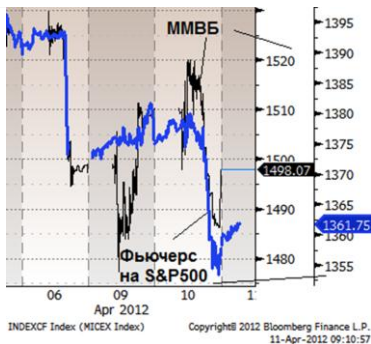
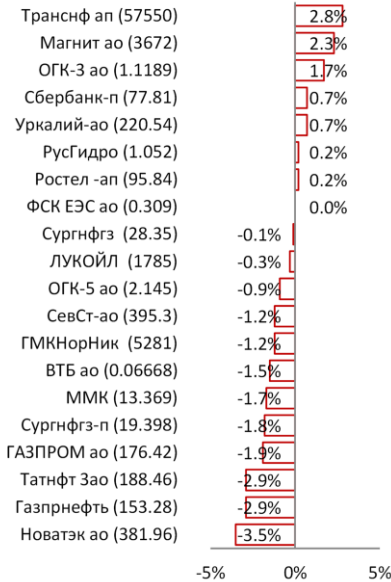




Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ

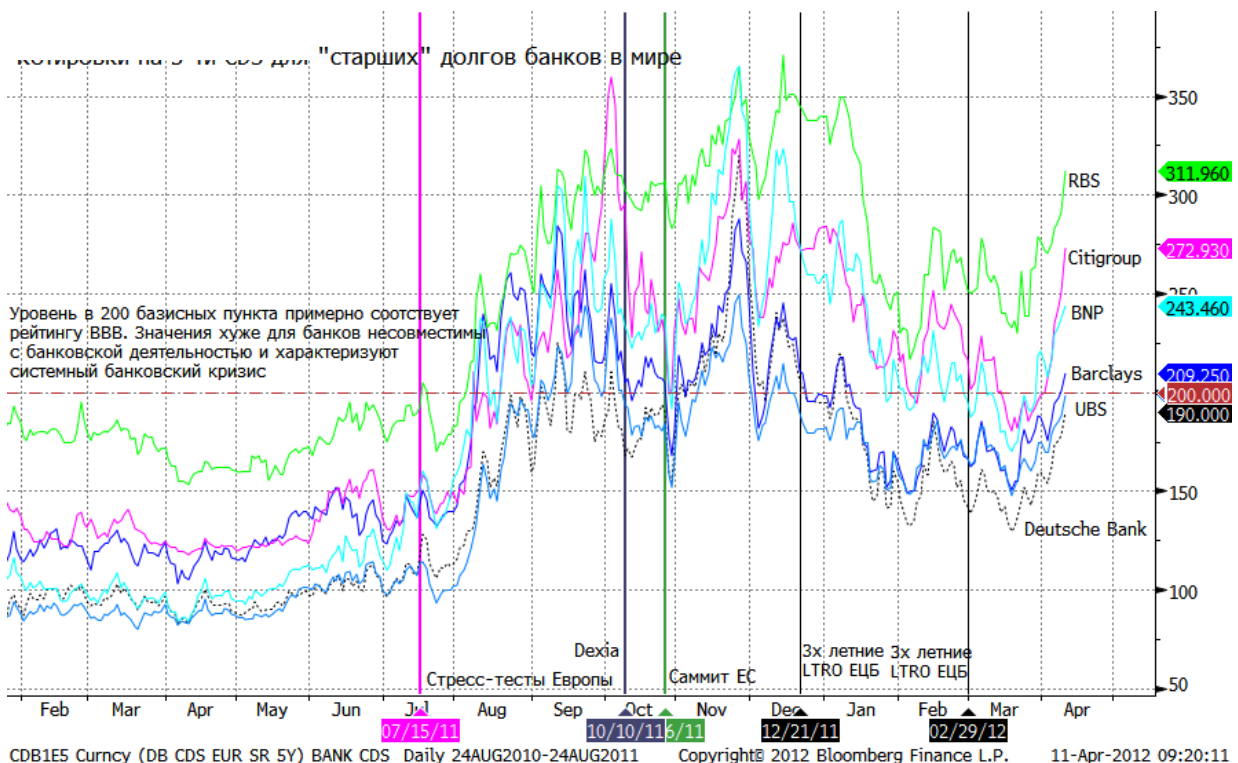


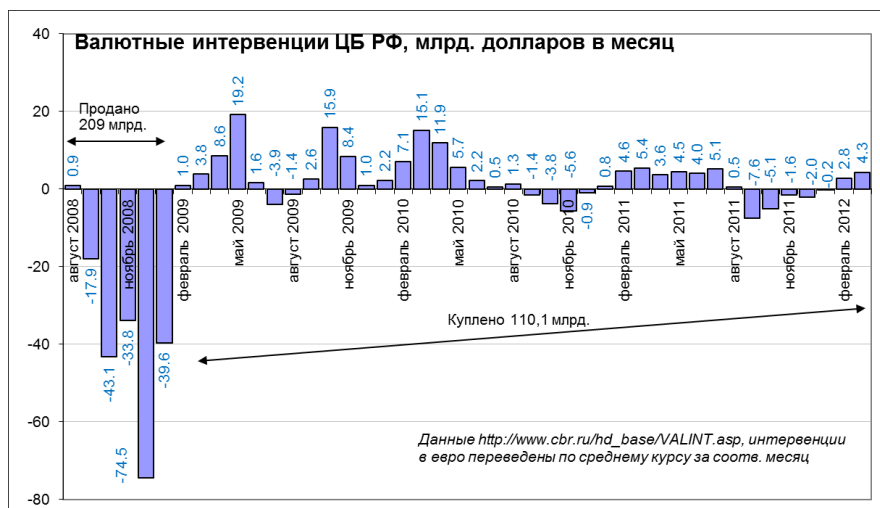
Призрак «второй волны» из-за европейских долгов вновь начал маячить над рынками. Европа вчера начала торговаться после пасхальных выходных, показав провал на 3% по индексу Euro Stoxx 50. Испания упала на 5%. Доходности 10-ти летних облигаций Испании вчера достигали 5.98%. Начали резко расти спреды свопов кредитных дефолтов (CDS) банков (см. ниже), что вновь напомнило о возможности мирового системного банковского кризиса.

Индекс ММВБ вчера понизился на 0.8%, сегодня открытие будет еще на половину процента ниже.

Внимание рынков сосредоточено на Испании. Сегодня премьер-министр страны М.Рахой собирается обратиться к депутатам и вновь презентовать планы сокращений. Напряженность на рынках начала нарастать после 2 марта, когда Испания призналась, что не может исполнить ранее оговоренные цели по дефициту бюджета 2012 года. Затем, 12 марта страна согласовала с министрами финансов сокращение дефицита до 5.3% от ВВП по сравнению с 8.5% в прошлом году. В следующем году Испания собирается сократить до оговоренных Маастрихтским договором 3% дефицита бюджета от ВВП. Но особой веры в это нет, проблемные страны регулярно не достигали поставленные цели.

Нельзя сказать, что все пропало. Так, Италии на рубеже 2011/2012 годов удалось сократить дефицит, начать трудовые реформы. Рынки воспринимали Италию как более слабую страну, чем Испания (см. график выше). Сейчас они поменялись местами.



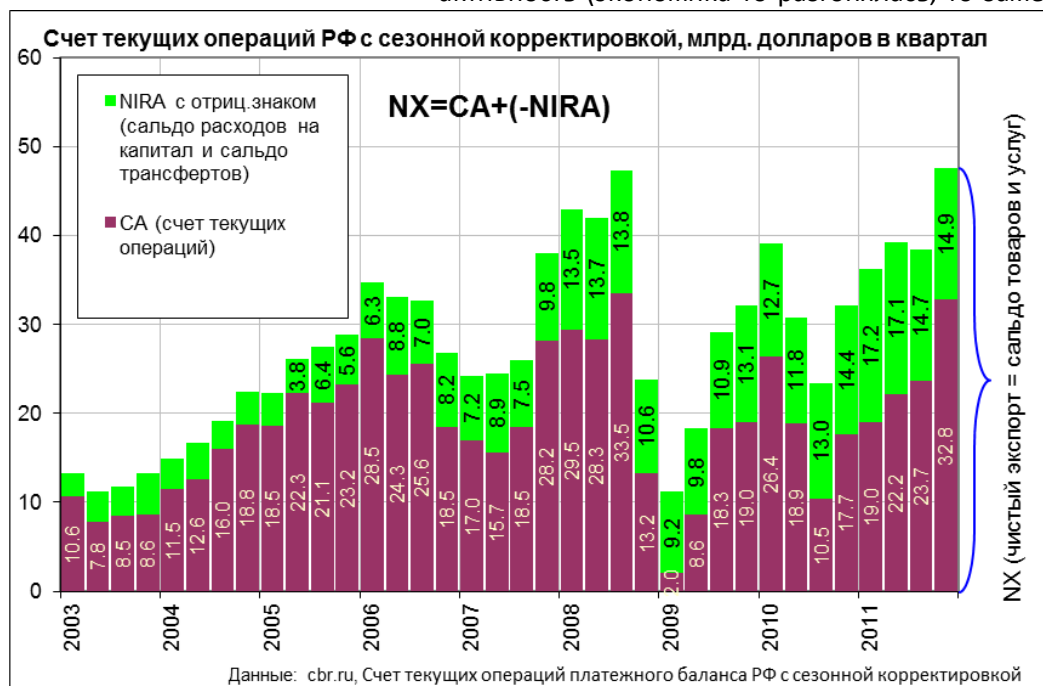


- Центробанк сообщил размер валютных интервенций за март. Они составили \$4.3 млрд., что является максимум покупок с июля прошлого года. Это уже второй месяц, когда ЦБ РФ покупает рубль после февраля, когда было куплено \$2.8 млрд. Если ЦБ РФ и вмешивается, то на единицы миллиардов в месяц, тогда как до кризиса покупалось валюты по десятку миллиардов за неделю, затем, в кризис продавались доли сотен миллиардов долларов за месяц. Размеры интервенций очень невелики и постоянно переходят из плюса в

минус. Можно считать это косвенным доказательством того, что рубль находится вблизи «эквilibриума».

На этом основании мы продолжаем поддерживать наш прогноз, что курс рубля останется вблизи текущих уровней в этом и следующем году. Но это не исключает большой волатильности рубля. Слабый контроль над курсом необходим Центробанку как условие «таргетирования инфляции». Нестерилизованные интервенции до кризиса постоянно приводили к регулярным монетарным возмущениям. Это влияло на экономическую активность (экономика то разгонялась, то замедлялась). По большому счету

это способствовало большой инфляции.



- Слева мы попытались графически изобразить платежный баланс России. Чистый экспорт (NX – Net Export) страны возникает потому, что покупается меньше товаров из-за рубежа, чем продается нефти, газа и прочих экспортных товаров. Часть этого экспорта уходит на «чистые факторные платежи» (NIRA, зеленые столбики). Они представляют собой

разницу («сальдо») между уплаченными процентами и дивидендами за границу и тем, что российская сторона получает из-за границы. В эту же статью включаются односторонние трансферты («подарки», такие как деньги отечественных «гастарбайтеров», которые пересылаются домой). Остается то, что экономисты называют «счетом текущих операций». Этот счет в точности равен счету капитала, или «оттоку» про который часто говорят журналисты.

«Платежный баланс» = «Счет текущих операций» + «Счет капитала» = 0. Итак, в четвертом квартале «отток» капитала составил \$32.8 млрд., это

максимум с кризисного времени. Но здесь нужно быть осторожным, поскольку «отток» капитала бывает по линии частного капитала, а бывает по линии Центробанка (или правительства). В кризис был огромный «отток» частного капитала, но он в большей мере компенсировался громадным «притоком» денег Центробанка, который продавал валютные резервы за рубли. Этой осенью ситуация отчасти повторялась, Центробанк продавал («приток»), а частный капитал «бежал».

«Отток» капитала, загадочная вещь. Сам по себе счет капитала крайне многоплановый и бытующие в СМИ интерпретации этого минуса не верны. Заявления, что капитал «бежит» от «плохого» Путина/Медведева/бюрократии являются слишком примитивными.

Так, лидерами оттока частного капитала в мире являются Германия и Япония, это основные страны генерирующие «дисбалансы» (кроме развивающихся стран и Китая, правительства которых копят иностранные активы). Причины оттока Японии и Германии похожи – есть избыток сбережений в стране и недостаточный спрос на них внутри. Сбережения не желает брать бизнес, поскольку не видит перспектив их вложений. Их недостаточно берет правительство. Результат – отток. Изучавшим экономику можно напомнить формулу:

$$\text{Savings} = \text{Private_Investments} + \text{Budget_Deficit} + \text{Net_Export}$$

С этой точки зрения, отток капитала из России может быть связан с недостаточным спросом на инвестиции в стране. Вообще говоря, это может быть потому, что бизнес не доверяет власти. Но может быть и потому, что не доверяет российской экономике в целом, в том числе из-за кризиса.

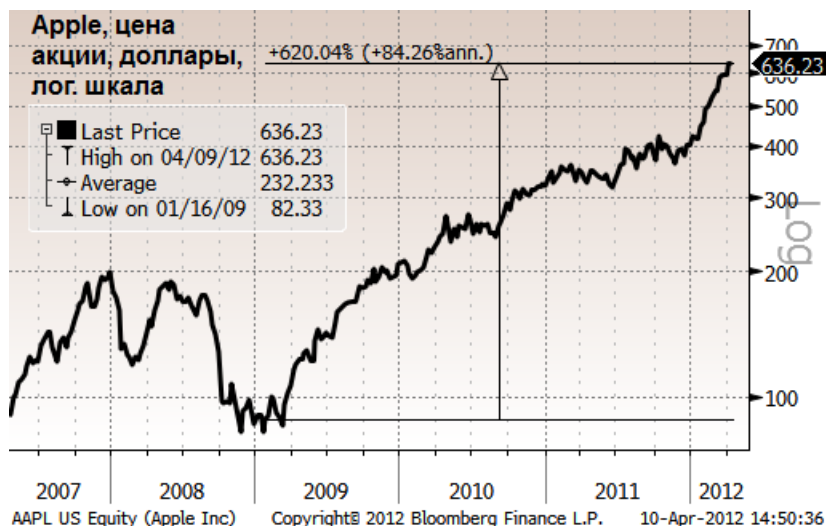
- Еще из статистики Центробанка – размер наличных рублей (агрегат M0) в денежной массе (M2) упал до минимумов за всю историю – порядка 24%. На графике хорошо виден временный взлет в 2008 году во время кризиса, когда россияне и бизнес забирали наличные из банков опасаясь крахов. Но эта ситуация быстро развернулась.



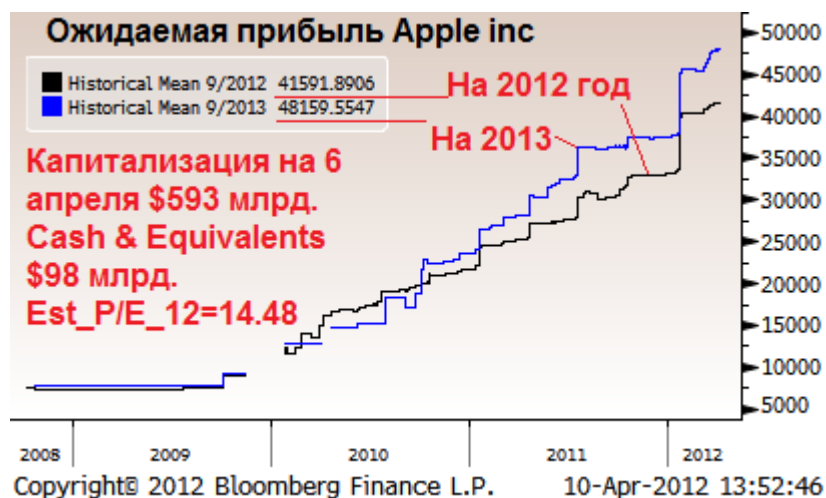
Вероятно, это стало отражением: 1) большего доверия к банкам, экономике и рублю, чем раньше; 2) распространения пластиковых карт.

В абсолютных цифрах на 1 февраля 2012 года наличных рублей на руках было 5.7 трлн. рублей, тогда как агрегат M2 составлял 23.7 трлн. рублей. Это означает, что текущих рублевых счетов, срочных депозитов в стране было $23.7 - 5.7 = 18$ трлн. рублей (их ЦБ РФ называет «безналичные средства»).

Валюта баланса всей банковской системы РФ на 1 февраля была 41 трлн. (это 82% от величины номинального ВВП 2011 года в 50 трлн. рублей). Оставшаяся часть пассивов банков РФ сформирована инвалютными счетами, поскольку доллары и евро и прочие счета в M2 не входят. Также это займы в виде облигаций, векселей, собственный капитал, займы у Центробанка и прочие обязательства.



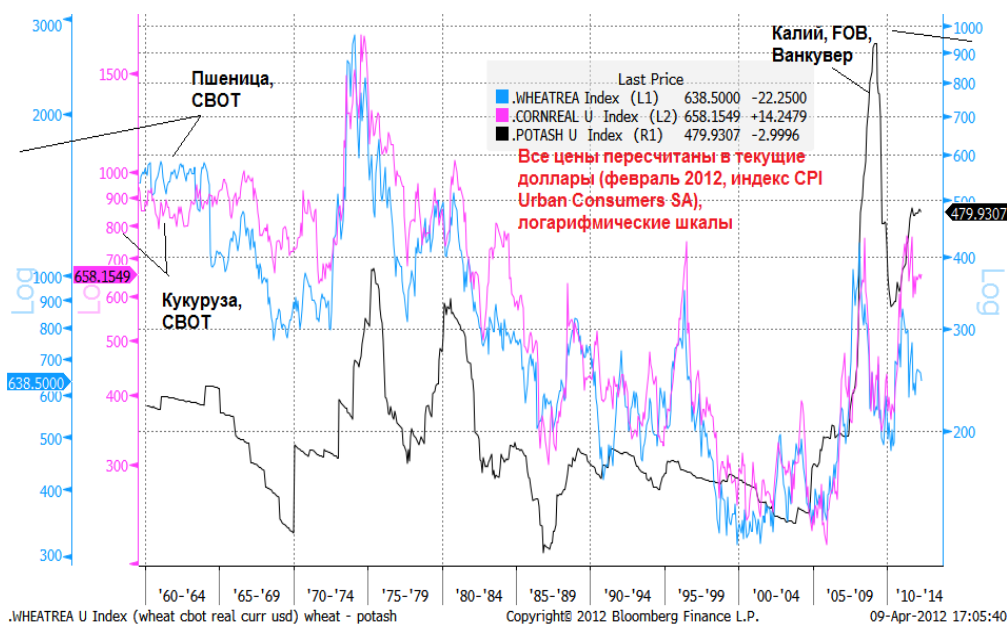
- Акции Apple являются примером очень удачной истории (success story). Причина этого роста – компания постоянно преподносила «сюрпризы» для рынка, зарабатывая все больше и больше. Ожидаемая аналитиками прибыль компании Apple 2012/2013 годов была в районе \$7 миллиардов в середине 2009 года, когда компания уже продавала iPod-ы и iPhone-ы. Тогда как сейчас аналитики ожидают прибыль в \$41.6 и \$48 млрд. на эти года соответственно (заканчивается в сентябре). За последние 12 месяцев (заканчивается в декабре 2011) Apple заработал \$33 млрд. прибыли.



Текущая капитализация Apple составляет \$593 млрд., а у ближайшего преследователя – ExxonMobil - \$393 млрд., а российский «Газпром» имеет капитализацию в \$193 млрд. Все три названные компании имеют ожидаемую прибыль 2012/2013 года в районе \$40 млрд. Но перспективы прибыли у компаний могут различаться.

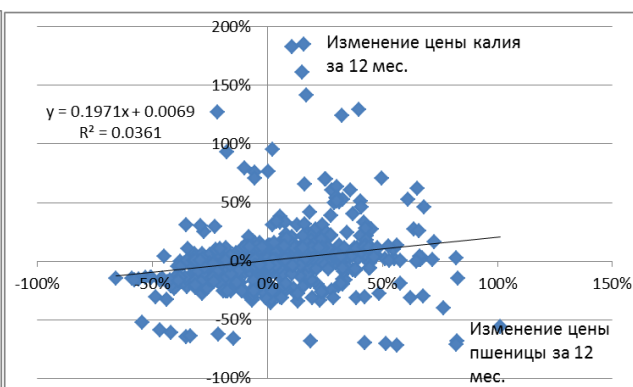
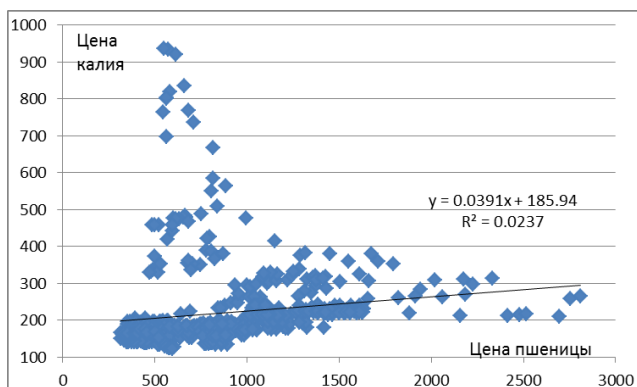
- «Газпромбанк» в своей отчетности сообщил, что покупка каналом «ТНТ» 75% продюсерского центра Comedy Club Production обошлась в 10,2 млрд. рублей (телеканал входит в «Газпром-Медиа»).

Центр выпускает целый ряд программ для канала «ТНТ»: Comedy Club, Comedy Women, Comedy Battle, реалити-шоу «Дом-2», а также сериалы «Интерны» и «Универ». Таким образом, продюсерский центр был куплен под капитализацию в \$470 млн. Для сравнения, примерно такую же капитализацию имеют такие компании как «Синергия», «Белон», «ТГК-4». По итогам 2010 года Comedy Club Production заработал около 154,6 млн. рублей прибыли, получается, что «ТНТ» купил их с P/E=88.

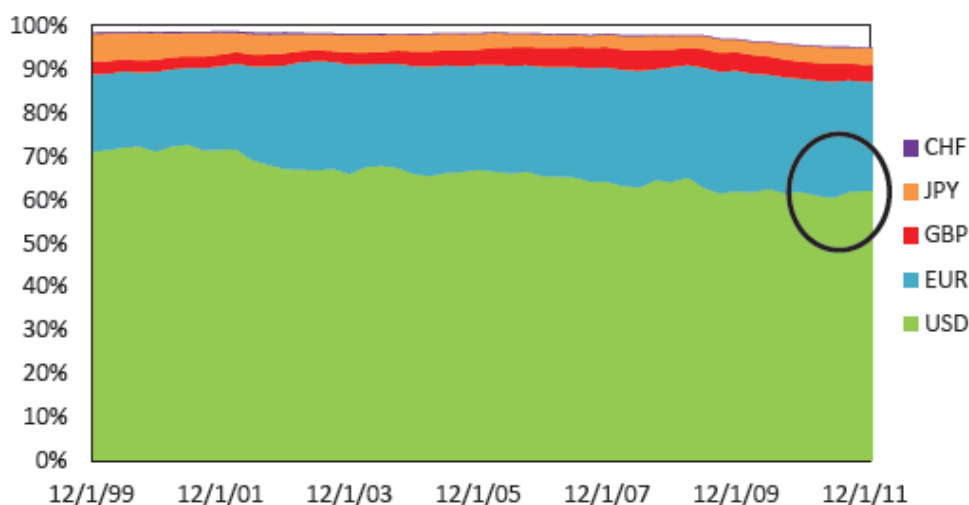


- Калийные компании в своих презентациях ссылаются на высокие цены на продукты питания. В их логике это должно повлечь спрос на удобрения, поскольку сельхозпроизводители смогут платить больше. График слева сравнивает поведение цен удобрений и пары биржевых фьючерсных контрактов на пшеницу и кукурузу в США (биржа СВOT). Все цены пересчитаны в текущие доллары по индексу инфляции в США. Вообще говоря, какое-то подобие колебаний усмотреть

можно, но качество связи не слишком велико (см. ниже).



USD Share of Central Bank Reserves Stabilizes



Source: Bloomberg, International Monetary Fund

BloombergBriefs.com

- МВФ считает статистику резервов, куда они вложены. Слева приведена разбивка, показывающая, что доля резервов, вложенных в доллар, на начало 2012 года выросла до 62.5% с 60.5% год назад. Доля Евро снизилась до 25% с 26.5% годом ранее. Вообще это изменение легко объясняется ростом доллара по сравнению с другими валютами и к евро осенью из-за кризиса. Изменение доли не всегда означает перемещение резервов из одной валюты к другой, а лишь курсовые разницы.

Рассуждения, основанные на данных МВФ, слегка лукавые. Есть большая доля стран, которые не раскрывают резервы, включая Китай (у него \$3.1 трлн. из всех мировых резервов в \$10.2). Так что у МВФ идентифицировано только 55% резервов. А еще 45% не слишком ясно во что вложено. Мы можем лишь предполагать, что оставшаяся почти половина резервов вложена также как часть, которая имеет раскрытую статистику.

- «РБК Daily» сегодня пишет, что европейские компании в первом квартале привлекли через выпуск облигаций больше средств, чем через банковские кредиты. Для Европы, где перераспределение кредита осуществляется через банки, довольно нетипичная картина. Причин, почему корпорации предпочитают выпускать облигации, а не привлекать кредиты, несколько. Первая заключается в том, что новые регуляторные требования (повышение требований по капиталу) заставляют банки ограничить кредитование. Вторая причина – это падение доверия инвесторов к банковской системе. С этой точки зрения, более безопасно кредитовать компании напрямую, минуя банки.

Bank based financial system
(континентальная модель)



Market based financial system
(англо-американская модель)

- «НЛМК» планирует направить на дивиденды по итогам года 3,6 млрд. руб. или 60 коп. на акцию (дивидендная доходность ~1%). С учетом

ранее выплаченных промежуточных дивидендов, «НЛМК» направит на дивиденды за 2011 год 12 млрд. руб., что составляет 30% чистой прибыли и согласуется с дивидендной политикой компании. Таким образом, рост дивидендных выплат в 2011 году составит 10% по сравнению с 2010 г. Основной бенефициар «НЛМК» В. Лисин, владеющий 85% акций компании, получит 9,7 млрд. руб. с учетом промежуточных дивидендов.

- Вчера Азербайджан анонсировал свои планы по добыче газа до 2025 года. Государственная нефтяная компания Азербайджана (ГНКАР) хочет нарастить добычу с текущих 26 млрд. куб. м до 30 млрд. куб. м к 2020 г. К 2025 году добычу планируется довести до 50 млрд. куб. метров. Рост добычи позволит существенно нарастить экспорт газа в Европу. Таким образом, ГНКАР может составить серьёзную конкуренцию «Газпрому», так как стоимость азербайджанского газа ниже российского.

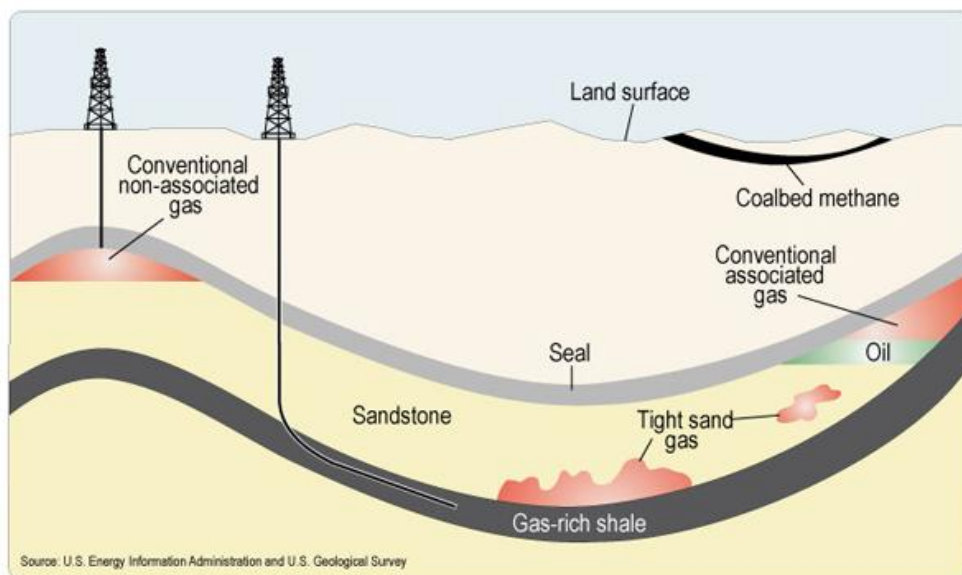
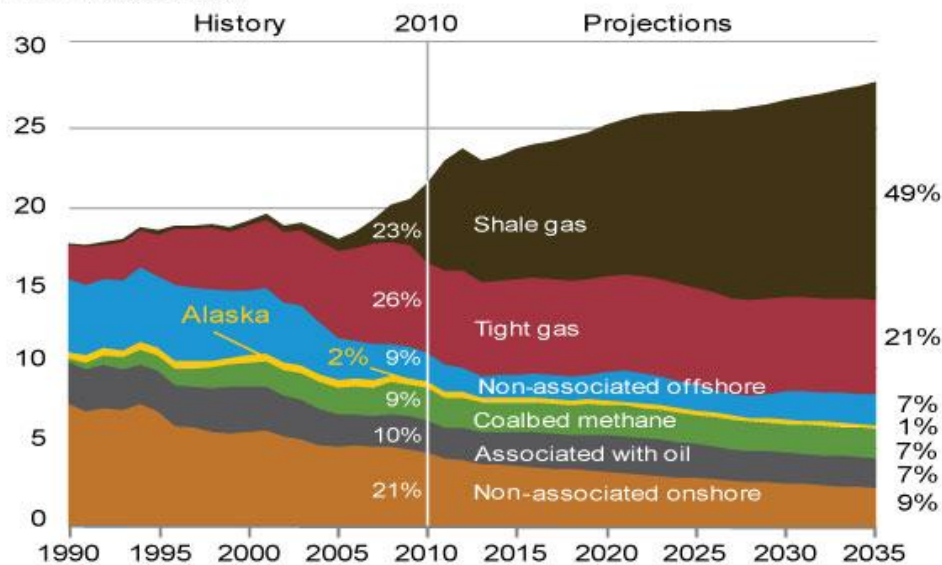
Местное

- «Ростехнологии» вчера опровергли сообщения о том, что они могут продать 45% акций «ВСМПО-Ависма» из-за невозможности обслуживать кредиты, взятые на покупку магниевого предприятия.

Напоследок: сланцевый газ

U.S. Natural Gas Production, 1990-2035

trillion cubic feet



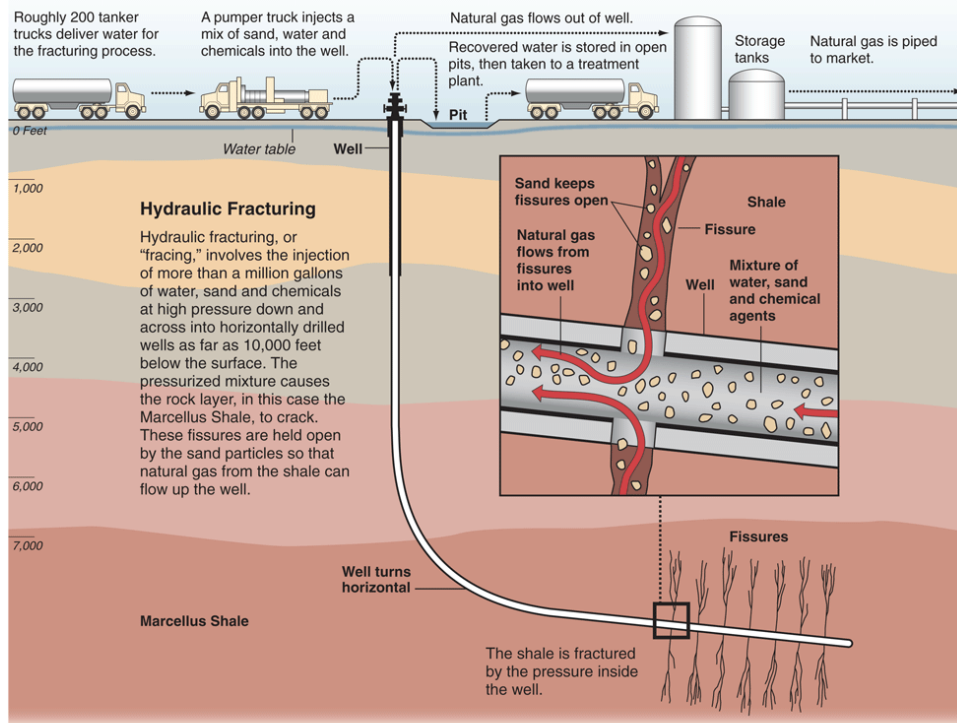
Представляем серию картинок, показывающих революцию сланцевого газа.

Доля нетрадиционного газа в США как ожидает EIA, приблизится к 70%, если включить в эту категорию сланцевый газ, газ из труднопроницаемых пород и газ из метановых пластов.

На следующей картинке представлены основные виды газа. Традиционный метан (conventional) образуется в ловушке (seal) из труднопроницаемых пород, закрывающих песчаники. Это левая часть рисунка, и это газ, который в основном добывает «Газпром».

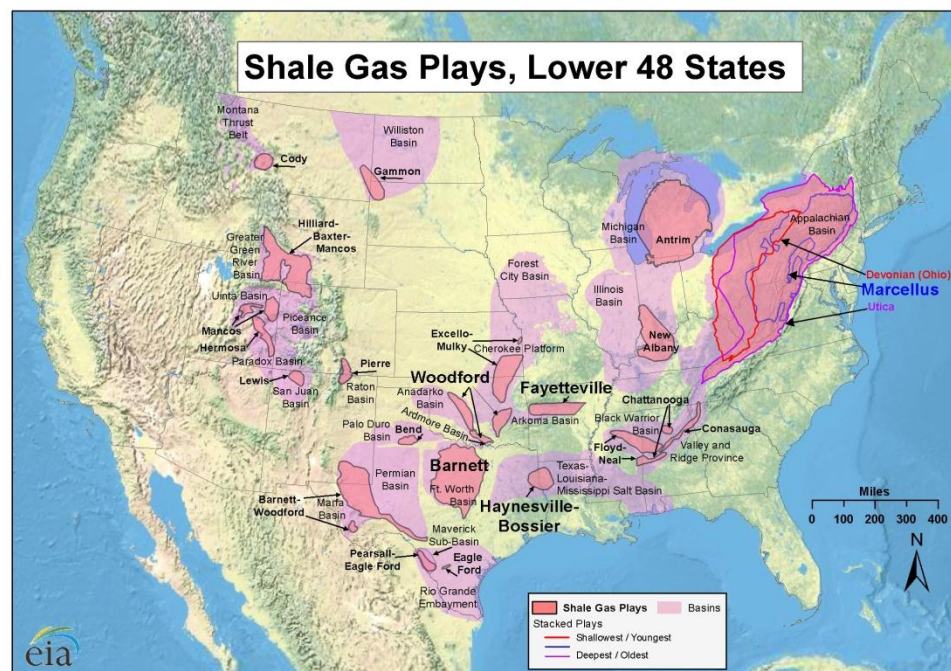
Все месторождения углеводородов содержат разные фракции. Метан имеет одну молекулу углерода (CH₄), он самый «летучий». Чем больше молекул углерода, тем длиннее и «тяжелее» углеводороды. Сначала идут газы (пропаны, бутаны), потом жидкие фракции, потом тяжело текущие битумы. Нефтяные месторождения (слева на рисунке) могут содержать «газовую шапку» или

ассоциированный (попутный) газ. Если более тяжелые газы, вроде пропанов и бутанов можно отделять и сжимать их в обычные бытовые баллоны, то с метаном это не проходит. Он требует слишком большого давления (слишком толстые стенки баллона). Поэтому метан транспортируют по газопроводам или в виде сжиженного природного газа (СПГ) с температурой минус 173 градуса в специальных танкерах-газовозах. Это же объясняет, почему у наших нефтяников есть проблема с утилизацией попутного газа – нужна дополнительная труба. Проще сжигать в факелах (есть еще варианты – закачивать обратно в пласт, поддерживая его давление).



Graphic by Al Granberg

Сланцевый газ и газ труднопроницаемых песчаников добывается с помощью горизонтальных скважин и многоступенчатого гидроразрыва ствола. С одного вертикального ствола может быть разбурен целый куст горизонтальных скважин, обеспечивая большое покрытие и контакт с резервуаром. Технология довольно дорогая, но она стоит того, поскольку газ можно добывать прямо в местах потребления и не тратится на дорогостоящие трубопроводы, тянущиеся на тысячи километров. Например, территория сланцевых месторождений Марселус находится практически рядом с Нью-Йорком.



Source: Energy Information Administration based on data from various published studies.
Updated: March 10, 2010

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.