



Коротко:

- Как обычно по ~23 числам вышли «flash-индикаторы» PMI опросов бизнеса Европе за текущий месяц от MarkitEconomics.com. Рецессия в Европе пока продолжается.
- Рубль упал на 1% до 30.4/\$ сейчас. Рубль сейчас «крепок», в реальном выражении текущий курс примерно равен рекордным 23 руб./\$, показанным в августе 2008.
- Россияне правы, что не слишком жалуют российский фондовый рынок. Им лучше покупать зарубежные (например, американские акции). Это связано с валютным риском. Смотрите наши аргументы в разделе про хеджирующие свойства рубля.

Развернуто:

S&P 500 упал еще на 0.3%, продолжая откатываться от недавнего 5-тилетнего максимума, на котором был 2 дня назад. Акции в нашем полушарии земли упали сильнее, отреагировав на движение Штатов позавчера. STOXX Europe 600 минус 1.5%, в районе минимумов. Индекс ММВБ минус 1.2%, минимум 2013 года.

Выглядит так, что с начала 2013 года идет «боковой тренд». Рост акций не получается, для падения пока нет веских причин. При этом мы сохраняем оптимизм на ближайшие месяцы и годы – посткризисное восстановление. Однако вряд ли подъем акций будет слишком бурным.

Формальной причиной снижения вчера, напомним, была публикация январского протокола ФРС. На нем некоторые управляющие ставили вопрос о рисках политики QE, что в итоге может привести к досрочному выходу из этого режима. В Европе вчера вышли «flash»-индикаторы, хуже ожиданий. Пока не получается быстрый выход из рецессии, случившейся на кризисе долгов 2011-2012 гг.

Курс рубля и риски инвестирования. Индексу ММВБ вчера помог упавший на 1% рубль - 30.4/\$ сейчас. Так, долларовой РТС упал на процент больше – минус 2.14%

Справа мы подготовили обзорный график реального курса рубля к доллару. Обращаем внимание на шкалу. 1) Она логарифмическая (20, 40, 80...). Цель, чтобы колебания 90-х не казались слишком большими по сравнению с

Управляющая компания «Парма-Менеджмент»



текущими, 2) Она идет вниз, чтобы рост курса рубля отображался движением кривой «на север», т.е. вверх.

Реальный курс – это курс, очищенный от инфляции. Технически формула такова: «курс рубля * индекс инфляции США / индекс инфляции РФ». Этот индекс мы умножаем на константу, чтобы курс был сопоставим с текущим масштабом цен (т.е. текущим курсом – для удобства).

Тем, кто не знаком с концепцией реального курса можно понимать этот график так: таким был бы исторический курс, если бы в РФ и США инфляция была равна нулю. Устранение инфляции позволяет нам сравнивать курсы прошлого с настоящим.

Справа – фрагмент этого же графика, для последних 6-ти лет. Шкала уже линейная.



Из него следует, что текущий курс рубля в 30.4 руб./\$ очень высокий, примерно равен рекордным 23 руб./\$, которые были в начале августа 2008 года. Интересно, что с этой отметки рубль начал падать, и мы тогда думали, что причина политическая – как раз 08.08.2008 случилась заварушка с Грузией. А теперь понимаем, что это был назревавший развал Wall Street, когда через месяц рухнул Lehman Brothers, AIG, был выкуплен Merrill Lynch.

Если бы сейчас повторился крах 2008-2009 года, то эквивалентный провал курса составил бы примерно 44 руб./\$ (тогда было 36+ руб./\$). К слову, некоторые пессимисты в 2012 году предсказывали провал до 50 руб./\$, и этот прогноз подразумевает что-то худшее, чем то, что было в 2008-2009.

Мы расцениваем укрепление рубля начала 2013 года как сезонное, временное. Наш прогноз «ближе к 29 руб./\$», уже вряд ли сбудется, но неплохо хотя бы угадывать направление движения. Когда мы говорим, что рубль закончит год ближе к 31 руб./\$ мы руководствуемся изучением реального курса – рубль сейчас довольно дорогой.

Хеджирующие свойства курса рубля и выгоды инвестирования в за рубежные акции. В 2008 году российский фондовый рынок упал в 5 раз за 5 месяцев. Ужасно. Такую «историю» трудно «продавать» российским клиентам, выглядит как русская рулетка (см. далее о том, что «Метрополь» закрывает бизнес в РФ по управлению активами).

Но давайте рассмотрим инвестиции в американский фондовый рынок. С пика в конце 2007 по 2009 (дно было около 8 марта 2009) S&P 500 упал примерно на 50%. Тоже ужасно, но не так страшно, как в России.

Но отечественного инвестора больше беспокоит рублевая отдача. Рубль тогда обвалился с 23 до 36/\$ в номинальном выражении, т.е. курс вырос примерно в 1.5 раза. Если посчитать рублевую отдачу от инвестиций в американские акции, то получим $(1-50\% \text{ падения S\&P500}) * (1+50\% \text{ курса}) - 1 = \text{минус } 25\%$. Что, конечно, тоже потери, но не такие страшные, как потери на российских акциях равные минус 80%. [мы знаем, что несколько путаем даты падения и изменения курса, расчеты больше качественные].

В арсенале УК «Парма-Менеджмент» есть ПИФ «П.Багратион», который с января 2012 года вкладывается в американские акции. Для россиян это неплохой и, даже, уникальный продукт, который трудно повторить большинству обычных инвесторов. (см. www.parmafond.ru/pie/bagratiion/cost/, обратите внимание, что в новом формате показателен только последний год, с января 2012).

Дело в том, что американский фондовый рынок не слишком демократичен. Типичная комиссия за одну сделку \$17 (~500 руб.). Она не слишком заметна, если сделка на \$50 тыс. (~1.5 млн. руб.), тогда она будет 0.03%, что ниже, чем предлагается в РФ (тут 0.04%-0.05%). Чтобы достичь приемлемой диверсификации с таким размером блока, нужно покупать порядка 20 акций, что потребует средств на \$1 млн.

Плюс, нужно потратить время на отбор акций. В нашей компании используется скрининговая система. В Штатах 12 тыс. акций, из них порядка 5 тыс. торгуется на NYSE и NASDAQ, мы ограничиваем нижний порог капитализации примерно в \$300 млн., после чего остается доступными к инвестированию около 3 тыс. акций. Анализ построен на отборе недооцененных бумаг (мультипликатор), неплохой отдаче капитала. Плюс, выполняется «ручной» контрольный анализ акций. Плюс, мы стараемся соблюдать отраслевую диверсификацию (чтобы не накопить недооцененных бумаг из одной, возможно, проблемной отрасли).

Итоги инвестирования в таком формате пока нас удовлетворяют. Нам удастся «бить» S&P500 даже после нашей комиссии. При этом мы не ограничиваемся только США, мы можем покупать акции Азии (биржа Гонконга), Европе (EuroNext, немецкие биржи), Лондон. Схема анализа и отбора акций легко масштабируется и переносится на любые рынки.

Так нам удастся избавиться от нефтегазового уклона России, избавиться от риска колебания курса рубля. Заметим, однако, что наложенный на этот ПИФ «рублевый хедж» работает в обе стороны – в случае укрепления рубля, как это было в последнее время, курс «откусывает» часть долларовой доходности.

Разное:

- График справа сопоставляет среднюю доходность рынка ОФЗ (взвешенную по всем выпускам – коротким и длинным) с 12-

Управляющая компания «Парма-Менеджмент»



ти месячной инфляцией. Всю историю инфляция была выше, чем можно было заработать на госбумагах (отрицательная реальная доходность). Только в 2012 году ситуация поменялась, ставки стали положительными в реальном выражении. Обращаем внимание, что колебания 12-ти месячной инфляции 2012 и текущего года слегка искажены (в прошлом году тарифы повышались в середине года, после выборов, плюс, сказался урожай, хороший в 2011, плохой в 2012).

График показательный – с 2012 года мы стали любить рублевые инструменты с фиксированной доходностью. Большие положительные реальные ставки – нормальная вещь для стран избавляющихся от инфляции.

- В начале недели шли сообщения, что **Ренессанс-капитал** находится **на грани дефолта** (требование компании о реструктуризации долгов – это явно «кредитное событие»).

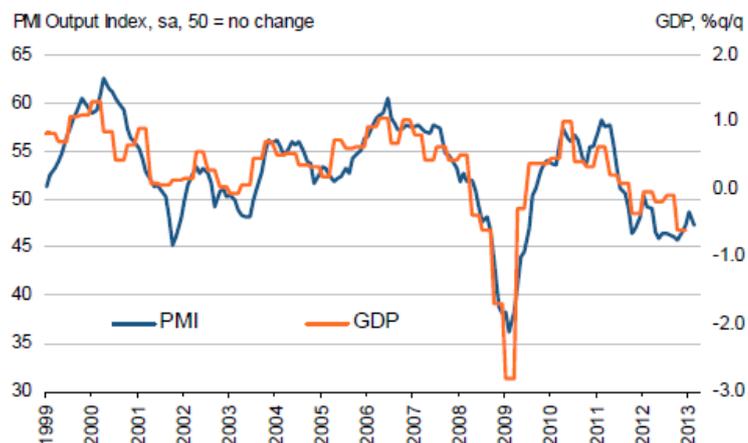
Теперь Блумберг сообщил, что ИФК **“Метрополь”** **закрывает бизнес по управлению активами**. Причина – «отсутствие интереса со стороны инвесторов», так сообщают знакомые с ситуацией источники. В цифрах это выглядит так: если раньше под управлением было \$300 млн., сейчас цифра близка к нулю. Дается справка, что Метрополь основана в 1995. Контроль у депутата Госдумы Михаила Слипенчука. И что он финансировал экспедицию 2009, когда Путин погружался в батискафе в озеро Байкал.

Также Блумберг пишет: «Российские независимые брокерские компании и иностранные банки сокращают операции в Москве в связи с тем, что государственные кредитные организации ОАО “Сбербанк” и Группа ВТБ заняли нишу на рынке, а сложная ситуация в мировой экономике сказалась на ликвидности и привела к снижению аппетита к российским активам».

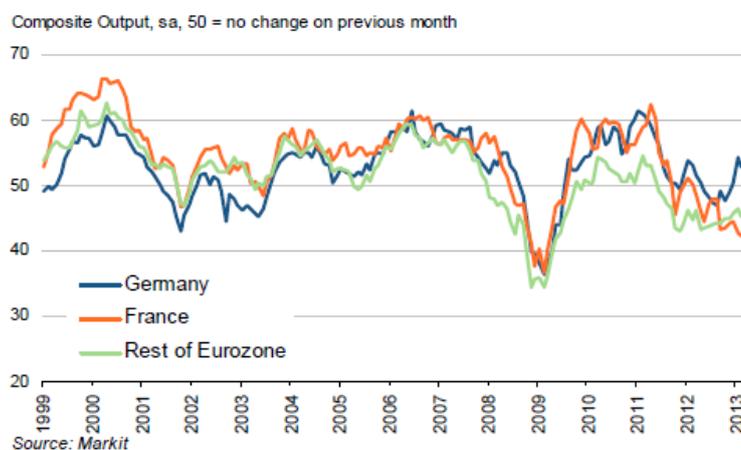
Эта та самая «утрата сексуальности» российского рынка, о которой мы писали. К ней добавляется появление на рынке брокерских и инвестиционных услуг пары государственных слонов, сломавших и без того хрупкое равновесие (мы кстати, сомневаемся, что для ВТБ это прибыльный проект, но этому банку не привыкать терять деньги).

- Вчера пришли **тревожные сигналы из Еврозоны**. На сайте markiteconomics.com были опубликованы разочаровывающие данные по промежуточным оценкам индикаторов деловой активности PMI в странах Еврозоны. Композитный индекс PMI по Еврозоне в феврале откатился с январских 48,6 до 47,3 пунктов. Эти цифры указывают на то, что темпы замедления экономики стали набирать обороты после наметившейся тенденции к восстановлению, наблюдавшейся на протяжении последних трех месяцев. Тем не менее, несмотря на февральское падение индикатора, ожидается, что темп падения экономики в первом квартале будет менее суровым, чем в 4-ом квартале (-0,6% q/q) и составит 0,2-0,3%. Экономика сможет вернуться к росту во втором квартале (+0,2% q/q). Две крупнейшие экономики Еврозоны Франция и Германия продолжают все больше расходиться, если экономика Германии сумела восстановиться и выйти на тропу роста, то деловая активность во Франции сокращается самыми сильными темпами за последние 4 года.

Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP



Core v. Periphery PMI Output Indices



- «НМТП» построит **терминал** по перевалке растительного масла. Группа ранее не планировала включать данный проект в план развития до 2020 г., однако достигнутые договорённости с Объединённой зерновой компанией (входит в группу «Сумма») позволят порту обеспечить необходимый уровень загрузки. Инвестиции оцениваются в 1,5 млрд. руб., строительство начнётся в 2014 г. и будет закончено в 2015-16 гг. Мощность составит порядка 2 млн. т. в год. Перевалка растительного масла является более маржинальным направлением по сравнению с экспортом зерна, и на данный момент аналогичный крупный терминал есть лишь в порту Тамань. Также «НМТП» планирует инвестиции в мощности по перевалке удобрений, автомобилей, угля. Подобная диверсификация должна помочь порту значительно нарастить выручку и диверсифицировать структуру доходов, заместив стагнирующий экспорт нефти, составляющий треть оборота порта.

Местное:

- Минэнерго** протестирует в Пермском крае систему «**расщепления платежей**». По словам В. Басаргина это позволит поставщикам электро-, тепло- и водоснабжения получать заработанные деньги

без посредников. При этом должны стать бесполезны обманные схемы, нецелевое использование средств управляющими компаниями и ситуации, когда посредник «придерживает» у себя деньги, а теплоснабжающая организация, к примеру, не может из-за этого расплатиться за полученный газ и электроэнергию. В рамках эксперимента планируется создать единый расчётно-кассовый центр и выделить платежи за каждую услугу при оплате там, где это ещё не было сделано. (<http://zhkhacker.ru/2013/02/rassheplenie-platezhej-zhkh/>)

Конъюнктура:

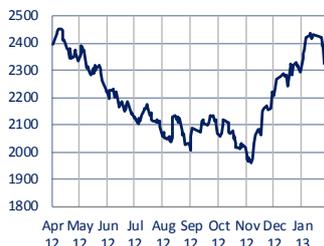
Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



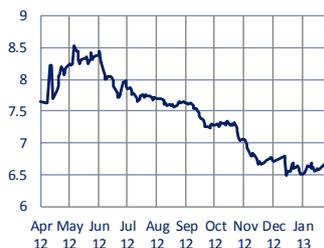
Нефть Brent, \$/барр.



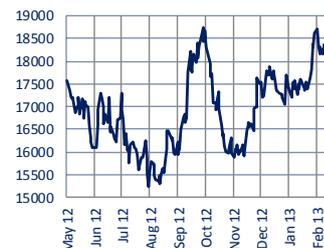
Золото, \$/Oz



Доходность гос.облг. 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.