



Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Мировые рынки закрылись вчера вразнобой: STOXX Europe 600 +0.6%, S&P500 -0.2%. На торгах в Азии сейчас японский NIKKEY растет на 1%, зато корейский KOSPI минус 1%.

В лентах новостей пишут о «разочаровании» инвесторов итогами вчерашнего заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC) ФРС, определяющего монетарную политику. В чем же дело?

1) ФРС решила увеличить объем текущей «Operation Twist», заключающейся в том, что продаются короткие облигации и покупаются длинные. Кракросрочные ставки на нуле, деньги и T-Bills почти эквиваленты. А вот покупки «в длинном конце» кривой доходности должны помочь снизить ставки всего спектра долгосрочных ставок, включая ипотеку, займы копораций и другие.

2) Перед заседанием ходили рассуждения, что ФРС может пойти на QE-3, то есть будет дальше «расширять баланс», вместо того чтобы измерять составляющие в активах. QE-3 означало бы дальнейшее расширение денежной базы, точнее, «банковских резервов». Также это бы означало увеличение кредита от ФРС экономике, тогда как «Operation Twist» это перераспределение кредита. Это и есть элемент «разочарования», который, мы думаем, пройдет уже сегодня. Без сомнения, ФРС может пойти на третью волну QE.

Технические детали Operation Twist (к слову, сама ФРС называет ее «maturity extension program») таковы – сравнительно небольшой объем \$267 млн. (все активы \$2,8 трлн., с 2008 года покупки составили \$2.3 трлн.), действовать будет до конца 2012, продаются казначейские облигации со сроком до трех лет. Покупаются казначейские сроками с 6 до 30 лет. Погашения и купоны по ипотечным облигациям (MBS) будут реинвестироваться в этот же рынок MBS.

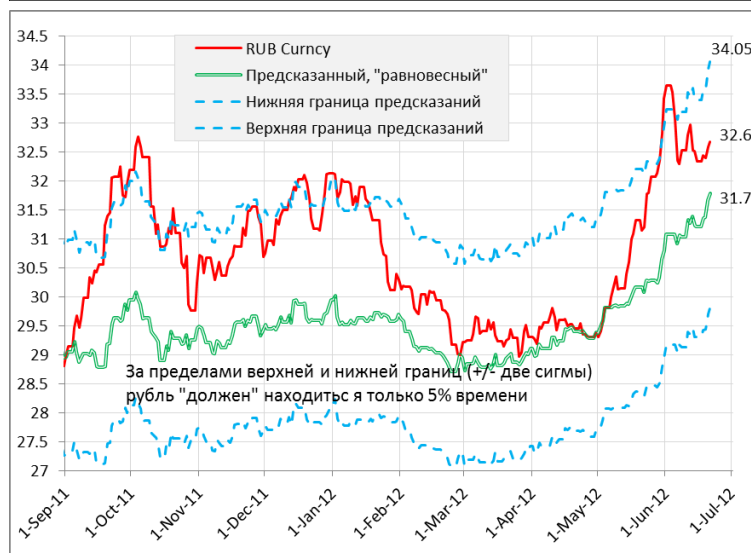
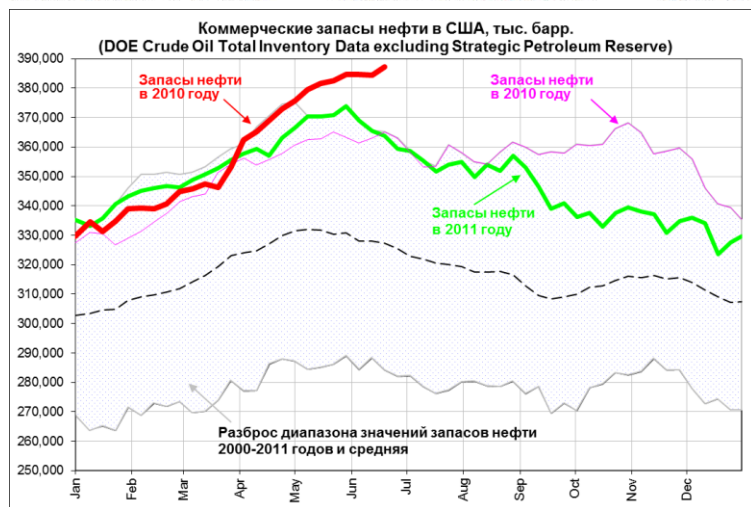
Что собирается покупать ФРС в ходе 2й волны Operation Twist

Nominal Coupon Securities by Remaining Maturity*				TIPS**
6 – 8 Years	8 – 10 Years	10 – 20 Years	20 – 30 Years	6 – 30 Years
32%	32%	4%	29%	3%

3) «Разочарование» в виде отсутствия QE-3 нам кажется временным. Мы полагаем, что эта опция остается, и вероятно, ФРС пойдет на эту меру осенью. Напомним, что с началом фискального 2013 года (начинается с 1 октября) должно произойти резкое сокращение дефицита бюджета за счет секвестора по расходам и повышения налогов (главное среди них – завершение действия еще бушевских сокращений, принятых после профицита при Клинтоне). В цифрах это так: дефицит бюджета упадет с 8% в 2012 до 4% от ВВП в 2013. Такое резкое и жесткое сокращение бюджета стало результатом противостояния республиканцев и демократов в августе прошлого года, когда США лишились рейтинга AAA от S&P. По оценке Congressional Budget Office это должно вызвать рецессию в США с падением ВВП в первой половине 2013 на 1.3%. Есть однако шанс, что летом политики США договорятся об уменьшении размера этого «обрыва».

Economic Forecasts: Projections of the Federal Reserve											
United States											
Actual / Forecasts											
Indicator	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Economic Activity											
1) Real GDP (YoY%)	3.10	2.70	1.90	-0.30	-3.50	3.00	1.70	2.15	2.50	3.25	
2) Composite								2.20	2.40	2.80	
3) CPI (YoY%)	3.38	3.23	2.87	3.85	-0.35	1.63	3.17	1.45	1.75	1.75	
4) Composite								2.20	2.00	2.40	
5) Core PCE (YoY%)	2.23	2.26	2.31	2.28	1.56	1.40	1.45	1.85	1.80	1.80	
6) Composite								1.85	1.90	2.00	
7) Unemployment (%)	5.10	4.60	4.60	5.80	9.30	9.60	9.00	8.10	7.75	7.35	
8) Composite								8.10	7.80	7.20	

* Composite - это консенсус-прогноз опрошенных Bloomberg аналитиков на текущую дату



4) Еще одно «разочарование» из вчерашних сообщений от ФРС – понижена официальная оценка «центральной тенденции» роста ВВП. Она составляла 2.4-2.9% в апреле, сейчас прогнозисты ФРС дают диапазон 1.9-2.4%.

Среди прочих новстей – падение цен на нефть до минимума за 8 месяцев. Брент (ближайший фьючерс) сейчас стоит \$92/баррель.

В лентах новостей пытаются это объяснять, в том числе новостями от ФРС, которая понизила прогноз по экономике. Также есть ссылки на слабость Китая (см. далее в тексте индекс уверенности). Нет нужды напоминать, что Европа находится в рецессии, и даже в оптимистических сценариях спад не скоро сменится бодрым ростом. Выглядит так, что нет ни одной крупной зоны в мире, которая могла бы быстро расти и наращивать потребление.

Другая причина снижения нефти – данные от американского Департамента Энергетики, опубликовавшего очередную цифру запасов нефти в США. Эти запасы показывают рекорд за всю историю. Слева мы сравниваем среднее значение запасов с 2000 по 2011, наблюдавшийся максимум и минимум, а также кривые за последние пару лет.

Рост запасов традиционно оценивается как признак избытка предложения нефти и предвестник падения. Эта логика не всегда работает как надо.

На падающей нефти курс российской валюты достиг вчера 32.67 руб./\$. При текущей цене в ~\$90/баррель по смеси Юралз курс рубля должен иметь «справедливый» курс на 31.7 руб./\$ (см. зеленую линию). Наблюдающийся сейчас курс лишь немногим выше нашей оценки «равновесного». Так что при сложившейся цене на нефть нет оснований говорить о существенном укреплении рубля.

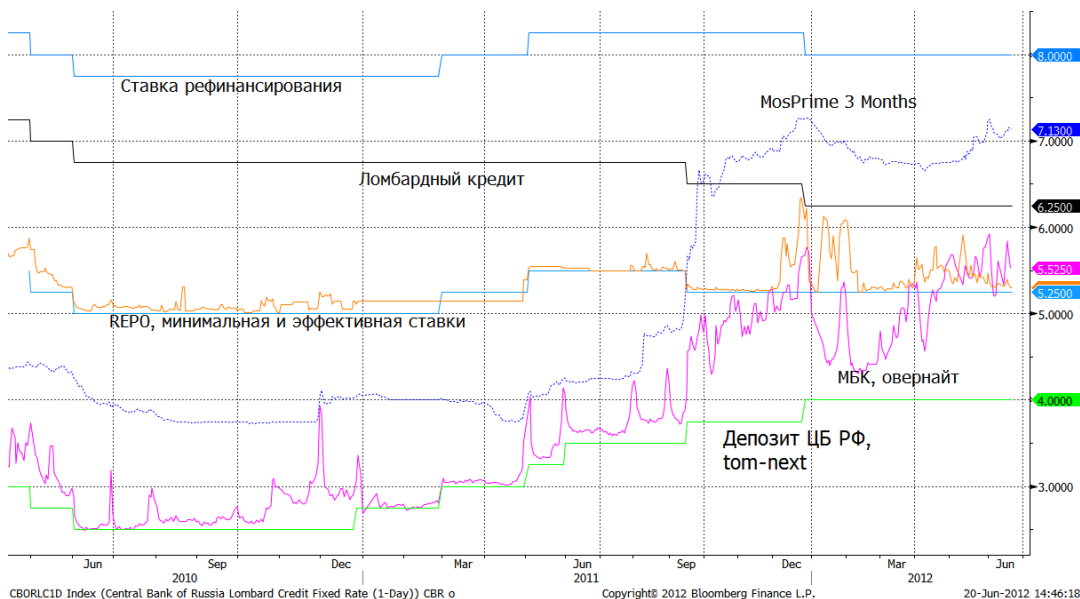
Некоторые аналитики предполагают, что поддержка у нефти находится на \$80. Где-то здесь находится граница маржинальных издержек и балансируются бюджеты арабских стран. Если будет ниже, ОПЕК должен пойти на сокращение квот и производства. При цене в \$80/баррель курс согласно нашей модели должен стоит 32.95 руб./\$

Вкратце:

- Вчера опять падала электроэнергетика. Причина – участие «Роснефтегаза» (реформируемого, похоже, под Сечина) в допэмиссии Русгидро, о чем мы писали позавчера. Рынки вновь получили сигнал, что реформа электроэнергетики свернута, и что прибыли и дивидендов ждать не стоит.
- В Греции вчера было сформировано правительство «Новая демократия» и ПАСОК объединились еще с одной партией – «Левые демократы». У них 179 мандатов в 300-местном парламенте. Точно также как и Сириза они намереваются

просить пересмотра условий выделения помощи от ЕС, разница лишь в степени упертости. Новое правительство, возможно, попробует отказаться от снижения пенсий и минимального размера заработной платы, что должно привести к изменению сроков сокращения дефицита бюджета. Евросоюз (судя по комментариям Меркель), похоже, не намерен идти на уступки.

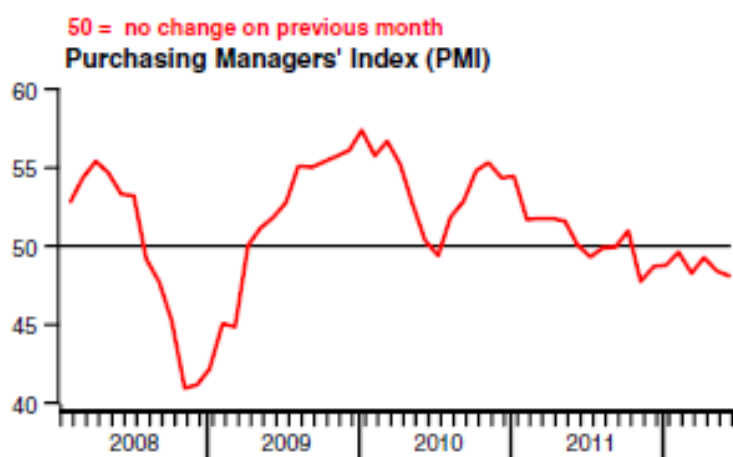
- Центробанк РФ опубликовал мониторинг максимальных ставок за 2-ю декаду июня (см. график слева среди 10-ти крупнейших банков по привлечению депозитов физлиц). Ставки растут и среднее значение на какие-то доли не смогло превысить 10%. Указанная средняя



ставка превысила порог в 9% в ноябре и с тех пор поднялась на 1%. Наш прогноз предполагает, что ставки не будут сильно расти, поскольку ЦБ РФ удастся удерживать короткие ставки на межбанке примерно на прежних уровнях (хотя и там есть небольшая тенденция к росту по сравнению с уровнями начала года). Предположительно, ставки депозитов могут подняться еще на 0.5% в ближайшие месяцы, но этим все ограничится.

- Вчера «Алроса» утвердила план развития до 2021 года. Компания планирует сохранить лидерство в алмазной отрасли, увеличив добычу алмазов на 18% до 38-41 млн. каратов. Планы нарастить добычу могут быть реализованы за счет ввода в эксплуатацию новых месторождений и переходом на подземный способ добычи алмазов. При этом планируется увеличить выручку в 2,8 раз до \$11,9 млрд. за счет роста стоимости алмазов. Консалтинговая компания Bain & Co прогнозирует, что мировой спрос на алмазы будет расти в среднем с годовыми темпами 6%, опережая предложение, поскольку новых крупных месторождений не открывается. Так, на рынке алмазов наблюдается рынок продавца, что будет толкать цены алмазов вверх.

- ФАС одобрила передачу «Холдинга МРСК» в управление «ФСК», выдав предписание продать все энергосбыты, принадлежавшие холдингу. Эта директива связана с тем, что по закону «ФСК» не имеет право заниматься сбытовой деятельностью. Компания планирует до августа разработать программу по реализации сбытовых компаний. Не исключен вариант передачи сбытовых компаний в некоммерческое партнерство, чтобы избежать аффилированности.
- «ФСК» предлагает сохранить инвестиционную программу на ближайшие пять лет на уровне 2011 года. Это касается и «Холдинга МРСК». В прошлом году «ФСК» и «МРСК Холдинг» потратили на свое развитие 190 и 130 млрд. рублей соответственно. Ранее правительство предложило сократить инвестпрограмму «ФСК» на 20% и увеличить у «Холдинга МРСК», однако тарифы при этом вряд ли будут повышаться.



- Сегодня HSBC опубликовал промежуточную оценку состояния дел в промышленности Китая. Индикатор Flash China Manufacturing PMI сократился в июне до 48,1 с майских 48,4 пунктов, сигнализируя о продолжении спада в промышленности. «В июне наблюдается резкое падение цен и сокращение новых заказов, что вероятно является признаками ослабления внутреннего спроса», такой вывод делается в комментариях к отчету. Напомним, что по Китаю рассчитывается еще один индикатор официальной статистики, который охватывает большее количество компаний и поэтому является более достоверным. Данные по нему выйдут 1 июня, он стабильно находится выше

метки в 50 пунктов, что не дает повода для беспокойства.

- «Инвесторы сошли с ума» - это написал в своем твиттере основатель сети «Магнит» С. Галицкий, комментируя капитализацию компанию. Вчера в Лондоне компания стоила \$13,3 млрд., что на \$1 млрд. дороже, чем Carrefour, второго в мире ритейлера по выручке. Но сравнить компании по показателю EV (стоимость бизнеса с учетом долгов), то Carrefour в два раза дороже. По мультипликатору EV/EBITDA компании торгуются достаточно близко (в районе 11-13). Поэтому ничего удивительного в том, что капитализация «Магнита» выше, чем у Carrefour ничего нет, просто у последнего есть еще долги на \$15 млрд., что сопоставимо с ее капитализацией
- Вчера прошло общее собрание акционеров «Роснефти», которое утвердило дивиденд в 3,45 рублей на акцию. Однако компания может выплатить дополнительные дивиденды за прошлый год, в итоге суммарные дивиденды составят 25% от чистой прибыли по МСФО – такое поручение И. Сечину дал В. Путин. Для этого придется провести внеочередное собрание акционеров и заплатить промежуточные дивиденды. Его размер может составить 4 рубля на акцию (доходность 2%). Также на собрании И. Сечин заявил, что компания прорабатывает возможность выхода на американский фондовый рынок. По его словам, после обмена с активами с ExxonMobil «Роснефть» станет более понятной компанией для американских инвесторов, что может вызвать интерес к вложениям в ее акции и повысит капитализацию компании.
- «Газпром экспорт» поделился планами на этот год. Так, по прогнозам монополии, в 2012 году суммарная стоимость экспортированного газа составит рекордные \$84,5 млрд. против \$78,2

млрд. в прошлом году. При этом общий объем экспорта сильно не изменится и составит порядка 222 млрд. куб. метров газа. Однако планы концерна могут не сбыться, так как с начала года объемы экспорта в дальнее зарубежье упали на 14%, да и европейские потребители требуют скидок за российский газ.

- Общая задолженность Испании на апрель 2012 г. составила 1,751 трлн. евро. Из них 8,72% или 152,7 млрд. евро относятся к проблемным кредитам. Если ориентироваться на стандарт для CDS, где recovery rate = 0,4, то на закрытие «дыры» потребуется порядка 92 млрд. евро = $152,7 \cdot (1 - 0,4)$. Именно такую сумму, 100 млрд. евро ЕС согласилась выделить Испании для рекапитализации несостоятельных банков.

	April 2012	March 2012	Feb. 2012	Jan. 2012	Dec. 2011
Total loans (Bln)	1,751	1,768	1,763	1,770	1,783
MoM%	-0.99%	0.29%	-0.36%	-0.71%	-0.14%
YoY%	-3.47%	-3.06%	-2.95%	-3.13%	-3.33%
Defaulted loans (mln)	152,740	147,968	146,390	143,855	139,760
Proportion of total	8.72%	8.37%	8.30%	8.13%	7.84%
MoM%	3.23%	1.08%	1.76%	2.93%	4.12%
YoY%	32.47%	32.69%	30.03%	29.86%	30.37%

Местное:

- «Коммерсант» пишет, что «ПИК» ищет соинвестора в проект по застройке площадки аэропорта Бахаревка. Часть участка девелопер готов предложить краевым властям для привлечения федеральных компаний. Но размер участка всего 5 га, для сравнения, площадь всего земельного участка составляет 124 га.

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.