



Коротко:

- Индекс ММВБ сейчас торгуется на таких уровнях начала лета 2012 - самого тяжелого времени европейского долгового кризиса. Один из худших рынков в мире в 2013 году. Падение, видимо, зашло слишком далеко и вероятно какая-то «коррекция» обратно. Однако мы по-прежнему не любим российские акции, предпочитая фиксированную доходность или зарубежные рынки.
- Отрицательная инерция на рынке сырья и сырьевых компаний сохраняется. Так, на минимумах с начала лета нефть (бrent на \$98/баррель), акции BHP Billiton. Цены на медь – на минимумах с 2011. В этом ключе поведение российских акций – сырьевой страны выглядит оправдано.
- Нефть называется важной причиной падения акций РФ. На ленте новостей Блумберг есть ссылки на недавнее предупреждение министра экономики Белоусова о том, что осенью в РФ возможна рецессия. А Ксения Юдаева (представитель президента Путина на G20) заявляет, что страна в рецессии возможно.

Развернуто:

График в поддержку тезиса, что РФ – один из худших рынков.



Ликвидные акции на ММВБ

Уркалий-ао (235)	2.6%
Газпромнефть (131.8)	0.8%
Аэрофлот (50.21)	0.5%
Сбербанк-п (67.91)	0.4%
Сургутнефтегаз-п (20.72)	0.4%
Магнит-ао (6400)	0.2%
ЛУКОЙЛ (1902)	0.1%
Транснефтепродукт (63300)	-0.3%
Татнефть-Зап (98.5)	-0.5%
МТС-ао (263.3)	-0.5%
Новатэк-ао (307.6)	-1.0%
Система-ао (24.65)	-1.1%
ММК (6.903)	-1.4%
Татнефть-Зап (179.77)	-1.4%
Сбербанк (94.46)	-1.4%
ГМК Норникель (4831)	-1.6%
Газпром-ао (121.8)	-1.9%
Ростелеком-ао (105.58)	-1.9%
Роснефть (214.84)	-2.3%
Сургутнефтегаз (26.468)	-2.8%
Севсталь-ао (237.8)	-2.9%
Полюс Золотой (923.3)	-3.6%
Ростелеком-ап (74.5)	-3.6%
ВТБ-ао (0.0438)	-3.9%
ОГК-5-ао (1.3365)	-4.5%
РусГидро (0.4726)	-5.0%
ФСК ЕЭС-ао (0.10806)	-6.3%



Индекс ММВБ упал на очередные 1.2%, это уже 5-й день подряд минуса. Снижению помогла общемировая конъюнктура, Stoxx Europe 600 упал вчера на 1.5%.

Вчера что-то случилось с немецким рынком. DAX вчера упал на 2% в течение считанных минут, а итоговый дневной результат – минус 2.3%.

Ночью Штаты по S&P 500 упали на 1.4%, но даже после этого прирост с начала года остается +8.8%.

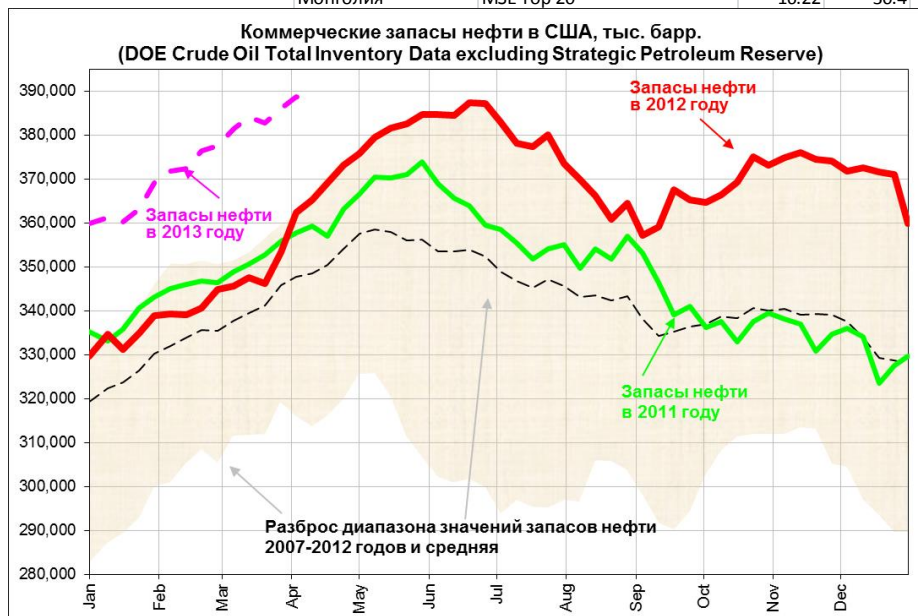
Справа мы подготовили подборку 50 худших фондовых рынков в мире в этом году, отсортировано по величине долларового изменения индекса. Россия с ее обычной экстремальностью внизу списка, и если выкинуть маргинальные и неликвидные рынки, то Россия – определенно худшая. Также мы даем результаты прошлого года (также в долларовом выражении).



Рубль также совершает невообразимые кульбиты. Вчера он успел укрепиться до 31.2, чтобы затем торговаться на 2% ниже. Сегодня утром он стоил 31.9 руб./\$.

Итак, общий тренд сейчас – слабость мировой экономики - > затоваренность сырьевыми товарами -> падающие цены на сырье и российские акции. Данные по запасам нефти в США (вышли вчера) укладываются в эту логику.

Индекс в долларовом выражении		2013_YTD	2012
Мексика	MEXICO IPC	3.22	16.05
Сингапур	Straits Times STI	2.86	11.27
Бахрейн	BB ALL SHARE	2.51	-5.28
Мальта	MALTA STOCK EXCHANGE IND	2.46	8.7
Малайзия	FTSE Bursa Malaysia KLCI	1.79	3.79
Бельгия	BEL 20	0.96	7.25
Катар	QE	0.61	-2.42
Греция	Athex Composite Share Pr	0.58	14.65
Европа	BLOOMBERG EUROPEAN 500	0.37	6.07
Чили	CHILE STOCK MKT SELECT	-0.28	-1.81
Португалия	PSI 20	-0.34	0.74
Великобритания	FTSE 100	-0.6	5.62
Финляндия	OMX HELSINKI 25	-1.06	1.17
Тайвань	TAIWAN TAIEX	-1.38	-1.3
Нидерланды	AEX-	-1.68	3.46
Норвегия	OBX STOCK	-1.71	7.18
Марокко	MASI Free Float	-1.75	-19.97
Казахстан	Kazakhstan KASE Stock Ex	-2.23	-25.13
Франция	CAC 40	-2.27	4.79
Тунис	Tunis SE TUN	-2.49	-7.69
Германия	DAX	-2.56	7.9
Черногория	Montenegro Stock Exchng	-2.57	-2.17
Индия	S&P BSE SENSEX	-2.59	1.19
Китай	SHANGHAI SE COMPOSITE	-2.67	0.24
Венгрия	BUDAPEST STOCK EXCH INDX	-2.9	-10.85
Австрия	AUSTRIAN TRADED ATX INDX	-3.53	4.75
Европа	Euro Stoxx 50 Pr	-4.23	1.85
Гонконг	HANG SENG	-5.07	8.5
Испания	IBEX 35	-5.55	-4.9
Италия	FTSE MIB	-6.54	-7.71
Словакия	SLOVAK SHARE	-6.59	-14.12
Канада	S&P/TSX COMPOSITE	-6.81	1
Венесуэла	VENEZUELA STOCK MKT INDX	-7.08	111.84
Словения	Slovenian Blue Chip Idx	-7.3	-4.83
Люксембург	LUXEMBOURG LuxX	-8.11	-6.22
Ю.Корея	KOSPI	-9.18	1.25
Гонконг, H-Shares Кит	HANG SENG CHINA ENT INDX	-10.01	2.42
ЮАР	FTSE/JSE AFRICA ALL SHR	-11.04	-1.72
Египет	EGX 30	-11.17	-9.75
Бразилия	BRAZIL BOVESPA	-11.22	-21.27
Чехия	PRAGUE STOCK EXCH	-12.26	-8.17
Польша	WSE WIG 20	-12.46	-1.29
Россия	RUSSIAN RTS \$	-13.1	-10.85
Колумбия	IGBC GENERAL	-13.63	-7.98
Перу	PERU LIMA GENERAL	-14.41	-13.41
Намибия	NAMIBIA OVERALL	-15.01	-9.95
Ямайка	JSE MARKET	-15.49	-20.38
Кипр	GENERAL MARKET CSE	-16.08	-60.3
Монголия	MSE Top 20	-16.22	-30.4



Разное:

- **Акции Apple** падают, причиной, похоже, стало сообщение одного из поставщиков компании о затоваривании, из которого следует, что плохо продаются iPad-mini. Справа мы даем большую картину того как двигались эти акции за два десятилетия (шкала логарифмическая).

Снижение на этом графике не выглядит катастрофическим, но оно не малое – с сентября 2012 года акции компании потеряли 43%.

Также примечательно, что капитализация Apple (\$378 млрд.) опустилась ниже капитализации ExxonMobil (\$386 млрд.), даже несмотря на падение цен на нефть.

- График из Bloomberg Brief, показывающий насколько **плоха идея введения одной валюты в Еврозоне**. Это оценка ставки для Германии и Греции, исходя из национальных показателей инфляции и безработицы по правилу Тейлора (приведено на картинке). А также показано какова была действительная ставка ЕЦБ. Итак, если верить

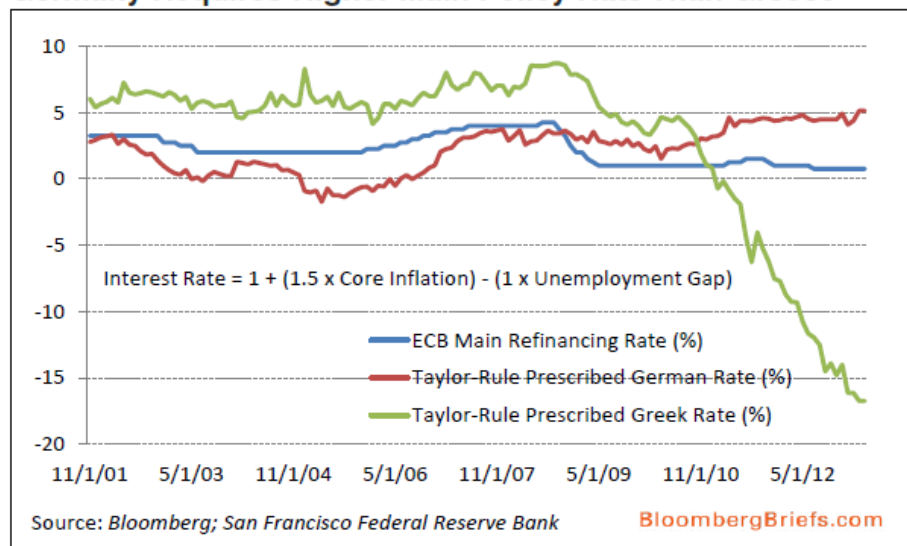
этому правилу для Германии сейчас была бы подходящей ставка порядка 5% (иначе будет «перегрев»), а Греция нуждается в резком монетарном стимулировании со ставкой минус 17% (то есть нужно «количественное смягчение»). Но ЕЦБ с одной валютой вынужден проводить политику «один размер подходит всем».

Смягчить эту проблему могла бы фискальная интеграция, позволившая бы перераспределять бюджетные расходы по Евросоюзу, но это невозможно.

- **Ни инфляции, ни дефляции.** Журнал The Economist публикует статью «The death of inflation» (goo.gl/sQA8n), с аргументами научной дискуссии как центробанкам нужно управлять ставками. Когда разгорелся кризис, МВФ предупреждал о том, что в 2009 году будет дефляция в развитых странах. Логика прогноза диктовалась «кривой Филипса» и теорией «заплаты-цены». Если становится много безработных, возникает перекоп предложения на рынке труда, зарплаты падают, цены следуют за ними (дефляция). И наоборот, в период бума, когда безработица ниже «естественной» (как это было



Germany Requires Higher Main Policy Rate Than Greece



перед кризисом), работники требуют и получают повышения зарплат, что фирмы перекладывают в цены продукции (инфляция). Проблема в том, что после 70-х инфляция в развитых странах оставалась на удивление стабильной и не слишком реагировала на колебания занятости. Это иллюстрирует график.



На нем «базовая инфляция» оставалась очень постоянной, а чувствительность связи безработицы и инфляции (изменения в процентах) стали слишком «плоскими» (2007-2012). Эмпирическая «кривая Филипса» изменилась по сравнению с прошлыми эпизодами. На эту тему высказался МВФ, написав работу про «собаку (дефляции), которая не гавкает»¹

Встает вопрос почему? Авторы предлагают ответ, что после «шока Волкера» и обретения независимости центробанками, инфляционные ожидания оказались сильно «заякоренными».

Поэтому авторы «The Economist» делают вывод, что «Центральные банки оказались жертвами своего успеха. Поскольку инфляция больше не является надежным индикатором спроса в экономике, они должны искать что-то иное, чтобы удерживать экономику от перегрева или охлаждения» (перевод цитаты наш). От себя добавим другой вывод, что наблюдавшиеся ранее эмпирические зависимости не так верны, как прежде, а «правило Тейлора» может не слишком хорошо описывать будущую политику Центральных банков. Похоже, что безработица рискует стать основным индикатором состояния экономики при установлении ставок.

- Еще один **макроэкономический скандал** последних дней. В 2010 году известные экономисты К.Рогофф и К.Райнхарт написали статью, в которой доказывали, что если госдолг страны превышает 90% от ВВП, то ее экономический рост резко замедляется (см. таблицу справа).

Эта статья стала одним из аргументов для сторонников урезания дефицитов бюджетов и противостояла сторонникам кейнсианского стимула.

Сегодня в РБК (www.rbcdaily.ru/world/562949986636419)

УРОВЕНЬ ГОСДОЛГА И ТЕМПЫ РОСТА ВВП (1945-2009 гг.)		
Госдолг к ВВП, % (Рогофф и Райнхарт)	Средние темпы роста экономики, % (Рогофф и Райнхарт)	Средние темпы роста экономики, % (Херндон, Зш и Поллин)
от 0 до 30	4,1	4,2
от 30 до 60	2,8	3,1
От 60 до 90	2,8	3,2
Более 90	-0,1	2,2

Источник: The Wall Street Journal

¹ См. "The dog that didn't bark: Has inflation been muzzled or was it just sleeping?", IMF World Economic Outlook

можно прочитать статью о том как «Американский студент опроверг выводы двух гарвардских профессоров о необходимости экономии». На деле, три исследователя обнаружили многочисленные ошибки в дизайне и методах исследования и на тех же данных показали, что рост не превращается в падение экономики после 90%-го барьера.

Справа показана одна из удручающих ошибок профессоров, они суммировали не все данные, что позволило им получить минус.

Другие вопросы к методу взвешивания, так что, например, 19 лет роста Великобритании после 2-й мировой войны с госдолгом больше этого порога эквивалентны 1 году минуса Аргентины.

Еще один вопрос – логическая связь – что первично. Большой долг вызывает замедление роста или плохой экономический рост ведет к нарастанию госдолга. В Японии госдолг вырос после того как в ее экономике возникли проблемы, а Великобритания или США очень хорошо росли после 2-й мировой Войны несмотря на большой долг.

Подробно об этом описались Бред Делонг (<http://delong.typepad.com>) или Пол Кругман (<http://krugman.blogs.nytimes.com/>)

- Вчера вышли данные по зарплатам и доходам в стране. Мы даем график средней начисленной зарплаты (а также 12-ти месячную среднюю, устраняющую сезонность).

- Миноритарии «ТНК-ВР Холдинга»**

могут рассчитывать на дивиденды. Вчера состоялась встреча И. Сечина с инвесторами и миноритарными акционерами «ТНК-ВР Холдинга». Глава постарался дезавуировать свое заявление о прибыли «ТНК-ВР Холдинга», что «это все наши деньги». Из слов Сечина неявно следовало, что дивидендная политика может быть аналогичной в «Роснефти». Иными словами, на дивидендные выплаты может быть направлено 25% чистой прибыли по МСФО. По итогам 2012 года «ТНК-ВР Холдинг» заработал 260 млрд. руб. чистой прибыли по МСФО, на дивиденды может быть направлено 65 млрд. руб. или 4,2 руб. на одну обыкновенную и привилегированную акцию (согласно уставу дивиденд по обычке равен дивиденду по префам). Таким образом, дивидендная доходность обычки может составить 9,8%, префов – 14%. Если же

	B	C	I	J	K	L	M
2			Real GDP growth				
3			Debt/GDP				
4	Country	Coverage	30 or less	30 to 60	60 to 90	90 or above	30 or less
26			3.7	3.0	3.5	1.7	5.5
27	Minimum		1.6	0.3	1.3	-1.8	0.8
28	Maximum		5.4	4.9	10.2	3.6	13.3
29							
30	US	1946-2009	n.a.	3.4	3.3	-2.0	n.a.
31	UK	1946-2009	n.a.	2.4	2.5	2.4	n.a.
32	Sweden	1946-2009	3.6	2.9	2.7	n.a.	6.3
33	Spain	1946-2009	1.5	3.4	4.2	n.a.	9.9
34	Portugal	1952-2009	4.8	2.5	0.3	n.a.	7.9
35	New Zealand	1948-2009	2.5	2.9	3.9	-7.9	2.6
36	Netherlands	1956-2009	4.1	2.7	1.1	n.a.	6.4
37	Norway	1947-2009	3.4	5.1	n.a.	n.a.	5.4
38	Japan	1946-2009	7.0	4.0	1.0	0.7	7.0
39	Italy	1951-2009	5.4	2.1	1.8	1.0	5.6
40	Ireland	1948-2009	4.4	4.5	4.0	2.4	2.9
41	Greece	1970-2009	4.0	0.3	2.7	2.9	13.3
42	Germany	1946-2009	3.9	0.9	n.a.	n.a.	3.2
43	France	1949-2009	4.9	2.7	3.0	n.a.	5.2
44	Finland	1946-2009	3.8	2.4	5.5	n.a.	7.0
45	Denmark	1950-2009	3.5	1.7	2.4	n.a.	5.6
46	Canada	1951-2009	1.9	3.6	4.1	n.a.	2.2
47	Belgium	1947-2009	n.a.	4.2	3.1	2.6	n.a.
48	Austria	1948-2009	5.2	3.3	-3.8	n.a.	5.7
49	Australia	1951-2009	3.2	4.9	4.0	n.a.	5.9
50							
51			4.1	2.8	2.8	=AVERAGE(L30:L44)	



дивиденды будут выплачены от чистой прибыли по РСБУ, то размер дивиденда акций будет скромнее – в районе 3 руб. с 7% дивидендной доходностью по обычке и 10% по префам. Акционеры «ТНК-ВР Холдинга» по итогам встречи не получили конкретики, но появилась надежда, что права миноритариев будут хоть каким-то образом учтены.

- **Владельцы депозитарных расписок «Газпрома» могут остаться без дивидендов.** Дело в том, что российские компании, чьи бумаги обращаются на отечественном фондовом рынке, должны иметь счет в Центральном депозитарии. Права иностранных инвесторов «Газпрома» будут учтены только при условии раскрытия информации о конечных владельцах, а не только о депозитарии ADR - Bank of New York Mellon.

Агент «Газпрома» по распискам «Газпромбанк» должен перезаключить договор с Bank of New York Mellon, текущий контракт с которым не предусматривает открытие счетов по недавно принятым в России правилам.

- **Рубль при текущих ценах на нефть должен стоить 32.9/\$, т.е. на 3.3% ниже чем сейчас, если верить нашей регрессии.** В этом смысле рубль ведет себя очень неплохо.



Местное:

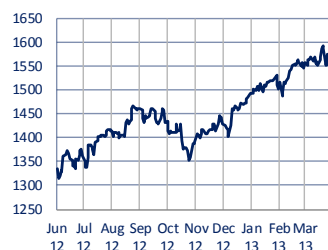
- **Пермский край может столкнуться с рекордным дефицитом бюджета в этом году.** По словам министра финансов О. Антипина, дефицит бюджета в 2013 г. может составить 15,5 млрд. руб. (14,4% от доходной части), в 2014 г. – 11,2 млрд. руб. и в 2015 г. – 12,4 млрд. руб. Депутат Законодательного собрания Пермского края Е. Гилязова считает, что бюджет находится «на грани фолла», так как приближается к предельному размеру, установленному Бюджетным кодексом РФ. При этом растет задолженность края для покрытия дефицита, только с начала года рост обязательств составил 5,4 млрд. руб. Депутаты обеспокоены ростом дефицита и задолженности и намерены начать работу с крупными предприятиями с тем, чтобы увеличить собираемость налогов.

Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



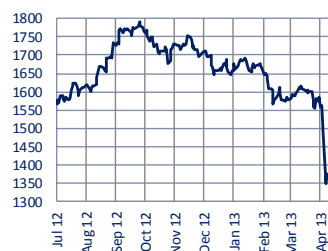
JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



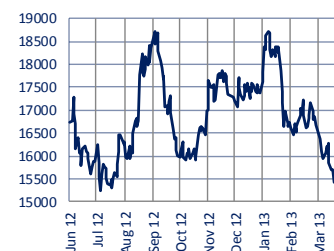
Золото, \$/Oz



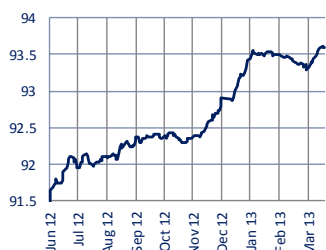
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



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

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

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

Вельяминова Катерина Сергеевна
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, 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.