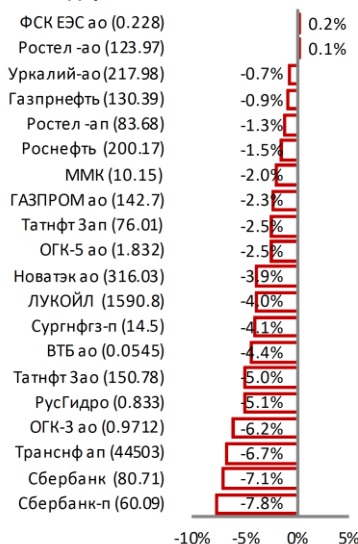




Рынки накануне:

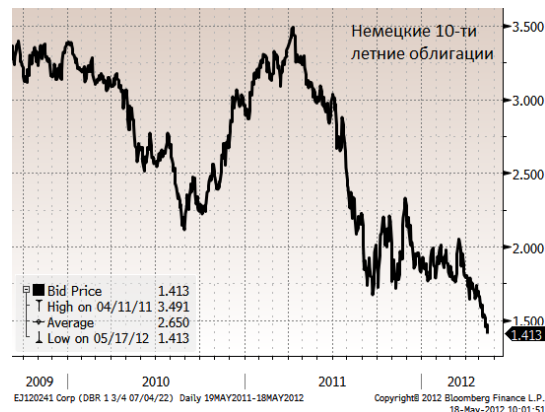
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



○ Ситуация на рынках серьезная, страхи осени вернулись, это видно по массе индикаторов. Котировки CDS на долги банков близки к максимумам октября-декабря. Российский рынок ведет себя хуже остальных, так STOXX Europe 600 (-1.1%) вчера опустился только до уровня закрытия 2011 года. А индекс ММВБ (минус 3.5% вчера) примерно соответствует осенним минимумам. Рубль на 31.1 за доллар. Ситуация ночью не улучшилась, фьючерс CME E-Mini на Standard & Poor's 500 упал с закрытия ММВБ еще на 1%, предсказывая открытие с понижением.



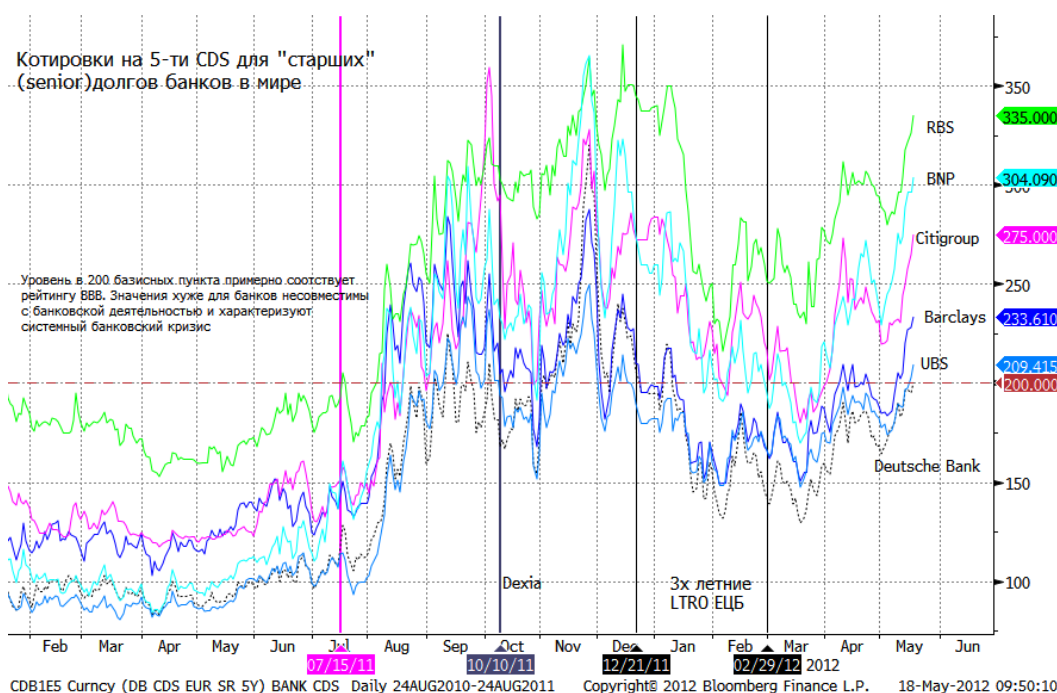
○ По привычке, нарабатанной и закреплённой кризисом 2008 года, распродают рискованные активы и покупаются защитные. Немецкие 10-ки показывают рекорд за черт-знает-какое время, 1.41% годовых. Штатовские 10-ки на 1.71%, это тоже рекорд, однако такая доходность была один день в сентябре. Золото вело себя не слишком понятно этой осенью, утратив статус адекватного «защитного» актива. Но вчера оно также выросло на 2% до \$1574/унция, что далековато до внутридневного рекорда сентября 2011 г. в \$1920/унция.

○ Греция с одной стороны «катализатор» всех страхов, но с другой, на нее многие уже махнули. Второй дефолт считается почти гарантированным, это дело только времени. Даже если противобейлаутная партия «Сириза»

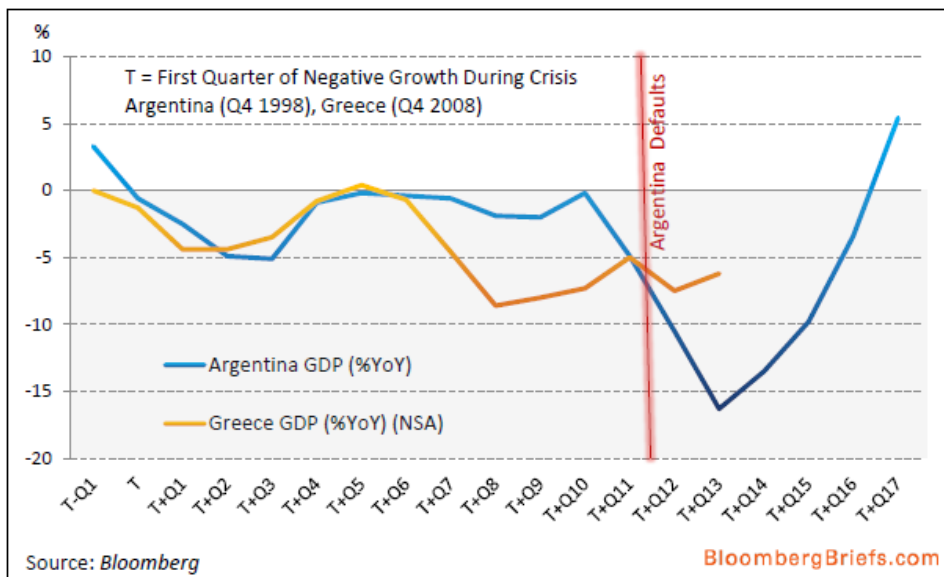
не сможет получить большинство 17 июня, продолжение курса на самоограничения будет приводить к еще большему недовольству электората, это при нынешней безработице в 22%.

Мы уже не раз писали, что Греция не так важна для финансовых рынков, поскольку дефолт уже прошел, он касался только частных держателей долга и кардинально нарастать уже не будет.

○ Если кого-то волнует судьба Греции, то можно сравнить с



Аргентиной, как это сделал Bloomberg (см. график ниже). После азиатского кризиса в Аргентине спад экономики начался в 4-м квартале 1998 года, после этого она следовала горькой медицине МВФ по самоограничению,



как и Греция. Спад продолжался, пока правительство не решило «послать» кредиторов в декабре 2001 года. Потом был жесткий спад, ВВП упал на 16.3% в 1-м квартале 2002 года. Греция находится в режиме спада экономики уже 5-й год, и ее ВВП обрушился уже на 1/5 часть. Аргентина затем длительное время находилась в дефолте, имела неурегулированные долги. Она была отсечена от мирового рынка финансирования, но это не помешало стране быстро справиться с кризисом (как и России в 1999-м) и перейти в режим роста.



○ Все это хорошо, но после сравнения Греции с Аргентиной напрашивается аналогия с Испанией, где безработица даже выше греческой – 24.4%. Недовольство народа Испании также может кристаллизироваться в рост популистских партий и анти-бейлаутных настроений.

○ Поскольку долг никуда не улетучится в одночасье, то финансовые рынки будут трясти еще долго. Увы, но рынки могут создавать собственную реальность, сначала происходит ступор, затем он отражается на реальной экономике, уровень дефолтов растет, и спад становится самоподдерживающимся. Это «положительные обратные связи» или «самоисполняющееся пророчество». И в ближайшее время мировая экономика будет оставаться уязвимой перед угрозой «второй волны».

○ Что делать? Нельзя сказать, что не осталось никаких опций. Предложим вариант – ЕЦБ объявляет «потолок» для доходностей кризисных стран, скажем, на уровне выше 6.5% годовых. Другой вариант – введение общих пан-европейских облигаций («еврооблигаций»). Проблема в Еврозоне в том, что где-то пусто (10-ти Испании на 6.3% годовых), где-то густо (1.4% годовых Германии). Это как в притче про веник, который легко ломается по пруту, но трудно сломать все вместе.

○ К сожалению, сценарий сильно связанного веника трудно реализуем по политическим причинам. Словаки не хотят платить за более богатых греков, бюргеры морализируют про то, что надо жить по средствам и так далее. Кризис требует радикальных мер, а множественная демократия Еврозоны не позволяет принять их.

○ Нам бы очень хотелось дать однозначный ответ, что будет с Еврозоной. Но это потребовало бы угадывания действий политиков, их реакции на действия рынков. А потом реакции рынков на действия

политиков. Мы на это не способны, поэтому остается только ждать и надеяться на благоразумие политиков и на то, что еще одна волна кризиса не состоится.

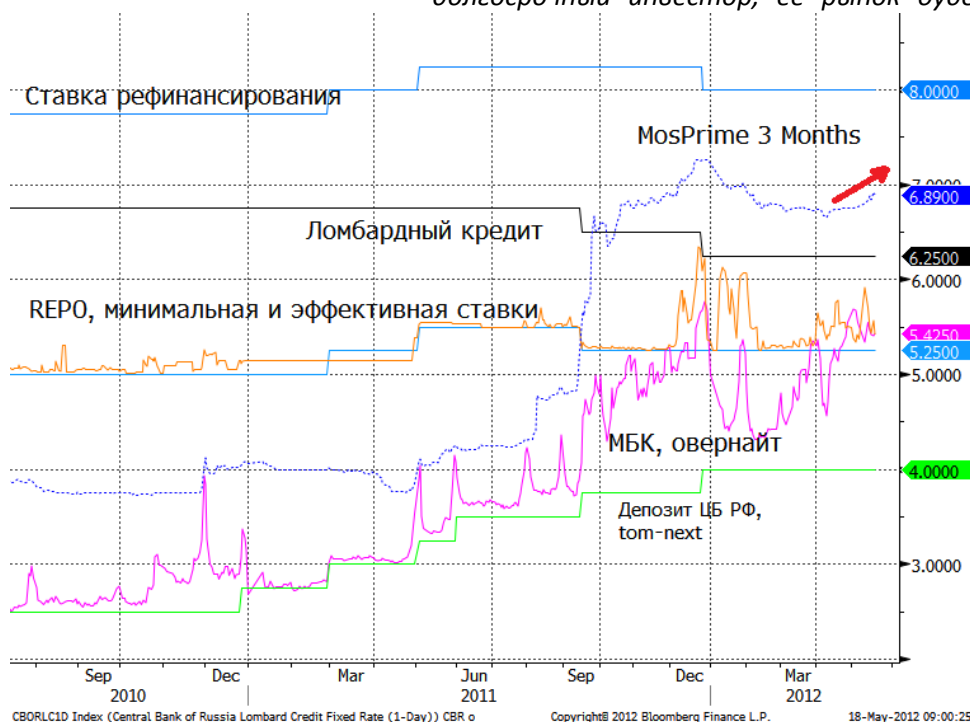
Худшие индексы вчера, изм. в USD

Ukrainian Equities Index	-2.45
NIKKEI 225	-2.54
TOPIX INDEX (TOKYO)	-2.61
S&P/ASX 200 INDEX	-2.87
PSI 20 INDEX	-2.96
KOSPI INDEX	-3.38
WSE WIG 20 INDEX	-3.49
Athex Composite Share Pr	-3.7
S&P Greece BMI TR I TR	-3.71
BRAZIL BOVESPA INDEX	-3.88
RTS Russia	-4.5

○ Мы, возможно, слишком драматизировали ситуацию на мировых рынках, и нам не хотелось бы, что бы показалось, что это навеяно грандиозным провалом российских акций вчера. Сам провал заслуживает отдельного внимания. Вчера российские акции оказались худшими, долларový РТС потерял 4.5%. При этом не следует забывать, что российский рынок остается самым дешевым в мире по мультипликатору $p/e=5$.

○ Секрет такого провала в маржин-коллах. «Ведомости» сегодня пишут, что с пакетом «Сбербанка» почти на \$200 млн. пришлось расстаться Николаю Максиму. Одно время его называли «крупнейшим частным инвестором» в «Сбербанке» (порядка 1.6% от УК). К слову, вчера оборот по «Сбербанку» на ММВБ составил 1.5% от всех акций, это в основной секции, не считая РПС и не «принтуемых» внебиржевых сделок. Максимов одно время проиграл в борьбе с «НЛМК» по продаже активов «Макси-групп», и история выглядит, как будто он пытался отыгаться.

○ Еще один комментарий в газете: «пока в России не появится долгосрочный инвестор, ее рынок будет подвержен подобным мини-катаклизмам», - убежден



предправления «Ренессанс капитала» Александр Перцовский». Мы полностью согласны. Российский долгосрочный инвестор представлен только мизерными пенсионными средствами. Остальные инвесторы российского происхождения держат акции как горячую картошку – готовы бросить их при любом шорохе по «стопам». Ну и есть еще один большой пласт - «олигархи», покупающие акции на заемные деньги. Акции могут быть дешевыми и многообещающими по своей «фундаментальной

стоимости». Но с заемными деньгами нельзя пересидеть провалы, которые так часто случаются на фондовых рынках.

○ Международные инвесторы распознали эту особенность российского фондового рынка, назовем ее «маржинкольной уязвимостью», свойством сильно падать в кризис. А это означает большой риск, и за этот риск инвесторы требуют большую «ставку дисконтирования». Это и есть причина дешевизны, и она будет сохраняться. Долгосрочно эта ситуация может исправиться и принести неплохую доходность. Но вы готовы ждать очень долго, скажем, 5-10 лет?

Вкратце:

- В эти выходные пройдет саммит G-8, на котором должен обсуждаться новый виток напряженности на рынках. Напомним, что на этот саммит не едет Путин, который, якобы, формирует правительство. В логике этой версии состав кабинета будет объявлен после саммита, т.е. на следующей неделе.
- Facebook разместился по верхней границе, капитализация \$104 млрд., сегодня первые торги. Мультипликатор $p/e=104$. Если бы «Газпром» имел такой мультипликатор, то его капитализация была бы \$4.5 трлн. или около 5 тыс. рублей за акцию. Шутка.
- Правительство сократило инвестиционную программу «ФСК» в два раза до 505 млрд. рублей в ближайшие три года. Похоже, что «ФСК» не стоит рассчитывать на благоприятный для нее уровень роста тарифа. Если ранее компания ожидала рост на 19-20%, то теперь тарифы будут проиндексированы на 10-11%. Похоже, что аналогичная судьба будет ждать и МРСК.
- Объемы спотовой торговли газом в Европе растут и в этом году могут превысить поставки по долгосрочным контрактам с привязкой к нефти. Спотовый газ дешевле, чем контрактный, поэтому рост его доли вполне понятен. Если такая тенденция продолжится, то «Газпрому» либо придется пойти на уступки по ценам, либо смирится с сокращением доли на европейском рынке. «Коммерсант» по этому поводу пишет, что «Газпром» пошел на уступки Болгарии, снизив цены на 11%. Но взамен Болгария обязалась поддержать газопровод «Южный поток».
- «Транснефть» по итогам 2011 года заработала \$6,2 млрд. чистой прибыли, что на 53% больше, чем в 2010 году. Выручка монополии выросла на 50% до \$21,7 млрд. Улучшение финансовых показателей вызвано ростом тарифов на 16,1%. Так как компания завершила основное строительство ВСТО, то в этом году она может получить положительный денежный поток в \$2-3 млрд. Но они, скорее всего, пойдут на погашение долгов, а не на дивиденды.
- Polyus Gold рассчитывает во второй половине июня получить премиальный листинг в Лондоне, причем без необходимого объема free-float. Для этого компания наняла JP Morgan Cazenove, которая должна будет провести переговоры от имени Polyus Gold по включению акций компании в премиум-листинг на LSE. Как только компания получит премиальный листинг, она проведет делистинг своих GDR.

Местное:

- «Сатурн-Р» построит в микрорайоне Парковый жилой комплекс площадью более 30 тыс. кв. метров на 443 квартиры. Девелоперы активно начинают новые проекты, сценарий дефицита жилья не проглядывается, поэтому цены будут расти с темпами близкими к инфляции.
- «Метафракс» в 2013 году планирует увеличить мощности по выпуску метанола на 10% за счет модернизации производства. Объем инвестиций компания не раскрывает. В настоящее время мощность составляет 1 млн. тонн метанола в год.

Напоследок:

ЦБ РФ подсчитал, что за первые четыре месяца отток частного капитала из России составил \$42 млрд. Несмотря на существенный отток, в Минэкономразвитии прогнозируют, что в ближайшее время отток сменится притоком капитала, и по итогам 2012 года сальдо приблизится к \$15-25

млрд. Прогноз чистого оттока капитала в разы меньше значений предыдущих лет. Так, по итогам 2011 года отток частного капитала из России составил \$84,2 млрд., что в 2,5 раза выше, чем в 2010 году. ЦБ РФ опубликовал отчет, где раскрываются основные причины оттока капитала из России, наблюдающегося с

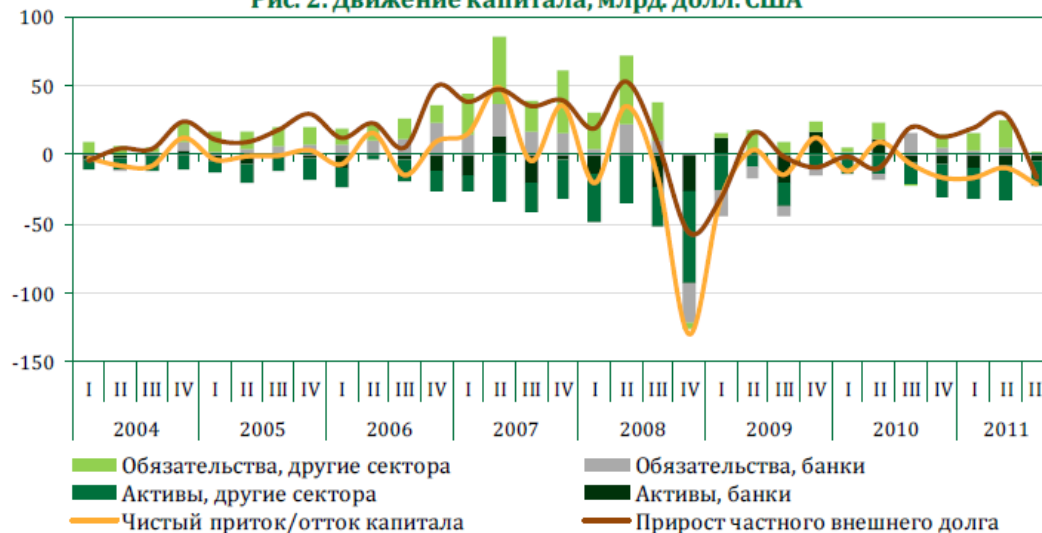
конца 2010 года, подготовленного Ксенией Юдаевой. Далее приведем некоторые основные моменты из отчета. В целом отток капитала из России за это время носил разнообразный характер. В частности, с конца 2010 г. по второй квартал 2011 г. отток капитала носил специфический характер: крупные российские заемщики, зарегистрированные в зарубежных юрисдикциях, получали свои займы на внутреннем рынке, что и отразилось на балансах как кредитование нерезидентов, что приравнивается к оттоку капитала. Предпочтения российских компаний занимать на внутреннем рынке объясняются тем, что процентные ставки в рублях с учетом использования перекрестного валютного свопа (cross-currency swap) оказывалась ниже прямого иностранного кредита. Начиная уже с сентября 2011 года, отток капитала носил уже иной характер. Дело в том, что на фоне

возрастающих долговых проблем в Европе у российских компаний не стало возможности рефинансировать ранее накопленные в 2005-2007 гг. внешние долги, что, собственно, и послужило причиной процесса оттока капитала и было типично для многих развивающихся рынков. Российские заемщики занимали на внутреннем рынке и направляли эти средства на погашение иностранных

заимствований.

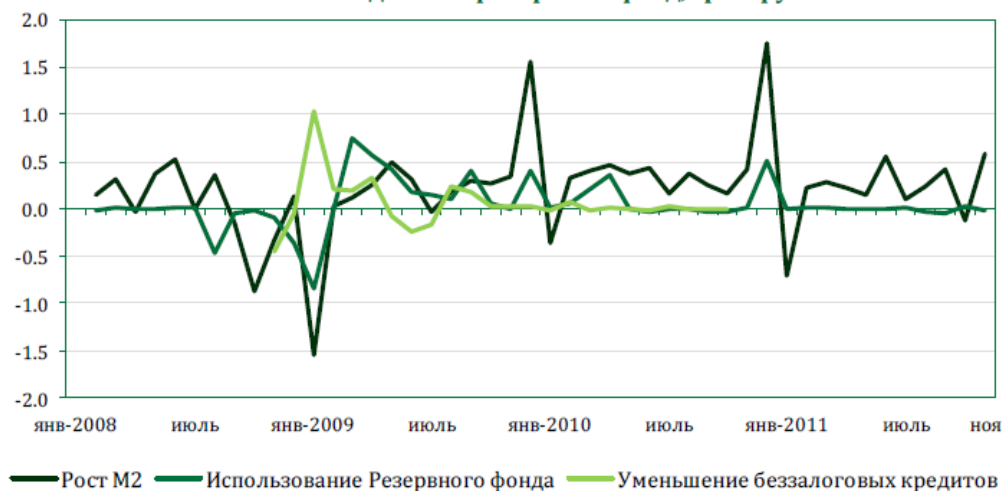
В конце отчета делается странный вывод, что «глубинной причиной оттока капитала ... является нестерилизованное использование в конце 2010 года

Рис. 2. Движение капитала, млрд. долл. США



Источник: ЦБР, Haver Analytics, расчеты ЦМН

Рис. 6. Ликвидность и резервный фонд, трлн. руб.



Источник: Минфин, ЦБР

средств Резервного фонда для финансирования дефицита государственного бюджета...на фоне изменившейся ситуации на глобальных рынках выброс денежной массы привел к оттоку капитала при замедляющейся инфляции». На наш взгляд, отток капитала в интерпретации ЦБ не совсем верен и не стоит рассматривать отрицательное сальдо движения капитала как его бегство и связывать с ухудшением инвестиционного климата в России. Если российская компания, например, привлекает кредит на зарубежных рынках, а потом гасит его, то, согласитесь, в этом нет ничего плохого. Вероятно, небольшую роль в оттоке капитала сыграло недоверие к рублю, особенно в моменты вспыхивания локальных европейских кризисов (в Ирландии, Греции, Испании).

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.