



Коротко:

- Никакого разнообразия: S&P500 +0.17% - новый исторический рекорд. STOXX Europe 600 мизерный прирост +0.07%, но новый посткризисный максимум. Индекс ММВБ +1,15% - тоже новый максимум, только всего лишь за неделю (и это не радует). Азиатские акции в настоящий момент достигли 5-ти летнего максимума.
- Везде сегодня пишут про прогноз Goldman Sachs, что S&P500 вырастет еще на 26% (1669 сейчас -> 2100 пунктов в 2015 г.)
- Рубль укрепился до 31.24/\$ несмотря на то, что Brent ползет вниз, \$103.7/баррель по ближайшему фьючерсу.
- С 21 по 23 мая «ВТБ-Капитал» проводит 4-ю ежегодную конференцию «Russia Calling» в Лондоне. На этом форуме и в СМИ важной темой становится замедление роста ВВП РФ. А.Улюкаев говорит, что главная проблема страны – слабая инвестиционная активность. Ренессанс-капитал, говорит, что страна в «ловушке среднего дохода». Мы даем собственную интерпретацию в конце обзора.

Развернуто:

Постепенный, но уверенный рост акций в мире продолжается. Лидером был и остается фондовый рынок США, который с упрямостью осла движется вверх, без заметных коррекций. За последние полгода он не падал больше чем на 5% (притом, что 10% считается «нормальной коррекцией», а 20% падения – началом «медвежьего рынка»).

Многие наблюдатели из числа пессимистов указывают на диссонанс – акции растут, притом, что в экономике все не радужно. В Штатах большая безработица. В Еврозоне и того хуже – она еще и растет из-за рецессии. Китай замедляется. Многие склонны видеть за ростом акций «печатание» денег и нулевые ставки ФРС, ЕЦБ, центробанков Японии и Англии.

Монетарная экспансия действительно является причиной роста акций, но логика тут сложнее, чем во фразе «напечатанные деньги идут в акции». Фондовый рынок худо-бедно, но отражает ожидания, поэтому его называют «опережающим индикатором». Тот факт, что в экономиках пока не наблюдается фееричный рост, не значит, что слабость навсегда. Если монетарная экспансия ФРС или ЕЦБ сможет перезапустить экономический мотор (и поправить «проблему магнето», как говорил Дж.М.Кейнс), то акции могут расти в предвкушении этого.

Верно и обратное, если слабость сохранится, несмотря на ухищрения центробанков, рынки могут обвалиться. Но здесь ничего не скажешь

Ликвидные акции на ММВБ

Аэрофлот (51.59)	3.9%
ВТБ ао (0.0482)	3.7%
Татнефть Зао (206.4)	3.2%
СевСт-ао (274.7)	3.1%
МТС-ао (268.28)	2.4%
ГМКНорник (4720)	2.3%
Новатэк ао (312.01)	2.3%
Сбербанк (108.86)	2.1%
ММК (7.686)	1.9%
Транснефть ао (68993)	1.5%
Система ао (27.25)	1.3%
РусГидро (0.5474)	1.2%
ФСК ЕЭС ао (0.12727)	1.2%
Сбербанк-п (78.13)	1.1%
ЛУКОЙЛ (2041.9)	0.8%
Ростел -ао (79.71)	0.8%
Татнефть Зап (99.28)	0.6%
Роснефть (220.5)	0.6%
Сургутнефтегаз (26.268)	0.6%
ГАЗПРОМ ао (126.95)	0.4%
Сургутнефтегаз-п (19.863)	0.4%
Ураллий-ао (226.52)	0.2%
Газпромнефть (128)	-0.1%
ПолюсЗолот (952.2)	-0.1%
Ростел -ао (112.99)	-0.8%
Магнит ао (7196.6)	-1.3%
ОГК-5 ао (1.309)	-2.3%

Колебания рынков накануне



наверняка. QE – это terra incognita (или «uncharted area»). Однако мы – оптимисты, кейнсианский взгляд нам больше импонирует.

Разное:

- Голдман Сакс дает прогноз роста акций США на +26% до конца 2015 года. Аргументы разбираются здесь (<http://goo.gl/8UYvr>) и они таковы:
 - Ожидается рост дивидендов с 2013 по 2015 гг. на 30%
 - Рост экономики США в 2014 году будет «выше тренда», впервые за последние 6 лет. Это означает, что прибыли будут еще расти, а мультипликатор P/E снижаться за счет роста знаменателя. Притом что $P/E_{2013E}=15$
 - Какая-то модель Голдман Сакс также связана с P/E. Они указывают, что высокие значения P/E не проблема, поскольку «The S&P 500 forward P/E multiple has averaged 12.9x since 1973 but 15.3x since 1990».

- Вчера первый зампред ЦБ РФ Алексей Улюкаев давал прогнозы (его что-то долго не было видно в новостях с момента, как стало ясно, что главой ЦБ назначают Э.Набиуллину).

Итак, он обещает, что инфляция снизится до 5-6% в 4-м квартале, а это целевой коридор ЦБ. И это же означает, что планы правительства по инфляции в 2013 году будут выполнены несмотря на то, что текущая 12-ти месячная инфляция составляет 7.2% (мы не раз писали об этом, причина высокого CPI в сроках индексации тарифов и цены продовольствия из-за колебаний урожайности).

Он также заявил: «Единственное, что может как-то повлиять на это – шоки предложения, связанные с урожаем текущего года, но похоже, что негативных шоков мы не ожидаем».

- Также А.Улюкаев заявил, что экономика России в 2013 году может вырасти на 2,5-3%. Что удивило, он верит, что можно достичь +5% по ВВП в 2013: «Можем ли мы достичь 5% в этом году?! Конечно, можем, если мы изменим институты и инфраструктуру. Это нельзя сделать, используя только монетарную политику»
- Агентство Moody's заявило, что может лишить США высшей степени рейтинга в этом году, если власти не начнут принимать меры против ожидающегося роста долг. Напомним, что негативный прогноз рейтинга Moody's выставил США в феврале 2011 года, так что возможность лишения высшей степени — это не новость.

- МТС готовит первые евробонды с 2010 г., сейчас идут встречи с инвесторами. А агентство Moody's накануне улучшило прогноз рейтинга компании до «позитивного». МТС может начать занимать также для того чтобы выплачивать больше дивидендов. Совет директоров недавно утвердил новую дивидендную стратегию, предусматривающую рост выплат с 2013 по 2015 годы на 30% по сравнению с предыдущим 3-

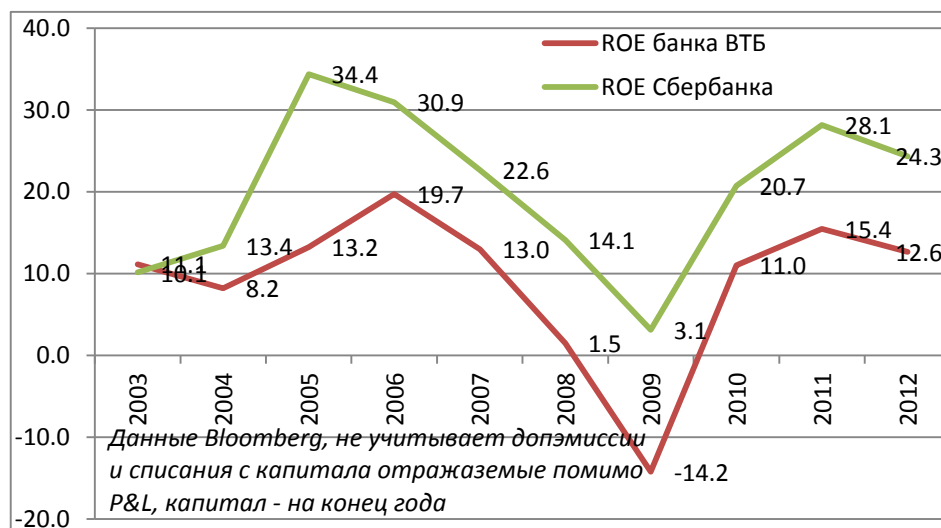


хлетним периодом, а также принял решение выплатить акционерам 40 миллиардов рублей (\$1,3 миллиарда) в 2013 году. Текущая дивидендная доходность МТС не мала – 5.4% (14.6 руб.), повышение на 30% выплат доведет дивидендную доходность до 7%. Нам нравятся акции МТС, «покупать».

<HELP> for explanation.

Click numbers for transparency

MTSS RX Equity		90 Settings		97 Actions		98 Output		99 Feedback		Financial Analysis	
Mobile Telesystems OJSC				Acct. Std. H		Consol. C		Periodicity Annuals		Currency USD	
1) Key Stats		2) I/S		3) B/S		4) C/F		5) Ratios		6) Segments	
7) Addl		8) ESG		9) Custom							
11) Highlights		12) Summary		13) Enterprise Value		14) Multiples		15) Benchmark		16) Per Share	
17) Stock Value											
In Millions		FY 2014 Est		FY 2013 Est		Current/LTM		FY 2012		FY 2011	
12 Months Ending		2014-12-31		2013-12-31		2012-12-31		2012-12-31		2011-12-31	
Market Cap						17,764.89		16,115.25		11,359.58	
- Cash & Equivalent						857.63		857.63		1,937.07	
+ Preferred & Other						183.27		183.27		169.17	
+ Total Debt						7,641.90		7,641.90		8,715.20	
Enterprise Value						24,732.42		23,082.79		18,306.89	
Revenue		13,648.33		12,981.94		12,435.65		12,435.66		12,318.69	
Growth %, YoY		5.13		4.39		0.95		0.95		9.08	
Gross Profit						8,905.75		8,905.75		n/a	
Margin %						71.61		71.61		n/a	
EBITDA		5,699.33		5,465.06		3,049.91		2,549.91		5,163.10	
Margin %		41.76		42.10		24.53		20.50		41.91	
Net Income Before X0		2,044.87		1,903.82		1,038.46		1,038.46		1,567.73	
Margin %		14.98		14.67		8.35		8.35		12.73	
Adjusted EPS		1.28		1.16		1.08		0.74		0.73	
Growth %, YoY		11.17		56.72		34.53		0.55		1.81	
Cash from Operations		4,570.53		4,337.83		4,236.61		4,236.61		3,849.01	
Capital Expenditures		-2,477.33		-2,557.11		-2,642.80		-2,642.80		-2,239.79	
Free Cash Flow		2,093.20		1,780.72		1,593.82		1,593.82		1,609.22	



- «Газпром» озаботился инвестиционной привлекательностью. Газовый монополист планирует рассчитывать размер дивидендов на основе чистой прибыли по МСФО. Это в нынешних условиях позволит увеличить доходность по акциям в 2 раза, чистая прибыль по РСБУ за 2012 г. составила 556 млрд. руб. против 1,18 трлн. по МСФО или порядка 9,5% против нынешних 4,7%. Переход, однако, запланирован лишь с 2014 г., компания ссылается на невозможность увеличения выплат сейчас из-за роста инвестпрограммы и выплат по НДПИ. Также «Газпром» озаботился «доступностью акций для инвесторов», в результате чего совет директоров решил получить листинг на ММВБ (сейчас компания торгуется вне списка). Неизвестно намерена ли компания войти в список А1, чтобы её акции могли покупать пенсионные фонды, пока есть несоответствие ряду формальных критериев, информации при этом вряд ли будет раскрываться существенно больше – её много и сейчас.
- Не менее существенной, но уже негативной новостью для «Газпрома» стало вышедшее вчера сообщение о том, что **торговля СПГ** (сжиженным природным газом) **будет либерализована в отношении «Новатэка»** (ныне «Газпром» имеет законодательную монополию, и торговля СПГ возможна лишь с его разрешения). Однако А.Дворкович отметил, что реализовывать газ «Новатэк» сможет лишь по конкретным контрактам, чтобы не возникало конкуренции на европейском рынке с «Газпромом». Очевидно данная мера будет каким-то образом доработана, т.к. в мире СПГ продаётся чаще на спотовом рынке. Тем не менее, данный шаг правительства является очень своевременным, учитывая изменение газового рынка в мире – трубы слишком негибкий способ доставки, поэтому нынешний курс Европы на покупку СПГ делает магистрали «Газпрома» действительно зарытыми в землю деньгами.

Местное:

- Березники частично перенесут на правый берег Камы.** Для этого необходимо построить порядка 250 тыс. кв. м. жилья, 2 детских сада, 2 школы, ФОК и дворец культуры. На эти цели край намерен выделить 2,5

млрд. руб., а общий размер расходов на устранение последствий провалов составит 7,5 млрд. руб. Подготовлена документация для переселения 16,4 тыс. чел. (около 10% населения города).

Напоследок: В.В.П. требует 5+% роста ВВП

До 2008 года у России была цель – «удвоение ВВП», и необходимый темп в 7%+ удавалось показывать. В кризис ВВП обвалился на 11%. Затем три года восстанавливался темпом порядка 4%, так, что к 2012 году реальный ВВП превысил докризисные максимумы. И тут темп роста стал угасать, так что 1-й квартал 2013 обещает показать всего 1-2%.

Новая цель президента Путина – рост ВВП темпом больше 5%. Под эту тему, 29 апреля газета «Ведомости» организовала конференцию «Рост на пять с плюсом». Правительство представляли зампред ЦБ РФ С.Швецов, замминистра экономики А.Клепач. Были видные эксперты, такие как директор «Института развития» Н.Акидинова, макроэкономисты и стратеги инвестбанков.

Выступавшие были пессимистичны – темпы роста в 5%+ недостижимы. Обсуждалась масса технических деталей, таких как необходимость госинвестиций, необходимость смягчения монетарной политики, оценка работы губернаторов или положение России в рейтинге Всемирного банка «Doing business». Но каждый из вопросов вряд ли претендовал на то, что приведет к прорыву, возрождающему «экономическое чудо» России.

Почти каждый говорил про неэффективные институты, коррупцию и плохой инвестиционный климат. Как-то за кадром остался принципиальный вопрос, почему же эти институты плохи. И как их улучшить. А также, почему не удастся улучшить инвестклимат и победить коррупцию.

Только что вышел еще один тематический доклад¹ «Состоится ли новая модель экономического роста в России?», подготовленный Е.Ясиным, Н.Акиндиновой, Л.Якобсоном и А.Яковлевым. В нем выделяются необходимые условия «формирования новой модели роста»: 1) Верховенство права, независимый суд; 2) Перестройка отношений бизнеса и власти; 3) Местное самоуправление и развитие гражданского общества; 4) Вовлечение в инвестирование населения; 5) Демократизация, сменяемость власти, политическая конкуренция.

В докладе содержится утверждение, что «по-настоящему прочную основу институциональных изменений, благоприятствующих экономическому росту, во всяком случае, в его постиндустриальном формате, способно составить лишь относительно высокоразвитое гражданское общество».

¹ Доклад подготовлен к «XIV Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества», проходившей 2-5 апреля в Москве, подготовленной НИУ ВШЭ при участии Всемирного банка и МВФ
<http://www.hse.ru/data/2013/04/02/1293955389/yasin-ru.pdf>

Однако эта фраза находится в предпоследнем разделе, а авторы говорят о демократизации лишь в последнюю очередь. Мое глубокое убеждение, что демократизация – это то, с чего следует начинать, и вот почему.

У всех перед глазами пример недемократичного Китая, обеспечившего рост подушевого ВВП по ППС в 15 раз с 1980 года. Это фантастический темп - 8.6% в год в среднем. Такая «авторитарная модернизация» признается лучшей моделью, превосходящей образцы развитых стран и их унылым темпом порядка 2% в год.

В сознании многих успех Китая фальсифицирует необходимость демократизации. Потому усиление авторитаризма в России воспринимается как досадная, но не принципиальная вещь. Это неверная, на наш взгляд, мысль. В плохих перспективах роста ВВП России виновата именно нынешняя политика президента Путина.

Ровно год назад вышла книга Дарона Асемоглу и Джеймса Робинсона «Why nations fail». В ней выдвигается универсальная теория: страна сможет стать богатой, только если имеет открытые и общедоступные (inclusive) институты, как экономические, так политические. Авторы книги дают смелый прогноз – рост китайской экономики скоро остановится, если² политическая система страны останется закрытой.

Открытая, рыночная экономика позволяет работать стимулам. Это ясно всем, кроме закоренелых коммунистов. Но зачем общедоступные политические институты?

Начнем с утверждения, что политика и бизнес всегда связаны³. Те, кто имеют экономическую власть, имеют существенное влияние на политику. И наоборот, политики получают возможность получения экономических выгод.

Рост экономики происходит благодаря шумпетеровскому процессу «созидательного разрушения». Одни предприятия проигрывают конкурентную борьбу другим, более эффективным. Целые секторы экономики исчезают из-за прогресса и давления инноваций. Динамичное развитие означает, что будут выигравшие и проигравшие. Так, землевладельцы аграрного общества потеряли свой статус после индустриализации. Радио проиграло телевидению, которое сейчас проигрывает интернету. Nokia проиграла Apple, которую сейчас теснит Samsung.

Потеря экономической ренты – это достаточный стимул для старого бизнеса (incumbents) начать действовать. Будучи связанным с политическими институтами он задействует рычаги власти, чтобы ограничить рост новых бизнесов, остановить «созидательное разрушение». Так нарушается действие экономических стимулов и рост тухнет.

² Подобного же прогноза придерживается Нил Фергюссон, см. «The Rule of Law and Its Enemies» из серии Reith Lectures, <http://www.bbc.co.uk/programmes/b01jmx0p>

³ "Политика – это концентрированная экономика" – известная цитата Ленина, который не всегда был неправ.

Связь политики и экономики создает то, что называется «барьерами». И примеров в России, хоть отбавляй. Госкомпании «Роснефть» и «Газпром» получают лицензии на «стратегические» месторождения, а «ЛУКОЙЛ» и иностранные мейджоры остаются в стороне. Шведские акционеры вынуждены продать сотового дискаунтера Tele2, потому что частоты на 4G достаются тем, кто имеет больший вес. ИКЕА и «Ашан» не могли получить участок в Пермском крае, потому, что розничный бизнес здесь уже поделен.

Теория Асемоглу и Робинсона косвенно объясняет «ловушку среднего дохода». Есть много стран, которые уже давно перестали быть бедными, но никак не могут стать богатыми. За последние десятилетия из этой «ловушки» наверх удалось пробиться только Южной Корее и Израилю.

Догоняющий рост сначала идет легко. Есть протоптанная и понятная дорога - индустриализация. К примеру, Монголия в 2013 году собирается показать рост ВВП на 30%. Секрет прост – запускается завод по производству меди⁴. Для бедных стран нет нужды в «созидательном разрушении», старые элиты не только не страдают, но могут возглавить вполне предсказуемый процесс первоначального экономического роста.

Но если страна перестала быть бедной, то путь развития становится менее контролируемым. Рост страны со средним доходом идет через непредсказуемый процесс перераспределения экономической власти. Следом последует перераспределение политической власти. Поэтому динамичное развитие становится несовместимым с авторитаризмом.

Страны среднего дохода - это порядка \$15 тысяч ВВП на душу населения по ППС. Россия уже находится в «ловушке среднего дохода» (имея даже чуть больше, спасибо нефтяной ренте). Китаю только предстоит дорасти до этого уровня жизни. И тогда экономическое чудо должно выключиться, конечно, если не произойдет реформы политической системы. В аналогии с Россией Китай может ждать судьба Брежневского «застоя», после того как наша страна уже пережила индустриализацию в тридцатые-шестидесятые годы.

Итак, Россия имеет неэффективные судебные, властные институты, проблемы собственности и коррупцию. Все это симптомы, а не причина болезни. Причина неэффективности – авторитарный характер политики. Надежды на авторитарную модернизацию и «добротного царя» тщетны. Даже если бы Путин хотел, он не смог бы за всем уследить, это невозможно. Только демократия, распределённый гражданский контроль, свободные СМИ смогут создать хорошие институты, победить коррупцию.

Похоже, чиновники правительства понимают, что именно политическая система Путина не позволит экономике России совершить прорыв. Отсюда этот пессимизм – авторитаризм и постиндустриальное развитие несовместимы. Конечно, вряд ли чиновники смогут сказать своему начальнику – президенту Путину, что рост ВВП больше 5% недостижим,

⁴ См. http://www.riotinto.com/documents/Media-Speeches/101013_Oyu_Tolgoi_Peter_Nicholls.pdf, стр. 5

пока он находится у власти. Видимо поэтому на конференции «Ведомостей» чиновники обсуждают второстепенные и технические вопросы, которые не способны привести к экономическому прорыву.

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



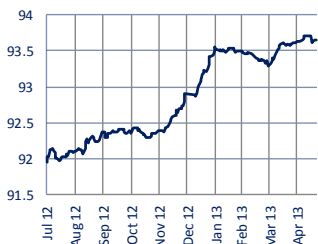
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



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, 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.