



Коротко:

- Опасения по поводу замедления китайской экономики отчасти обоснованы. Предварительный апрельский PMI находится на двухмесячном минимуме – 50,5 пунктов по версии Markit Economics.
- Из отдельных бумаг можно выделить «Ростелеком», обыкновенные акции которого в последние минуты торгов взлетели более чем на 12% на сообщениях о том, что группа «Онэксим» М. Прохорова заинтересована в покупке 10% акций телекоммуникационной компании у фонда Marshall Capital, который ранее аннулировал сделку с А. Ротенбергом (стороны не договорились по цене).

Развернуто:

Торги понедельника на российском рынке акций начались с положительным настроением благодаря позитивному внешнему фонду. Но оптимизм продлился недолго и во второй половине дня основные фондовые индикаторы ушли в красную зону. Так, индекс ММВБ по итогам дня снизился на 0,12%, а индекс РТС упал на 0,55%.

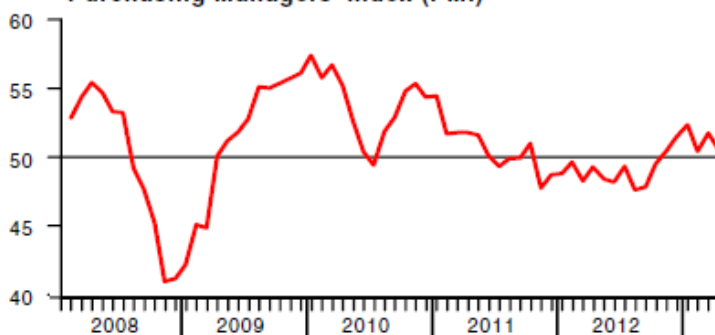
В центре внимания по-прежнему остается Китай. Вчера вышли первые оценки промышленного PMI по китайской экономике. Индикатор составил 50,5 – выше водораздела в 50, что указывает на продолжение роста. Однако темпы роста замедлились, что вызывает беспокойство у инвесторов. Китайская экономика считается драйвером мирового роста. Замедление темпов роста китайской экономики непосредственно окажет влияние практически на весь спектр отраслей по всему миру. Вдобавок на прошлой неделе вышли разочаровывающие макроданные по росту ВВП Китая в первом квартале. Темпы роста неожиданно сократились до 7,7%, что ниже консенсус-прогноза среди аналитиков, опрошенных Bloomberg, который составил 8%.

Аналитики Morgan Stanley попытались разобраться, почему данные по Китаю оказались хуже ожиданий:

- 1) Одним из пресловутых объяснений служит более позднее наступление китайского Нового года (по лунному календарю). В результате это вылилось в более поздние сроки начала строительства в марте. Такое объяснение кажется абсурдным. Но, надо признать, в Китае любят интерпретировать экономические данные через привязку к китайскому

Ликвидные акции на ММВБ

Аэрофлот (52.47)	4.5%
Сургнфгз-п (21.25)	2.6%
Сургнфгз (26.99)	2.0%
Газпромнефть (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%
Татнефть Зап (99.06)	0.6%
Транснефть (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%
Уралкалий-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%
Татнефть Зап (177)	-1.5%
МТС-ао (258.8)	-1.7%
РусГидро (0.4645)	-1.7%
ФСК ЕЭС ао (0.1051)	-2.7%

50 = no change on previous month
Purchasing Managers' Index (PMI)

новому году.

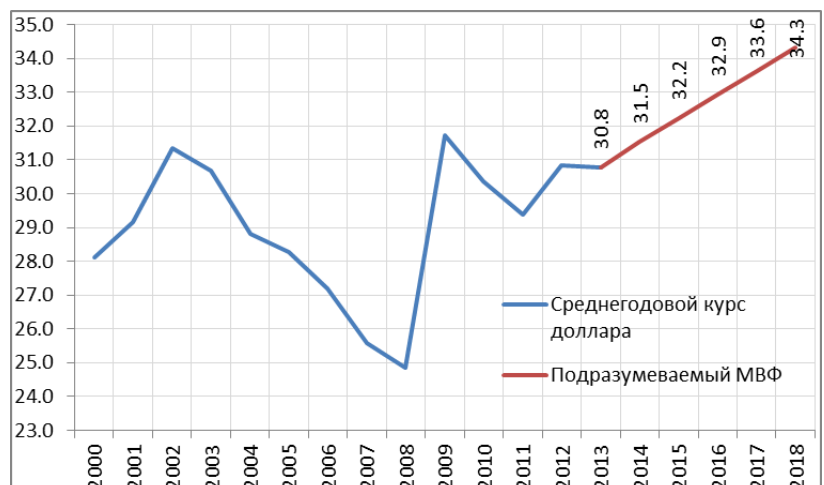
- 2) Эффект високосного года. Количество рабочих дней в 1-м квартале 2013 аналогично 1-му кварталу 2012 г. Но! один календарный день выпадает из-за високосного года, однако в китайской практике отсутствует методика корректировки данных с учетом эффекта високосного года, поэтому Национальное Бюро Статистики оставили их нетронутыми. Самый простой подход экстраполяции данных (прибавление 1/100 инвестиций, потребления и чистого экспорта) улучшает рост китайского ВВП на 1,2 п.п. (г/г).
- 3) Смещенность статистических данных. Национальное бюро статистики в январе внесли корректировки в систему сбора и обработки статистических данных, которая 1) до сих пор еще находится в разработке и 2) не понятно, на сколько новая система «хороша». Таким образом, изменения статистической выборки затрудняет сопоставление новых и старых данных и может стать причиной смещенных оценок. Китайская статистика славится своим «оппортунистическим» поведением. В частности, при подсчете композитного индикатора PMI Национальное бюро статистики то включает отдельные субиндексы, то исключает, в зависимости от их значения.

В продолжение темы о китайской экономике, мы представляем справа «график дня», опубликованный Блумбергом. Годовой рост на уровне 7,5% сможет вывести китайскую экономику в мировые лидеры, обогнав США с 2% темпами роста к 2023 г. Такой прогноз сделали Reorient Financial Markets Ltd. Представленная оценка не самая оптимистичная, в частности, Standard Chartered Plc деалет ставку на 2020 г., а в докладе ОЭСР указан 2016 г. Правда для поддержания текущих темпов роста Китаю необходимы структурные реформы и более открытые политические институты.



Разное:

- Мы препарировали данные о МВФ, которые вышли на прошлой неделе в их традиционном World economic outlook (выходит в октябре и апреле). Из данных МВФ можно подчитать подразумеваемый прогноз рубля, поделив номинальные рублевые на долларовые величины (мы делили объем ВВП). Справа – график. Он предполагает, что курс рубля будет падать в номинальном выражении

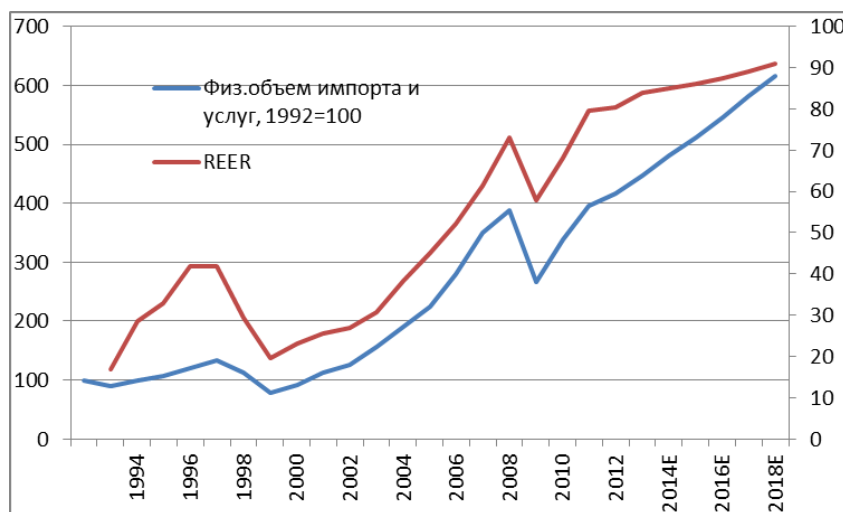


примерно на 2.2% ежегодно. Это же одновременно означает реальный рост (т.е. с учетом инфляции рубля и доллара) по 1-2% в год. В общем, мы согласны с этим прогнозом.

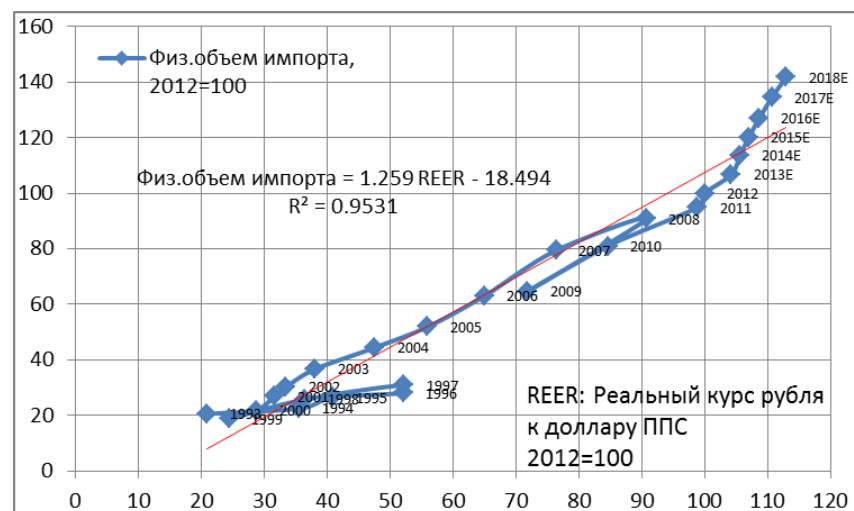
- Также на базе данных WEO МВФ мы оценили чувствительность импорта (физические объемы, т.е. без учета инфляции) к изменению реального обменного курса рубля к доллару (его

можно также вытащить из данных, поделив долларové измерения ВВП по ППС на номинальные долларové величины). Мы приблизительно согласны с этим прогнозом, хотя у нас несколько иные предположения.

Следующий график показывает, как изменялся а) реальный курс рубля к доллару, в процентах покупательной способности, правая шкала и б) как рост физический объем импорта, где 1992 год принят за 100.



На следующем графике мы нормировали эти же величины (индекса импорта и реального обменного курса рубля к доллару) сотней на 2012 год, чтобы легче было оценивать (в процентах) функциональную связь. На графике показана траектория движения величин и описывающая их «распределение» регрессионная линия. Предупреждаем, что это не полнофункциональная модель, а грубая прикидка (правильно было бы учесть изменения ВВП, но мы бы натолкнулись на проблему мультиколлинеарности, также правильно измерять реальный курс рубля к корзине валют, а не к доллару и т.д.)



Тем не менее, если верить историческим данным, то 10% роста реального курса транслировались примерно в 12.5% реального роста импорта. МВФ предсказывает больший рост импорта, чем регрессия (точки с годами с индексом “E” – это прогноз МВФ). Но если ожидать, что рост импорта будет идти по регрессии, то подразумеваемое самим МВФ реальное укрепление рубля порядка 2% в год должно транслироваться в 2-3% роста объема импорта. То есть можно заявлять, что бум импорта в РФ завершен. Это притом, что физический объем импорта с 2000 (отметка около 20) вырос почти в 5 раз к 2012 году (взят за базу, равен 100). Замедление импорта также можно заметить по стабилизации объема покупок автомобилей в России.

Выводы из графика следующие:

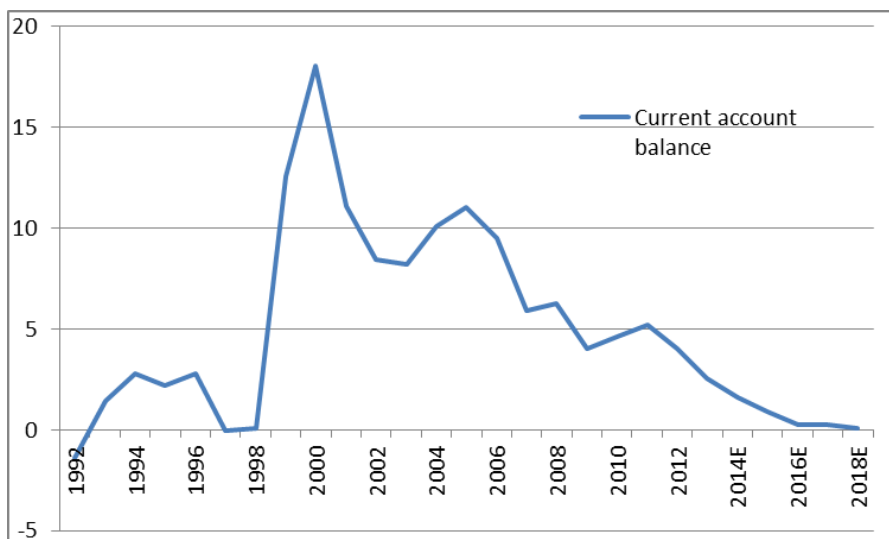
1) Рост реального обменного курса во многом прошел в «нулевых» годах и больше на него не стоит надеяться. Он был связан с растущими ценами на нефть, которые привели к опережающему росту уровня цен в РФ к уровням цен в США.

2) Реальный и многократный рост рубля позволял покупать все больше импортных товаров, спровоцировав бум потребления в РФ. Этот бум также позади.

3) Нет причин ожидать заметного роста реального рубля в отсутствии роста цен на нефть. Скорее, можно ожидать стагнацию курса. Это означает, что, грубо, начнет работать теория паритета покупательной способности. А она предсказывает, что номинальный курс должен изменяться на разницу инфляции рубля и доллара.

Так, если предположить, что в РФ в ближайшие годы инфляция будет 5%, а в США – 2%, то номинальный курс рубля будет падать примерно на 3% ежегодно, что в текущем масштабе цен означает 1 рубль (пример: 31 руб./\$ в 2012, 32 - в 2013, 33 - в 2014). МВФ прогнозирует чуть большую инфляцию, чем мы ожидаем, но, при этом, некоторое реальное укрепление.

- В этом есть резон. Еще один график – счет текущих операций¹ РФ в процентах от ВВП. Счет текущих операций равняется счету капитала со знаком минус, который в свою очередь представляет движение капитала из страны или в страну по частной линии и по линии правительства. После 1998 года страна Россия отдавала большую часть своего ВВП (до 18% в 2000) на то, чтобы сначала отдавать внешние госдолги, затем, на то чтобы накопить третьи в мире валютные резервы.



Сейчас подобный «отток» по линии правительства и центробанка прекратился, зато есть «отток» по частной линии. Предположительно, он также сойдет на нет, если верить МВФ (как это было, например, до 1998). Сокращение оттока будет стабилизировать платежный баланс (счет текущих операций и счет

¹ Напомним формулу:

Current Account = Export – Import +/- «факторные платежи и трансферты» = (- Capital Account)

Или $CA = E - M + NIRA = (-KA)$

Капитал в традиции экономистов часто обозначается и пишется с буквы «К», после труда Маркса “Das Kapital”, М – от iMport, поскольку букву i часто резервируют по процентную ставку.

капитала обнулятся). А это же означает остаточное небольшое укрепление рубля, чтобы Россия могла себе позволить больше импорта, который будет примерно равен экспорту.

- **Вчера под занавес торгов акции «Ростелекома» резко подскочили на 12%.** На рынке бытует несколько версий такого взлета котировок. Наиболее вероятное объяснение связано с планами группы «Онэксим» М. Прохорова по покупке 10% пакета телекоммуникационного актива. Другие источники считают, что это связано с предстоящим заседанием совета директоров «Связьинвеста», где рассмотрят выкуп 0,43% акций «Ростелекома» у «Мобитела». Еще одно мнение – кому-то стала известна информация о предстоящих дивидендных выплатах.

Местное:

- **«Уралкалий» за минувшую неделю скупил с рынка 0,65% собственных акций на сумму \$141 млн. в рамках программы buy-back.** Эта цифра максимальная с начала действия программы обратного выкупа. Продажи идут почти по всем российским бумагам. Возможно, ложкой дегтя в бочке меда стали еще планы по сокращению производства в 2013 г. Есть информация, что акции основного акционера С. Керимова частично заложены по репо. Для избежания маржин колла, поддержка котировок бумаг необходима.

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, \$/Оз



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.