



## Коротко:

- Российский рынок упал на 1% по ММВБ, минимум с 3 апреля. Американский – вырос по S&P500 на +0.5%, установил новый исторический максимум. Euro Stoxx 50 также +0,5%. В твиттере Russian\_Market комментирует так: «у США есть ФРС, а у нас – только нефть».
- Центробанк РФ не стал снижать основные ставки, хотя номинально понизил ставки длинного РЕПО (от 3 до 12 мес.). Ожидает, что инфляция (7.2% в апреле) в 2013 г. будет 6% или «чуть более».
- Греция планирует вернуться на рынки долга в следующем году. Вчера Fitch поднял ей рейтинг с «ССС» до «В-» (следом за S&P поднявшей на эту ступень в декабре). На неделе греческая компания Frigoglass впервые вышла с размещением еврооблигаций. Это «зеленые ростки» Еврозоны?
- Еврозона вчера опубликовала оценку падения ВВП QoQ на 0.2% в 1 кв. 2013 (и падение на 1% в измерении YoY).

## Развернуто:

Вчера мы показывали, что с 2011 года состоялась развилка – американский рынок пошел вверх, а российский - начал стагнировать. То же произошло с ценами металлов, которые находятся на уровнях 2009-2010 гг. (см., например, никель на графиках в конце обзора).

Причина, похоже, в том, что на рынках произошла смена парадигмы. Раньше рынками двигал «систематический фактор» — понимание того как идет финансовый кризис, случится ли «Великая депрессия – 2.0», «вторая волна».

Сейчас системный крах не кажется слишком большой угрозой, и возросла избирательность. Российские акции, с одной стороны, воспринимаются как производная товарных рынков, которые являются производной китайской экономики. Прожорливый до ресурсов Китай становится, оказывается, менее прожорливым, мощностей по производству сырьевых товаров в мире много, и в этой парадигме «супер цикл сырья» подошел к концу.

Так, вчера, когда S&P500 бил рекорды в соседней Канаде национальный фондовый индекс S&P/Toronto Stock Exchange упал на 0.8%. Канада имеет большую сырьевую направленность (и ее центробанк не проводит QE). Отчасти на сырьевые рынки вчера повлиял провал золота (см. об этом далее).

## Ликвидные акции на ММВБ

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Ростел -ао (116.34)  | 1.7%   |
| Сургнфгз (25.932)    | 1.4%   |
| Аэрофлот (50.55)     | 0.8%   |
| МТС-ао (259.55)      | 0.7%   |
| РусГидро (0.5468)    | 0.7%   |
| Уркалий-ао (228.42)  | 0.7%   |
| Газпрнефть (128.51)  | 0.4%   |
| Магнит ао (7190)     | 0.1%   |
| Ростел -ап (81.09)   | -0.1%  |
| ЛУКОЙЛ (2020.2)      | -0.2%  |
| Новатэк ао (305.14)  | -0.3%  |
| Сбербанк-п (75.27)   | -0.7%  |
| Сбербанк (103.12)    | -0.8%  |
| Роснефть (221.44)    | -1.0%  |
| Татнфт Зап (97)      | -1.0%  |
| ММК (7.492)          | -1.0%  |
| Татнфт Зао (199.77)  | -1.1%  |
| ВТБ ао (0.04541)     | -1.3%  |
| Система ао (27)      | -1.5%  |
| ПолусЗолот (929.2)   | -1.6%  |
| ФСК ЕЭС ао (0.12637) | -1.6%  |
| Трансф ап (65500)    | -1.8%  |
| ОГК-5 ао (1.261)     | -1.9%  |
| ГМКНорник (4710)     | -2.3%  |
| СевСт-ао (260)       | -2.5%  |
| ГАЗПРОМ ао (122.3)   | -2.6%  |
| Сургнфгз-п (19.55)   | -10.3% |

-15% -10% -5% 0% 5%

## Колебания рынков накануне



После кризиса возникла избирательность инвесторов по риску и ликвидности. «Качественные активы», такие как казначейские облигации США крайне дороги. График справа показывает кривую доходности американских госбумаг и российский долларовых облигаций. Штаты могут занимать по ставкам ниже целевой инфляции, т.е. с «доплатой» инвесторов в виде отрицательной реальной доходности, на сроки до 10 лет, а рискованная Россия с ее рейтингом «BBB» может занимать в долларах под отрицательные реальные ставки на сроки до 5 лет. Дорогими являются корпоративные облигации как класс.

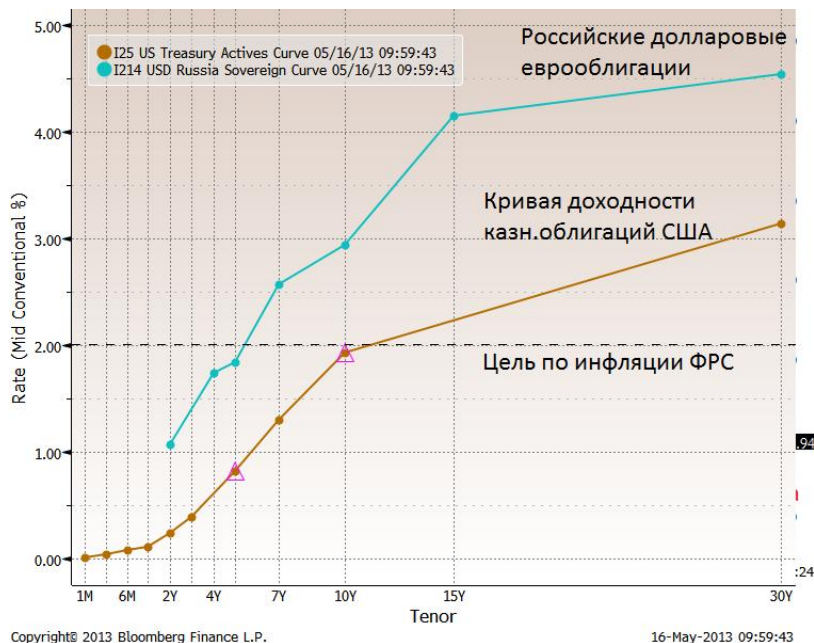
Поиск доходности распространяется от американских госбумаг на другие рынки и начал затрагивать американские акции и акции других развитых стран. Однако Россия находится на шкале риска где-то с краю и эта волна если и дойдет до нее, то в последнюю очередь.

Интересный связанный вопрос: а насколько сейчас дороги американские акции? В блоге подразделения ФРС Нью-Йорка на днях вышла заметка по этому поводу: «Are Stocks Cheap? A Review of the Evidence» (см. [goo.gl/rVUZ4](http://goo.gl/rVUZ4)).

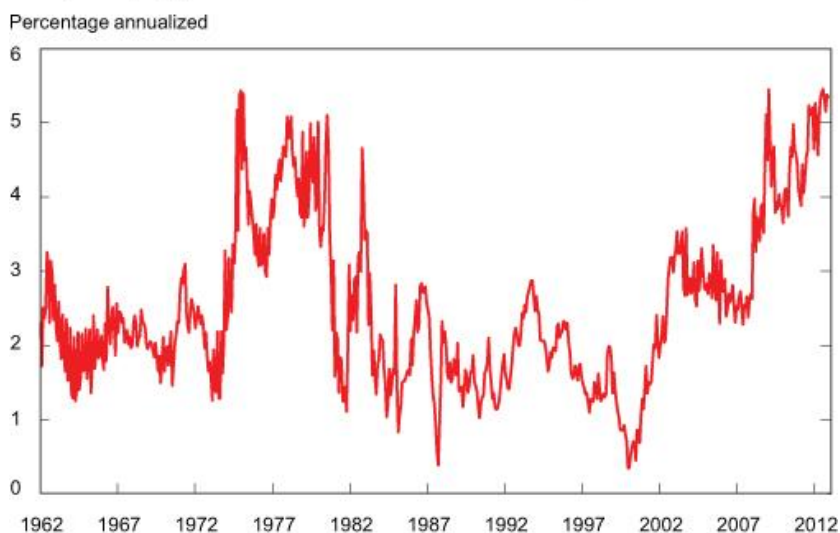
Дороги или дешевы акции можно сказать только если сравнить их цены с какой-то моделью. Было исследовано 29 моделей, включая дивидендные, кросс-секционные регрессии, и регрессии временных рядов, которые вместе используют около 30 «предикторов». Справа представлен график средней ожидаемой премии американских акций из этих 29 моделей. «Премия» оценивает насколько акции США обгонят облигации на каком-то ожидаемом промежутке времени.

Премия сейчас крайне высока 5.4% - исторический рекорд. Большая премия означает, что инвестиции в акции очень привлекательны по сравнению с инвестициями в облигации.

Однако картину портит тот факт, что ставки безрисковых бумаг сейчас крайне низки сравнению с тем, что было принято нормой ранее. Если исходить из того, что ставки когда-то в ближайшем будущем вернутся к норме, то акции США могут выглядеть дорогими. Но в сравнении с облигациями сейчас выглядят



Today's equity premium has reached a historic high



Sources: Authors' calculations; Barclays; Deutsche Bank; Duke/CFO Business Outlook survey; Federal Reserve Board; Federal Reserve Bank of New York; Goldman Sachs; J.P. Morgan; Nomura; the Center for Research in Security Prices; Federal Reserve Economic Data; Thomson Reuters; the websites of NYU's Aswath Damodaran; Dartmouth's Kenneth French; University of Lausanne's Amit Goyal; University of California at Berkeley's Martin Lettau; Yale's Robert Shiller.

неплохо. Потому, что в облигациях доходности крайне низки. Мы продолжим рассуждать об этом завтра.

## Разное:

- Вчера вышли данные продаж автомобилей за апрель по данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ). Прирост рынка остановился, но это не означает, что продается мало автомобилей. В апреле проданы 245 тыс. новых авто, на 8% меньше, чем год назад. За четыре месяца 2013 г. суммарно продажи сократились на 2% по сравнению с четырьмя месяцами 2012 г. — до 862 тыс. шт.

Справа мы даем оригинальную серию и нашу попытку скорректировать на сезонность. Мы бы не стали бить в набат, как это пытаются делать некоторые СМИ: ростовой тренд после кризиса прекратился, началось «волнообразное плато».

- Вчера цены на золото вновь заметно снизились и «пробили» круглую цифру в \$1400/унция. Отчасти это напоминает провал 15 апреля, который, считается, мог вызвать провал других сырьевых товаров на биржах. Отчасти вчерашнее поведение золота объясняет слабость сырьевых акций, включая Россию. Возможно.

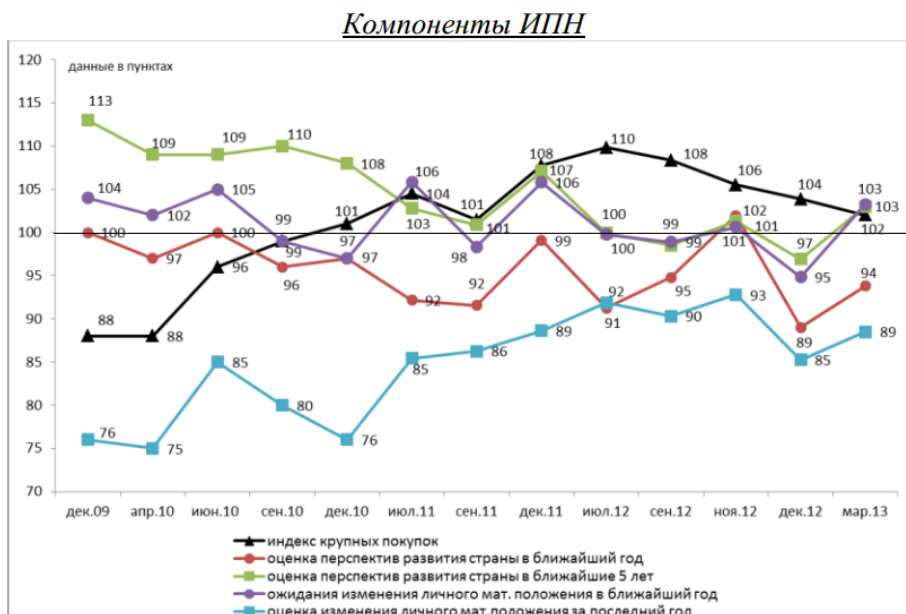
- Минэкономразвития не поддерживает предложение Минфина повысить долю дивидендов от прибыли для госкомпаний до 35% с текущих 25%. Однако считает возможным расчет дивидендов по МСФО, а не РСБУ. Об этом заявил министр А.Белоусов.
- В России падают инфляционные ожидания, сообщает Центробанк, для которого ФОМ провел опрос. ([www.cbr.ru/DKP/standart\\_system/Infl\\_exp\\_13-2.pdf](http://www.cbr.ru/DKP/standart_system/Infl_exp_13-2.pdf)). В частности пишется: «В целом о росте цен за последнее время по-прежнему говорят 86% респондентов, однако на их сильный рост указывает существенно меньшее их число (23% против 30% тремя месяцами



ранее). По данному показателю (доле указавших на сильный рост цен) это минимальное значение за последние полтора года (с сентября 2011 г.)»

Приведем один график из этой публикации, отражающий рост субиндекса оценки текущего состояния. Россияне – большие пессимисты, значение субиндексов ниже водораздела в 100 пунктов, несмотря на улучшение состояния экономики за этот период. (методика: [ru.wikipedia.org/wiki/Индекс потребительской уверенности](http://ru.wikipedia.org/wiki/Индекс_потребительской_уверенности))

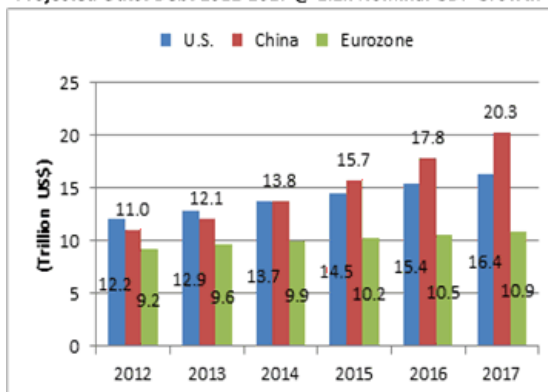
Тем не менее, степень пессимизма снижается.



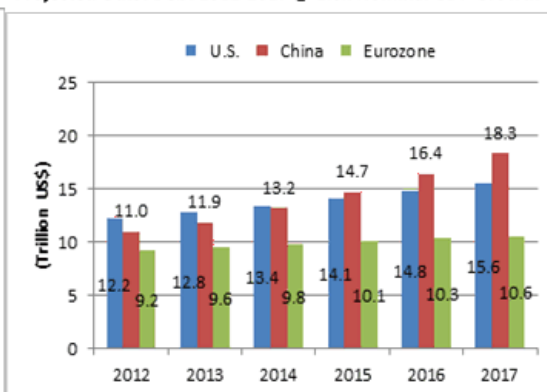
- Есть рассуждения, что Китай никогда не обгонит США по размеру ВВП. Но есть другие рекорды. Standard & Poor's прогнозирует, что КНР за 2 года обгонит США по корпоративным заимствованиям. Нефинансовым компаниям Китая в следующие пять лет, до 2017 год, потребуется привлечь \$18 трлн. Эта сумма составит 34% от общемирового объема облигационных займов и кредитов, который по оценке S&P достигнет \$53 триллионов. Компании США привлекут займы на \$13 триллионов ([goo.gl/cpBB3](http://goo.gl/cpBB3)). Ниже представлено пара прогнозов размера корпоративного долга по странам, первый – базовый, предполагающий, что рост долга будет в 1.2 раза превосходить рост ВВП, второй – один к одному.

**Chart 1**

Projected Outst Debt 2012-2017 @ 1.2x Nominal GDP Growth



Projected Outst Debt 2012-2017 @ 1.0x Nominal GDP Growth



Note: Amounts shown in chart are outstanding debt derived from table 1.

© Standard & Poor's 2013.

- 
- **Вчера за I квартал отчитались «Вымпелком» и «Мегафон»** - результаты без сюрпризов.
    - «Вымпелком» снизил выручку за квартал к аналогичному периоду на 0,5%, до \$5,59 млрд. EBITDA выросла на 3,4%, до \$2,34 млрд. Чистая прибыль снизилась на 6,8%, до \$330 млн. Маржа по EBITDA составила 41,9%, увеличившись на 1,5 п.п. Доля выручки от предоставления услуг доступа в Интернет составила 12,4%.
    - Мегафон за 3 месяца получил \$1,9 млрд. выручки, увеличив её на 6,9% к аналогичному периоду прошлого года. EBITDA выросла на существенные 27,4%, до \$1,04 млрд. Чистая прибыль составила \$408 млн., показав рост в 35%. Причиной значительного улучшения финансовых показателей являются изменение схемы работы с дилерами, в результате чего расходы на привлечение клиентов и рекламу снизились \$73 млн. Доля выручки от предоставления услуг доступа в Интернет составила 17,6%.

## Местное:

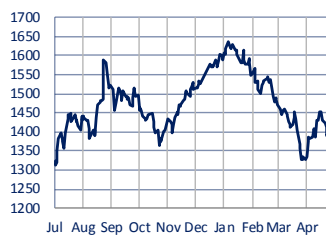
---

- **«Лукойл-Пермь» обеспечит месторождения собственным электричеством.** На данный момент в строй вводится первый энергоблок газотурбинной электростанции мощностью 4 МВт. Всего планируется возвести ещё 3 подобных блока. Реализация проекта позволит вырабатывать в год 134 млн. кВт-ч электроэнергии и утилизировать 40 млн. куб. м. попутного газа. Также рассматриваются проекты строительства ещё ряда объектов, суммарная мощность которых составит 72 МВт.



# Конъюнктура:

Индекс PTC



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



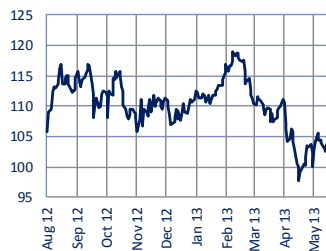
Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



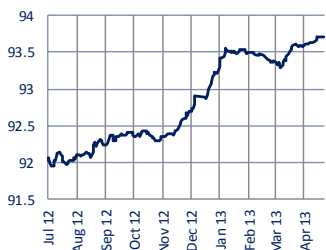
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



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.