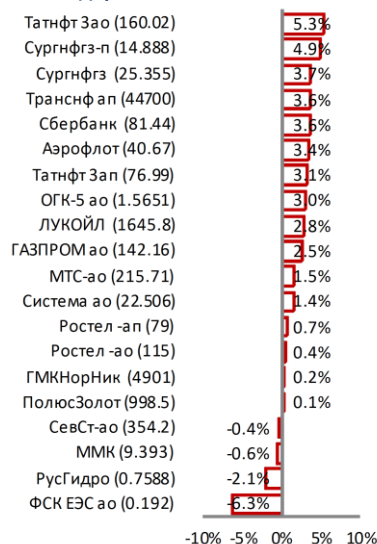




Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Американский фондовый рынок - интроверт варится в своих мыслях (это кажущееся спокойствие, он бурлит, но по своим основаниям). Вчера он вырос на 0.15% по S&P500. Европа бурлит, +1% STOXX Europe 600, еще бы, это же «эпицентр». Российский фондовый рынок страдает маниакально-депрессивным синдромом и вчера вырос на 2.2% по индексу ММВБ. Но это лишь движение обратно после сильного и, видимо, неоправданного провала в среду. Безусловно, новости из Европы сейчас доминируют над всеми другими новостями, определяют движения по всему миру.

Рынки боятся выхода Греции из Еврозоны. Вчера в СМИ

растиражировали новости со ссылкой на предсказания Сбербанка, что случится с экономикой России. «Худший» сценарий предполагает падение ВВП на 2.1%. Неприятно, это мизер по сравнению с обвалом ВВП в 2008/2009 (РФ: минус 11.3% YoY в 2-м квартале 2009). Цены на нефть в \$85 за баррель, откровенно говоря, тоже не пугают. Более спокойный сценарий «позднего выхода» Греции из Еврозоны тоже не слишком пугает – это +2% роста ВВП в следующем году после выхода и \$90 за баррель (сейчас Brent \$106). Примечательно, что разница в оценке оттока капитала по сценариям невелика – всего \$15 млрд.

Похожий опрос провел также «Интерфакс» <http://www.interfax.ru/business/txt.asp?id=247321>. Также 2 сценария выхода. Первый – отсроченный - когда все успевают заблаговременно принять меры, а второй – ранний, «шоковый». В первом случае российская экономика покажет нулевой рост, во втором - будет падение вплоть до -5%.

Разница между ними – нефть \$90 и \$70 за баррель, в обоих случаях дефицит бюджета РФ, отток капитала из РФ \$80 и \$100 млрд. Правда, в обоих случаях они ожидают банковский кризис, банкам не будет хватать ликвидности. Девальвация с рублем 34 и 38 за доллар. Таков консенсус.

На рубль уже оказывается давление, коль скоро беды Греции гарантированы, выход вероятен. Рубль сейчас уже на 31.82 за доллар.

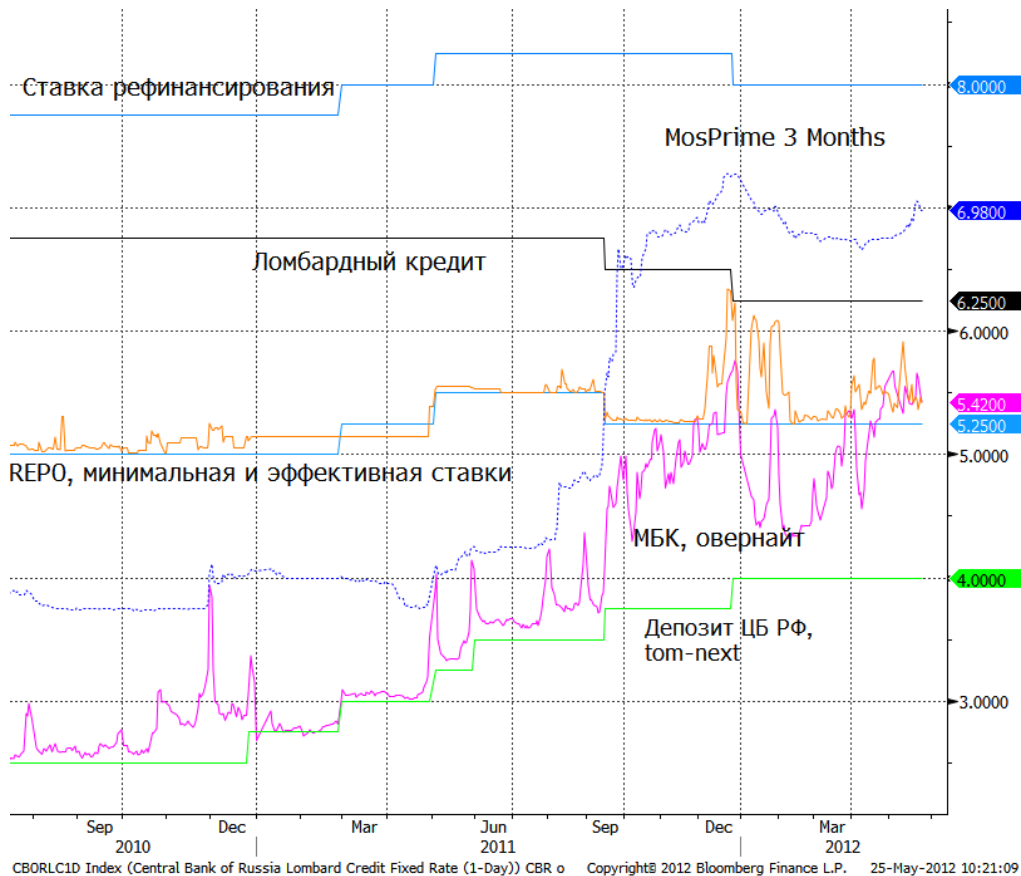
Конечно, на любой негативный сценарий можно придумать еще более негативный. Заражение Испании, Италии и отказ в кредите Германии и Армагеддон. Страхи перед этим неизвестным «черным лебедем» заставляют сейчас рынки падать. Тогда как сам по себе дефолт Греции – не такая страшная вещь. Банки уже потеряли почти все вложения на прошедшей реструктуризации (с неуклюжим названием “private sector involvement” - PSI), а ожидаемые потери МВФ, ЕЦБ или бюджетов Еврозоны не предполагают возникновения системной угрозы.

Состояние экономики России через год после кризиса

	ПОЗДНИЙ РАСПАД ЕВРОЗОНЫ, IV КВАРТАЛ 2013 Г.	РАННИЙ РАСПАД ЕВРОЗОНЫ, IV КВАРТАЛ 2012 Г.
Рост ВВП	2%	-2,1%
Средняя цена нефти	\$90/барр.	\$85/барр.
Инфляция	6-6,3%	6,7%
Рост инвестиций в основной капитал	0	-5,4%
Рост реальных располагаемых доходов населения	1,5%	0,4%
Отток капитала	\$70 млрд	\$95 млрд
Безработица	6,7%	7,3%

ИСТОЧНИК: СБЕРБАНК

В нашей картине мира падение ВВП России в 2009 году было обусловлено политикой Центробанка. Это следствие фиксированных курсов, будь это золотой стандарт, привязка к какой-то валюте (Прибалтика, желающая вступить в евро, Украина, сдерживающая свою валюту). Схема проблем такова: при потрясениях из страны возникает бегство капитала. В платежном балансе растет давление, и чтобы удержать фиксированный курс центробанк проводит массовые интервенции. Но также, чтобы снизить давление, центробанк повышает процентные ставки, делая национальную валюту сравнительно более «редкой». Это проциклическая политика, усиливающая эффекты внешнего шока, что было отлично прочувствовано в 2009 году отраслями с большими займами.



Но сейчас есть разница - Центробанк РФ поменялся. 1) Созданы инструменты рефинансирования банков. Банковский финансовый

кризис возникает в случаях, когда Центробанк не выполняет свою важнейшую функцию – кредитора последней инстанции. В настоящее время ЦБ РФ готов предоставлять рублевую ликвидность, фактически, в неограниченных объемах. Если не будет хватать ликвидных активов для ломбарда и РЕПО, ЦБ РФ готов выделять рубли под залог кредитов, и даже без обеспечения (как это было в прошлый кризис). Эта система работает, как видно на графике выше, и короткие ставки МБК остаются примерно на прежнем уровне.

2) Более важное – поменялась курсовая политика. ЦБ РФ теперь не держит рубль, и в случае давления не будет слишком сопротивляться. Во всяком случае, в ходе майского снижения рубля с 29.1 до 31.8 мы не видели сообщений об интервенциях. Конечно, есть какой-то риск, что ЦБ РФ может вернуться к политике сдерживания курса (особенно, если руководители страны прикажут ему сделать это) и начать поднимать ставки. Но мы считаем этот риск минимальным.

Итак, в отличие от «первой волны», потенциальная вторая не должна быть слишком жесткой для России. Мы согласны с выводами Юдаевой из «Сбербанка», что даже в плохом варианте ВВП РФ сильно не должен упасть. Мы не согласны с консенсусом аналитиков из опроса «Интерфакса», что при выходе Греции в РФ возникнет системный банковский кризис – он маловероятен, хотя напряжение, безусловно, будет.

Однако поведение ВВП и поведение рынков – не одно и то же. Обращаем внимание на статью «Ведомостей» «Рынок попал в яблочко», в которой утверждается, что капитализация 28 акций индекса ММВБ сравнялась с капитализацией Apple. Мы пересчитали, индекс ММВБ, 30 акций имеют

капитализацию \$538 млрд., Apple вчера стоил \$528 млрд. Но это не суть, важны комментарии. Редкое единодушие - российский фондовый рынок называется худшим. Кто-то говорит о «национальном позоре», о том, что от правительства нет ни одной хорошей новости. Мы склонны присоединиться к этим эмоциям и уже писали о «Фондовом блюзе в полярную ночь» (см. <http://khapuga.livejournal.com/92693.html>).



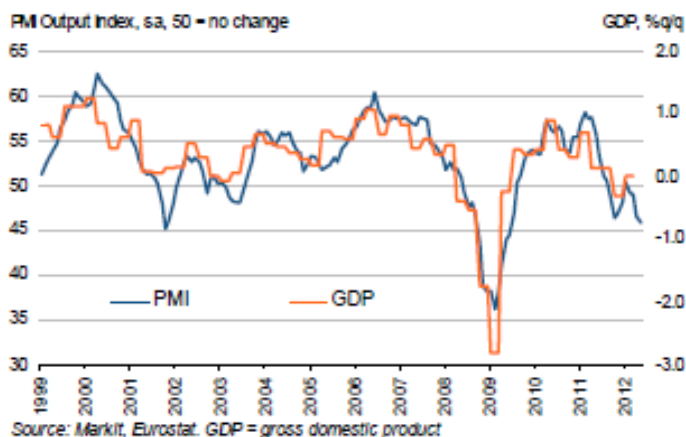
Но давайте отделим эмоции от фактов. Мы действительно испытываем разочарование от фондового рынка РФ.

- Мы считали провал 2008 года в 5 раз за 5 месяцев случайным явлением, связанным с переизбытком маржин-коллов. Этот провал можно назвать «обратный пузырь» - ситуация когда акции падают слишком низко от нормальной, «внутренней» или «фундаментальной» стоимости.
- Соответственно, ожидали быстрое восстановление, и оно действительно шло (индекс РТС сейчас в 2.5 раза выше, чем «на дне»).
- Чуть больше года назад мы ожидали, что в 2012-2013 году рынки могут вновь вернуться на исторические максимумы, чему должны были способствовать и высокие цены на нефть, и низкие мультипликаторы. Мы до сих пор не можем понять, как вообще может «Газпром», самая прибыльная компания планеты, торговаться с $p/e=2.8$
- Но в дело вмешался затянувшийся европейский кризис, конца которому пока не видно. Российские акции имеют свойство падать сильнее других, сказывается отсутствие внутренних длинных денег. Сейчас российские акции воспринимаются крайне рискованными.
- Масла в огонь подлила политика в РФ. Правительство, похоже, сворачивает с либерального курса и укрепляется в госкапитализме. Низкие мультипликаторы отражают вероятность того, что правительство продолжит перераспределять стоимость и доходы от инвесторов в пользу себя. Это растущие налоги, свернутая либерализация электроэнергетики, это свернутая приватизация (все компании, кроме банков, оказались «стратегическими»), это сохранение кросс-субсидирования в газовой отрасли и иные попытки «регулировать». Конечно, это не прямая национализация как в Латинской Америке, а косвенная.

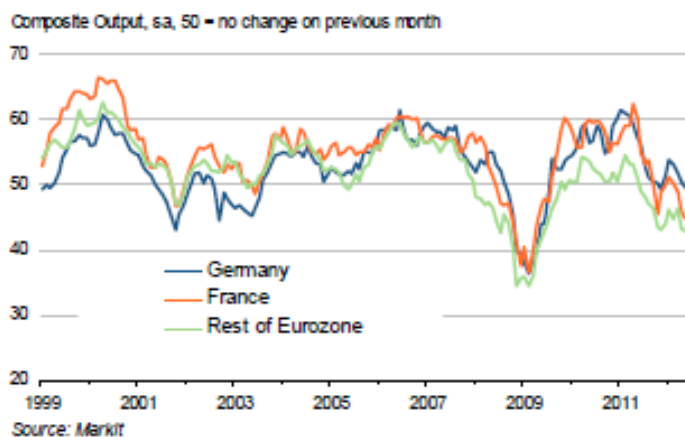
У любой акции есть своя внутренняя цена. Российский рынок по-прежнему дешев и когда-то обязательно вырастет. Но мы разочарованы – быстрого роста акций, в той мере как мы ждали еще прошлой весной, не получится.

Вкратце:

Markit Flash Eurozone PMI and GDP



Core v. Periphery PMI Output Index



- Вчера опубликовали промежуточные оценки индексов уверенности за май по Китаю и Еврозоне.

Из Европы продолжают поступать тревожные сигналы, Flash Eurozone PMI Index находится на уровнях июня 2009 года, упав до 45,9 с 46,7 пунктов. Предварительные данные опросов предсказывают ускорение спада экономической активности во втором квартале. Большее беспокойство вызывает тот факт, что «инфекция» распространилась и на крупнейшую экономику Еврозоны – Германию, которая в последние месяцы была единственной, кто сохранял оптимизм: ее PMI находился выше критического уровня 50 пунктов. Периферия утянула за собой сначала Францию, затем и Германию в режим спада.

Верхний график слева сравнивает динамику индикатора уверенности PMI и ВВП, сглаженного на сезонность. Данные за апрель-май соответствуют сокращению ВВП Еврозоны не менее чем на 0,5% во втором квартале. Главный экономист Markit Крис Уильямсон опасается, что экономику Германии также может ожидать небольшое снижение ВВП, если индикатор продолжит падение в следующие месяцы. Главными раздражителями в этом месяце стали Греция и Испания. Растет вероятность дефолта Греции и ее выход из Еврозоны. 17 июня в Греции должны пройти парламентские перевыборы. Если победит леворадикальная «Сириза», то Греция объявит мораторий на выплаты своего долга, что фактически будет означать дефолт. Основные риски в Испании ассоциированы с плохими ипотечными долгами и высокой безработицей. Банковская система Испании вложила в недвижимость порядка трети ВВП, растет вероятность повторения истории Ирландии.

Слева представлена промежуточная оценка индекса уверенности по Китаю за май. Индекс уверенности в мае составил 48,7 против 49,3 в апреле. Производственная активность продолжает падать на фоне роста напряженности в экспортном сегменте. Комментарий аналитика

HSBC указывает на необходимость проведения более агрессивных мер по смягчению монетарной политики. Индикатор HSBC по Китаю рассчитывается на основе 400 мелких и средних компаний промышленного сектора. Более достоверным барометром состояния экономики считается индикатор официальной статистики, который рассчитывается на основе 820 компаний. Данные по нему выйдут 1 июня, он стабильно находится выше отметки в 50 пунктов, что указывает на небольшой рост и не дает повода для беспокойства.

- В. Путин подписал указ, который закрепляет за государственным «Роснефтегазом» статус инвестора по отношению к компаниям отрасли, пакеты которых планируется приватизировать до 2015 года. Фактически это означает, что приватизация госкомпаний будет производиться в пользу «Роснефтегаза». Так, госкомпания может увеличить либо получить долю в «Роснефти», «Зарубежнефти» и в «Транснефти». Домыслив, в этот список можно включить «Русгидро», «ФСК», «Интер РАО» и «Сургутнефтегаз». По последней компании давно ходят слухи про то, что она может объединиться с «Роснефтью». Похоже, что В. Путин намерен превратить «Роснефтегаз» в подобие «Газпрома», но в нефтяной отрасли.
- «Норникель» может заплатить по итогам 2011 года дивиденд в 196 рублей за акцию (доходность 4%). Всего на дивиденды будет направлено \$1,18 млрд., но не стоит забывать и про buy-back на \$9 млрд. Таким образом, по итогам 2011 года акционерам будет выплачено более \$10 млрд., что составляет треть от капитализации.
- Биржа «ММВБ-РТС» к 2015 году планирует увеличить мощности торговой системы до 200-300 тыс. транзакций в секунду (сейчас мощность составляет 20 тыс.). Необходимость увеличения мощности возникла из-за роста активности механических торговых систем (роботов).
- Иностранные партнеры «Газпрома» по разработке Штокмана не довольны затягиваем сроков реализации проекта. Так, норвежская Statoil намерена выйти из этого проекта. Ее место займет Shell, с которой «Газпром» уже работает в проекте «Сахалин-2». Другой партнер по Штокману – Total пока выходить из проекта не собирается, но тоже недовольна затягиванием сроков разработки месторождения.

Местное:

- «Э.ОН Россия» (бывшая «ОГК-4») меняет поставщика газа на Яйвинскую ГРЭС с «Газпрома» на «ЛУКОЙЛ». Потери «Газпрома» оцениваются в 1,75 млрд. рублей, при этом лукойловский газ будет дешевле, что позволит повысить маржу энергокомпании на 1%.

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.