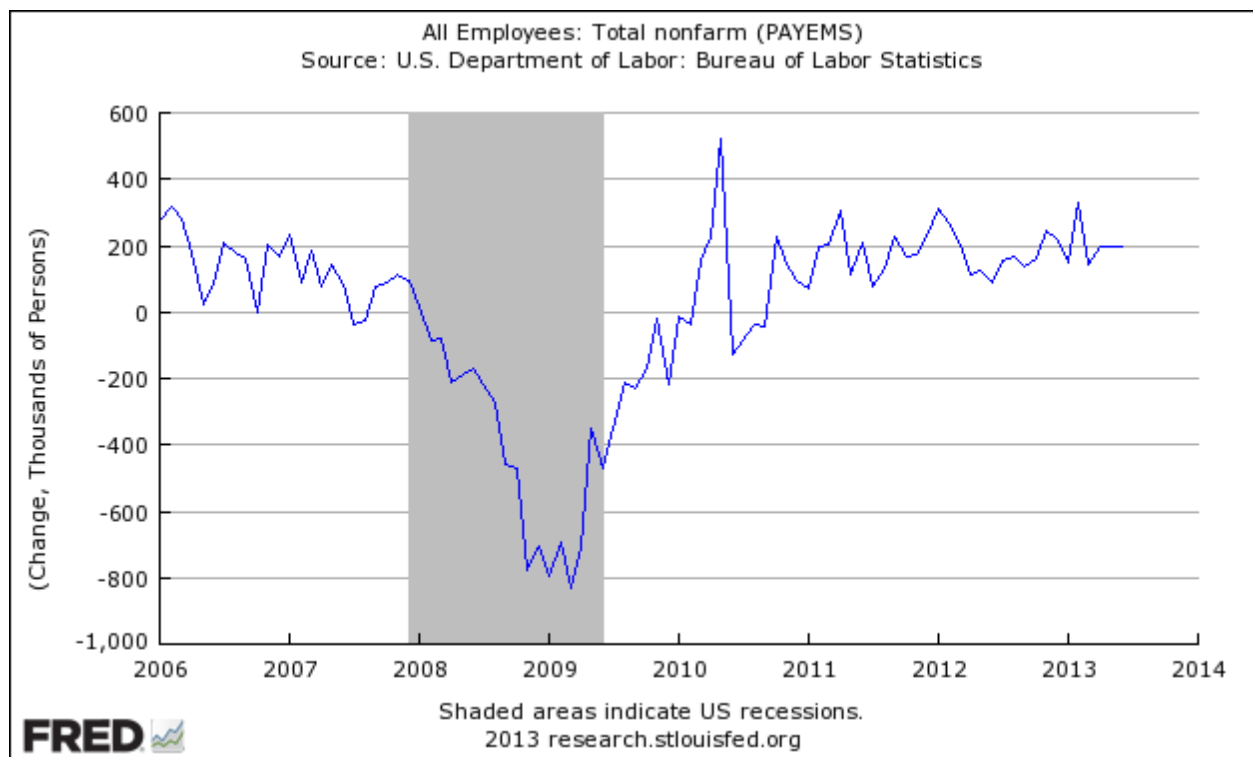


## Обзор рынков. Понедельник, 8 июля 2013

- Продолжается рост доходности “длинного конца” кривой доходности США (эта же означает: облигации падают). Причина - “job report” пятницы, показавший неплохие данные.
- Парадоксально, но эти данные вызвали падение фондовых индексов Европы и рост американского фондового рынка.
- Португалия, похоже, преодолела политический кризис. Лидер народной партии Порташ (которой не хватает коалиции до контроля в парламенте) сначала уволился из правительства, потом [вернулся обратно](#). Он же будет отвечать за взаимодействие с тройкой, которая возвращается обратно. 10-летние облигации страны [вновь ниже “критических” 7%](#).

### Комментарий:

США выросли на 1% по S&P500 на публикации доклада о рынке труда, из которого следует, что экономика продолжает неплохо расти. Европа, напротив, заметно упала, минус 1.3% по STOXX Europe 600, тогда как Дах потерял 2.4%. И рост Америки и падение Европы объясняет один и тот же отчет. Как такое может быть?



Данные за июнь говорят о неплохом темпе создания [рабочих мест](#). Выше - график “nonfarm payrolls” за месяц. В июне создано 202 тыс. против ожиданий консенсуса в 175 тыс. Цифра в 200 тыс. является условной границей - значения на этом уровне и

выше говорят о неплохой экономике, значения ближе к 100 тыс. - слабым росте. Понять значение этих цифр можно с помощью [калькулятора рынка труда ФРС Атланты](#) (job calculator). Вот фрагмент расчетов, сделанных с его помощью. Ежемесячно нужно создание 211 тыс. рабочих мест чтобы безработица опустилась с текущих 7.6% до 5.5% (условный “естественный уровень”) за 30 месяцев (к концу 2015).

**Target and Time Frame:**

Enter the target unemployment rate (as XX.X%).

Enter how many months until target unemployment rate is achieved.

**Results:**

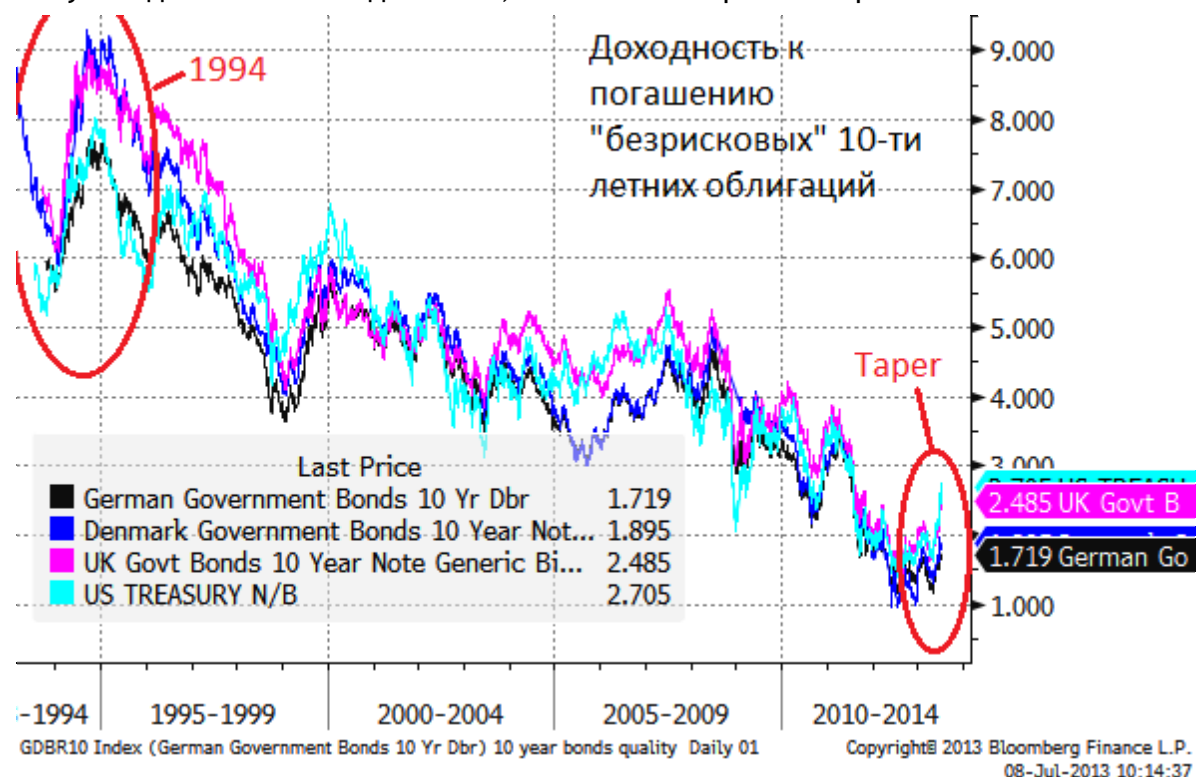
Average monthly change in payroll employment needed to achieve the target unemployment rate: **211,399**

Достижение этого уровня означает преодоление кризиса рынком труда США. Также напомним, что по [правилу Тейлора](#), а также [по мандату ФРС, выданному Конгрессом](#), денежную политику определяет полная занятость и стабильность цен. Данные рынка труда делают более вероятным “tapering” начиная с осени.



Реакция рынков на данные США оказалась неоднозначной. После выхода статистики, небольшое время рынки продолжили расти, потом начали обваливаться. После этого американские акции выросли на идее, что экономика чувствует себя неплохо и предвещает неплохие прибыли.

Европа завершила торги во время этой отрицательной волны, что и определило минусы по закрытию. То же самое относится к индексу ММВБ, который ушел в минус по дню после выхода отчета, и по итогам торгов потерял 0.5%



Продолжается падение облигаций, вместе с ростом “безрисковой” доходности. График выше показывает что ставки растут по “десяткам” разных стран, не только в долларовой зоне. Американский финансовый рынок, как самый большой в мире, задает тон остальным.

Итак, потери на рынках облигаций продолжатся. Это означает возможность дальнейшего сворачивания сделок кэрри. Ключевой вопрос, насколько далеко может зайти этот процесс.

- Tapering, затем изъятие избыточной ликвидности, затем подъем коротких ставок также неизбежен. Это было очевидно еще с начала кризиса.
- Подъем доходности в длинном конце - неизбежное событие. Вряд ли ставки должны быть на уровне инфляции или ниже ее (немецкие или датские длинные облигации по-прежнему ниже 2% цели по инфляции ЕЦБ). До кризиса нормой для “длинного конца” были уровни около 5% и до них еще далеко. В этом смысле, долгосрочные облигации выглядят обреченными на продолжение снижения.
- Хорошие данные о рынке не обязательно должны привести к падению акций. В конце концов это означает, что экономика продолжает выправляться из кризиса, прибыли должны увеличиваться, доходы держателей акций расти. Возможно, в ближайшие дни и недели рынок акций и облигаций начнут двигаться в противофазе.

## Вкратце:

---

- Со стороны нефтяников регулярно слышны заявления, чтобы **уравнять налоговую нагрузку газодобычи и нефтедобычи**. Сегодня “Ведомости” пишут про [предложение И.Сечина снизить налоги на нефтяников](#). Цитата: *“Аналитик Raiffeisen-bank Андрей Полищук говорит, что экспортная пошлина для «Газпрома» - 30% от цены реализации, а для нефтяников (при цене \$100 за баррель нефти сорта Urals) - около 50%.”* Вообще-то, экономика газа отличается от нефтяной и такой разброс налогов может быть оправдан. Вот несколько вариантов взглянуть на проблему.
  - Газ продается дешевле нефти. [Реализация “Газпрома” в дальнем зарубежье](#) в 2012 году проходила по \$325.2/тыс.куб., что эквивалентно \$51.6/баррель. Нефтяной экспорт в 2012 году проходил по ценам более чем в 2 раза выше. В этом смысле разница в экспортных пошлинах оправдана. Однако сравнивать только по ценам продажи некорректно, нужно учитывать затраты.
  - Поэтому, чуть более адекватный способ взглянуть на проблему - сравнить отдачу капитала. У нефтяников этот показатель немного выше. У Роснефти ROC в 2012 году составил 11.7%, у “ЛУКОЙЛа” 14.4%, а у “Газпрома” - 10.6% (правда, у “Новатэка” - 19.5%). Мы бы не сказали, что у “Газпрома” есть сверхприбыль, хотя остаются вопросы целесообразности сделанных инвестиций.
- “Росбанк” продает “структурные облигации” на 3 млрд. руб. с гашением в январе 2015 (~1.5 года), купон которых привязан к цене золота. Книга закрывается завтра. Это не первый опыт, ранее золотые облигации продавал ВТБ.
- Минкомсвязи планирует изъять частоты для LTE у телеоператоров. Минкомсвязи направило в администрацию новый проект о создании единого оператора LTE со 100% госучастием, которому отойдут частоты, полученные операторами по результатам конкурса в прошлом году. По мнению Минкомсвязи, операторы неэффективно используют частотный ресурс, ввиду чего его нужно «отобрать». Участники большой четверки считают, что аннулировать лицензии возможно только в судебном порядке. Одобрение этого проекта еще раз подтвердит наметившуюся тенденцию к монополизации государством привлекательных активов. Операторы настаивают на том, что выполняют все лицензионные условия.

- «Норникель» планирует осенью выпустить еврооблигации. Полученные средства компания может направить на дивидендные выплаты и финансирование операционной деятельности, сообщают миноритарные акционеры «Норникеля». При этом долговая нагрузка компании (по соотношению чистый долг / EBITDA=0,8) сопоставима с уровнем 2008 г. Выплата дивидендов производится, если этот показатель не превышает 2. Поэтому «Норникель» будет осторожно наращивать долг, чтобы не превысить это значение.



- Рубль продолжает падать, текущий курс 33.34/доллар. Разбег между «справедливым» курсом нашей модели и рыночным расширился уже до 4%



## Местное:

- [Компания ИК “Витус” сообщила о смене акционеров](#). Как можно понять, братья Черновы утратили контроль - 59% ИК “Витус” теперь принадлежат трем лицам.
  - Эдуард Хайруллин (Председатель Правления ОАО АКБ «Перминвестбанк»)
  - Дмитрий Пищальников (генеральный директор ОАО «Краснокамский завод металлических сеток»)
  - Антон Королик (директор ООО «АТРОС ГРУПП»).
- Внешне это выглядит как отголосок кризиса 2008 года, в который “Витус” вошел с заметными долгами. О величине долгов можно было судить по отчетности по МСФО компании за 2007 год (ее сейчас не удастся найти). Осенью 2008 года, после краха Lehman Brothers на ее основе мы делали грубые оценки потерь компании “Витус”. Из них получалось, что собственный капитал полностью утрачен из-за больших долгов, и стоимость активов упала. Потери возникли на акциях, земле и маржин-колле по клиентскому счету в первичном брокере “Кит-Финанс”. Мы думали, что будет банкротство, но его не случилось.

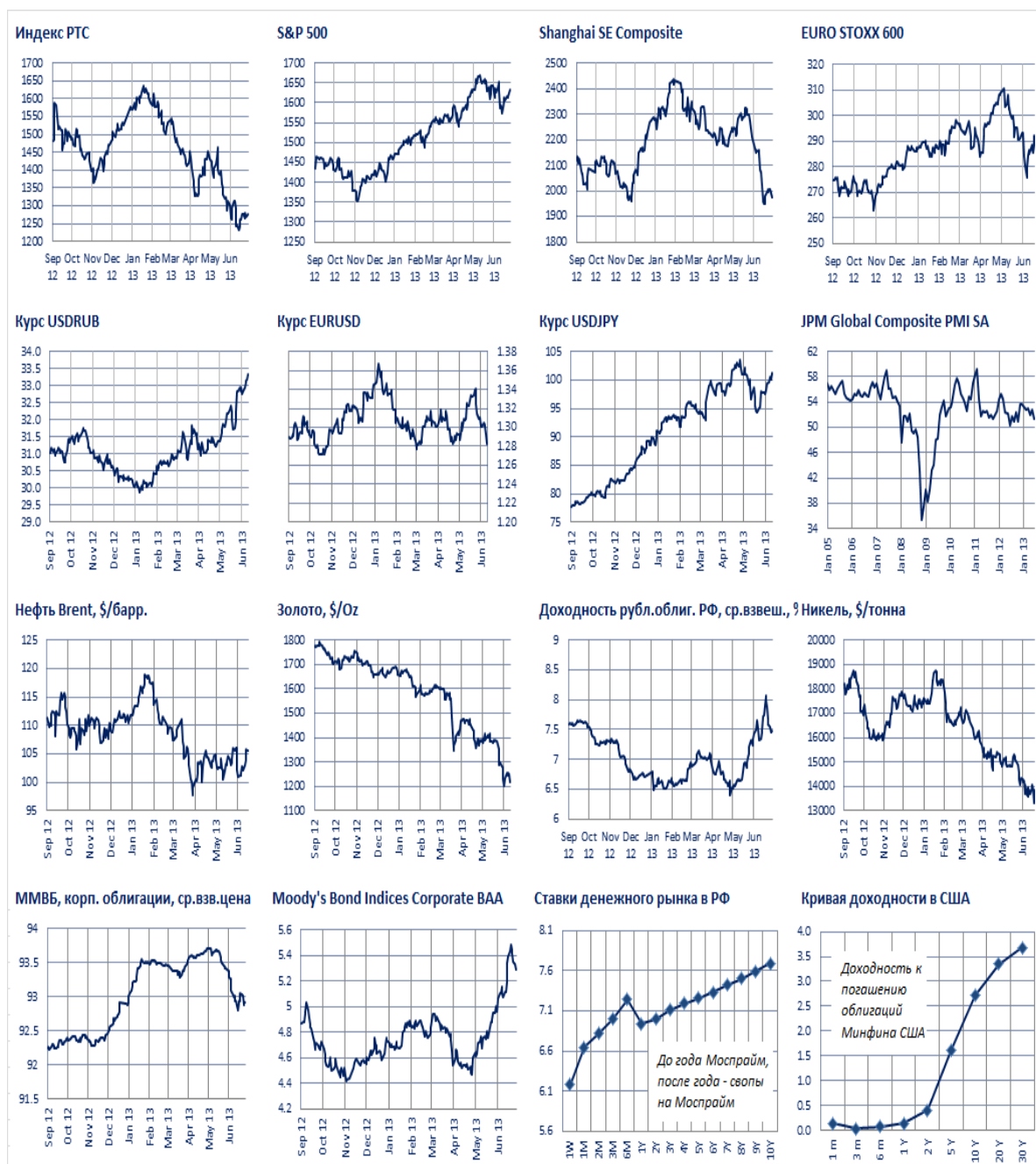
В 2012 “Витус” распался на две части. Из него выделилась [группа компаний Кастом кэпитал](#), которой, как можно было [понять из сообщений](#) отошли проекты с недвижимостью, но также к ней отошли некоторые долги, и инвестиционная группа “ВИТУС-Инвест”. К сожалению, ни та ни другая компании не публикуют консолидированные отчетности, о реальных цифрах, активах и долгах можно судить лишь по косвенным признакам и неполноценным отчетам по РСБУ и [обязательному раскрытию данных](#). Причины можно выделить такие же, как во время [конфликта акционеров в ИК/УК Ермак](#), где собственники [также](#) не могли договориться из-за денег в непростой ситуации кризиса.

Случившаяся продажа Черновыми “Витуса”, похоже, является вынужденной. Ни недвижимость, ни акции, ни земля сейчас не приносят существенной доходности. Брокерский бизнес находится в упадке из-за слабой активности россиян и российского капитала на этом рынке, а также большой конкуренции, включая давление федеральных компаний. При этом остающиеся долги нужно обслуживать.
- В Пермском крае может появиться первая платная автодорога, соединяющая Губаху и Пермь. Стоимость проезда оценивают в 100 руб. для легковых автомобилей и 350 руб. для грузового транспорта. Стоимость платной автодороги может обойтись в несколько млрд. руб.,



финансирование которых будет обеспечено частично за счет краевого и федерального бюджетов.

## Конъюнктура:



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.