



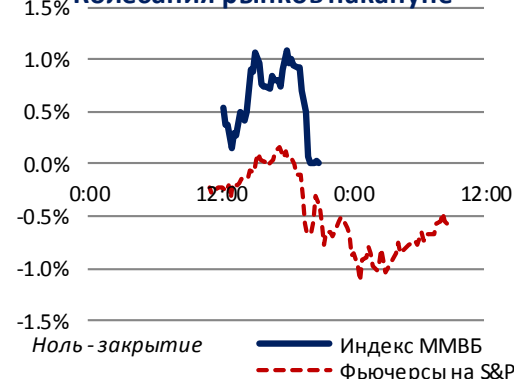
Коротко:

- Падение акций апреля в большей мере касалось производителей сырья. Пока снижение прекратилось, однако «отскок» пока не наблюдается. Мы рассуждаем на тему закончился ли «суперцикл сырья»?
- Везде пишут, что ЦБ РФ скоро снизит ставки. К примеру, Герман Греф вчера пообещал, что это случится еще при Игнатьеве (его сменяет Набиуллина в июне), то есть в апреле-мае. На рынках рублевых облигаций идет ралли, мы замечаем тенденцию к падению ставок депозитов российских банков.
- На инвестфоруме «Сбербанка» вчера критиковалась ситуация с правами акционеров в РФ. Известный управляющий Марк Мебиус, назвал ее «очень показательной». «У вас олигархи уходят с миллиардами долларов, в то время как миноритарные инвесторы находятся в очень рискованной и нестабильной ситуации». Основатель TPG Capital заявил, что Россия «generates more negative publicity than any other country we operate in». С таким подходом «Международный финансовый центр» в Москве построить не удастся.
- Минэкономики (дает регулярную ежемесячную, но неточную оценку) насчитало, что экономика РФ в марте росла темпом 2.3% YoY, немного лучше, чем в январе и феврале. Еще насчитали, что рост ВВП 1 квартала составил 1.1%, что выглядит тускло по сравнению со средними 4%, наблюдававшимися последние 3 года после кризиса. Тенденции в экономике РФ сейчас стали интересны в связи с пророчеством Минэконома, что осенью может случиться рецессия, а также осознанием, что экономика РФ собирается расти медленнее прежней нормы в 4%.

Ликвидные акции на ММВБ

Аэрофлот (52.47)	4.5%
Сургнфгз-п (21.25)	2.6%
Сургнфгз (26.99)	2.0%
Газпрнефть (134.39)	2.0%
ГМКНорНик (4909)	1.5%
Система ао (24.967)	1.3%
Сбербанк (95.44)	1.0%
Сбербанк-п (68.49)	0.9%
Татнфт Зап (99.06)	0.6%
Транснф ап (63500)	0.3%
ММК (6.92)	0.3%
ПолюсЗолот (924.1)	0.1%
СевСт-ао (238)	0.1%
Новатэк ао (307.86)	0.1%
ОГК-5 ао (1.3352)	-0.1%
Уркалий-ао (234.1)	-0.4%
Магнит ао (6370)	-0.5%
ЛУКОЙЛ (1892.8)	-0.5%
Роснефть (213.5)	-0.6%
Ростел -ап (74)	-0.7%
ВТБ ао (0.04342)	-0.9%
Ростел -ао (104.56)	-1.0%
ГАЗПРОМ ао (120.45)	-1.1%
Татнфт Зао (177)	-1.5%
МТС-ао (258.8)	-1.7%
РусГидро (0.4645)	-1.7%
ФСК ЕЭС ао (0.1051)	-2.7%

Колебания рынков накануне



Развернуто:

Европа и США в апреле растеряли рост последние 1.5-2 месяца. Так, S&P500 (минус 0.7% вчера), вышел минимум с начала марта, а STOXX Europe 600 (вчера не изменился 0.0%), находится на уровнях конца февраля.

На развивающихся рынках ситуация заметно хуже. Так, корейский KOSPI сейчас торгуется на ноябрьских ценах, а бразильский Bovespa близок к минимумам лета 2012. То же относится к индексу ММВБ (вчера не изменился, -0.05%).

Просматривается связь с товарными рынками, включая металлы и нефть, где сейчас снижаются цены. Слабость сырья ассоциируется с

плохими данными по Китаю (недавняя публикация ВВП 1 кв. 2013, 7.7% YoY).

Так есть заявления «о завершении сырьевого суперцикла» (commodity super cycle). Эта идея прозвучала в аналитике недельной давности о «поминальном звоне» по сырью от Citigroup . На эту идею есть сомневающиеся. Так, аналитики JPMorgan Chase говорят, что сейчас - “mid-cycle pause” и что «сырьевой суперцикл» в их представлении продлится еще одно десятилетие.

Ведомости сегодня пишут про «сырьевую заминку». Приведем цитату иллюстрирующую суть проблемы: «Неверный сигнал рынку дал Китай, заявил директор Multi Commodity Project Пол Робинсон на форуме Сбербанка «Россия-2013». «Все были уверены, что Китай, потребляющий около 50% мирового сырья, – это бездонная яма, которая будет и дальше все поглощать, но сейчас непонятно, куда пойдет траектория роста китайской экономики и какую политику будет проводить новое правительство».

Нельзя сказать, что эта логика не имеет смысла. Индустриализация Китая и рост других развивающихся рынков создала спрос на сырье, оказавшийся неожиданным. В нулевые годы многие сырьевые компании получили сверхприбыли. Повинуясь ценовым импульсам, они инвестировали деньги в расширение производства, но тут случился кризис, и, похоже, может случиться «выключение роста» Китая, так что созданные мощности производителей сырья могут не найти свое применение. Потом может последовать демпинг и сокращение прибылей. Некоторые закредитованные производители сырья (Мечел) могут этого не перенести.

Справа мы даем график S&P GSCI с реальным и номинальным индексом товарных рынков, на котором видно как последнее десятилетие происходил существенный рост после длительного периода снижения цен с уровней 70-х. «Суперцикл» «нулевых» лет хорошо видно.



Индекс S&P GSCI (ранее известный как Goldman Sachs Commodity Index) рассчитывается на базе 24 сырьевых товаров, торгуемых на CME. Он немного выглядит как средняя температура по больнице, поскольку у сельскохозяйственных товаров есть долгосрочный понижательный тренд (из-за роста производительности в этом секторе). Есть повышательный тренд в нефти (из-за истощения легкодоступной нефти). Есть примерно «плоский» тренд в металлах. Индекс S&P GSCI

дает большой вес нефтегазу, поэтому случившееся в последнее время падение металлов не так очевидно.

Поэтому мы даем еще один индекс стоимости сырья - Dow Jones-UBS Commodity Index. (номинальный). На нем видно, что с максимумов 2011 года сырье уже упало на 25% и в этой связи давление продаж на акции товаропроизводителей понятно.

«Суперцикл» сырьевых товаров действительно проходил в «нулевые годы» и заметно помог России избавиться от долгового наследия 90-х.

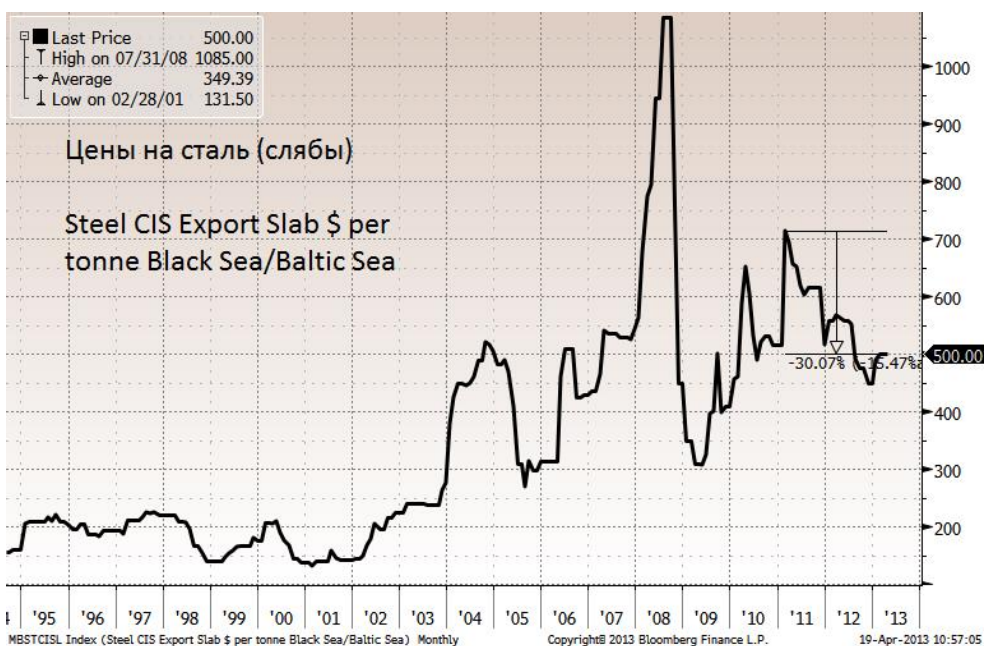
Итак, мы ожидаем, что цены на нефть будут оставаться в районе \$100/баррель (немногим выше, немногим ниже). Причина – возросшие маржинальные издержки, и можно говорить о «ценовом плато».

Цены на металлы в ближайшие годы, вероятно, будут чуть ниже, чем были в 2007-2008 году, их производство не имеет таких же поддерживающих факторов, как в нефти. Для металлов «суперцикл» завершен.

Цены продовольствия, вероятно, будут снижаться, как делали все последнее столетие. Можно говорить лишь о переносе издержек на энергоносители на цены. В продовольствии вряд ли вообще можно говорить о «суперцикле».

Рассуждения о том, что сверхмягкая политика центробанков будет вызывать «приток денег в сырье» нам кажутся странными. «Инвестиции в сырье» обычно проводятся в виде фьючерсов и бывают следующих видов:

1) Игра в направленные движения, но она очень скоротечна (потому что у фьючерсов бывает экспирация). Такие спекулянты не оказывают постоянного воздействия на цены, а только кратковременное.



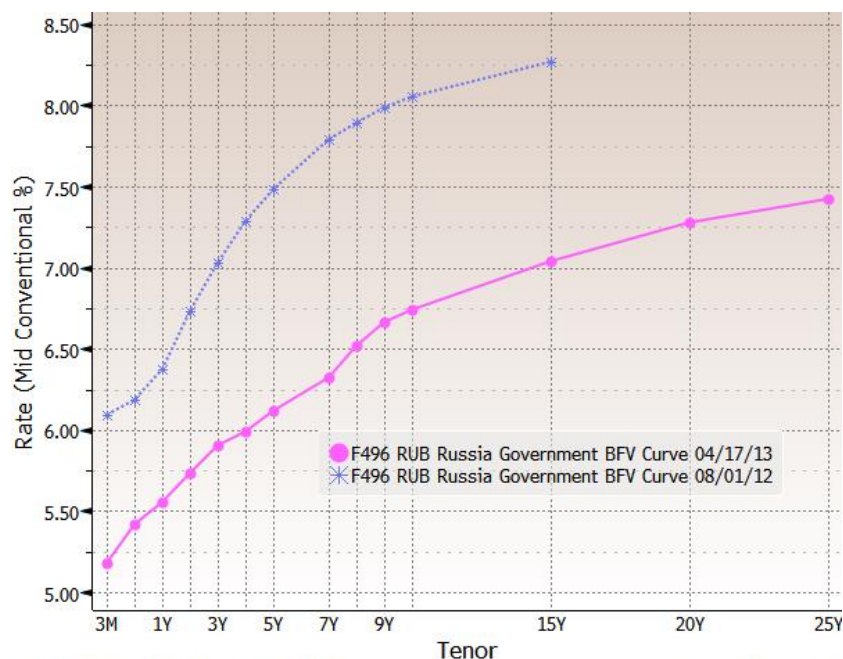
Удерживать высокими цены на протяжении многих лет и десятилетия они не могут.

2) Попытка заработать на rollover return. Это продажа при контанго, покупка фьючерсов при беквардации. По сути это прибыль («собрание премии») за то, что хеджируют производителей/покупателей. Но и здесь не видна связь как ставки и QE может влиять на сырье.

Итак, мы предлагаем не ориентироваться на идеи «суперцикла». У разных сырьевых товаров разная судьба. Вряд ли мы увидим резкое снижение сырьевых товаров (оно уже прошло), но и вряд ли возможен бурный рост, сравнимый с «нулевыми».

Разное:

- Блумберг пишет, что «Россия вторую неделю подряд размещает облигации федерального займа на весь предложенный объем: замедление инфляции и призывы президента Владимира Путина ускорить экономический рост подогревают ожидания, что процентные ставки будут сокращены». Вчера Минфин продал 10-ти летние ОФЗ с доходностью 6.93%, т.е. ниже 7% годовых. Медианные ожидания предполагают сокращения ставок ЦБ РФ на 0.25%. Справа показано как выглядит кривая доходности ОФЗ, и как выглядела прошлым летом (август). Ниже график изменения доходности почти-10-ти-летней ОФЗ.



Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

18-Apr-2013 16:08:10

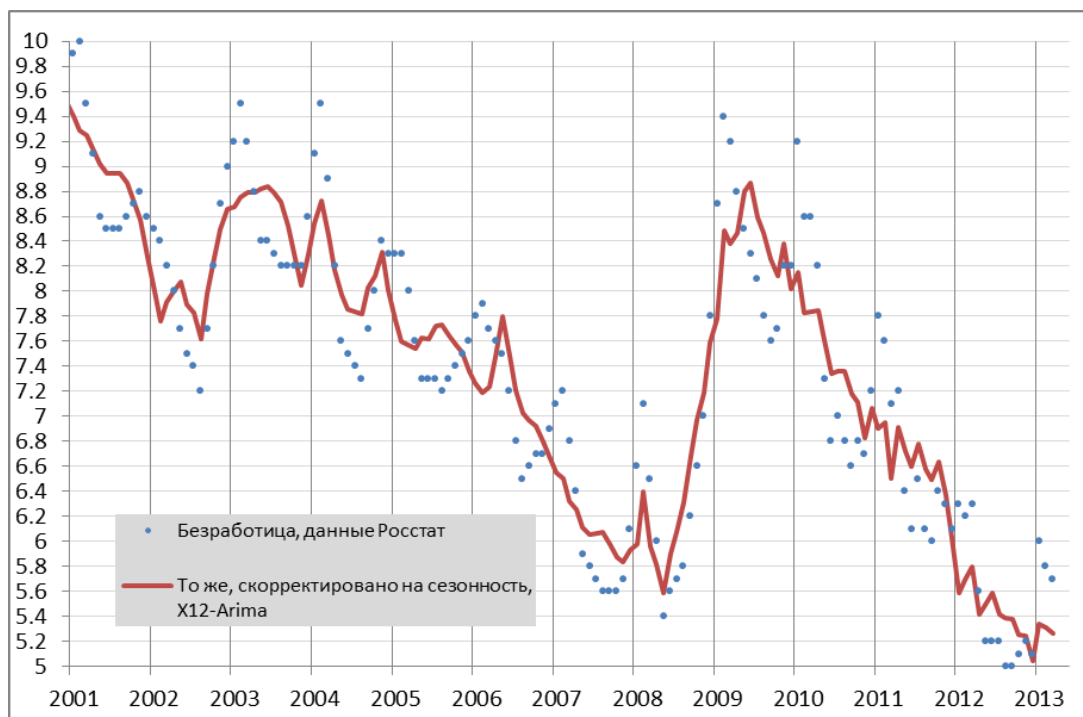


EJ303610 Corp (RFLB 7.6 07/20/22) Daily 18APR2012-18APR2013

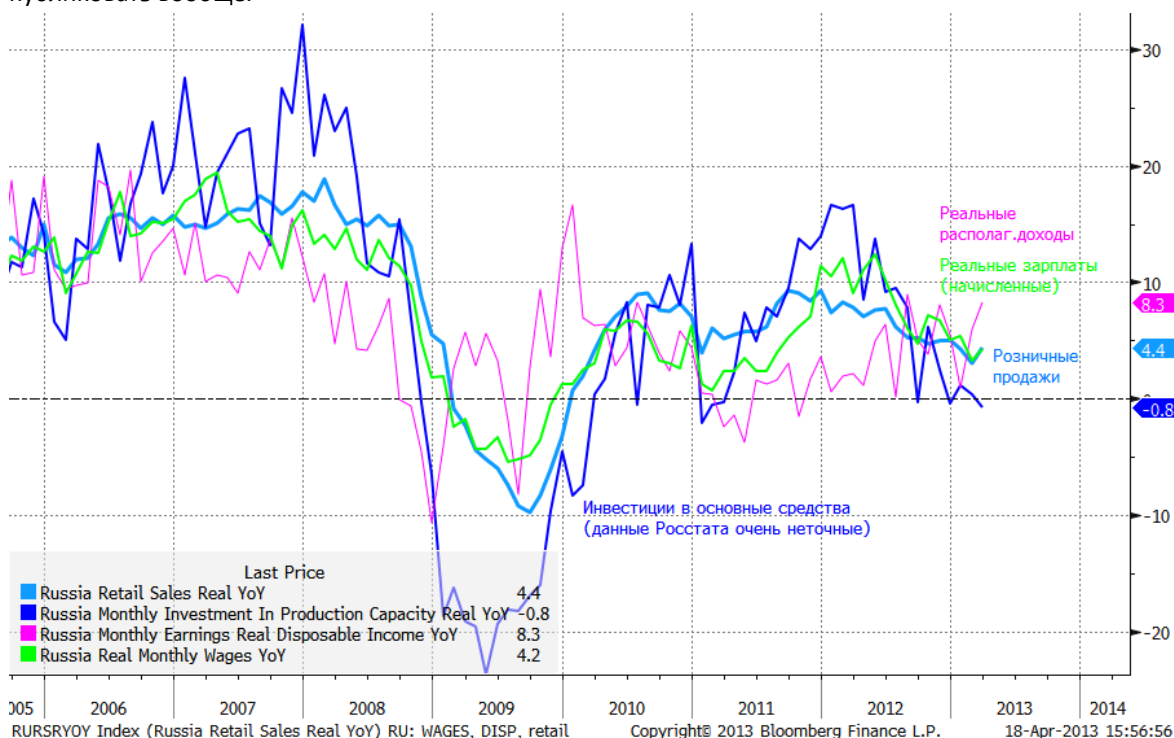
Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

18-Apr-2013 16:05:11

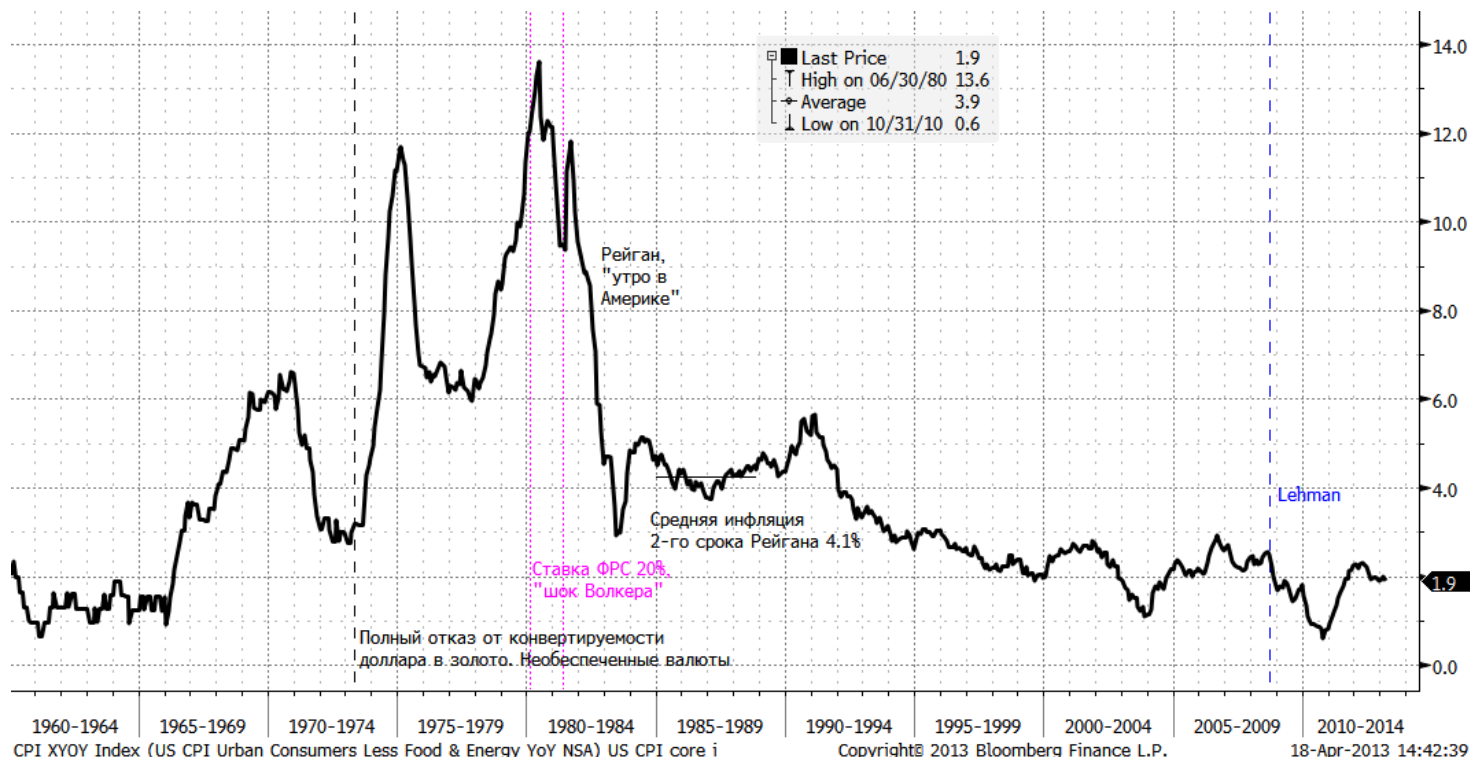
- На днях вышла оценка безработицы Росстата, мы подготовили график, очистив официальные данные от сезонности. **Безработица остается в районе минимумов за последние 20 лет.**



Столь низкая безработица должна означать рост давления по зарплатам и потом выливаться в цены. Это было одним из доводов Центробанка, почему не надо сокращать ставки – при низкой безработице это чревато «перегревом», то есть растущей инфляцией. Ниже график показывает, как изменяются реальные доходы, реальные зарплаты, розничные продажи и инвестиции в фиксированный капитал (вышли за март позавчера). Пока можно говорить о снижении инвестиционной активности, однако помесечные данные Росстата крайне ненадежны, так что служба подумывала перестать их публиковать вообще.



Еще один график - история «базовой инфляции» в США (без учета продуктов питания и энергоносителей). Она отражает «ядро» инфляции (core), без влияния погодных факторов или геополитики, и на нее ориентируется ФРС, устанавливая ставки.



- Только что опубликованное значение 1.9% (март-март) немногим отличается от официальной цели по «базовой инфляции» в 2%.
- В 2009-2010 году инфляция падала, что породило критику, что ФРС тогда «недопечатала».
- Пол Кругман предлагает временно поднять цели по инфляции до 4%, «уровня 2-го срока Рейгана» в своей книге "End This Depression Now!" с целью вывести экономику из кризисного состояния.
- ФРС установила себе порог, что перестанет проводить «бесконечную QE», если инфляция превысит 2.5%.
- На днях глава чикагского подразделения ФРС Чарльз Еванс заявил, что объемы покупок в ходе QE могут быть увеличены, если инфляция продолжит падать.
- **«Транснефть» согласна на приватизацию.** Вице-президент компании М. Гришанин заявил, что процесс по приватизации «Транснефти» запущен, и уже в следующем году 3,1% от уставного капитала (УК) или 3,97% обыкновенных акций, принадлежащих государству, может быть продано. На сегодня государство владеет пакетом обыкновенных акций (78,1% УК), все префы находятся в свободном обращении. Продажа обыкновенных акций существенным образом изменит профиль корпоративного управления. Появятся дополнительные голосующие акционеры, которые получают право принятия решений в отношении сделок с заинтересованностью. Такие аргументы приводила компания, апеллирующая к сохранению доли государства. Частные инвесторы вряд ли предъявят спрос на весь приватизируемый объем акций

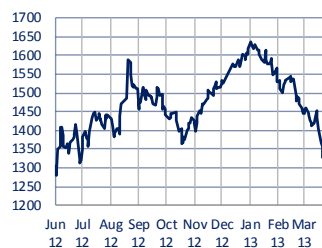
«Транснефти». Вероятно, акции будут проданы якорным инвесторам через переговоры, так что они вряд ли станут причиной срыва стратегических проектов компании.

Местное:

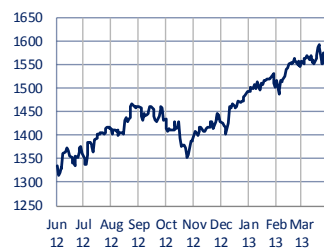
- **«Метафракс»** сообщил, что в первом квартале 2013 года их прибыль выросла в 1,7 раза до 813 млн. рублей, а выручка увеличилась почти на треть до 3,7 млрд. рублей. Улучшение финансовых показателей компания объясняет увеличением объемов продаж и снижением затрат.

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.



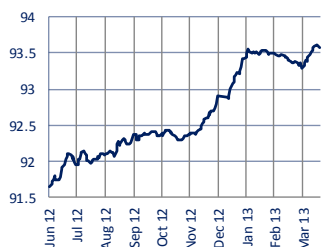
Золото, \$/Oz



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, cmr@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.