

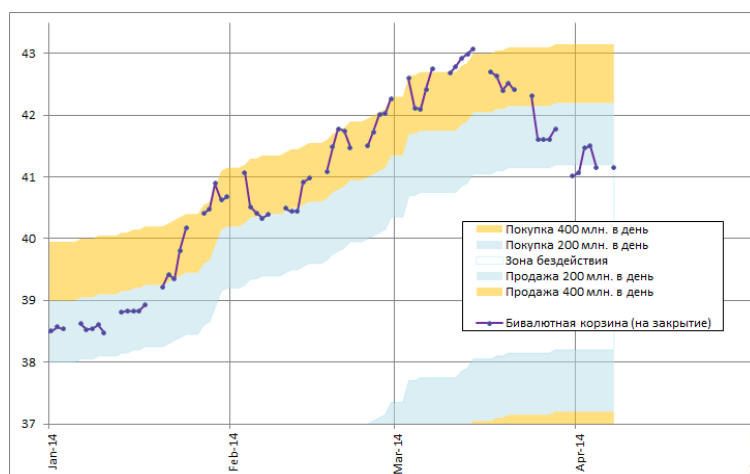
## Обзор рынков

Понедельник, 7 апреля 2014

- Акции в США в пятницу упали на 1.2%, что намекает на коррекцию/ сдувание пузыря этого рынка. Однако мы не ждем большого провала, американский рынок может продолжить рост.
- Росстат посчитал инфляцию марта, +6.9%, по сравнению с 6.2% в феврале. Это эффект снижения курса рубля, который может ощущаться еще около 1-2 месяцев. Во втором полугодии инфляция должна пойти на убыль.

### Комментарий:

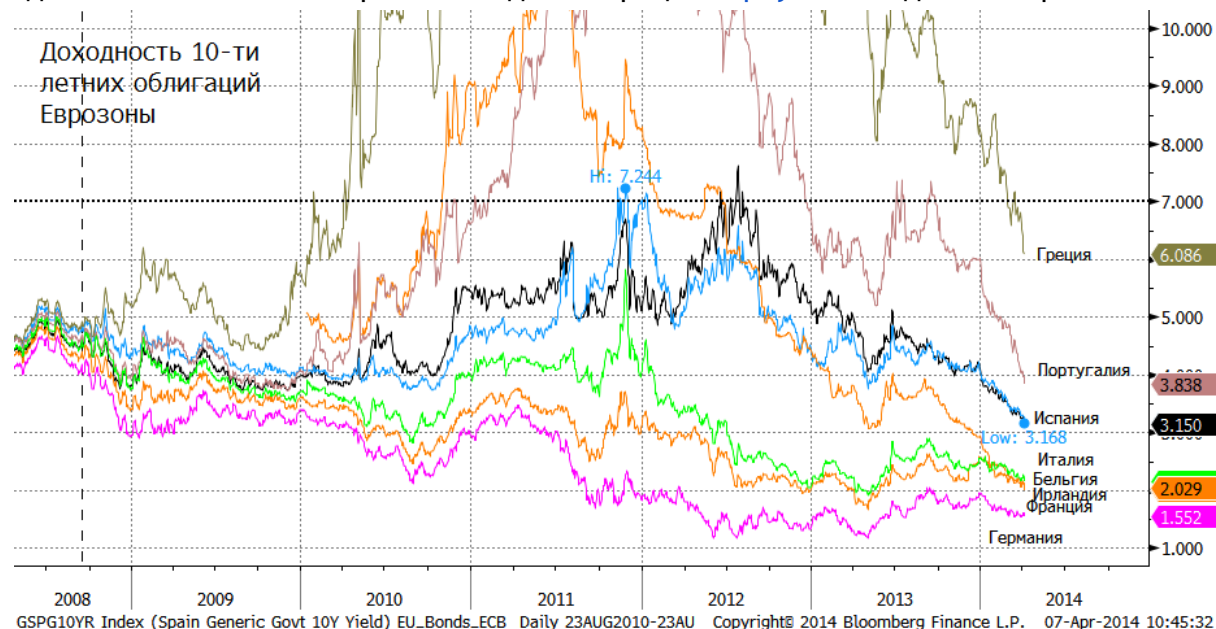
Индекс ММВБ +1.2%, это максимальное закрытие 28 февраля - дня, после которого началась крымская история. В пятницу рубль укреплялся, 35.25/доллар. Под конец дня бивалютная корзина (см. справа) выпала из зоны сниженных интервенций Центробанка РФ, куда курс заскочил на сообщении Минфина, что оно вновь планирует начать покупать валюту в Резервный фонд. Блумберг пишет, что российские активы повышаются из-за “ожидающегося ослабления напряженности с Западом”. В другом комментарии Блумберг [пишет](#), что “шортисты” выбросили белый флаг после того, как В. Путин пообещал не двигаться дальше Крыма.



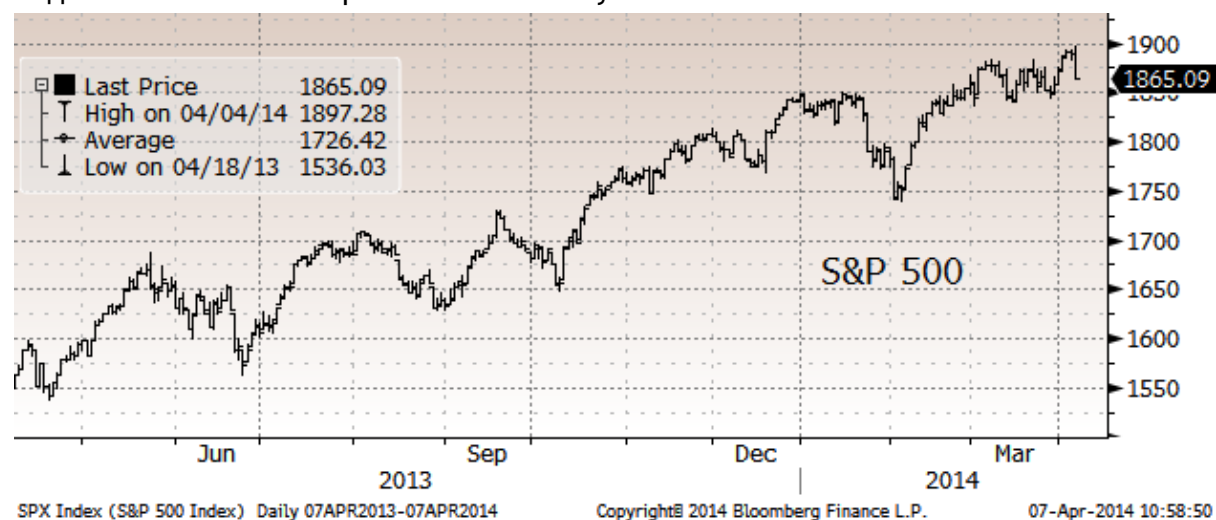
В последнее время валюты развивающихся стран растут и преодолели провал начала года (см. индекс валют 20 стран). Индекс говорит, что если бы не крымская

история, рубль мог бы стоить ниже 33 руб./доллар.

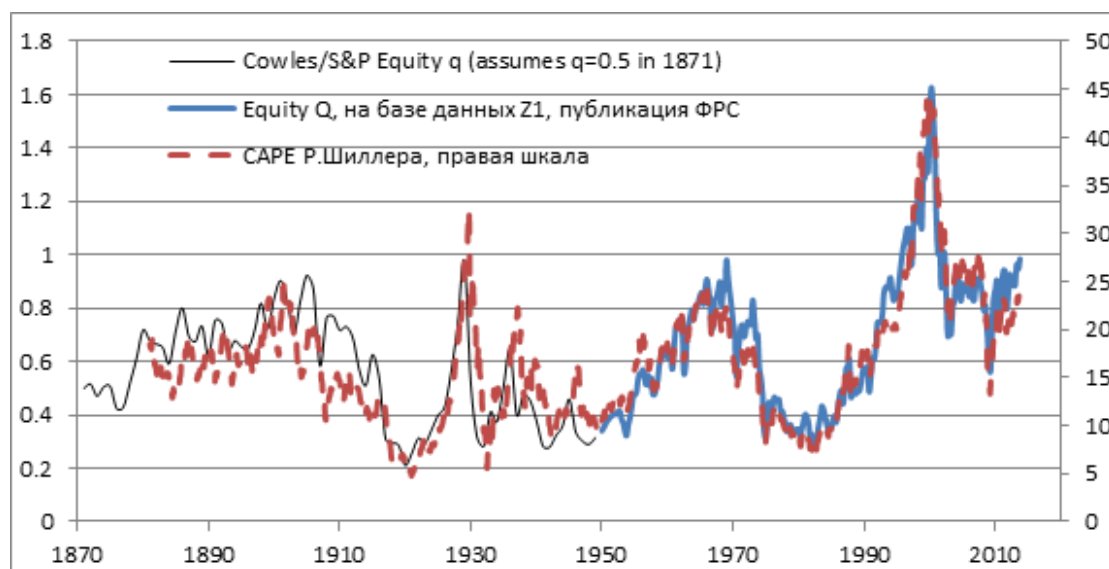
STOXX Europe 600 в пятницу закрылся на посткризисном максимуме, +0.6%. В последний месяц доходность 10-ти летних облигаций Греции опустилась ниже “критического уровня” в 7% годовых, так что страны GIPSI завершили кризис. Еще одно знаковое событие прошлой недели - Греция [вернулась](#) на долговой рынок.



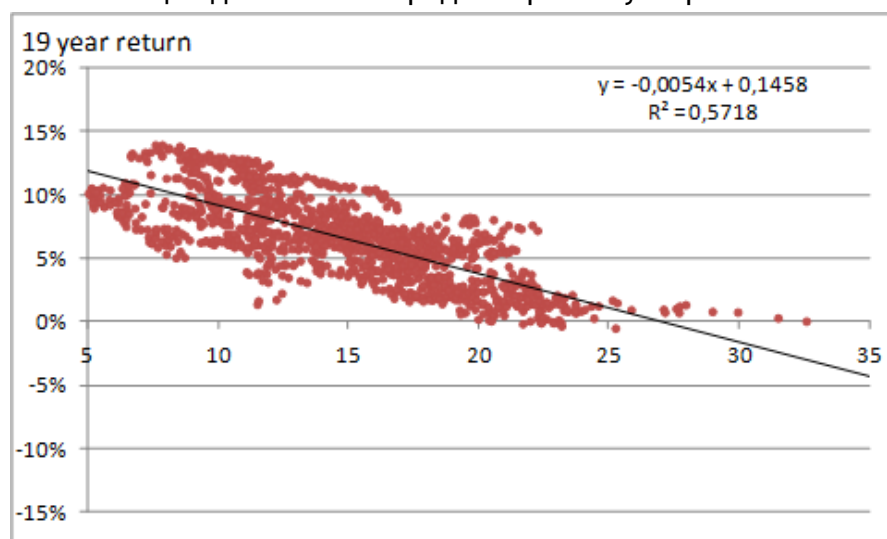
В пятницу индекс S&P 500 упал на 1.25%, что представляет собой заметное падение. Индекс свалился с исторического максимума.



Ниже представлены мультипликаторы “Equity Q” и “CAPE”. Эти мультипликаторы зарекомендовали себя с лучшей стороны, позволив [Стивену Райту](#) и [Роберту Шиллеру](#), соответственно на рубеже 90-х и 2000-х годов, корректно идентифицировать пузырь NASDAQ.



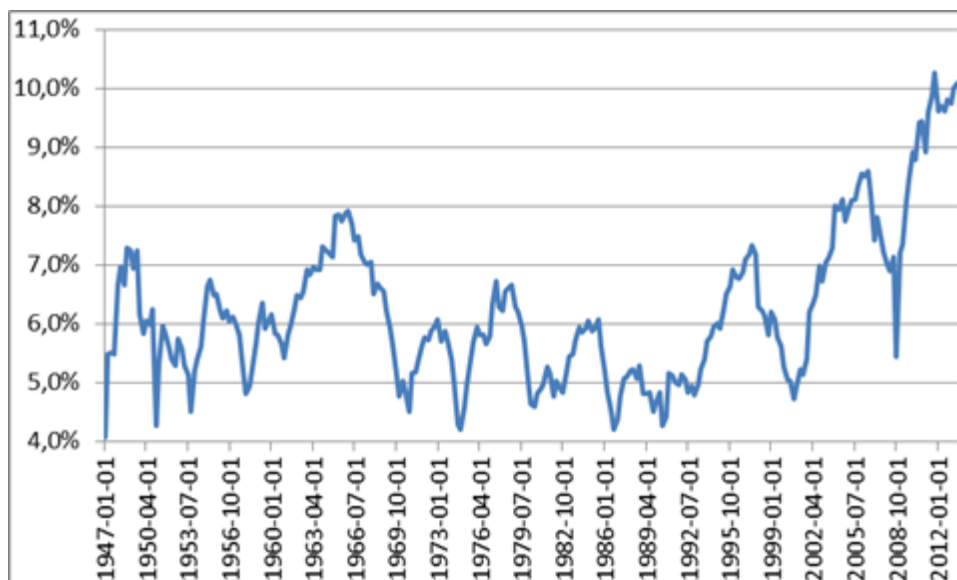
Equity Q представляет собой результат деления капитализации акций на чистую стоимость замещения (аналог собственного капитала по балансу, как если бы активы были оценены по стоимости замещения). CAPE это “cyclically adjusted p/e” - капитализация деленная на среднюю реальную прибыль за последние 10 лет.



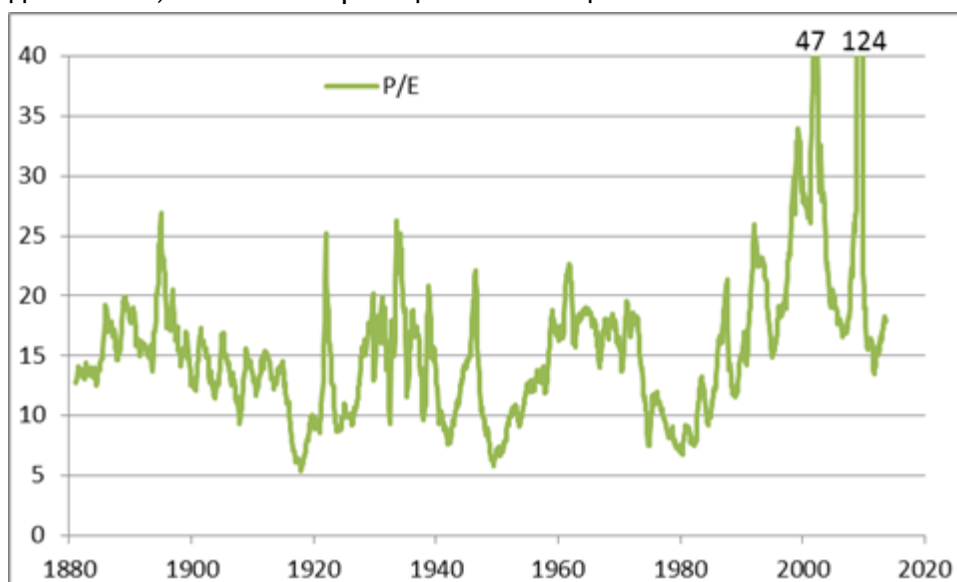
Мультипликаторы “Equity Q” и “CAPE” практически совпадают и дают одинаковые результаты. Выше показана регрессия реальной доходности акций на 19-летнем отрезке времени, объясняемая мультипликатором CAPE (на 19-ти летних отрезках CAPE имеет наивысшую объяснительную силу, измеренную  $R^2$ ).

Чем дороже покупаются акции, тем ниже последующая доходность. Если считать эту зависимость показательной, то в ближайшие годы ожидаемая доходность акций должна быть низкой. Иными словами, текущее состояние - это переоцененность, пузырь.

Однако не все так просто. В США Корпоративная прибыль в процентах от ВВП достигла исторического максимума (график - по данным ФРС, публикация Z1 и Бюро экономического анализа). И если не ожидать, что прибыль снизится, то стоимость американских акций не так уж и высока.



Взгляд на простой мультипликатор  $p/e$  в США показывает, что акции не так и дороги. Такой мультипликатор отражает “свежие” данные по прибыли, в отличие от CAPE, который из-за усреднения может не учитывать сдвиг прибыльности корпораций (если считать его постоянным). Также важно, что  $p/e$  с середины 80-х торгуется значительно выше исторических норм, что может отражать “структурный сдвиг” того, как инвесторы оценивают акции.

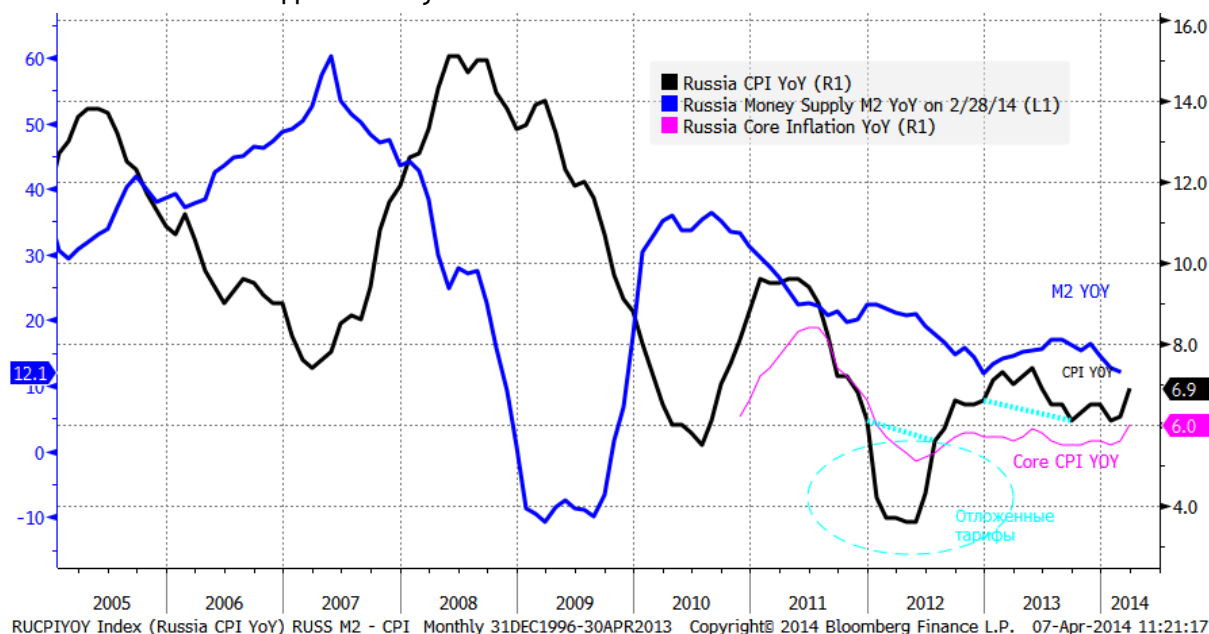


Итак, мы не можем убежденно говорить о том, что в США возник пузырь. В этой связи мы бы пока не ждали обвала американских акций, хотя коррекция возможна.

## Вкратце:

- Росстат опубликовал инфляцию марта, которая поднялась до 6.9% в годовом выражении (в феврале было 6.2%). Базовая инфляция (без продуктов питания и энергоносителей) также ускорилась до 6.0%. Мы не видим в этом проблемы - влияние курса на индекс потребительских цен носит разовый и проходящий характер (точно также как и колебания урожайности). Важно другое, что инфляция

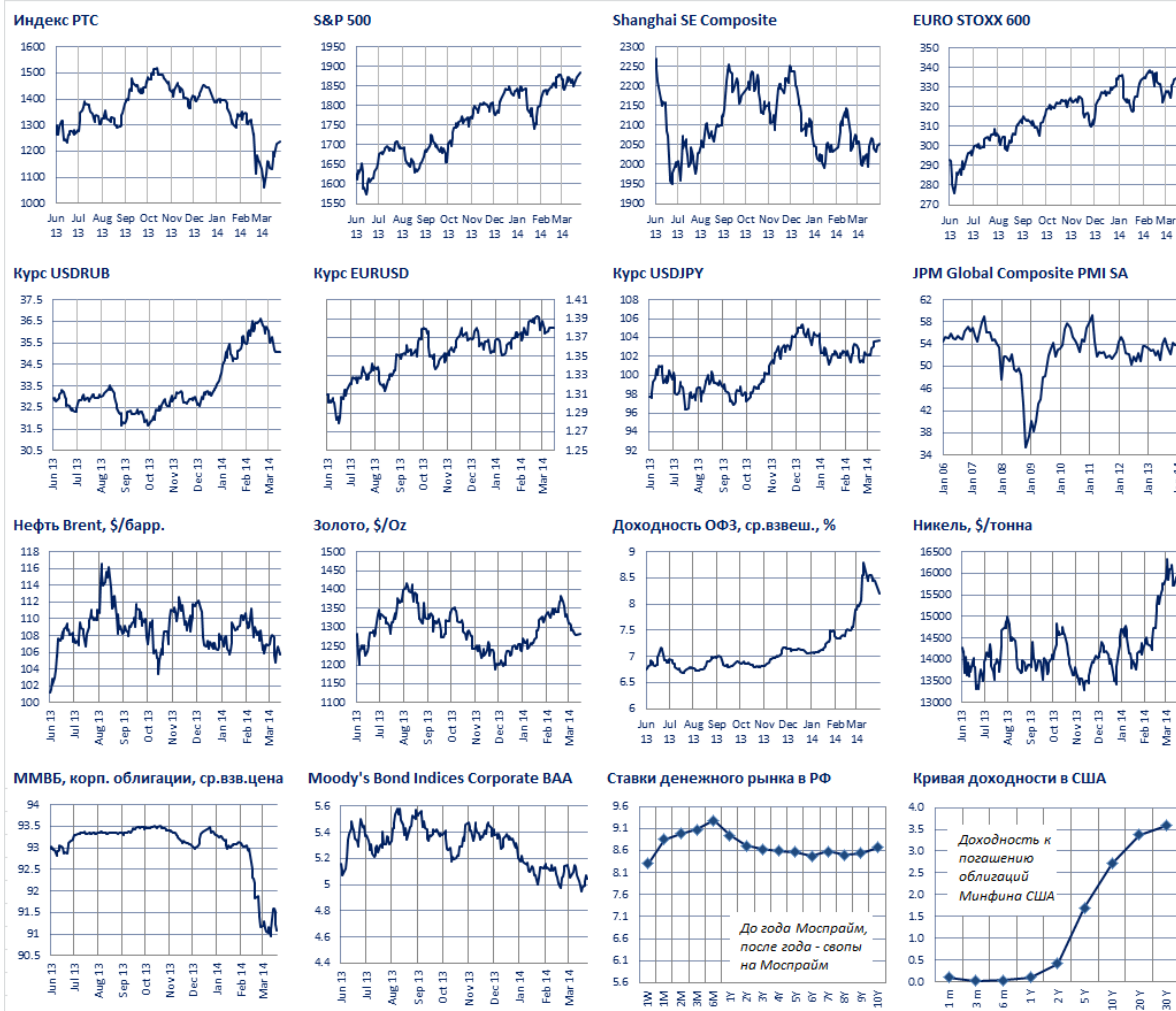
в России продолжает последовательно снижаться. Повышение ставок Центробанка и рецессия в России на крымских событиях позволят снизить инфляцию быстрее, чем можно было бы ожидать в отсутствие этих событий.



- «Мечел» на NYSE оценивается в 2 раза выше, чем на Московской бирже. Такой огромный спред между расписками и акциями ранее не фиксировался по другим бумагам. В компании сложившуюся ситуацию связывают с ограничением на конвертацию акций компании в расписки. Основная ликвидность находится на американской бирже, что делает цену расписок более индикативной. Сейчас весь лимит на конвертацию в расписки выбран, что препятствует арбитражу и снижению спреда.



## 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.