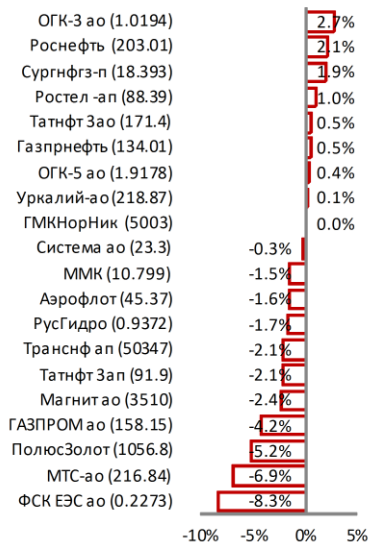


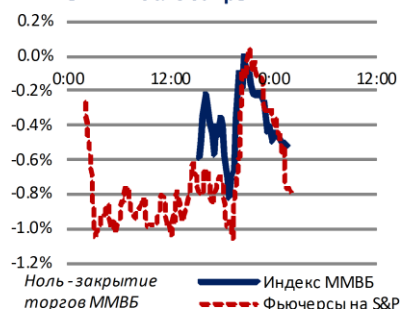


Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



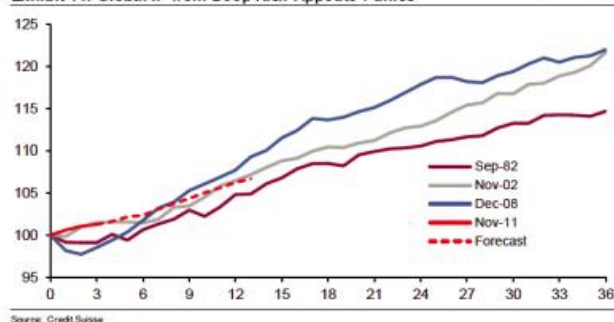
Пятница завершилась нейтрально для мировых рынков, STOXX Europe 600 +0.3%, S&P500 -0.3%, а российский индекс ММВБ -1.1%.

На рынки с утра давили данные об убытке JPMorgan в \$2 млрд. на сделках «лондонского кита», который открыл огромные позиции на рынке деривативов. Об этих сделках было известно с апреля, сейчас вышла цифровая оценка потерь. Акции JPMorgan упали на 9%, собственный (tangible) капитал составляет \$131 млрд., капитализация \$140 млрд. годовая прибыль 2011 - \$17.5 млрд. Из цифр видно, что речи не идет о возможном банкротстве, вчера 5-ти летние CDS подскочили со 108 до 133 б.п., лучше чем у большинства банков.

Греция, похоже, движется к перевыборам, поскольку парламент не может сформировать правительство. Предположительно они состоятся 17 июня, а к июлю в стране должны закончиться деньги. Ультралевые, заявлявшие об условиях пересмотра соглашений самоограничений с ЕС, наберут еще больше голосов. Второй дефолт Греции набирает вероятность, правда, мы уже не считаем его сколь-нибудь важным.

Испания, пожалуй, остается даже большей проблемой, с шансами запросить bailout (это слово трудно перевести коротко, оно означает «оказание помощи кому-то находящемуся в затруднительном положении, преимущественно в виде денег»). Доходности испанских облигаций находятся в районе 6%.

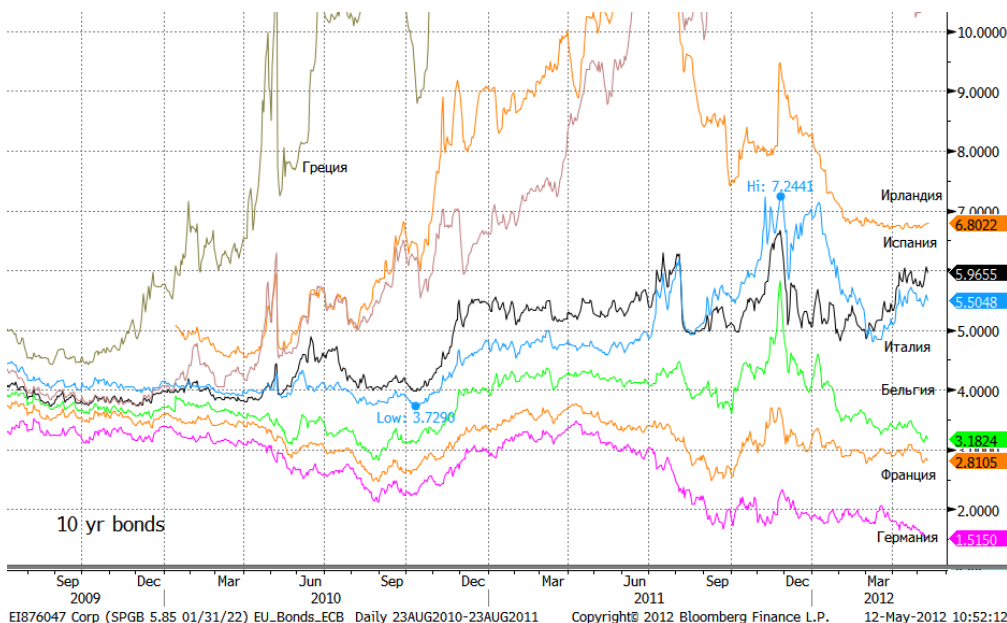
Exhibit 14: Global IP from Deep Risk Appetite Panics



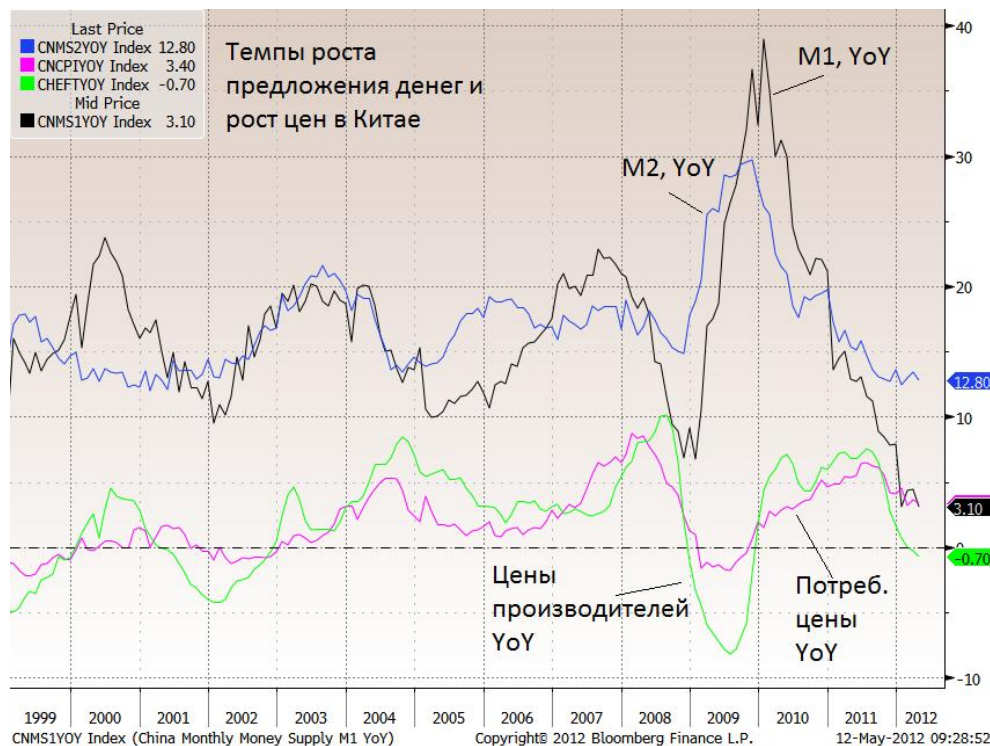
Тем не менее, есть оптимисты. Стратег Вильмот из Кредит Свисс призывает «покупать на панике» и утверждает, что темпы восстановления

промышленного производства в мире соответствуют траектории «больших паник» 82, 2002, 2008/9 годов. (см. график)

Наш взгляд на 2012 год в чем-то совпадает. Еврозона не развалится на части. Происходящее снижение ВВП периферии должно закончиться в этом году (см. далее прогноз Еврокомиссии). А фондовые рынки, как обычно, должны среагировать заранее.



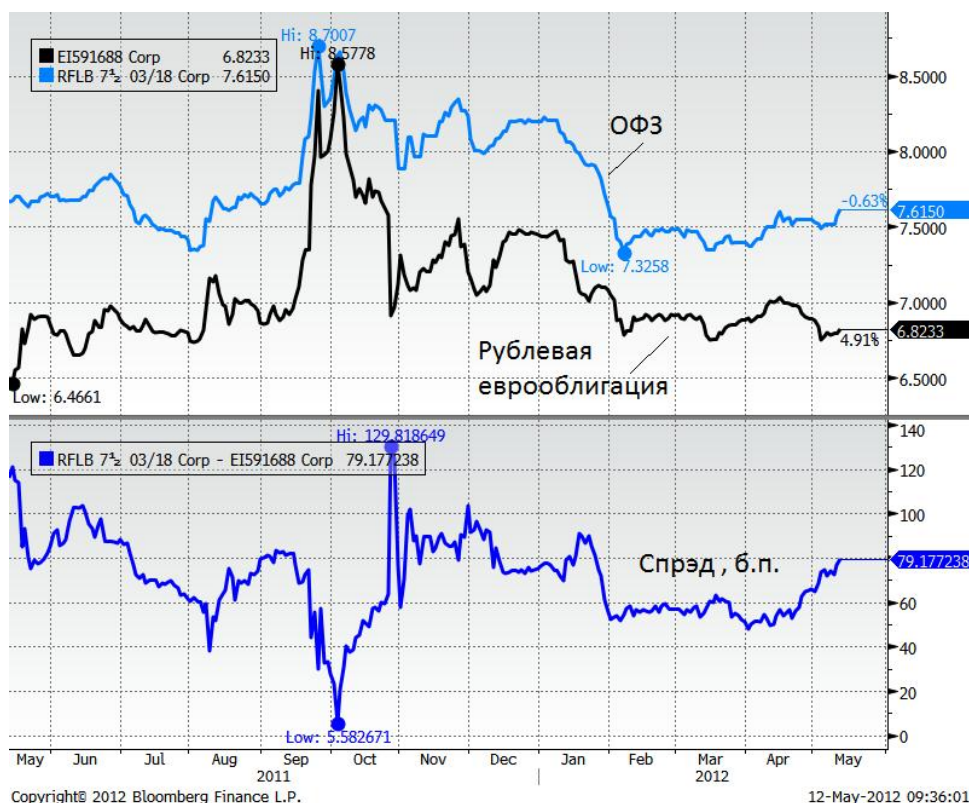
Вкратце:



Вчера цифры роста денежного предложения и инфляции опубликовал Китай (см. график, последние цифры за апрель). История замедления этой страны выглядит так – в 2009 власти активно «накачивали» экономику деньгами, что вылилось в ускорение инфляции в 2010 и 2011 гг. Чтобы избежать «перегрева» и разгона инфляции власти пошли на монетарные ограничения, и инфляция стала падать. Апрельский CPI находится на 3.6% (к аналогичному периоду прошлого года), что ниже цели правительства Китая на уровне 4%. Промышленные цены вообще падают (-0.7%)

Ситуация выглядит вполне управляемой и нужда в монетарной жёсткости пропадает. Китай скоро должен отпустить вожжи, и экономика должна начать восстанавливаться.

Слева показаны графики колебания доходности очень похожих рублевых облигаций правительства РФ, это ОФЗ и рублевая еврооблигация. Обе гасятся в марте 2018 года (6-ти летние, купоны близки). Нижняя часть графика показывает спрэд между этими бумагами, и отражает доверие к российской инфраструктуре. Еврооблигация торгуется с клирингом в Euroclear, а ОФЗ с клирингом на ММВБ. Спрэд в апреле – мае расширился из-за обсуждения в правительстве



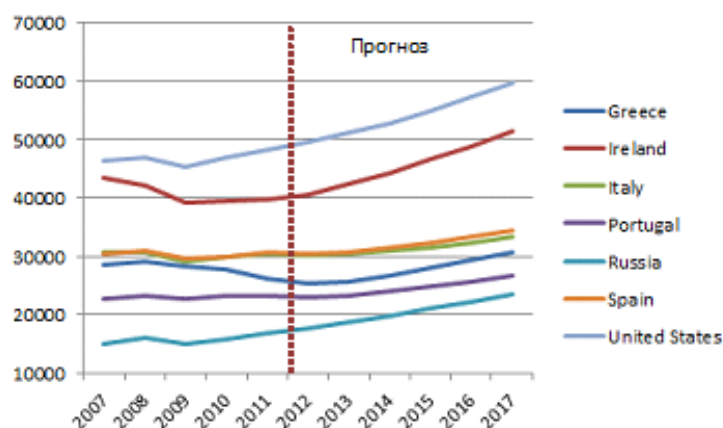
идеи отложить либерализацию рынка и не допускать Euroclear к учету ОФЗ.

Вчера появились страшные заголовки «Eurozone crisis live: Spain to stay in recession until 2014, says EC» («Европейский кризис продолжает жить: Испания останется в рецессии вплоть до 2014 году по прогнозам Еврокомиссии»). Еврокомиссия подготовила отчет, где подтвердила более ранние прогнозы относительно развития экономики еврозоны, которая должна сжаться на 0,3% в этом году. Но к 2013 году динамика ВВП Еврозоны должна сменить полярность и рост экономики может приблизиться к 1%. Испания будет единственной участницей, чей ВВП будет

снижаться на протяжении двух лет: на 1,8% в этом году и на 0,3% в следующем. Ситуация в Испании продолжает порождать страхи у инвесторов. Тревогу вызывает и статистика по рынку недвижимости, за последние пять лет цена за кв. м. упала на 30%, что порождает рост плохих ипотечных долгов, и растет вероятность повторения истории Ирландии. Банковская система Испании вложила в недвижимость порядка трети ВВП. Государство уже практически национализировало один из крупнейших банков Bankia.

Но в целом вице-президент Еврокомиссии Рен оптимистично смотрит на будущее экономик еврозоны и Евросоюза, но лишь с оговоркой, что страны продолжают намеченный курс на сокращение собственных расходов. Прогнозы еврокомиссии практически совпадают с оценками МВФ. Слева на графике представлено видение МВФ, куда будут двигаться страны PIIGS и Россия с США как эталоны до 2017 года. Экономика стран PIIGS начнет расти с 2013 г., но не очень высокими темпами

(muddling through) за исключением Ирландии, где МВФ ожидает высокие темпы роста ВВП. Россия и США продолжают оставаться светлыми пятнами на карте мировой экономики.



Динамика ВВП по ППС на душу населения,
(источник: WEO, апрель 2012)

- АФК «Система» размещает семилетние еврооблигации под 6,95% годовых на \$500 млн. Агентство Fitch присвоило еврооблигациям компании предварительный рейтинг «BB-», что подразумевает неинвестиционный уровень со спекулятивным элементом. Организаторами размещения выступают Deutsche Bank, Morgan Stanley, ВТБ Капитал.

- «Ведомости» сегодня рассуждают про то, на каких площадках лучше провести приватизацию госкомпаний. Как пишет издание, М. Мобиус (управляющий Templeton Asset Management) готов покупать акции госкомпаний, даже если они будут размещаться на российских площадках. Примерно такой же позиции придерживается фонд Blackrock. Но если бы у фонда был выбор, то они предпочли бы участвовать в приватизации на международных площадках – в Лондоне или Нью-Йорке. Естественно, биржа ММВБ-РТС против того, чтобы размещение госкомпаний проходило и на зарубежных площадках, так как часть оборота уйдет от них.

- EPRF Global сообщил, что за неделю с 2 по 9 мая иностранные инвесторы вывели из российских фондов \$289 млн., что стало рекордным показателем с начала года. По другим развивающимся рынкам также был отток, но из России был максимальным.

Местное:

- «Коммерсант» пишет, что «ПЗСП» намерен построить коттеджный поселок в Добрянском районе у деревни Залесная. Всего будет построено 500 коттеджей. Общая площадь домов составит 80 тыс. кв. метров.

Напоследок: о ценах на нефть - продолжение

В обзоре от 04.05.2012 мы рассмотрели простейший пример расчета маржинальных и производственных издержек нефти.

Сегодня в продолжении разговора о маржинальных издержках, которые влияют на цены на нефть, мы подготовили вольный перевод статьи «Marginal oil production costs are heading towards \$100/barrel» из блога ft.com/alphaville и дали свои комментарии:

Аналитики по энергетике компании Бернштейн (Bernstein) проанализировали издержки добычи нефти по 50 крупнейшим нефтяным публичным производителям и обнаружили— сюрприз — «эра дешевой нефти закончилась»

Изучение данных 50 публичных нефтегазовых компаний по всему миру (кроме бывшего СССР) показывает, что издержки производства и в пересчете на баррель в 2011 году росли значительно быстрее, чем средние темпы за последние 10 лет. За год издержки производства выросли на 26%, тогда как затраты в пересчете на баррель поднялись на 21% до \$35.88 за баррель. Это выше, чем долгосрочный темп роста, что подчеркивает сохраняющуюся эскалацию издержек разведки и добычи нефти. Каждый дополнительный баррель становится более дорогим. Маржинальные издержки среди 50 крупнейших нефтегазовых производителей по всему миру выросли до \$92 за баррель в 2011, это 11% рост, находящийся в тренде с историческим средним темпом роста. После ожидаемого повышения в этом году еще на двузначную цифру, после чего маржинальные издержки для 50 крупнейших нефтегазовых производителей могут достичь \$100 за баррель.

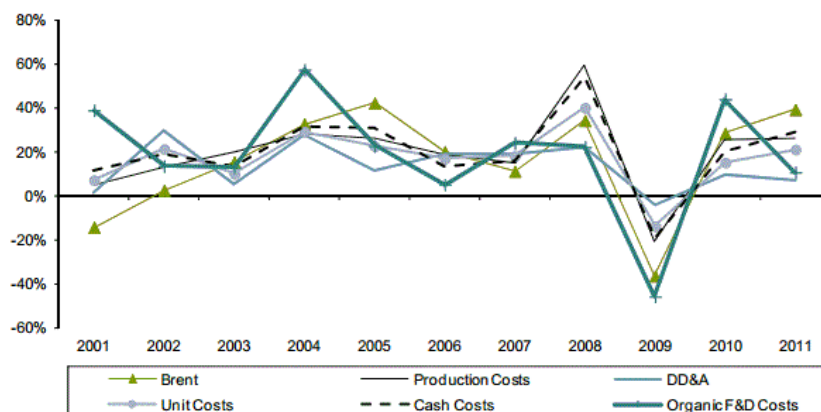
Несмотря на то, что мы видим краткосрочное давление на нефтяные цены из-за слабого роста спроса в мире, долгосрочный прогноз более высоких цен будет поддерживаться растущими издержками производства.

Аналитик Нэйл Биверидж и его коллеги замечают, что это важно потому, что стоимость производства маржинального барреля играет большую роль в определении рыночной цены нефти.

Мы бы добавили, что ожидания обсуждаемых издержек также играют большую роль, но это другая история... и тем не менее, команда из Бернштейн утверждает это вполне убедительно вот этим графиком:

(DD&A это depletion, depreciation, and amortisation; F&D это finding and development.)

Exhibit 3
Y-o-Y growth rate (2001-2011)



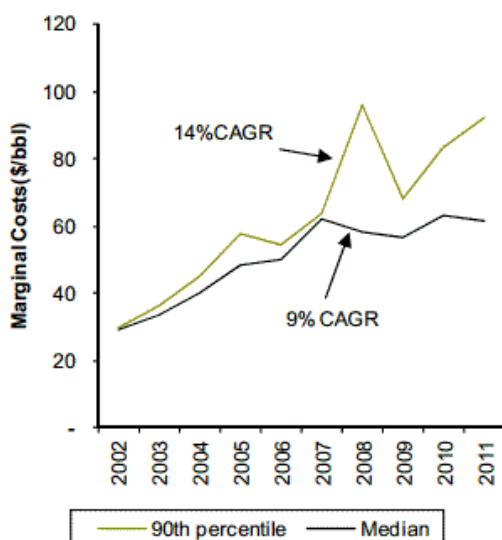
Source: Corporate Reports, Bernstein Analysis

Это исследование, очевидно, включает производителей вне ОПЕК. Также по большей мере игнорирует Россию. Если мы будем учитывать роль стабилизирующего производителя (swing producer) Саудовской Аравии, то как маржинальные издержки без учета ОПЕК и бывшего СССР коррелируют с ценой Брента? Бернштейн утверждает, что корреляция есть, им проанализированы более высокие издержки:

В то время как ОПЕК через квоты производства играет ключевую роль во влиянии на цены, мы верим, что долгосрочно будут определять цены издержки не-ОПЕК производителей. После того как мировой спрос взлетел за прошлое десятилетие маржинальные издержки и цена нефти возросли. Нефтяной промышленности пришлось терпеть все возрастающие затраты (меньшие по размеру, более глубокие месторождения) и в менее привлекательных регионах (глубоководные, высокоширотной Арктике) чтобы добывать инкрементальные баррели.

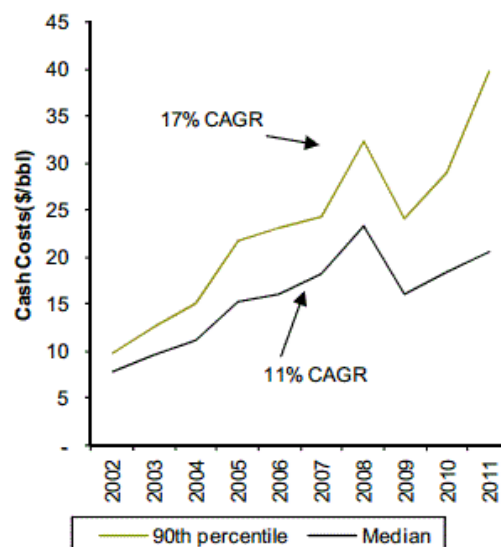
И даже если Саудовская Аравия вполне довольна ценами в \$100 за баррель (или выше, в зависимости от состояния рынка), то предположительно, она не пожелает использовать свое дешевое производство для спасения больших публичных нефтяных компаний от растущих издержек, с которыми те сталкиваются. Разрушение спроса может быть другим важным вопросом, но снова, мы отклонились от основной мысли... Вот сравнение медианных издержки 90%-й процентиля:

Exhibit 10
Non-OPEC ex FSU marginal costs (90th percentile of production) and median marginal costs, 2002-2011



Source: Corporate Reports, Bernstein analysis

Exhibit 11
Non-OPEC ex FSU cash costs (90th percentile of production) and median cash costs, 2002-2011



Source: Corporate Reports, Bernstein analysis

Себестоимость производства маржинального барреля вполне коррелирует ценой барреля, особенно если рассуждать в терминах денежных издержек. Биверидж пишет (выделение наше) :

Мы обнаружили, что маржинальные издержки значительно увеличились с 2002 по 2005, и затем росли медленно в 2006 и 2007. Пик пришелся на 2008, падение в 2009 и снова рост в 2010 и 2011. Маржинальные издержки 90-й процентиля увеличивались темпами по 14% в год, тогда как средние маржинальные росли по 9% (Exhibit 10).

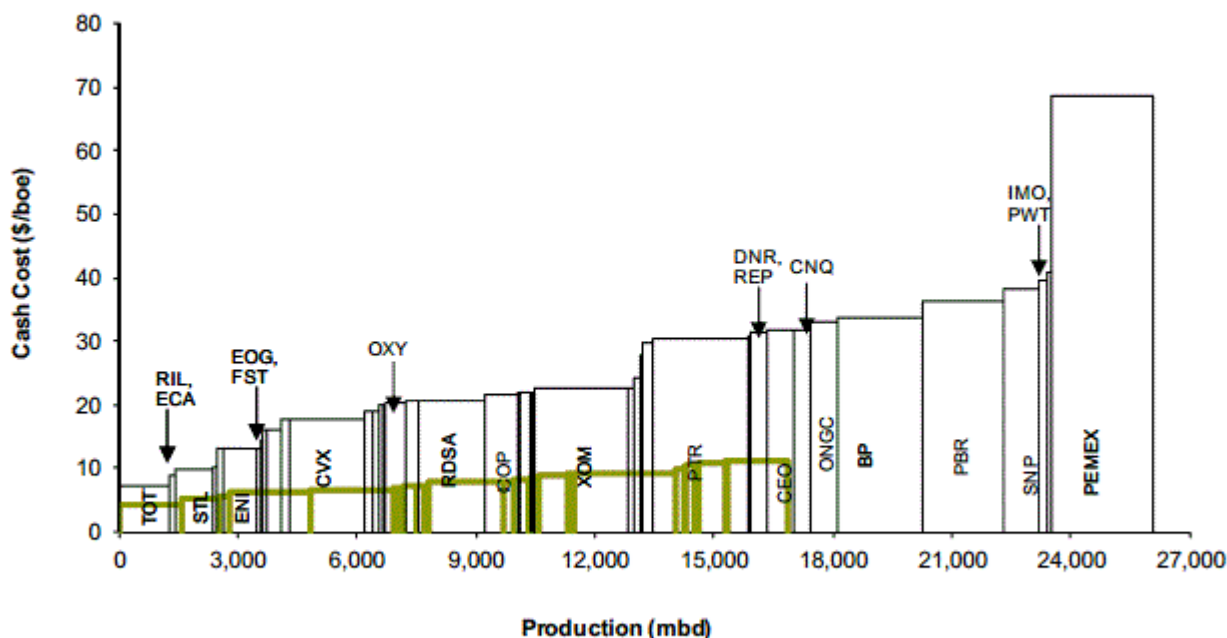
В добавление к расчетам маржинальных издержек, необходимых чтобы заместить производство новыми резервами, мы также рассчитали переменные денежные издержки (операционные затраты и производственные налоги). Они оценивают точку, ниже которой становится

неэффективно производить нефть, что должно привести к закрытию этих проектов. Принимая во внимание вариации внутри отдельных портфелей компаний, предположительно существуют некоторые типы производств, которые будут закрыты на даже более высоких уровнях, чем усредненные денежные издержки. Но денежные издержки позволяют понять разброс.

Вот как этот разброс выглядит по их расчетам, сравнивающий 2011 и 2002:

Exhibit 13

2011 vs 2002 global non-OPEC ex FSU cash cost of supply curves for oil



Source: Corporate Reports, Bernstein analysis

Теперь комментарии.

Не знаю других способов давать длинные прогнозы по нефти, кроме как анализировать маржинальные издержки. Прогнозируем спрос, смотрим из каких проектов возьмется дополнительное предложение и по какой цене, так чтобы IRR этого проекта был хотя бы выше 8%. К примеру, IHS CERA, имеющая доступ к цифрам отдельных проектов может делать подобные исследования, но ее аналитика платная. Для меня, внешнего аналитика, такой анализ почти невозможен, к тому же это довольно затратное по времени занятие. Так что верю Бернстайну.

При анализе маржинальных издержек не сильно важно, что Саудовская Аравия может производить нефть за несколько долларов за баррель и отправлять ее еще за несколько долларов. Важно кто даст последний, самый дорогой, "инкрементальный" баррель, учитывая технические и политические ограничения. Это, общая схема анализа "фундаментального" анализа товарных рынков. Хотя надо бы еще оценивать спрос, его эластичность (краткосрочную и долгосрочную).

Инвестиционный цикл в нефтянке занимает какое-то время. Но период высоких цен длится уже довольно долго, прошло достаточно время, чтобы предложение среагировало. Высокие цены сохраняются, поэтому оценка маржинальных издержек под \$100 за баррель выглядит вполне правдоподобно.

Это не означает, что нефть не может упасть. Есть вероятность, что пройдут какие-либо инновации, которые сделают маржинальный баррель более дешевым. Можно напомнить о том, что произошло с газом в США. По

аналогии некоторые стали ожидать чуда "сланцевой нефти". Тема возможного падения издержек маржинального барреля остается крайне спекулятивной, чтобы можно было делать определенные прогнозы. Так что смотрим на то, что есть сейчас.

Методика Бернстайн понятна по подходу, поэтому вызывает доверие. Но я не понимаю детали расчетов, как можно из агрегированной отчетности нефтегазовых компаний вычленить инкрементальные баррели (видимо, вычитанием и делением :)).

"Кэшевые" маржинальные издержки не учитывают амортизацию капиталовложений, но определяют нечто вроде абсолютного дна. Дешевле компании будут работать в убыток, поэтому быстро закроют производство, тем снимут лишнее предложение и цена перестанет падать. Последний график со столбиком PEMEX (Petroleos Mexicanos) показывает, что такая абсолютная граница очень высока - под \$70 за баррель. Это значит, если мега грандиозного финансового и экономического краха не будет, то цена нефти ниже этой отметки не уйдет.

Маржинальные издержки на \$100 за баррель определяют "фундаментальное дно", и ниже этой отметки устойчивого падения не ожидается.

Так что воистину "эпоха дешевой нефти закончилась"

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.