



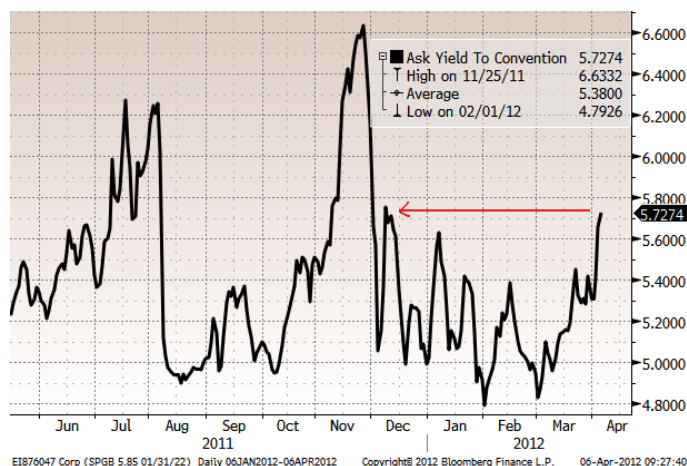
Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



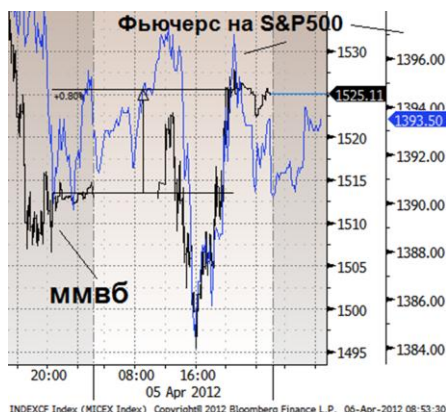
Торги акциями в западных странах вчера закончились без особого тренда, изменения укладывались в плюс-минус доли процента. Индекс ММВБ поднялся на 0.8%. Сегодня западные страны на выходных, католическая Пасха, а Лондон будет закрыт и в понедельник. Соответственно, не следует ожидать больших движений. Для российских спекулянтов «не будет ориентиров».

Причиной беспокойства в последние недели вновь стали Испания и отчасти Италия. Справа показана доходность 10-ти летних облигаций Испании, поднимавшаяся до максимума с декабря до 5.8% годовых со спрэдом около 4% к аналогичным немецким облигациям.

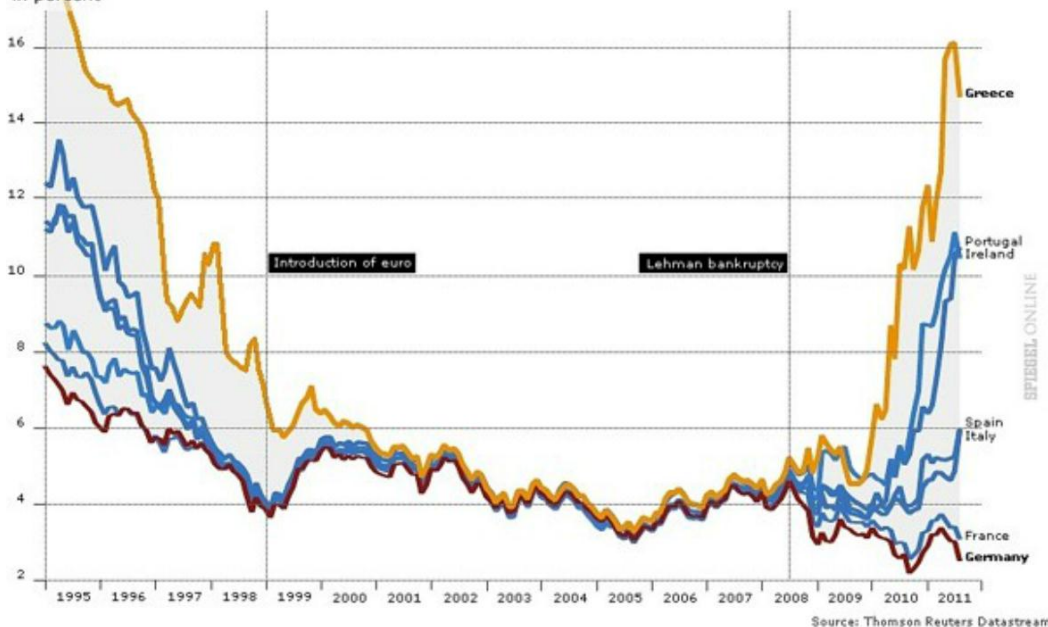


Взгонка доходности

происходит с начала марта после того как глава правительства заявил, что не выполнит ранее назначенные цели по дефициту, который составит 5.3% от ВВП по сравнению с планом 4.4% из-за большего спада, чем ожидалось. Испания продолжает заявлять, что дефицит 2013 года останется на уровне 3%, но особой веры у рынков нет. Политика самоограничений ведет к падению экономики. Безработица в Испании составляет около 23%, что можно сравнить с пиком Великой Депрессии в США – 25%. При этом соотношение госдолг/ВВП Испании в этом году поднимется до 80% от ВВП, значение которое пока нельзя назвать катастрофой. Рынки напрягает тренд роста этого показателя, в 2007 году показатель был всего 36% от ВВП, а по итогам 2010 было 61%.



Development in Interest Rates on 10-year Government Bonds in percent



Аналогичные итальянские облигации понялись до 5.4% годовых, со спрэдом в 370 б.п. к аналогичным немецким. После краха Lehman Brothers рынки стали крайне избирательными к рискам. Реструктуризация долга Греции укрепляет их в этих ощущениях.

Обострение ситуации в Европе создало оправдания для коррекции рынков акций марта. На ближайшие недели проблемы Европы вновь выплывают на первый план.

Вкратце

ВТБ	В пересчете на акцию, копеек			P/ Tangible BV
Год	Tangible BV	Прибыль	Цена	
2011 Оценка	4.4	0.92	6.8	1.5
FY2010	5.0	0.56	10.1	2.0
FY2009	4.7	-0.61	6.9	1.5
SPO, сент. 2009, цена 4.82 коп., допэмиссия на 55.6%				
FY2008	5.6	0.08	3.3	0.6
FY2007	5.8	0.56	12.5	2.2
IPO, май 2007	5.5	N/A	13.6	2.5
FY2006	3.1	0.59		

стране составил +54%, так что 13.6 копеек тогда соответствуют 20.9 копеек сегодня.

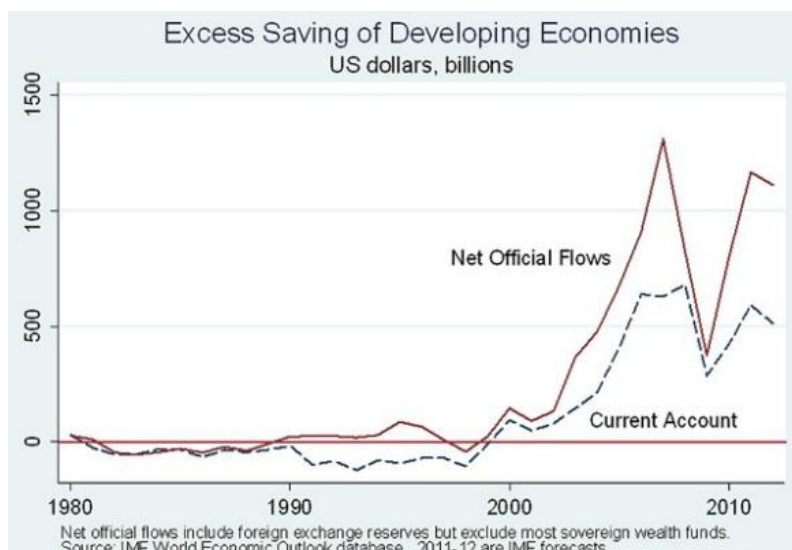
Причина убытков участников IPO заключается: 1) в том, что «ВТБ» был переоценен, мы считаем, что в 2007-2008 годах банковские акции в стране представляли собой пузырь. Тогда бытовали $p/bv=3...4$ это слишком высокие значения, которые можно оправдать только высокой ожидаемой прибылью банков (долгосрочной $ROE>20\%$). Но она не достижима на этом рынке, больше напоминающем модель «идеальной конкуренции» (есть только «Сбербанк», который отчасти оправдывает ожидания из-за дешевизны пассивов на убеждении россиян о «надежности» этого банка). 2) «ВТБ» разочаровал своими ничтожными прибылями, убытками в кризис, а также способностью терять деньги на дорогих приобретениях («Банк Москвы» с его дырой, «ТКБ» приобретались под $p/bv=2$). В таблице мы рассчитываем, как изменялось значение «tangible BV на акцию» - это катастрофа.

• Производство «Уралкалия» в первом квартале составило 1,9 млн. тонн, тогда как год назад «Сильвинит» и «Уралкалий» вместе добыли 2,6 миллиона тонн. Таким образом, по 1-му кварталу падение производства составило 27%. В этом нет сюрприза, ранее компания уже сообщала, что работает с 40%-й недогрузкой из-за того, что не может договориться с индусами и китайцами. Недогрузка соответствует стратегии «price over volume», которую проповедуют картелированные канадцы и российско-белорусские производители. Однако мы опасаемся, что со временем это может выйти боком. Поддерживая высокие цены, они привлекают конкурентов и желающих заработать в этой отрасли. Лучшее средство от высоких цен - высокие цены. Уже сейчас в Канаде, России и многих других странах с запасами активизировались новички. Это ВНР, «Еврохим», «Акрон» и так далее. В перспективе они будут давать на рынок калий, который ломает существующую стратегию «price over volume» и все может закончиться очень плачевно – ценовой войной.

• Экономисты должны анализировать реальные показатели. Вчера ЦБ РФ объявил о том, что рубль продолжит укрепляться, сдвинул границы бивалютной корзины на 5 копеек вниз (они слишком далеко, чтобы быть актуальными). Факт состоит в том, что реальный рубль сейчас находится вблизи максимумов за обозримую историю.

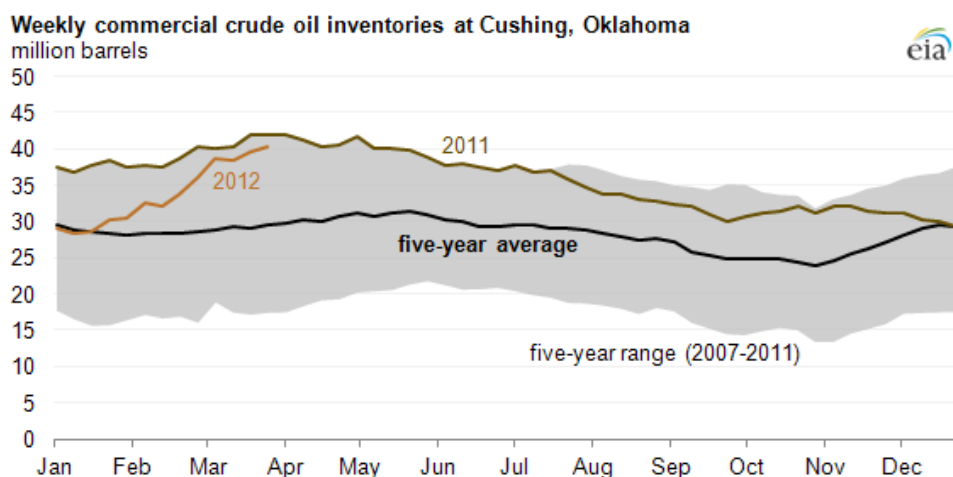


- Одна из версий случившегося в 2008 году кризиса сводится к «мировым дисбалансам» - движению капитала. Считается, что после Азиатского кризиса многие развивающиеся страны осознали, что лучше иметь сбережения, чем долги, начали активно копить. Эти сбережения направлялись в развитые страны, особенно в США. В этой стране они вызвали избыток сбережений (savings glut), создав слишком легкие условия для займов американцев. Под этот избыток капитала Уолл-Стрит изобрела способ производства AAA-облигаций из второсортной ипотеки, и все закончилось крахом. Слева показан рисунок, подтверждающий эти предположения. Рассчитана величина потоков капитала, создаваемых «официальным» сектором (Центробанки, суверенные фонды), а также величина счета текущих операций (который, напомним, в точности равен счету капитала со знаком минус).



Это можно интерпретировать еще и так. Развивающиеся страны, ведомые Китаем, проводили меркантилистскую политику, заключавшуюся в занижении собственного обменного курса интервенциями, чтобы стимулировать экспортные отрасли. Эта политика продолжается и сейчас, что не позволяет стимулирующей монетарной политике в Европе и США работать, как полагается. Заниженные курсы развивающихся стран означают завышенные в развитых и невозможность увеличения чистого экспорта. Результат – вялое восстановление США и Европы (и быстрый рост Китая до последнего времени).

- График с изменением запасов нефти и нефтепродуктов в США в сравнении с историческим средним за последние 5 лет.



Источник:
www.eia.gov/todayinenergy/detail.cfm?id=5690. В 2012 году запасы вновь начали двигаться к максимальным значениям за период, поднявшись на 12 млн. баррелей с 13 января по 30 марта. Рост запасов в США вызвал снижение котировок ближайших фьючерсов на бирже NYMEX для сорта Light Sweet Crude, торгуемого с расчетами в Кушинг, Оклахома. Сейчас ближайший

фьючерс NYMEX составляет \$103/баррель, по сравнению со \$123 сейчас для смеси Брент. И это притом, что американская смесь имеет лучшие характеристики по сравнению с Брентом и раньше торговалась с премией.

Разница связана с тем, что уже год центр расчетов Кушинг испытывает избыток запасов нефти, которая стекается в этот узел по трубопроводам с континента. Имеет место затоваривание. Кушинг находится в нескольких сотнях миль от побережья, и арбитраж с ценами на море не работает, поскольку нет работающей трубы в сторону порта.

Рост запасов в США отчасти связан с опорожнением трубопровода Seaway их Хьюстона в Кушинг. Компания Enbridge купила одну из линий Seaway у компании ConocoPhillips в ноябре за \$1.15 млрд. с целью изменить направление движения (реверс). Первая фаза должна пройти в конце мая, и довести объемы прокачки до 150 тыс. баррелей в день. Вторая фаза доведет объем до 400 тыс. в день в 2013 году, и расширится до 850 тыс. в день в середине 2014 года. Так покупатель намеревается получить выгоду (от прокачки) от арбитражной разницы в цене внутри континента и на море. Это эффективно должно сблизить цены фьючерсов на NYMEX и мировых цен.

- Биржа «ММВБ-РТС», похоже, решила перенять опыт «Финама» по выдавливанию мелких клиентов. Как вчера заявил представитель биржи, они думают над введением минимальной ежемесячной комиссии для участников рынка в 20 тысяч рублей, чтобы «простимулировать людей торговать, а не регистрироваться на бирже просто, чтобы держать торговое место». Если речь идет о минимальной комиссии для брокера, то инициатива биржи, на наш взгляд, не имеет смысла. Чтобы брокер оставил бирже 20 тыс. рублей комиссии, его клиенты должны совершить сделок более чем на 200 млн. рублей. Если взять только фондовую секцию, то этим условиям удовлетворяют более 360 брокеров из 484 зарегистрированных на бирже. Таким образом, количество неактивных брокеров не такое уж и большое.

Также «ММВБ-РТС» планирует ввести правило, согласно которому биржа не может простаивать больше одного торгового дня в Лондоне и Нью-Йорке. Плюс еще рассматривается возможность увеличения продолжительности торгов во всех секциях до 23-00 МСК. Сейчас до 23-00 МСК работают только срочный рынок и RTS Standard.

Мы крайне негативно относимся к идеям биржи и полагаем, что объединение не пошло на пользу: конкуренция исчезла, теперь они могут делать, что хотят, не задумываясь о последствиях. В результате, все больше и больше инвесторов будут уходить на зарубежные площадки.

- Конфликт между акционерами «Русала» усилился. После того, как В. Вексельберг ушел из совета директоров, его Sual Partners начала оспаривать контракт «Русала» с Glencore на \$47 млрд., который, по его мнению, нарушает акционерное соглашение. Как пишет «Коммерсант», если В. Вексельберг докажет, что соглашение было нарушено, то у него появится право его аннулировать. Это даст возможность В. Вексельбергу выставить на продажу 15,8% акций «Русала» на открытый рынок, не предлагая купить этот пакет О. Дерипаске. Конфликт пока касается только акционеров, влияния на операционную деятельность быть не должно.

- Вчера глава ЦБ С. Игнатьев в ходе выступления на съезде Ассоциации российских банков заявил, что процентные ставки находятся вблизи локальных максимумов и в будущем ожидает их снижение. Это согласуется с ожиданиями снижения темпов инфляции до 4-5% к 2014 г. из-за таргетирования инфляции. Вторым фактором снижения ставок может стать увеличение ликвидности: объем рефинансирования может быть увеличен в 2 раза до 2 трлн. руб. Таким образом, советуем найти возможность зафиксировать длинные ставки, которые сейчас включают высокую ожидаемую инфляцию. Лучше всего для этого подойдут облигации с длинным сроком обращения и фиксированным купоном.

- Экономия расходов на геологоразведку золотодобывающими компаниями во время кризиса привела к сокращению запасов золота на 8% (9,2 млн. унций) и серебра на 10% (297 млн. унций) в 2011 году, сообщается

в материалах Polymetal. Руководство компании обещает восполнить запасы в этом году, трансформировав возобновленные инвестиции в геологоразведку в 2010 г. в новые запасы и ресурсы. Polymetal хватит запасов на 12 лет, что является средним показателем по рынку. Мы ожидаем, что цены на золото и серебро будут расти с темпами, сопоставимыми с инфляцией, если не случится катастроф или других форс-мажорных обстоятельств.

Местное

- «Коммерсант» пишет, что DVI Group продает свою долю в ТРК «Столица». Также DVI продает другие девелоперские активы в других регионах. Как пишет издание, продажа связана с намерениями собственника «развивать проекты в других сферах».

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.