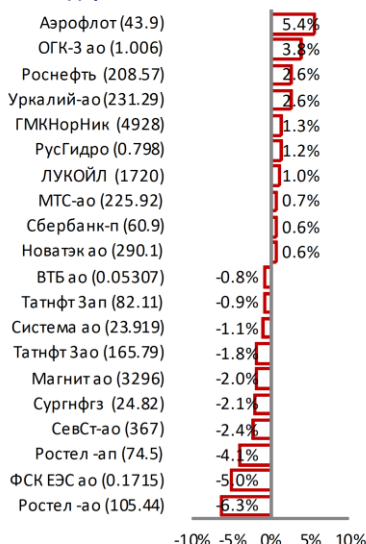


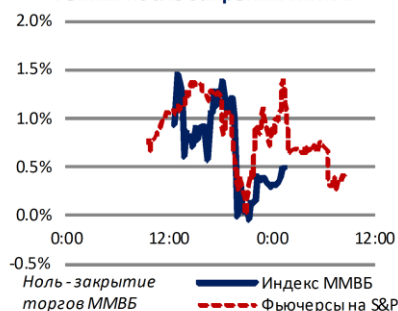


Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Вчерашние рынки вчера, хоть и были волатильными, но особо никуда не ушли. Европейский STOXX Europe 600 упал на 0.35%, индекс ММВБ и американский S&P500 закрылись с минусом 0.2%

Но фондовые рынки вчера не были важны, в России основное внимание было приковано к курсу рубль/доллар, который за день упал примерно на 2%. Если на фондовых рынках такое изменение – пустяк, то на валютном воспринимается как событие. Падение рубля, кстати, объясняет сравнительно неплохой результат индекса ММВБ, рассчитываемого в рублях, тогда как долларовый РТС вчера упал на 2.4%.

Курс рубль-доллар превысил максимумы осени и вчера достигал 33.6 (сейчас около 33.4, слегка укрепляется). Наши предположения, что максимум в 33 остановит спекулянтов не оправдались. Что дальше?

Валютные рынки, и рубль в частности, имеют тенденцию к «овершутингу» (overshooting) – они традиционно движутся больше чем надо, чтобы потом откатываться обратно. Мы не сомневаемся, что за падением рубля последует укрепление, осталось только понять, где эта точка.

На графике мы сравниваем размах снижения рубля осени и нынешнего. В августе-сентябре движение составило около 5.5 руб. по курсу (от 27.5 до 33 руб./\$), майское движение измеряется 4.4 руб. Если осеннее движение считать образцом, то можно предположить продолжение снижения отечественной валюты к доллару еще на 1 руб., примерно до 34,5 руб./\$ – как потенциальный максимум, пока не начнется «реверсия».

Стоимость безвалютной корзины ЦБ РФ ($=0.45 \cdot \text{руб}/\text{€} + 0.55 \cdot \text{руб}/\text{\$}$) сейчас немногим меньше 37, тогда как регулятор установил «верхнюю границу» на уровне 38.15, тоже, примерно на 1 рубль выше. И это тоже дает намек на

возможный максимум в 34.5. Конечно, это все прикидки, рынок может остановиться и раньше.

Ключом к движению являются интервенции ЦБ РФ. Вчера поутру участники просто одурели от сообщения, что размер продаж долларов просто мизерный. Оказалось, что в начале мая ЦБ РФ не продавал, а покупал валюту, добавив примерно \$2 млрд. (он делал это, видимо, чтобы добавить ликвидность банкам). Затем одну неделю с 18 по 25 мая ЦБ РФ не проводил никаких операций. Потом он начал – таки продавать доллары. В понедельник ЦБ продал \$3 млн., во вторник – \$16 млн., в среду – \$69 млн. Это и оказалось сюрпризом.





Раньше на лентах новостей были сообщения от банковских трейдеров на валютном рынке, что ЦБ продает порядка сотни, а то и пару миллионов долларов в день. Трейдеры на самом деле не знают, сколько продается регулятором, а пытаются выцепить в анонимном «стакане» биржи и проходящих сделках интервенции ЦБ РФ. И оказалось, что они что-то не то высмотрели, и размеры интервенций куда как меньше.

Названные цифры в единицы и несколько десятков миллионов долларов продаж валюты от ЦБ – это мизер, поскольку ежедневный оборот по валюте

составляет порядка \$11 млрд. (можно сопоставить это с размером внешнеторгового оборота, в 2011 экспорт ~\$500 млрд., импорт ~\$300 млрд., итого \$800 делим на 250 рабочих дней, итого, примерно \$3.2 млрд., остальное обеспечивают потоки капитала).

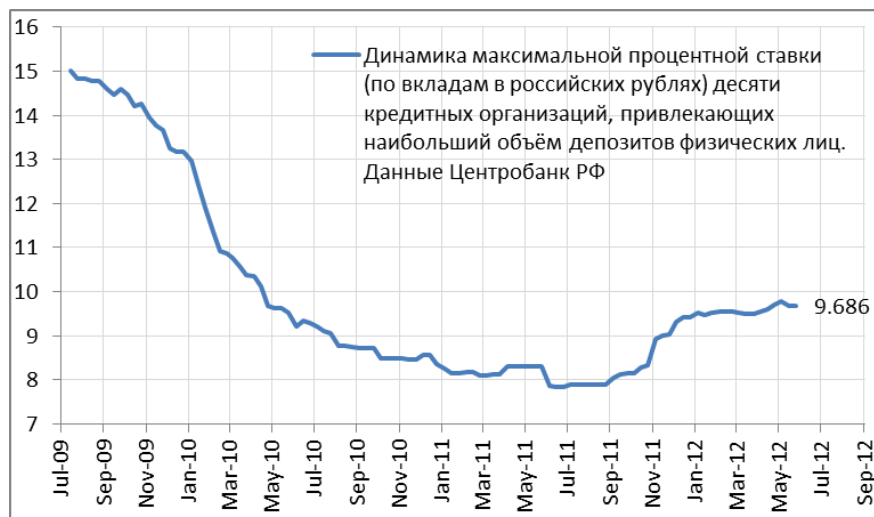
Итак, вчера участники осознали, что рубль предоставлен сам себе – практически чистое «свободное плавание». Это отчасти сняло страхи со спекулянтов, что их ставки против рубля встретят сопротивление ЦБ РФ. До верхней границы по бивалютной корзине еще сравнительно далеко – больше рубля (38.15 при текущей 37), а это больше 3%. На верхней границе ЦБ РФ декларирует, что будет продавать \$500 млн. и переставлять границу на 5 копеек. Спекулянты понимают, что ЦБ РФ «наказывать» их не собирается.

А кто будет наказан? Мы полагаем, что наказанными могут быть менее изошренные участники валютного рынка, население и бизнес. Мы как-то сравнивали курс рубля с ядерным реактором, который не может быстро остыть (как мы поняли после Фукусимы). Точно также население, реагируя на движение, начинает играть против национальной валюты, делает это поздно и замедленно. Этот рефлекс когда-то был правильным, и был воспитан несколькими кризисами. Сейчас игра против национальной валюты стала куда менее предсказуемой и потому более опасной.

ЦБ РФ уходит и почти ушел с валютного рынка, именно он создавал предсказуемость, удерживая рубль от падения, чтобы потом сдаться. Потому вчерашние новости о мизерных продажах ЦБ РФ, как не парадоксально, очень оптимистичны. Свободный рынок – лучший педагог против нарабатанного прошлыми годами рефлекса. Если финансовый

кризис не будет набирать обороты (наше предположение, что он будет тлеть еще долго, но без обострений), рубль начнет укрепляться – «реверсия» после «овершутинга».

Вчера ЦБ РФ опубликовал статистику по максимальной депозитной ставке среди 10-ти крупнейших банков по привлечению средств физлиц в стране (как мы понимаем, это средняя). Мониторинг проводится подекадно, вчера опубликована цифра за последние 10 дней мая. Ставки стоят, и индекс



находится чуть ниже 105 начиная с января. Мы видим в этой стабильности доказательство того, что новая политика ЦБ РФ работает. Несмотря на улучшение и последующее ухудшение ситуации на мировых рынках, открытие и закрытие западного «кредитного» окна, ставки в банковской среде (короткие МБФ и длинные по депозитам) сохраняют неплохую стабильность.

ЦБ РФ проработал массу инструментов предоставления ликвидности (в случае кризиса он готов вернуться к необеспеченному кредитованию), так что кризиса ликвидности в стране не должно случиться. ЦБ РФ потому и уходит с валютного рынка, что его нестерилизованные интервенции (покупка и продажа) резко меняли денежную базу и создавали монетарные возмущения.

Мы были и остаемся сторонниками свободно плавающего курса рубля. Свободное плавание необходимо для того чтобы проводить собственную монетарную политику (как постулирует это «несовместимая троица» Манделла, при открытом рынке капитала). В России полно пессимистов, куда бы ни пошел рубль, найдется кто-то, кто будет недоволен. Падение – плохо, рост – тоже. В стране есть запрос на привязку рубля. Но привязка уже привела ко многим бедам в экономике. А именно: 1) инфляции, не позволяющей построить собственную финансовую систему 2) проциклической монетарной политике, создающей депрессию (11% падения ВВП YoY во 2-м квартале 2009, увольнения и банкротства).

Поэтому мы аплодируем вчерашним сообщениям о минимальных интервенциях. БольшАя волатильность рубля это не плохо, а хорошо (хотя

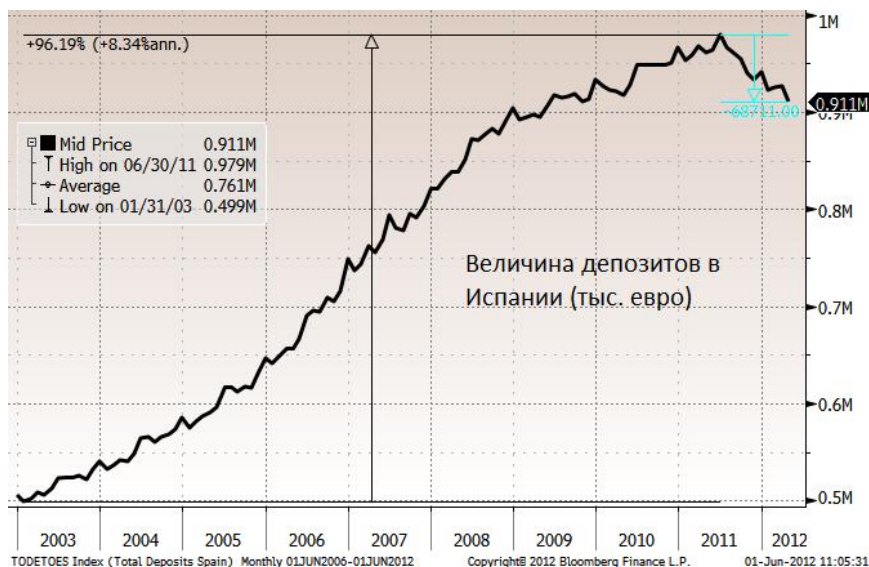


мы осознаем, что не все рады, многие экспортеры-импортеры ей не будут довольны). Мы только опасаемся, что после больших колебаний Путин может вновь потребовать от ЦБ РФ «сделать что-то», что вновь вернет монетарную политику к убогому состоянию 2000-х годов.

Свободный рубль развязывает руки ЦБ РФ по проведению монетарной политики. А это крайне необходимо, поскольку мировые финансовые рынки находятся на грани распада. Хорошая иллюстрация – доходности длинных облигаций «надежных стран», которые бьют

рекорды. 10-ки Дании (страна имеет свою валюту, но она привязана 1:1 к евро, изменения за 10 лет укладываются в процент). Немецкие 10-ки находятся на 1.2%. Бумаги США и Великобритании около 1.5%. При этом все названные страны находятся в режиме таргетирования инфляции с целью порядка 2%. Так что инвесторы соглашаются на убыток в реальном выражении и делают это потому, что альтернативы их пугают.

Ирландия вчера на референдуме поддержала самоограничения (Фискальный договор). Приближается дата голосования по Греции, новости по опросам выходят противоречивые (см. далее).



Но главная проблема сейчас – испанские банки. После спасения Bankia встал вопрос, что с остальными банками. Мы видим сообщения, что на рекапитализацию и закрытие плохих долгов может потребоваться от €75 млрд. до €300 млрд. Чтобы почувствовать эту цифру – величина кредитов банковской системы близка к €1 трлн., так что верхняя граница в \$300 млрд., пожалуй, великовата.

Испания просит рекапитализировать банки за счет европейских денег или МВФ (последняя приступила к выработке плана). Между тем бегство депозитов из банков Испании уже идет

и если не вернуть доверие к банковской системе страны, она пойдет по стопам Греции. Мы собираемся тщательно следить за новостями об испанских банках, но не можем дать определенные прогнозы. Мы не знаем, насколько политики ЕС смогут осознать проблему, договориться и решить ее в разумные сроки, учитывая все их политические ограничения.

Вкратце:

- Вчера был опубликован новый опрос, проведенный агентством DATA RC среди греков 28-30 мая. Результаты нового опроса противоречат итогам предыдущего VPRC, где первое место получила леворадикальная «Сириза». Так по последним данным, «Новая демократия» выходит на

Партия	6 мая		Опрос DATA RC 28-30	
	Голосов	Количество депутатов	Голосов	Количество депутатов
Новая демократия	18,85	108	28,4	127
Сириза	16,78	52	25,6	69
ПАСОК	13,18	41	13,9	38
Независимые греки	10,6	33	7	19
Компартия	8,48	26	5,7	15
Золотая заря	6,97	21	5,4	15
Демократические левые	6,11	19	6,2	17
Итого	80,97	300	92,2	250

165

«ПАСОК» набирают больше 151 места, что дает им большинство и является достаточным для формирования правительства. Надо помнить, что это предварительные данные, но они дают надежду, что Греция продолжит программу строгой экономии и останется в еврозоне. Последний опрос греческого населения показал, что 78% греков выступают за то, чтобы остаться в еврозоне.

- Совет директоров «АФК Системы» одобрил buy-back акций и глобальных депозитарных расписок. Компания планирует потратить на программу обратного выкупа порядка \$300 млн., что соответствует 3,6% уставного капитала или почти 20% free-float, исходя из вчерашней цены

закрытия. «АФК Система» планирует приобретать ценные бумаги на дочерние структуры, после чего они будут погашены. Решение о buy-back инициировано с целью оказать поддержку котировкам, которые с марта просели практически на 20%. Вчера «АФК Система» опубликовала сильную финансовую отчетность за первый квартал 2012 года. Компания сумела увеличить выручку на 9,3% по сравнению с прошлым годом до \$7,9 млрд. и нарастить чистую прибыль до 380,9 млн., что в три раза выше аналогичного показателя первого квартала 2011 г. Однако сообщение новостей о buy-back и сильной финансовой отчетности не смогли поддержать цену. Так, на лондонской площадке стоимость расписок упала на 0,3%, на «ММВБ-РТС» акции снизились на 1,06%.

- «ЛУКОЙЛ» в консорциуме с японской Inpex выиграл тендер на разработку нефтяного блока в Ираке. За право разрабатывать участок консорциум заплатит \$25 млн., за каждый добытый баррель они получают \$5,99. Проект довольно рискован, так как ресурсы участка не разведаны, плюс у Ирака есть право не начинать добычу в течение семи лет после открытия месторождения.
- «Норникель» может до конца года погасить 10% казначейских акций, которые хранятся в дочерних структурах. Для того чтобы погасить бумаги, их надо перевести на баланс «Норникеля», однако buy-back проводится не будет, акции будут погашены через корпоративные процедуры – слияние или ликвидацию «дочек». В результате погашения доля Потанина в «Норникеле» вырастет с 28,08 до 31,2%, а UC Rusal – с 25,13% до 27,9%. Так как доля структур В. Потанина превысит 30%, нужно будет объявлять оферту миноритариям.

Местное:

- «Уралкалий» и «Беларуськалий» рассматривают варианты расширения бизнеса своего трейдера – БКК. Как пояснил В. Баумгенртнер, это может быть реализация совместных инвестиций в развитие логистической инфраструктуры. При этом БКК может сменить «прописку» с белорусской на швейцарскую для того, чтобы получить более эффективное торговое финансирование. Примечательно, что ранее премьер-министры России и Белоруссии обсуждали создание совместной белорусско-российской компании «Союзкалий», которая будет реализовывать не только калийные, но и азотные и фосфорные удобрения. Однако «Беларуськалий» и «Уралкалий» производят только калийные удобрения, чьи азотные и фосфорные удобрения они будут продавать, не уточняется.
- «Коммерсант» пишет, что на площадке «Мориона» кроме ТРК может появиться и жилье. Для этого компания совместно с ЗАО «Объединенные медиа активы», выкупившие в 2010 году большую часть участка, подали заявку о смене зонирования. Как комментирует глава «ПМ-Инвест» О. Стародубцев, самое сложное в застройке территории бывшего промышленного предприятия – отмена или сокращение санитарно-защитной зоны. Как поясняет О. Стародубцев, на получение разрешения построить жильем часть территории «Пермской приборостроительной компании», ушло много времени, только мониторинг вредных выбросов Росприроднадзора займет один год.

Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15

тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69

www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Матвеев Эдуард Вениаминович

Рахимов Денис Владимирович

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

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.