



## Коротко:

- Центробанк РФ вчера провел заседание. Основные ставки пока без изменений. Немного снижены менее важные ставки. Центробанк решил сдаться и дает «голубиный» сигнал, что ставки пойдут вниз, как на том настаивает экономический блок правительства, с целью как-то ускорить рост ВВП.
- На этом случилось заметное движение рубля – 31.34 руб./\$, уровни ноября 2012. Ожидания низких ставок уменьшают привлекательность carry-trade с рублем. На рынке ОФЗ пока реакции не видно, напротив, 10-ки ОФЗ растут, 7.3% годовых.
- Везде пишут, что капитализация «Газпрома» вчера сдулась ниже \$100 млрд. «Антимода» на российские акции нарастает.
- Вышла окончательная оценка ВВП РФ за 2012 г. Результат за год +3.4%, а в 4-м кв. +2.1% YoY (минимальный темп с 2009 г.). Эпоха легкого роста на дозагрузке мощностей закончилась. «Производственный разрыв» выбран, нужны инвестиции.

**Ликвидные акции на ММВБ**

ОГК-5 ао (1.4485)	5.0%
ФСК ЕЭС ао (0.16499)	3.3%
Система ао (26.45)	2.8%
Сургнфз (28.35)	1.5%
Магнит ао (5992.2)	1.4%
ГМК Норник (5263)	1.2%
Сбербанк (99.12)	1.1%
Уркалий-ао (232.15)	0.9%
ЛУКОЙЛ (1990.5)	0.8%
МТС-ао (279.87)	0.6%
Новатэк ао (318.58)	0.4%
Сбербанк-п (74.66)	0.2%
Газпром нефть (131)	0.0%
Роснефть (236.5)	0.0%
Ростел-ап (87.75)	-0.1%
Трансф ап (66853)	-0.1%
Аэрофлот (52.04)	-0.1%
Сургнфз-п (21.769)	-0.2%
Ростел-ао (120.59)	-0.5%
ВТБ ао (0.04923)	-0.6%
ММК (8.211)	-0.8%
ПолусЗолот (1037.3)	-0.9%
Татнефть ао (108.06)	-0.9%
РусГидро (0.5917)	-1.0%
ГАЗПРОМ ао (130.81)	-1.5%
Татнефть Зао (203.7)	-1.7%
СевСт-ао (269.1)	-1.8%

## Развернуто:

В этом году мы ожидали «тягу вверх», на том основании, что угроза второй волны отошла на второй план. «Тяга» есть в американских акциях, но не в России.

Индекс ММВБ вчера имел «тягу» к снижению. Результат вторника в «зеленой зоне», +0.13%, но ему помог ослабевающий рубль.

Долларовая калька этого индекса – РТС – вчера упал на 0.4%. Разница, очевидно, из-за курса, который вчера прошел около 0.6% или 20 копеек (с ~31.1 до ~31.3 руб./\$).

При этом США по S&P500 ночью выросли на 0.5% и показали новый рекорд по закрытию. Текущее значение 1570.3 пункта, немного меньше «интрадейного» максимума 2007 года в 1576.1 пункт, но его «пробитие» крайне вероятно на этой неделе.

Кривая индекса ММВБ вчера



График на предыдущей странице показывает замер «температуры кризиса» по котировкам CDS европейских банков. Наблюдается некоторое успокоение, индекс стал ниже 200 базисных пунктов, условного водораздела между подразумеваемым ценами CDS «спекулятивным» и «инвестиционным» рейтингом.

На общем успокоении вчера Европа росла, индексы Франции и Германии добавили почти по 2%, а индекс STOXX Europe 600 закрылся вблизи посткризисного максимума. И если судить по акциям Европы, то проблемы Кипра их уже не волнуют.

Мы видим явно выраженное **отвращение к российским акциям** – есть «антимода» на них. При этом нет особых надежд на то, что это настроение улучшится как-то скоро. Фондовый рынок РФ превратился в изгой, причиной этому является политика. Вот некоторые причины.

1) Курс на приватизацию, заявленный Медведевым свернут. Чиновники не желают расставаться с подконтрольными им предприятиями. Госкапитализм продолжается.

2) В условиях госкапитализма ресурсы направляются госкомпаниям, выполняющим волю правительства, которая почти всегда идет против идеи «создания стоимости». Электроэнергетика, геополитические стройки Газпрома и так далее.

3) Практически все предприятия в РФ имеют мажоритарного акционера, который в текущей структуре законодательства может легко перетянуть одеяло на себя. Как это, например, сделала «Роснефть» с «ТНК-ВР».

Мы как-то слышали высказывание, что «в России нет публичных компаний». Звучит ошарашивающе на первый взгляд, но подумав, понимаешь, что так и есть. В России есть только частные или государственные компании, у которых небольшие пакеты обращаются на бирже. Публичность де-юре и публичность де-факто не одно и то же.

**Рубль продолжает слабеть, 31.3 руб./\$** сейчас, но модельный «равновесный» курс предсказывает дальнейшее ослабление – до 31.6/\$ при текущих ценах на нефть.

Период сезонного укрепления закончился, а сам рубль крайне дорогой сейчас. Ниже на графике мы показываем реальный курс рубля к доллару за последние 6 лет (новейший период, когда цены на нефть были относительно высокие).

Напомним, что реальный курс корректирует номинальный курс на инфляцию. Что позволяет сопоставлять его во времени.



Из этого графика следует, что в начале 2013 года реальный курс рубль/доллар был крепче, чем перед кризисом, в августе 2008 года. Так что наблюдаемое сейчас ослабление – это нормально. Наш текущий прогноз на конец 2013 года – 31-32 руб./\$. Внутри года возможны колебания примерно в плюс-минус 1-1.5 рубля в обе стороны.

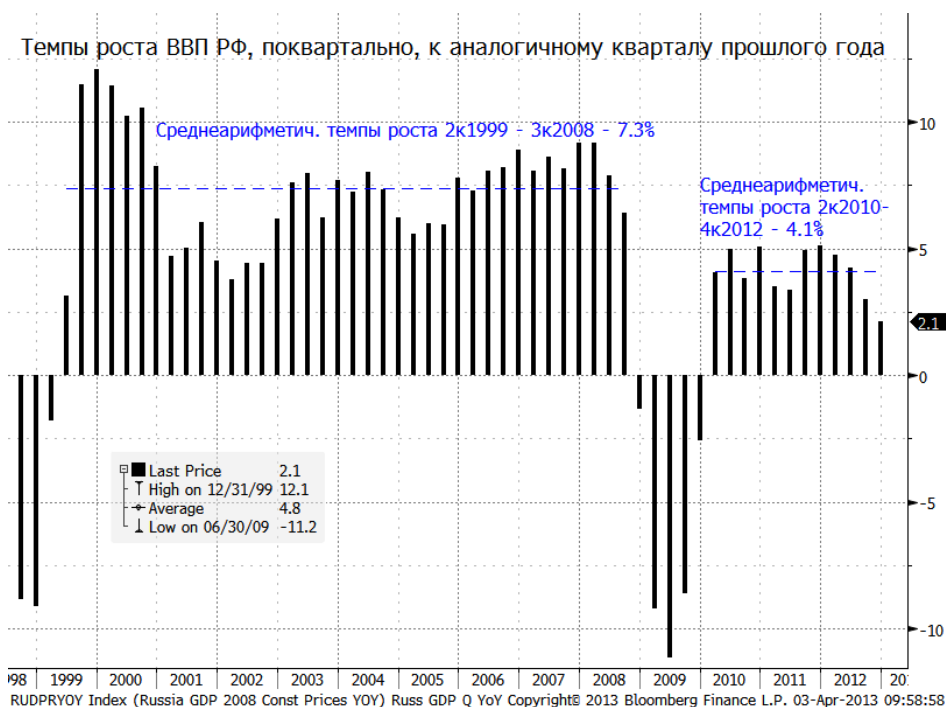
Можно сформулировать так. Чтобы рубль укреплялся или слабел нужны основания.

Самое очевидное из них – это цены на нефть, второе (иногда первое) по значимости – движения капитала из страны или в страну. Больших изменений в ценах на нефть не ожидается. Ускорения «бегства» или массового притока капитала также мы не ждем.

Поэтому можно ожидать, что в реальном выражении рубль будет оставаться примерно на текущих уровнях. А для номинального курса это означает изменение на разницу в инфляции. Если верить в то, что инфляция в РФ в ближайшие годы будет ближе к 5%, а в США – к 2%, остается разница в 3%, на которую номинальный курс рубля должен снижаться. И если конец 2013 г. будет на 31.5, то 2014 г. следует ожидать на 32.5, конец 2015 г. на 33.5.

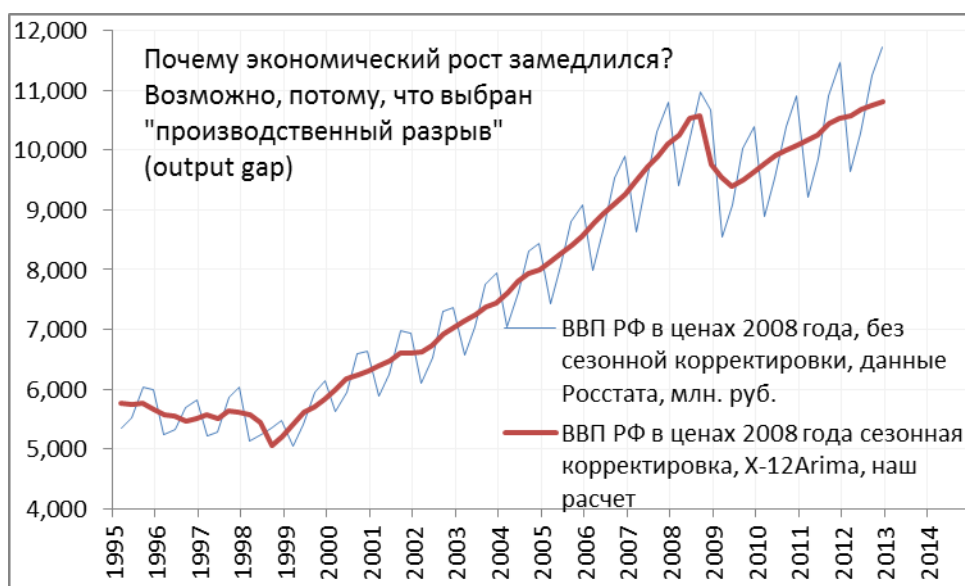
Вчерашние сигналы ЦБ РФ о том, что монетарная политика может смягчиться – это реакция на давление со стороны правительства. Как раз вчера вышли окончательные данные Росстата за 2012 год.

- Если до кризиса ВВП рост темпами больше 7% в среднем, то после кризиса рост был ближе к 4%, что казалось «новой нормой». И в конце 2012 года рост начал замедляться, так что подъем ВВП 4 квартала 2012 был всего 2.1%. Основное увеличение добавочной стоимости по итогам 2012 г. пришлось на финансовый сектор (+14,3%) и торговлю (+6,5%). ВВП замедлился за счет нескольких отраслей промышленности, в частности, с/х (-3,8%), хотя эта отрасль выросла на 16,9 % в 2011 г.



Встают вопросы: «почему?», «не является ли это новой тенденцией?». Увы, но приходится признать, что низкие темпы роста, ближе к 2%, могут стать новой нормой.

Вот график сезонно-скорректированного ВВП РФ. Из него следует, что сейчас выпуск немногим превысил пиковые значения 2008 года. А это означает, что до последнего времени рост шел, во многом, за счет дозагрузки мощностей, восстановления занятости в экономике. Сейчас эти резервы исчерпаны, и для быстрого роста нужен либо инвестиционный бум, либо резкое увеличение производительности.



Правительство видит одной из причин низких темпов роста политику Центробанка, которому, похоже, придется сдаться и снизить ставки. До последнего времени денежная политика действительно была жесткой. Так, если сопоставить ставки рублевого кредита в 10%+ с ожидаемой в конце года инфляцией в 5%+, мы получим 5% реальную ставку кредита, что немало.

Снижение ставок в стране уменьшает привлекательность межвалютного carry-trade и это одна из причин, почему валюты падают при ожидании снижения ставок (но это не единственная причина). В этой связи дадим график как связаны колебания курса евро-доллара с колебаниями разницы между 2-х летними свопами на ставку в долларовой зоне и зоне евро.



Эта же логика теперь применима и к рублю.

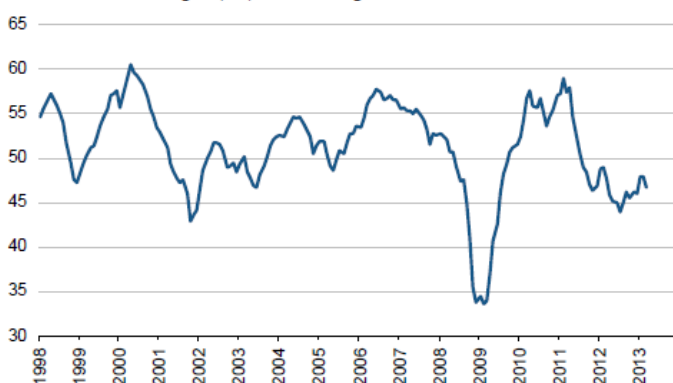
Ожидаемые ставки стали ниже – курс слабеет.

## Разное:

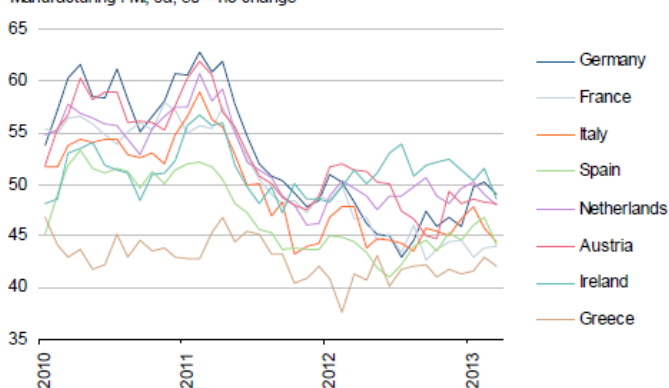
- Промышленность в Еврозоне в марте продолжила падать, что характерно не только для периферийных стран, но и ее крупнейших экономик, тянущих за собой на дно недавние «светлые пятна» (Германию и Ирландию). Промышленный индекс PMI опустился до 46,8 с февральских 47,9 пунктов, что сигнализирует об ускорении падения деловой активности в промышленном секторе. Ожидается, что в первом квартале ВВП Еврозоны снизится. В комментариях на сайте Reuters.com пишут, что «основываясь на опыте последних четырех лет, средняя оценка PMI за первый квартал в районе 47,5 п. соответствует нулевому росту ВВП (в самом оптимистичном сценарии) и продолжению затухания активности во втором квартале. Эскалация напряженности на Кипре во время последней недели марта не сильно отразилась на деловой активности в промышленном секторе Еврозоны, что видно из практически совпадающих финальных и промежуточных (flash) оценок PMI. Резюме: выборы в Италии и ситуация вокруг Кипра слегка добавили пессимизм и неопределенность в экономику Еврозоны, но второй волны кризиса не будет. Посткризисное восстановление продолжится.
- Мировая промышленность продолжает расти пятый месяц подряд. Росту деловой активности в мировой промышленности способствовали сильные данные по Китаю и США. Мировой промышленный индикатор Global manufacturing PMI поднялся до 51,2 с 50,9 пунктов, достигнутых в феврале, следует из данных на markiteconomics.com. Кроме того, наблюдается ускорение мировых темпов роста производства и новых заказов.
- **«Московская биржа» – хорошие итоги 2012 г.** За год биржа увеличила выручку на 27%, до 21,5 млрд. руб. (\$690 млн.), чистая прибыль выросла на 22,5%, до 8,2 млрд. руб. (\$260 млн.). Существеннее всего выросли

### Manufacturing PMI® (overall business conditions)

Eurozone Manufacturing PMI, sa, 50 = no change



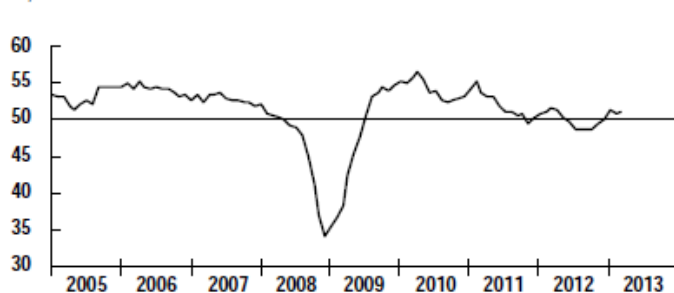
Manufacturing PMI, sa, 50 = no change



Source: Markit.

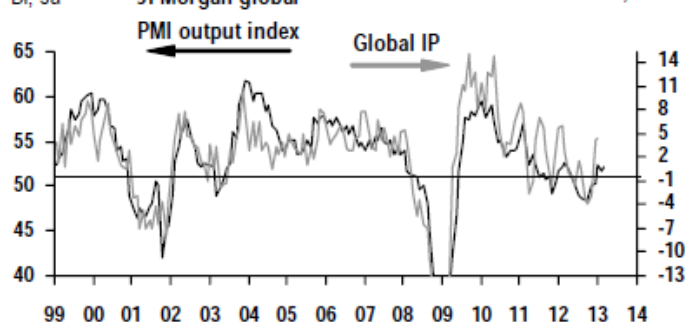
### JPMorgan Global Manufacturing PMI

DI, sa



### Global manufacturing output

DI, sa



---

комиссии на срочном рынке (на 56%, до 1,25 млрд. руб.) и на денежном рынке (на 108%, до 2,01 млрд. руб.). Объем торгов рынка в целом при этом упал на 21%, до 24,1 трлн. руб., причём объём торгов акциями обвалился на 41%, по облигациям же вырос на 19%, что отчасти смягчило общее падение. В 2013 г. биржа планирует продолжать развитие, переориентируя процессы на западные стандарты, к примеру, недавно был введён тестовый режим расчёта T+2 вместо практиковавшегося ранее T+0. Капитализация биржи при этом пока не растёт, видимо сказывается негативная внешняя конъюнктура – российский рынок потерял привлекательность для иностранных инвесторов и восстановления показателей пока не предвидится.

- **Российские нефтегазовые компании борются за ливанский шельф.** «Роснефть», «Новатэк» и «Лукойл» участвуют в тендере на разработку шельфовой зоны близ Ливана. Всего заявки подали 52 компании из 25 стран мира. Участники операторы, как сообщают «Ведомости» должны доказать наличие активов на сумму не меньше \$10 млрд., а не операторы на сумму от \$500 млн. (все российские компании относятся ко второй категории). Ещё одним требованием является создание альянсов из минимум трёх компаний. Привлекательность месторождений объясняется солидными запасами газа, более 3 трлн. куб. м. (как Бованенковское месторождение «Газпрома», одно из крупнейших у компании), а также близостью к европейским потребителям.

## Местное:

---

- **Бюджет Пермского края пытаются сбалансировать.** В этом году он свёрстан с дефицитом в 15,5 млрд. руб. (прогнозные расходы вырастут на 3,5 млрд., доходы на столько же снизятся). Однако в 2014-15 гг. расходы планируется снижать на 3 млрд. руб. ежегодно, поскольку прогнозные доходы продолжают падать – на 6 и 7 млрд. руб. соответственно. В качестве причин отмечают изменения в федеральном налоговом и бюджетном законодательстве, а также существенная переплата по налогу на прибыль местных предприятий в предыдущем году.

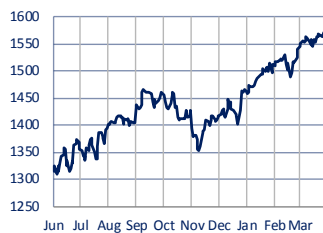


# Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



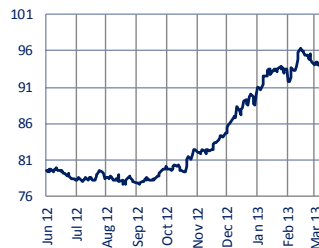
Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



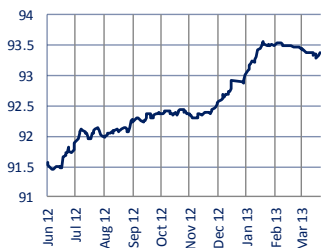
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



Никель, \$/тонна



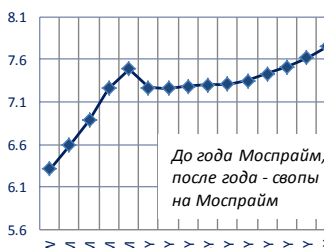
ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



# ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614000, г. Пермь, ул. Монастырская, 15  
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69  
www.p-fondy.ru

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович  
Генеральный директор  
тел. (342) 210-59-91, [cmp@pfc.ru](mailto:cmp@pfc.ru)

Тимофеев Дмитрий Вячеславович  
Начальник аналитического отдела  
тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Рахимов Денис Владимирович  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

Вельяминова Катерина Сергеевна  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, [velyaminova@pfc.ru](mailto:velyaminova@pfc.ru)

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.