

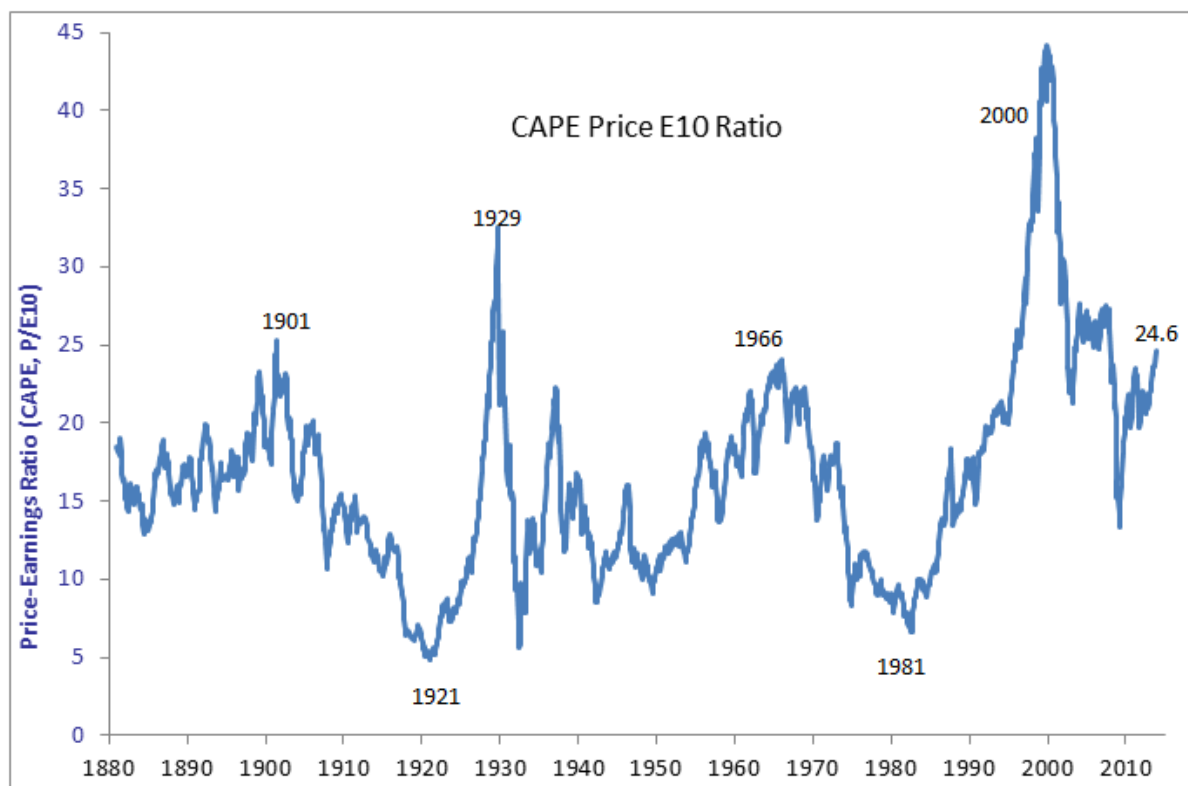
Обзор рынков.

Среда, 30 окт. 2013

- Новые максимумы американского рынка. Опять и снова.

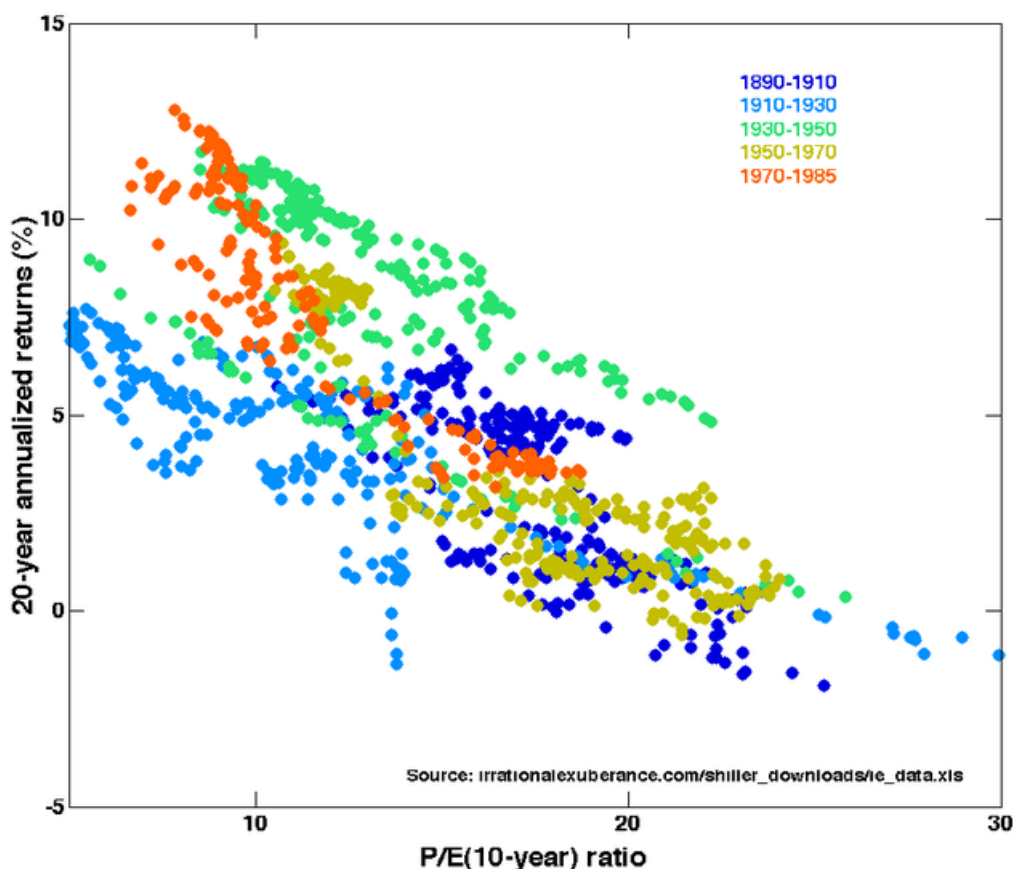
Комментарий:

Индекс ММВБ вчера +0.3%, Европа по STOXX 600 выросла на 0.45. S&P 500 поднялся на 0.6% и показал новый исторический максимум.



Американский фондовый рынок вызывает вопросы. Одна из попыток понять справедливые уровни - это “циклически скорректированный мультипликатор p/e ” (CAPE - [Cyclically adjusted price-to-earnings](http://www.rrs.org/)) на графике. Для его расчета берется цена фондового рынка (совокупная капитализация) и делится на среднюю реальную прибыль за прошлые 10 лет. Это позволяет избавиться от влияния бизнес-цикла (когда прибыль, т.е. знаменатель, то высокий, то низкий).

Описанный подход предложил нобелевский лауреат 2013 года Роберт Шиллер (см. сайт irrationalexuberance.com, график построен по данным с этого сайта). Данный мультипликатор неплохо предсказывал долгосрочную доходность от вложений в акции. График ниже отражает “диаграмму рассеяния” (scatterplot), где объясняющей переменной является CAPE, а объясняемой - реальная доходность держания американских акций в последующие 20 лет (график со страницы en.wikipedia.org/wiki/Price%E2%80%93earnings_ratio). Цветом выделены десятилетия. Вывод однозначный - если покупать “дорогой” рынок в этих терминах, то последующая доходность будет низкой, и наоборот. Сейчас американский рынок нельзя назвать дешевым, текущее значение в CAPE 24.6 предсказывает нулевую реальную доходность на ближайшие 20 лет.



Другое дело, что эта зависимость не является слишком четкой, есть “ошибка”. Вполне возможно, что историческая зависимость окажется “артефактом” и не повторится в будущем.

Также мы обращаем внимание, что это едва ли позволяет предсказать движение рынка на ближайшие месяцы и, даже, годы. Фундаментальный анализ является ужасным инструментом для “тайминга”, хотя он крайне важен для долгосрочных инвесторов.

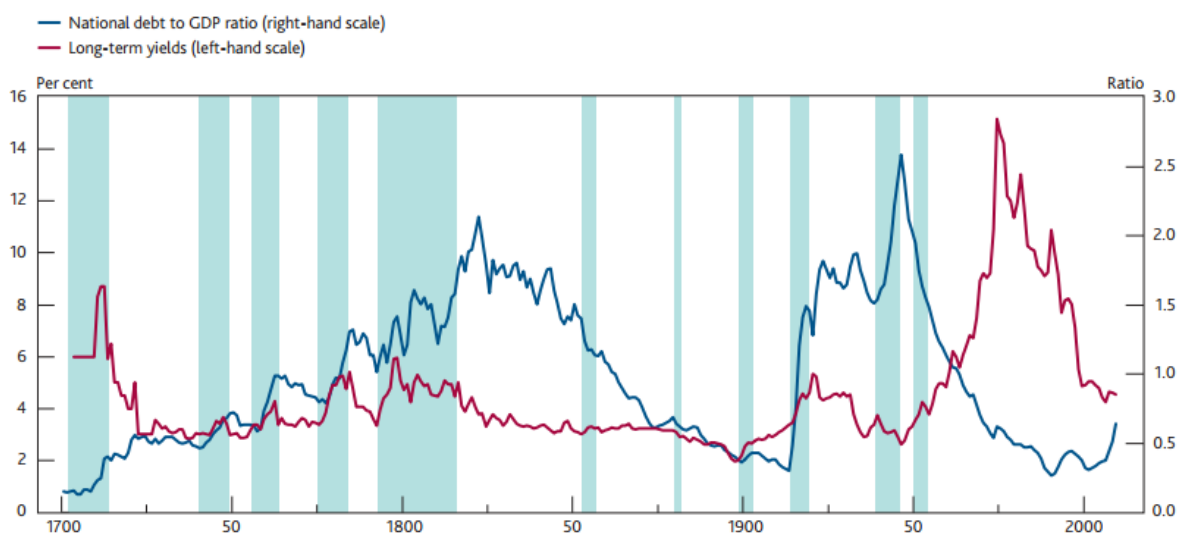
Быстрые спекулянты, большинство портфельных управляющих не интересуют перспектива 20 лет, им нужно зарабатывать здесь и сейчас. Их результаты оцениваются ежеквартально, ежегодно. Поэтому им интереснее смотреть на более краткосрочные индикаторы, такие как тренды.

Trend is your friend -- если твой временной горизонт меньше 20 лет.

Разное:

- Предлагаем прочувствовать накал экономических дебатов. Нобелевский лауреат по экономике 2008 года, демократ и полемист Пол Кругман “троллит” сторонников политики экономии следующим графиком.

Chart 8 National debt^(a) to GDP ratio and long-term government bond yields^(b)



Sources: See appendix for nominal GDP; Janssen et al (2002), Mitchell (1988), Bank of England and ONS for the national debt and long-term government bond yields. Major war periods are shaded in blue.

(a) Par or nominal values; calendar-year observations represent end financial year stocks (eg 1974 = 1974/75 end-year stock); from 1835/36 terminable annuities are included in the national debt; from 1974/75 public sector net debt is used. For market values, see Janssen et al (2002); these are included in the data annex.

(b) These include the corrections made by Harley (1976) for the 1879–1902 period.

Он покрывает больше 3 столетий, [подготовлен Банком Англии](#). Полосы на графике обозначают военные конфликты. Синяя линия отражает соотношение госдолга к ВВП, которое в по итогам 2-й Мировой войны достигало 2.5 раз (250%, сейчас такая величина только у Японии, тогда как у Италии - 120%). Красная линия отражает номинальные процентные ставки по долгосрочным облигациям (во второй половине XX-го века инфляция в Великобритании была очень высокой).

[The Huffington Post по этому поводу](#) не стесняется в выражениях: “Долговые мигеры вроде гарвардских экономистов Кеннета Рогоффа и Кармен Райнхарт постоянно предупреждали нас, что слишком много государственного долга вызывает ужасные вещи, такие как взлетающие процентные ставки и крушение экономики. История с этим часто не согласна”.

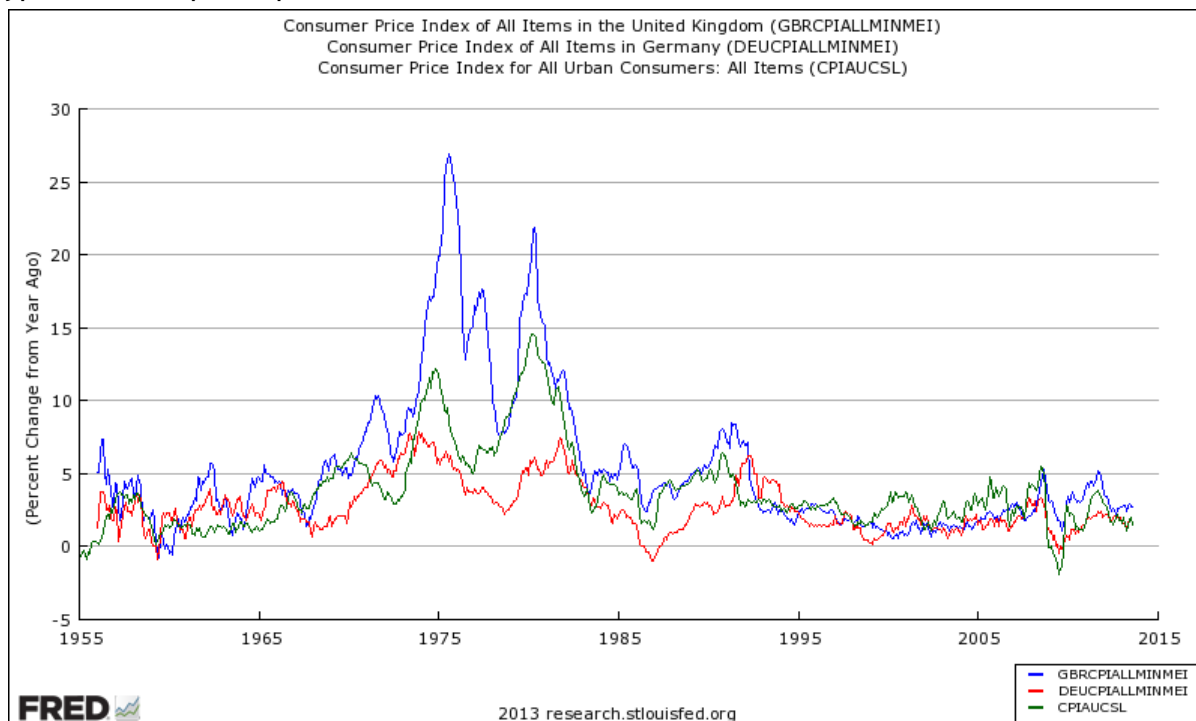
Важнейший вывод графика состоит в том, что большие ставки не всегда ассоциируются с высоким уровнем госдолга. Это служит аргументом в пользу Кругмана, который говорит в кейнсианской традиции, что повышение дефицита бюджета позволит выйти из кризиса раньше, запустить экономический рост. Тогда как Рогофф считает, что нужно уменьшать дефицит, чтобы не появились “[линчеватели облигаций](#)” и не вызвали дефолт страны.

- Один из рецептов П.Кругмана, которой он популяризует в своей книге “End This Depression Now!” (недавно появился перевод на русский “[Выход из кризиса есть!](#)”) состоит в том, чтобы повысить цели по инфляции. Кругман называет цель порядка 4%, “уровень второго срока Рейгана”.

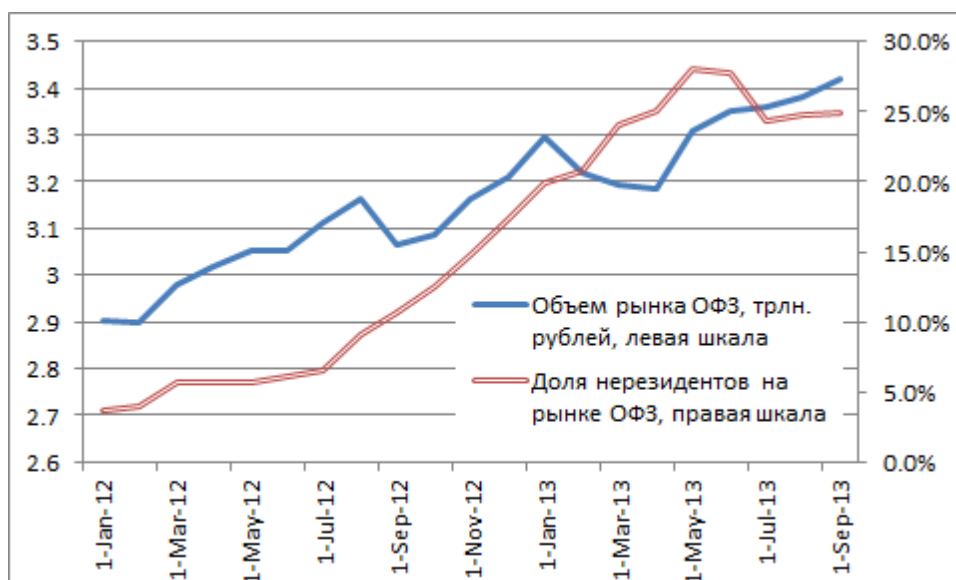
Мы подготовили график с инфляцией Великобритании, США и Германии за последние десятилетия (период, когда валюты “отвязались” и от золота, и от доллара). Большая инфляция позволила избавиться от бремени послевоенного госдолга и ускорить экономический рост (кроме 70-х, когда инфляция зашкаливала).

Интересный факт, что Великобритания имела высокую инфляцию в 1980-х и начале 1990-х. Примерно такие же уровни инфляции наблюдаются сейчас в РФ, так что

есть хорошие шансы пройти по этой же траектории. И мы пока считаем, что именно так и будет. Инфляция в России 2015 года должна оказаться ближе к 4%. Т.е. уровням “второго срока Рейгана”.



- Центробанк публикует статистику по долям [вложения иностранцев в ОФЗ](#). Сейчас объем рынка рублевого госдолга поднялся чуть выше 3.4 трлн. рублей, и иностранцы занимают на нем около четверти. В начале 2012 года их доля была порядка 4%. Активное увеличение доли происходило с сентября 2012 г. по март 2013 г.



Мы должны ожидать, что такой приток в рублевые бумаги должен был способствовать укреплению рубля. Так и оказывается, в это время рубль двигался трендом, так что ближе к марту 2013 года достигал отметки “крепче” 30 руб./\$ (обведено чертой на графике).



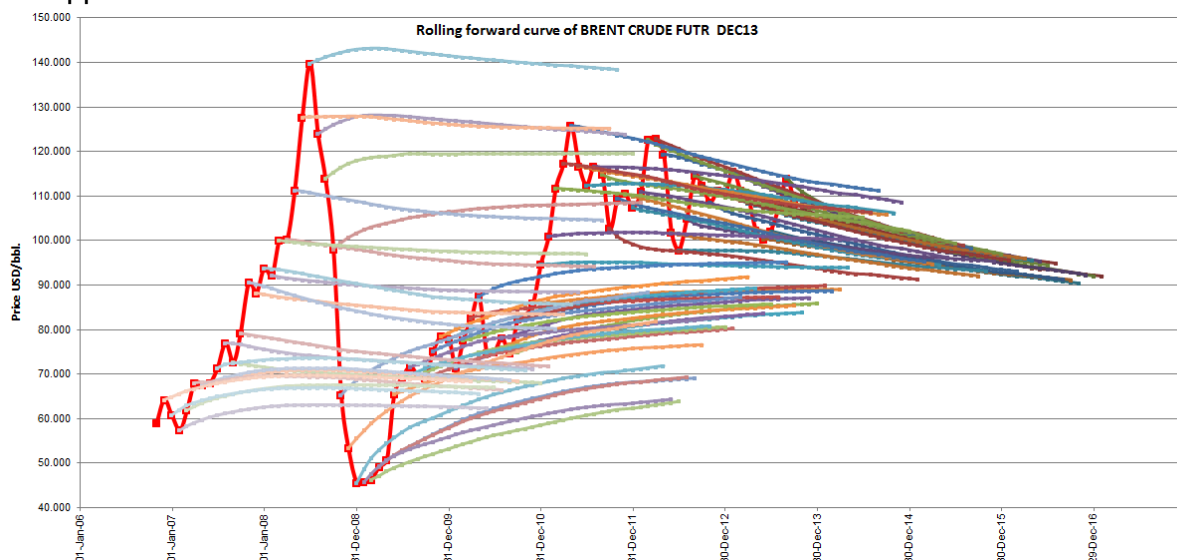
Это подтверждает наш прогноз, что летнее укрепление было временным. Мы полагаем, что крайне мало шансов увидеть рубль крепче 30 руб./\$. Напомним, что наш прогноз предполагает, что рубль будет колебаться в диапазоне 31.5-33.5 руб./\$ с “центром притяжения” около 32.5 руб./\$. Вчерашнее укрепление рубля (32.07 руб./\$ сейчас) кажется нам оправданным.

- Еще одна связанная вещь. Рост доли иностранцев может пугать, поскольку это чревато кризисом, наподобие 1998 года. Тогда также иностранцы покупали внутренний госдолг, потом поток капитала развернулся и был дефолт. Не повторится ли эта же история?

Но ситуация сейчас кардинально отличается тем, что рубль сейчас не фиксированный. В мае-июне 2013 г. на “тейперинге” произошло уменьшение доли иностранцев в ОФЗ, и рубль упал до отметок порядка 33 руб./\$. Заметный провал курса. Но у иностранцев, выходящих из ОФЗ в мае-июне была дилемма - фиксировать ли убытки от падения курса, снижения самих госбумаг или подождать, когда рынки успокоятся. Те, кто подождали, получили значительно лучше условия. Мы полагаем, что найдутся другие спекулянты, которые покупали бы рубль и ОФЗ на провале (мы были в их числе, покупали и рубль на фьючерсах и длинные ОФЗ). Итак, кризис из-за бегства иностранных спекулянтов в системе с плавающим рублем маловероятен.

Сравните это с логикой действий Центробанка при фиксированном курсе. Разворот иностранного капитала (“sudden stop” на языке экономистов) означает давление на курс, Центробанк начинает тратить резервы. Центробанк вынужден поднимать ставки, что обрушивает национальную экономику, появляются плохие долги, возникает банковский кризис, усиливающий бегство капитала. Возникает “двойной кризис” - валютный и банковский, после чего происходит девальвация.

- Центробанк уже неделю покупает валюту для Минфина. Осваивается по 2 млрд. руб. в день. Это порядка \$60 млн. в день.
- Очередной “спагетти график”. Показывает что форвардные кривые на Брент продолжают указывать куда-то на \$90/баррель. Если верить тому, что предсказывают форвардные рынки, цены на нефть могут снизиться примерно на \$10 за барр.

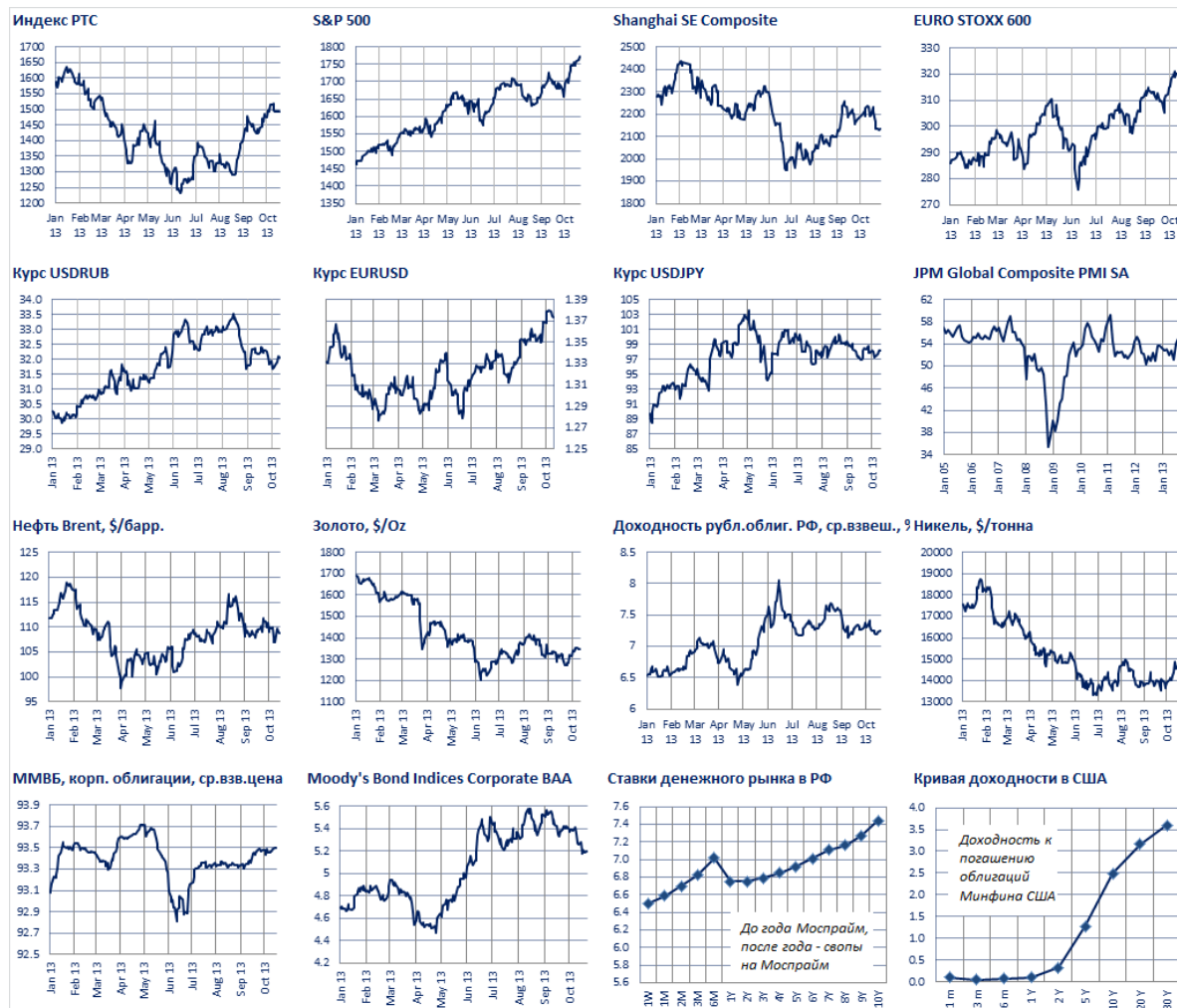


- **«Обувь России»**, один из крупнейших торговцев и производителей обуви в России **идёт на IPO**. Провести его планируется в начале 2014 г. на Московской бирже. Компания развивает три бренда - «Вестфалика», «Пешеход» и «Emilia Astra». Сейчас под её управлением находится 240 магазинов в 75 городах России. При этом приоритет отдаётся регионам - в Москве всего 2 магазина. В дальнейшем компания намерена открывать по 100 магазинов в год и к 2018 г. утроить нынешнее количество, а выручку увеличить в 4 раза, до 18,5 млрд. руб. У компании также есть фабрика в Новосибирске мощностью 350 тыс. пар обуви в год и завод по производству комплектующих. В 2014 г. «Обувь России» планирует начать строительство производственно-логистического центра в Новосибирской области, что позволит увеличить производство до 500 тыс. пар в год, а в дальнейшем до 1 млн. пар. Также планируется возвести ещё один завод мощностью 1 млн. пар в год в Карачаево-Черкесии. Компания оценивается в 7 млрд. руб. Инвестпрограмма на ближайшие 5 лет потребует 6 млрд. руб. Высокая прибыльность компании в столь малорентабельной отрасли во многом объясняется успешно развивающейся программой микрофинансирования покупателей, что в I полугодии 2013 г. принесло 277 млн. руб. процентных доходов при том, что вся чистая прибыль за тот же период составляет 203 млн. руб.
- **«Башнефть»** **выплатит щедрые дивиденды** за 9 месяцев 2013 г. Общий размер выплат составит 45,25 млрд. руб., в расчёте на акцию 199 руб. Доходность к вчерашней цене закрытия составит 10,3% по обыкновенным акциям и 13,4% по привилегированным. Дата закрытия реестра 5 ноября 2013 г.
- **Сразу две новости по «Роснефти»**.
- И.Сечин направил письмо В.Путину с просьбой продать госпакет «НМТП»

напрямую «Роснефти» вместо выставления его на торги. По закону провести приватизацию в обход аукционов можно, но лишь с согласия президента. «Роснефти» он нужен как береговая база для бурения скважин в Чёрном море. Ближайший из подобных проектов стартует уже в 2014 г. - предлагается проводить разведочное бурение шельфа совместно с ExxonMobil. Вчера 20%-ый госпакет на LSE стоил около \$400 млн.

- Также вчера появились сообщения, что «Роснефть» продала около 9,9% акций РН-Холдинга (бывший ТНК-ВР Холдинг) неким неаффилированным с ней лицам. Цена сделки 64,8 руб. за акцию. Участники рынка сходятся во мнении, что сделано это, чтобы выполнить требования закона, предусматривающего возможность дальнейшего принудительного выкупа. Для этого необходимо выкупить более 10% акций и довести долю до 95%. Косвенно данная новость также указывает на то, что цена оферты меняться не будет - в этом случае те, кто выкупил 9,9%-ый пакет «РН-Холдинга» получат свою прибыль примерно в 4,5% после выкупа.

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.