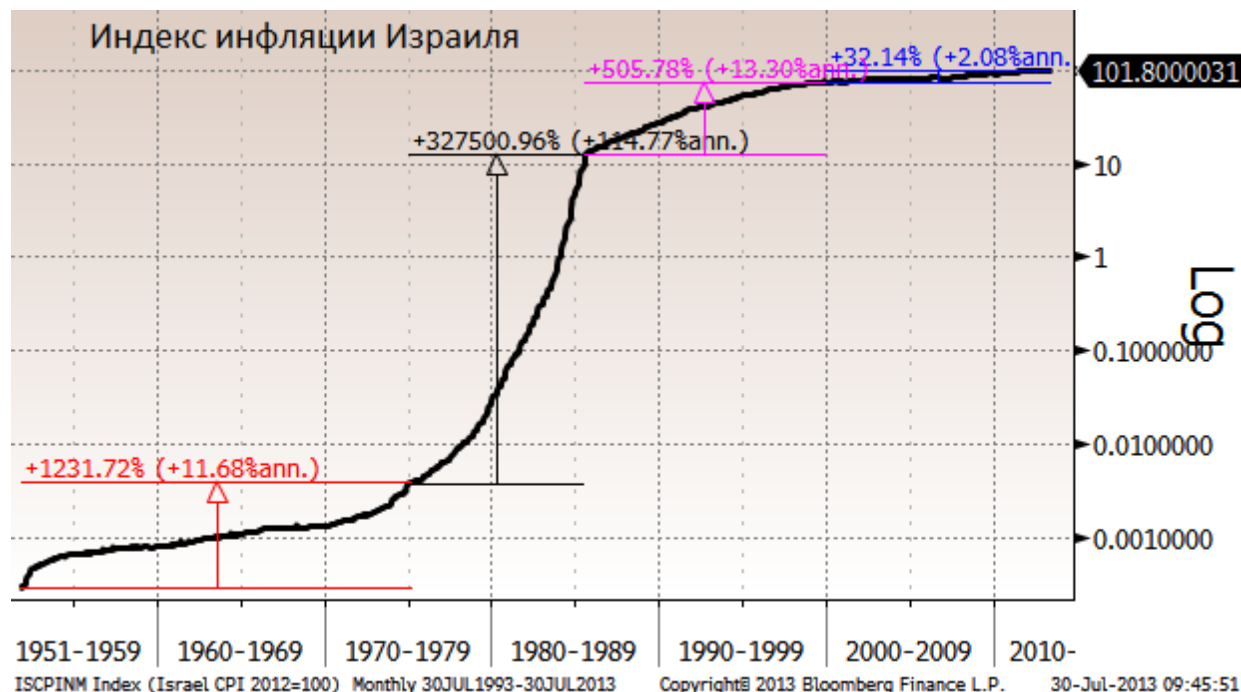
Замедление Китая по любым разумным меркам - неизбежность. Невозможно долго расти темпами в 10% (как было в последние 3 десятка лет), и, даже, невозможно расти по 7% слишком долго. Первоначальный рост относится к "догоняющему", дается легко пока заимствуются технологии, организационные принципы Запада. Богатые страны растут примерно по 2-3% в год, и когда-то это станет нормой и для Китая.

Вопрос остается только - когда. Это может случиться в ближайшие годы, но может произойти еще через 10 лет. Рассуждения о "жестком приземлении" Китая, которое может "выключить" "экономическое чудо" продолжаются уже больше десятка лет и до сих пор не материализовались. В прошлом году ходили слухи, что перегретый рынок недвижимости Китая может вызвать финансовый кризис, и остановить рост, но этого не случилось.

Валюта и финансовые рынки Израиля

Предлагаем отвлечься и взглянуть на некоторые показатели Израиля. Страна была образована в 1948 году, представляла собой практически полностью пустыню. Религиозные евреи возвращались на "землю обетованную", жили в палатках и смогли выстроить вполне развитое государство. Интересно, что за последние десятилетия только двум странам удалось преодолеть "ловушку среднего дохода" и подняться из категории стран "среднего дохода" (по классификации МВФ) в когорту "высокого дохода". Это Израиль и Ю.Корея.

С начала 70-х и до середины 80-х в Израиле была большая инфляция. График ниже отражает индекс CPI в логарифмической шкале (2012 г. =100 п.).



С начала расчета этого индекса и до 1975 года среднегодовая инфляция была высокой, но не запредельной - 11.7%. В 70-х и начале 80-х темпы были 115%, т.е. индекс цен больше чем удваивался каждый год, в среднем. Пик инфляции был в 1984 г., за этот год цены выросли примерно в 5.5 раз. С конца 80-х и начала 90-х темп роста цен постепенно снижался (это заметно по наклону графика). В 2000-х годах инфляция шекеля составляла около 2%, что считается сейчас стандартом в цивилизованных странах (хотя есть требования некоторых экономистов “таргетировать” более высокие показатели, чем 2%, что по их мнению помогло бы избежать “ловушки среднего дохода” и снизить “естественный уровень безработицы”).

Мы видим в этом пример для России. Так, еще в 1998 году инфляция в Израиле была довольно высокой, 8.6%, это выше чем сейчас в России. В последние годы показатель остается волатильным, но вполне приемлемым. Текущая политика Центробанка Израиля устанавливает цель по инфляции 1-3%.

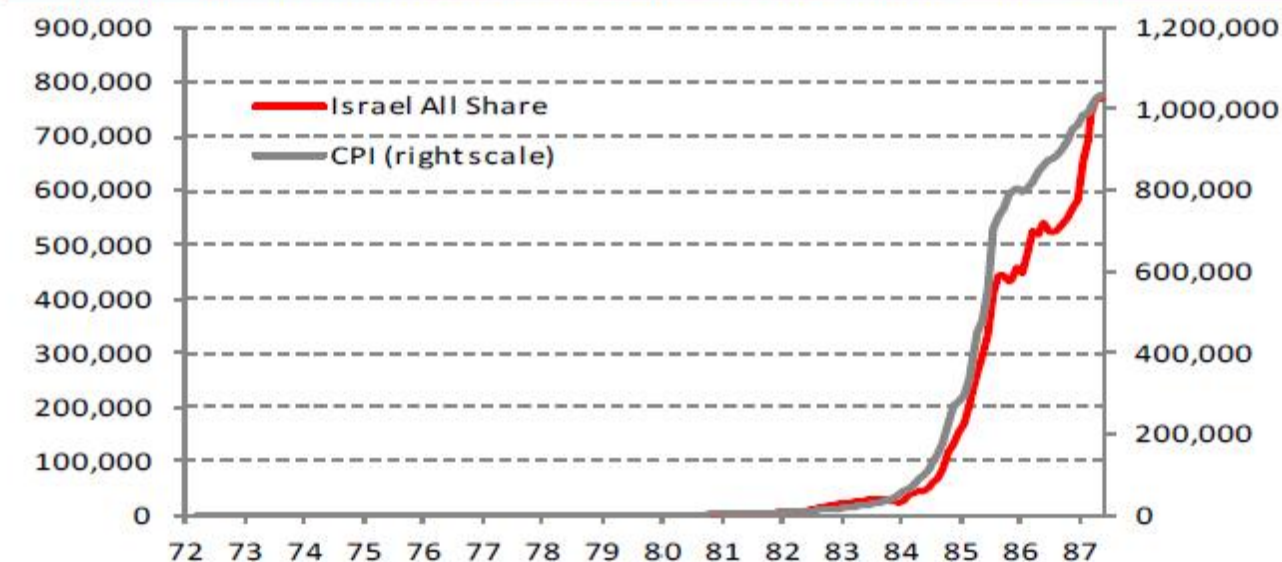


Мы не видим проблем с тем, чтобы инфляция в России упала до таких же значений. Текущая политика ЦБ РФ, позиция президента нам внушают оптимизм в этом направлении. По этой причине мы продолжаем предпочитать рублевую фиксированную доходность.

Еще одна связанная мысль (интерес к этой теме провоцировал [твит @cullenroche](#), содержащий иллюстрацию ниже) - показать как акции “защищают от инфляции”. Акции представляют собой права требования на доходы от “реальных активов”. Станки, оборудование мало подвержено инфляционному воздействию (хотя потери в оборотном капитале и на амортизации возможны). Предприятия могут перекладывать возрастающие издержки на потребителей, сохраняя свою способность зарабатывать прибыль.

Фиксированная доходность выраженная в национальной валюте (облигации или депозиты) теряют стоимость во время гиперинфляции, как это было в Израиле.

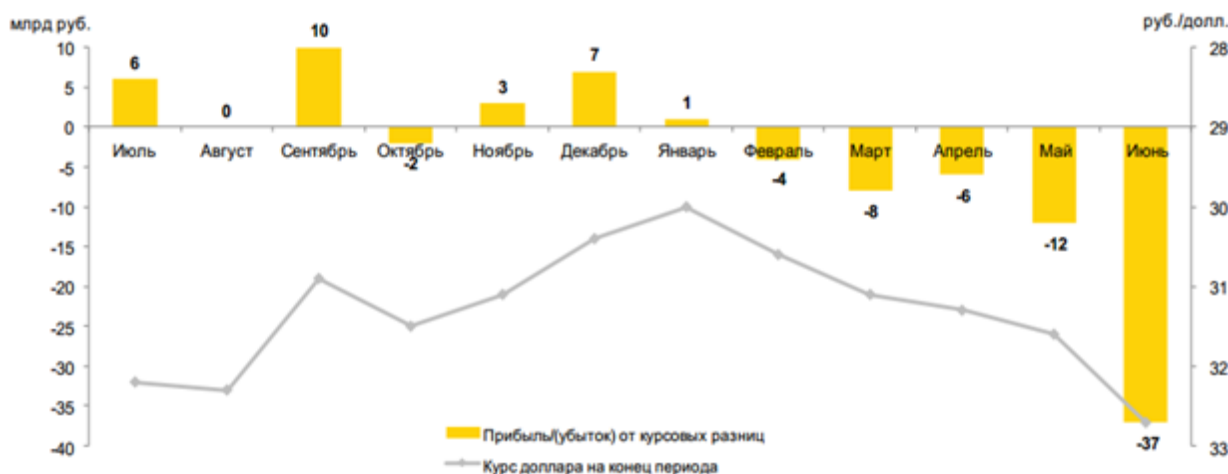
Israeli shares exploded in nominal terms during its 1980s inflation crisis (1972=100)



Source: SG Cross Asset Research, GFD

Вкратце:

- «Роснефть» опубликовала совместные с «ТНК-ВР» финансовые показатели по МСФО за второй квартал и первое полугодие. Объединенной компании удалось улучшить практически весь спектр показателей, как финансовых, так и операционных, за исключением чистой прибыли во втором квартале. Прибыль по сравнению с первым полугодием выросла на 18,1% до 137 млрд. руб., правда в квартальном выражении упала почти на 66% из-за отрицательных курсовых разниц, которые оцениваются в 55 млрд. руб. Ниже на графике, импортированном из [презентации «Роснефти»](#) по итогам первых двух кварталов, представлена динамика обменного курса и размер прибыли/убытка от курсовых разниц. Из-за ослабления рубля переоценка иностранного кредита (в \$) привела к падению чистой прибыли. Выручка при этом выросла на 34% до 2 трлн. руб., показатель EBITDA увеличился на 36,7% до 371 млрд. руб. В презентации также уточняется, что существенным образом вырос свободный денежный поток до 68 млрд. руб., хотя в первом квартале он принимал отрицательные значения. Синергетический эффект от присоединения ТНК-ВР к «Роснефти» оценивается И. Сечиным в 12 млрд.\$



Ключевые производственные и финансовые показатели

	І пол. 2013	І пол. 2012	изм., %	ІІ кв. 2013	І кв.	изм., %
Операционные результаты						
Добыча углеводородов (тыс барр. н.э./сут)	4 804	2 628	82,8%	4 786	4 804	(0,4)%
Добыча нефти (тыс барр./сут)	4 183	2 410	73,5%	4 185	4 169	0,4%
Добыча газа (тыс барр. н.э./сут)	621	217	186,2%	602	635	(5,2)%
Переработка нефти (млн т)	39,45	29,58	33,4%	23,61	15,84	49,1%
Финансовые результаты, млрд руб.						
Выручка от реализации и доход от зависимых и совместных компаний	1 988	1 484	34,0%	1 176	812	44,8%
EBITDA	371	272	36,4%	215	156	37,8%
Чистая прибыль	137	116	18,1%	35	102	(65,7)%
Капитальные затраты	248	243	2,1%	153	95	61,1%
Свободный денежный поток	68*	(20)	-	35*	33*	6,1%

* Скорректирован на суммы предоплаты по долгосрочным поставкам нефти в сумме 258 млрд руб. в І пол. 2013 г., включая 26 и 232 млрд руб. во ІІ и І кв. 2013 соответственно

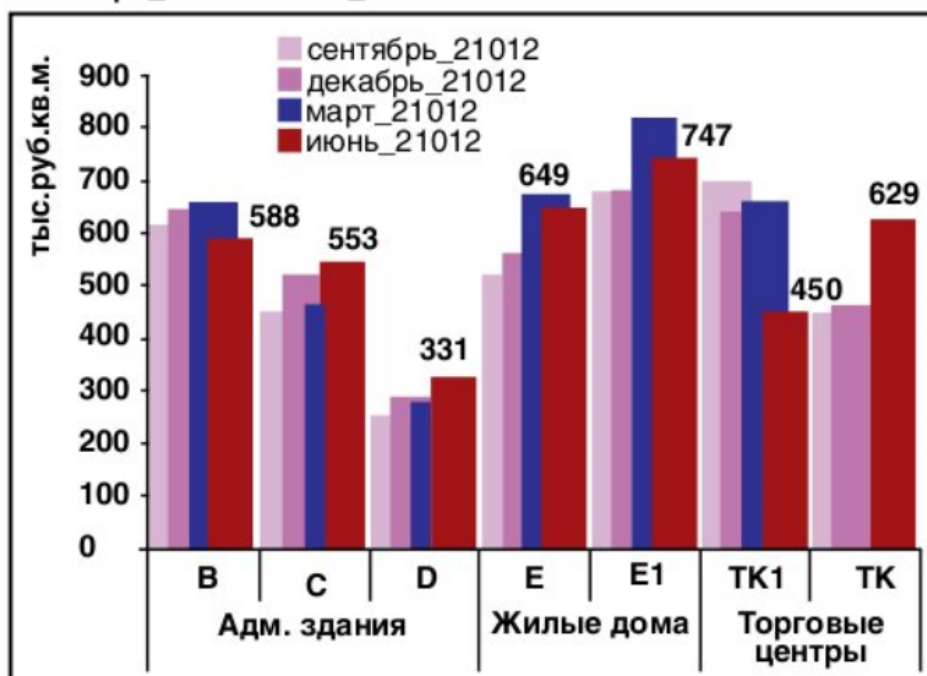
- На прошедшем вчера аукционе ЦБ по рефинансированию банков под залог нерыночных активов установилась минимально возможная ставка в 5,75%, на 0,25 п.п. выше ставки недельного РЕПО. Объём заявок составил 306,8 млрд. руб. из 500 млрд. руб. возможных. Невысокий спрос объясняется тем, что ряд банков не успели подготовиться к аукциону - на одобрение залога было дано всего две недели. Кроме того, ряд банков выставил лишь тестовые заявки, поэтому можно надеяться, что следующий аукцион пройдёт успешнее.

Местное:

- Исследование рынка недвижимости Перми показывает, что существует некоторый дефицит на рынке продажи коммерческой недвижимости, поэтому риэлторы переориентируются на рынок новостроек. В то же время на рынке аренды офисов отмечается существенный избыток предложения, что заставляет арендодателей снижать ставки (см. график). Также в строй вводятся ранее замороженные проекты и ввод новых площадей, которые должны в перспективе 1-2 года существенно

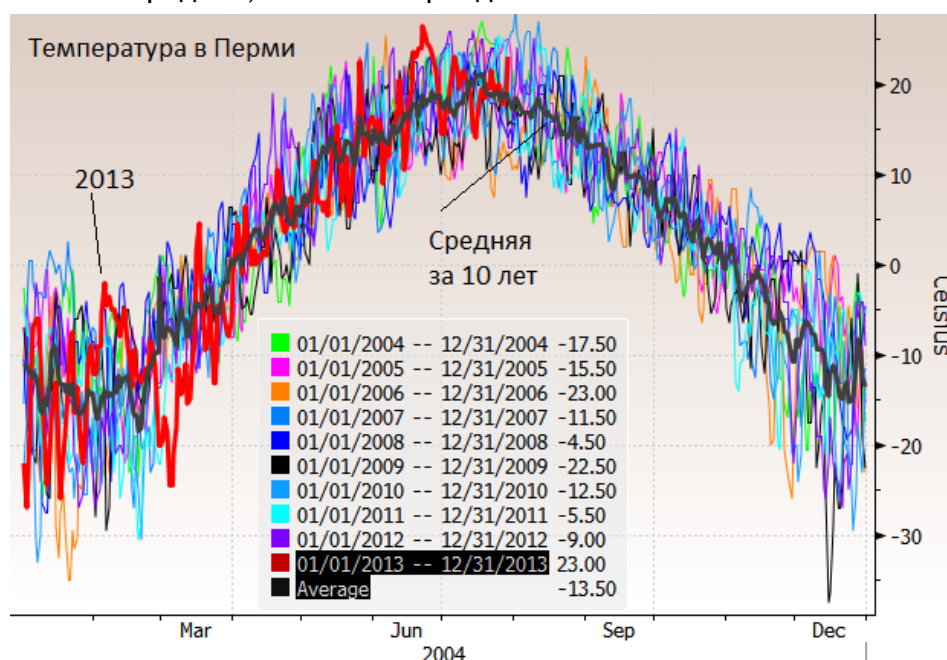
повлиять на рынок недвижимости Перми.

Средняя цена аренды офисных площадей, сентябрь_2012 – июнь_2013



Источник таблиц – S. Research&Decisions

- Терминал Блумберг имеет функцию по анализу погоды в разных частях мира, включая Пермь. Мы предлагаем взглянуть на график среднесуточной температуры за 10 лет. Можно сравнить температуру 2013 (красная) со средней (серая гладкая линия посередине). Пик лета пройден.

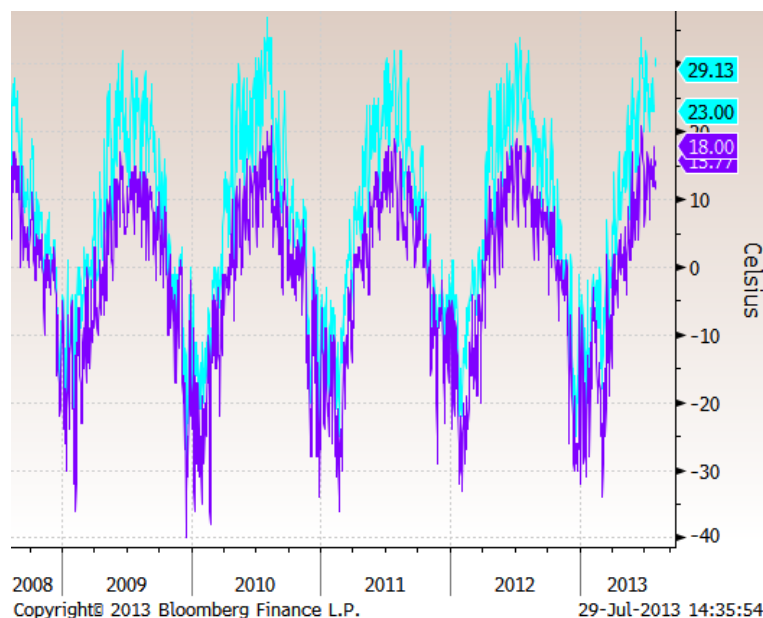


Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

29-Jul-2013 14:28:27

Еще один график - минимальные и максимальные дневные температуры. Рекорды

Перми: минус 40 в декабре 2009 и +37 в августе 2010.



Конъюнктура:

Индекс PTC



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/б.р.



Золото, \$/Oz



Доходность рубл. облиг. РФ, ср.взвеш., 9 Никель, \$/тонне



ММВБ, корп. облигации, ср.взвеш.



Moody's Bond Indices Corporate BAA



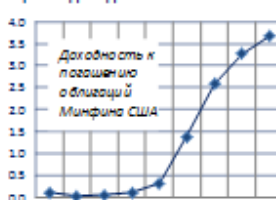
Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



Доходность к погашению облигаций Минфина США



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.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

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.