



## Коротко:

- Российские акции без видимых причин рванули вверх, ММВБ +2.7%, похоже на «отскок»/коррекцию. С максимума января этот индекс падал до 15.7%, сейчас потери от этого пика составляют 12%.
- О снижении ставки ЕЦБ на заседании 2 мая многие говорят уже как о свершившемся факте. Тем не менее, курс евро не спешит падать, по-прежнему в окрестностях 1.3 \$/€. Снижение ставок в Еврозоне, похоже, помогает акциям расти. Это крупная зона мировой экономики, находящаяся в рецессии.
- Рубль растет, 31.42/\$, максимум за 1.5 недели, чему помогает корректирующая вверх нефть. Brent на \$102/баррель, хотя в четверг ближайший фьючерс был ниже \$97.  
На рынках сырья наблюдаются признаки прекращения падения или, даже, небольшого «отскока». К примеру золото сейчас на \$1445/унция, после того как в позапрошлый вторник опускалось до \$1324 (внутри дня).
- Сегодня В.Путин проведет сессию общения с народом по телевидению. В подавляющем большинстве случаев фондовый рынок рос во время подобных выступлений, хотя это может быть совпадением. Вряд ли мы увидим какие-то кардинальные повороты политики. «Вертикаль власти» крепка, проявления гражданского общества слабы и контролируются, а до следующих выборов еще много лет.
- Политический кризис Италии, разрешается. Формируется правительство, премьером будет некий Летта. 10-ти летние облигации страны находятся на 4% годовых, а летом 2012 доходили до 6.5% годовых.

## Развернуто:

Вчера рынки находились в положительном настроении, несмотря на не самую радостную экономическую статистику. К примеру, еще в среду вышли опросные данные PMI Еврозоны (flash), показавшие, что экономика Германии в рецессии (оба индекса, услуг и промышленности, ниже водораздела в 50 п.).

Парадоксально, но плохие данные «сердцевины» воспринимаются рынками положительно, поскольку должны заставить смягчить денежную политику Еврозоны. Об этом уже намекали представители ЕЦБ, а многие считают это почти решенным делом (об этом сегодня отписались даже Ведомости).

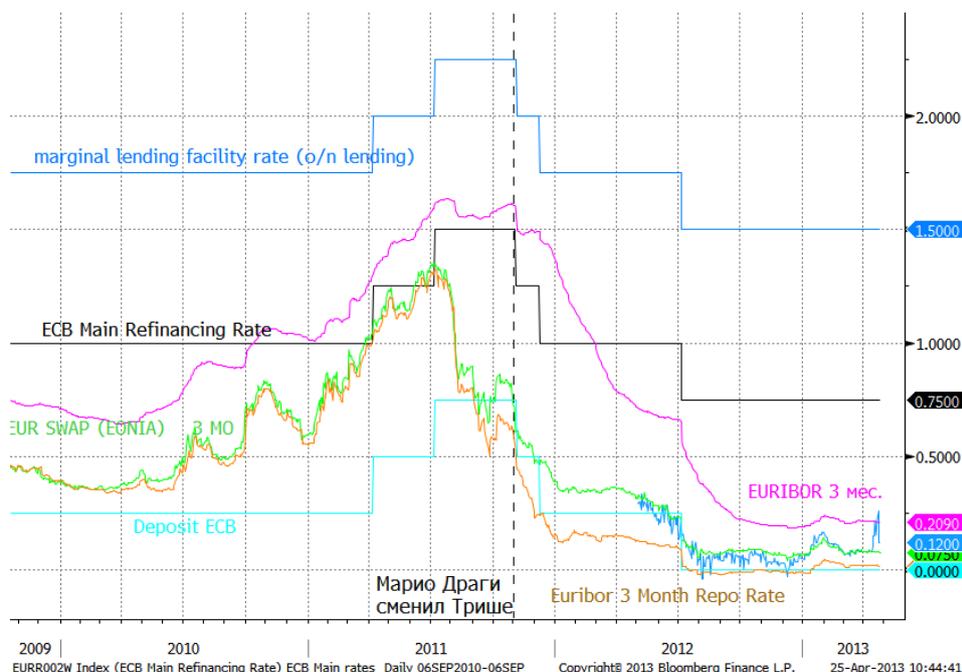
### Ликвидные акции на ММВБ

РусГидро (0.5387)	9.9%
ФСК ЭЭС ао (0.11202)	9.9%
Татнфт Зао (190.78)	8.2%
СевСт-ао (260.4)	6.3%
Татнфт Зап (102.73)	4.3%
Новатэк ао (307.5)	4.3%
ММК (7.26)	3.9%
ГАЗПРОМ ао (124.7)	3.8%
ЛУКОЙЛ (1964.1)	3.3%
ГМКНорНик (5095)	3.2%
Сургнфгз (26.745)	2.8%
Аэрофлот (53.28)	2.3%
ОГК-5 ао (1.3594)	2.0%
Роснефть (219.7)	2.0%
Система ао (25.5)	1.8%
Сургнфгз-п (20.889)	1.7%
МТС-ао (263.86)	1.7%
Магнит ао (6368)	1.5%
Сбербанк (97.96)	1.5%
ПолюсЗолот (919)	1.4%
Уркалий-ао (233.86)	0.6%
ВТБ ао (0.0457)	0.6%
Сбербанк-п (70.65)	0.4%
Трансф ап (63900)	0.2%
Ростел -ао (111.12)	0.1%
Ростел -ап (79)	0.0%
Газпрнефть (129.76)	-3.3%



Итак, заседание 2 мая, похоже, принесет снижение ставки. Оно будет формальным потому, что денежная политика ЕЦБ де-факто мягкая, и ставки Euribor или Eurero стелются немногим выше нуля (см. график на след. странице). Но и это положительно, поскольку снижение ставки ЕЦБ может помочь банкам периферии, снизив для них стоимость refinancing.

Также оно открывает дорогу потенциальному QE в Еврозоне, вслед за ФРС, Банком Англии и Японией, которые уже в этом режиме.



На мировых рынках, похоже, назревает коррекция в сырьевой товарной группе. Пока заметный рост показывает только нефть (брент на \$102+, максимум за 2 последние недели).

Рывок вверх вчера российского рынка оказался неожиданным для почти всех. Пока это выглядит как коррекция, и «закрытие шортов». Неплохо росли акции электроэнергетики, но после того как ФСК упала с 48 копеек в 2011 году до 9.3 копейки на эту неделю, отскок до 11.2 копеек не так впечатляет. После того как правительство решило вернуться к практике 90-х и 2000-х по субсидированию экономики дешевым электричеством за счет низкой прибыли в производстве и распределении электроэнергетики, надежды на рост акций в этом секторе исчезли полностью.

Акции электроэнергетики превратились в «опцион», надежду на то, что когда-то правительство передумает и вновь начнет либеральные реформы, и вернет прибыльность.

- Как любой опцион, он будет иметь не нулевую стоимость, может резко колебаться в зависимости от ожиданий
- Опцион рискует никогда не исполниться
- «Источником риска» является непредсказуемый политический процесс, поэтому «волатильность» (т.е. сигма) такого опциона не наблюдаема
- Сейчас этот опцион «не в деньгах» (out of the money), хотя несколько лет назад был «в деньгах», когда правительство обещало «справедливую прибыль сетям, и конкурентный рынок генерации
- Сроком жизни такого опциона можно считать время, когда правительство вас окончательно «размозит» допэмиссией, позволяющей поправить балансы компаний

## Разное:

- Пара странных новостей о центральных банках вчера.  
1) Блумберг публикует статью (см. <http://goo.gl/9V3D8>) о том, что Центральные банки мира, совокупные резервы которых составляют \$10.9 трлн., покупают акции в резервы. Недавно прошел на опрос 60 представителей центральных банков, из которых 23% заявили, что владеют акциями или планируют покупать их. Известно, что Банк Японии сообщил 4 апреля, что удвоит инвестиции в ETF акций до 3.5 млрд. йен (\$35 млрд.) к 2014 году. Банк Израиля покупал акции первый раз в прошлом году, сейчас у него 3% резервах. Тогда как у Банка Швейцарии 12% резервов в акциях, а у Чешского национального банка доля акций составляет 10% в резервах. Сообщается, что центробанк Кореи держит 5.7% в акциях, в прошлом году начал покупать китайские акции.

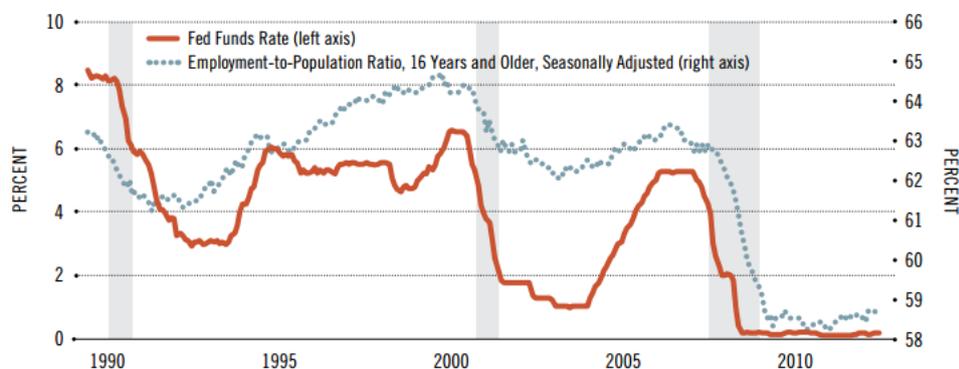
Традиционно банки держат госбумаги, как более ликвидные и надежные. Однако во многих странах ставки ниже инфляции, что снижает стоимость резервов. Заметим, что многие центробанки (включая Китай с его \$3 трлн. в резервах) не раскрывают структуру резервов, так что статистика по этому направлению неполная.

2) Еще нас удивило вчера, что центробанк Австралии сообщил, что начал покупать китайские государственные облигации, номинированные в юанях. И планирует разместить в них 5% резервов. До этого Центробанк Австралии в Азии инвестировал только в японские госбумаги. Так, неожиданно для нас юань становится полу-свободно-конвертируемым, поскольку в стране действуют законы, запрещающие свободное движение капитала, т.е. покупки внутренних бумаг иностранцами. Юань стал резервной валютой.

- Около 70% капитала крупных российских инвестиционных и брокерских компаний размещено за пределами страны, сообщил зампред ЦБ Сергей Швецов. Создаваемый мегарегулятор собирается изменить расклад. «Регулятивные нормы, надеюсь, приведут к тому, что значительная часть капитала будет аллокирована на российских юридических лицах, тем самым наши участники финансового рынка, пользователи услуг брокеров и дилеров получат большую защиту от кредитного риска, нежели это имеет право быть сегодня».

Вильям Галвин, глава исследований подразделения ФРС в СейнЛуисе, написал статью, что низкие процентные ставки вредят рынку труда. (см. [http://www.stlouisfed.org/publications/pub\\_assets/pdf/re/2013/b/low\\_interest\\_rates.pdf](http://www.stlouisfed.org/publications/pub_assets/pdf/re/2013/b/low_interest_rates.pdf)). Справа график из его публикации. Когда ставки низкие, коэффициент участия населения в рынке труда падает. Когда ставки высокие – растет. График выглядит убедительно, не так ли?

**The Federal Funds Rate and the Employment-to-Population Ratio**



SOURCES: Federal Reserve Board, Bureau of Labor Statistics/Haver Analytics.  
NOTE: The shaded areas indicate recessions.

рынку труда. (см. [http://www.stlouisfed.org/publications/pub\\_assets/pdf/re/2013/b/low\\_interest\\_rates.pdf](http://www.stlouisfed.org/publications/pub_assets/pdf/re/2013/b/low_interest_rates.pdf)). Справа график из его публикации. Когда ставки низкие, коэффициент участия населения в рынке труда падает. Когда ставки высокие – растет. График выглядит убедительно, не так ли?

Статья называется «Low Interest Rates Have Yet To Spur Job Growth» Галвин делает вывод, что политика ФРС вредит восстановлению. Он приводит следующую логику:

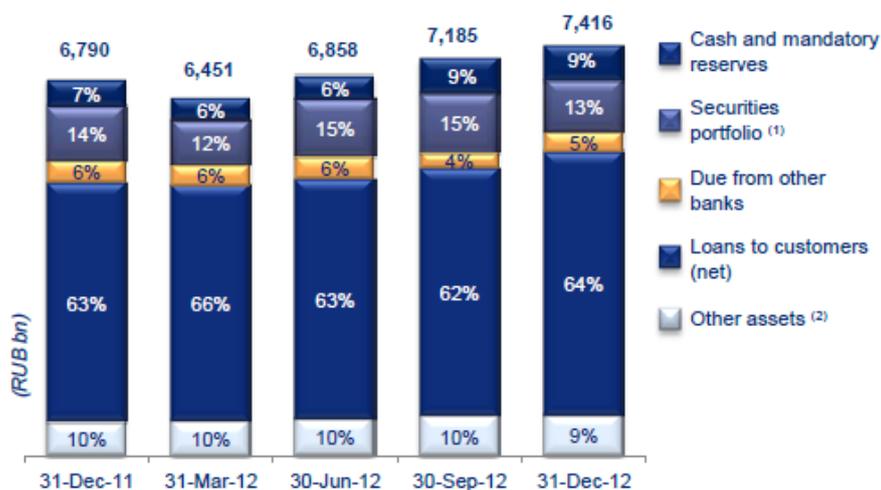
Низкие ставки влияют на инвестиции через взаимодействие рынка облигаций и рынка капитала. Когда ставки низкие, тогда отдача капитала инвесторов падает, пока инвесторам становится все равно, куда инвестировать в облигации или в капитал. Есть два сценария, как это влияет на рынок труда. В лучшем капиталист выбирает инвестировать больше в капитал и меньше нанимать работников (стоимость труда падает относительно упавшей стоимости капитала). В худшем работников увольняют пока маржинальная отдача капитала не падает до уровня сопоставимого с низкими ставками.

Логично, не так ли? Однако у нас есть следующие 1) корреляция не означает причинно-следственную связь. Плохая фаза бизнес-цикла означает падение коэффициента участия, поскольку люди разочаровываются в работе и перестают ее искать. Плохая фаза означает низкие ставки. Ставки регулируются с опережением, а разочарование приходит с запозданием, поэтому ставки изменяются раньше коэффициента (см. график), создавая иллюзию, что ставки двигают коэффициентом. 2) Маржинальный продукт капитала... Представьте логику. Бизнесмен должен думать примерно так: вот сейчас кризис, ставки стали низкие. Поэтому куплю-ка я станок-робот, который будет работать, а работника уволю.

Исследование показывает, насколько странным является наука экономика. Поскольку вопреки общему мнению, что низкие ставки «стимулируют», есть мнение, что низкие ставки вредят восстановлению и что их надо повышать. Ладно бы это говорил непрофессионал, но главный экономист из ФРС Сейнт Луиса...

- **«Норникель» переводит свой завод в Австралии Lake Johnston в режим консервации.** Это решение принято в рамках программы снижения производственных издержек. При текущих ценах на никель (\$15 тыс./т.) его производство нерентабельно. Metallurgical отрасль сейчас переживает тяжелые времена. На рынках затоваривание металла, цены уже навряд ли вернуться к прежним уровням. Консервация завода позволит сэкономить \$20-25 млн., что составляет примерно 1% прошлогодней чистой прибыли.

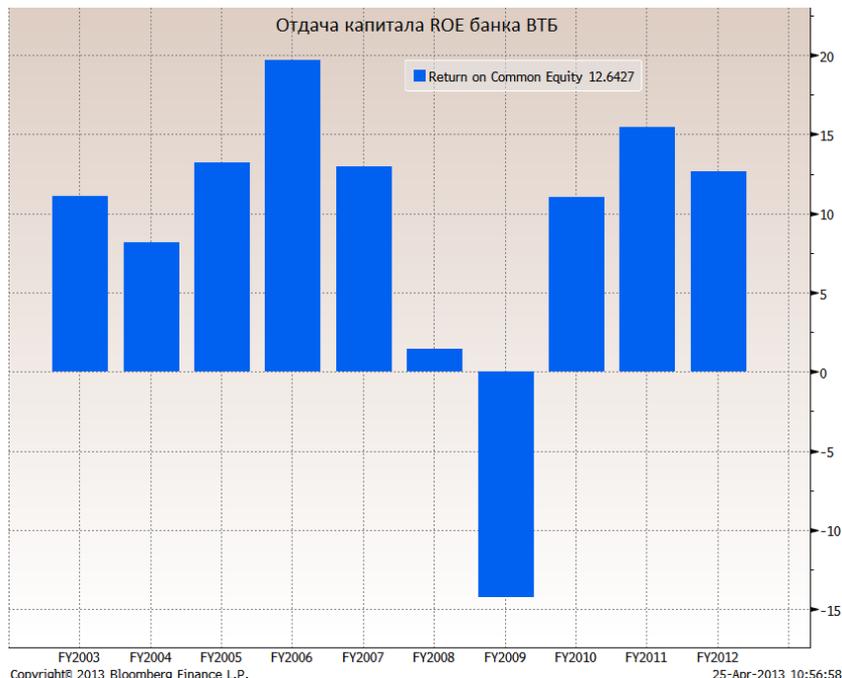
- **Группа «ВТБ» опубликовала финансовые результаты по МСФО по итогам 2012 года.** «ВТБ» (P/E=5,5), можно сказать, не удалось опередить прошлогодний показатель чистой прибыли: 90,6 млрд. руб. против 90,5 млрд. руб. годом ранее. Если посмотреть на чистую прибыль, приходящуюся на акционеров (to shareholders), то она даже будет ниже прошлого года: 85,8 млрд. руб. vs 89,4 млрд. руб.). Правда, порадовал последний квартал 2012 г., обеспечив «ВТБ» треть итогового результата - на уровне 30,4 млрд.



Структура активов

руб. - лучший квартал за год. Существенная доля прибыли обеспечена розничным бизнесом, в частности «ТКБ», «Банком Москвы» и «ВТБ24». Зампред правления «ВТБ» Г. Моос обещает, что в этом году чистая прибыль группы достигнет 120-140 млрд. руб.

«ВТБ» демонстрирует невысокую рентабельность собственного капитала в районе 12,6%, что соответствует средним показателям в банковской отрасли, но гораздо ниже прибыльности капитала «Сбербанка» (динамика рентабельности собственного капитала представлена на рис. справа). Из положительных факторов можно отметить, что группе удалось повысить норматив достаточности капитала до минимального с 9% до 10,3%.



Далее мы сравниваем эффективность деятельности «ВТБ» и «Сбербанка». С точки зрения акционеров наибольший интерес представляет показатель, характеризующий, сколько собственного капитала приходится на одну акцию (TBV на акцию). Нетрудно заметить, что «Сбербанк» демонстрирует динамичный рост этого показателя в районе 25% в среднем в течение последних 3 лет. «ВТБ» показывает разнонаправленную динамику. В этом году рост составил 33%, что на первый взгляд кажется well performing. Однако рост показателя обусловлен разовой операцией – роспуском резервов. После покупки «ВТБ» «Банка Москвы» выяснилось, что у банка высокая доля проблемных активов. Потребовалась санация «Банка Москвы» - правительство выделило «ВТБ» кредит на сумму 300 млрд. руб. через АСВ под смешные 0,51%. «ВТБ» купил ОФЗ у Минфина, процентная разница между рыночной доходностью ОФЗ и 0,51% помогла закрыть дыру в балансе банка. Вероятно, что отдельные потенциально проблемные активы «Банка Москвы»

Год	В пересчете на акцию, копеек				P/ Tangible BV
	Tangible BV на акцию	Рост	Прибыль на акцию	Цена на рынке	
FY2012*	5.9	33%	0.82	4.9	0.83
FY2011	4.4	-12%	0.85	5.9	1.34
FY2010	5.0	7%	0.56	10.1	2.01
FY2009	4.7	-17%	-0.61	6.9	1.48
<b>SPO, сент. 2009, цена 4.82 коп., допэмиссия +55.6% акций</b>					
FY2008	5.6	-2%	0.08	3.3	0.59
FY2007	5.8	5%	0.56	12.5	2.17
<b>IPO, май 2007</b>	<b>5.5</b>		<b>N/A</b>	<b>13.6</b>	<b>2.49</b>
FY2006	3.1	n/a	0.59		

Сбербанк РФ				
Date	Tangible BV	Рост	Цена акции, руб.	P/ Tangible BV
FY2012*	67.8	25%	97.2	1.4
FY2011	54.2	27%	79.4	1.5
FY2010	42.6	25%	104.4	2.4
FY2009	34.0	3%	83.1	2.4
FY2008	33.0	19%	22.8	0.7
FY2007	27.8	83%	102.3	3.7
FY2006	15.2	32%	92.2	6.1
FY2005	11.5	52%	37.7	3.3
FY2004	7.6	12%	13.9	1.8
FY2003	6.7	-2%	7.6	1.1
FY2002	6.9	14%	6.1	0.9
FY2001	6.0	n/a	2.2	0.4

\* цена акции за 2012 дается на сегодня

\* Цена акции за 2012 год дается на сегодня

оказались лучше ожиданий, что позволило переоценить активы и уменьшить резервы.

## Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



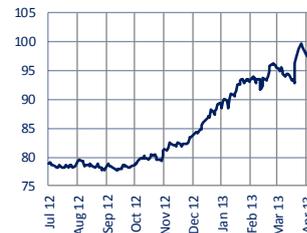
Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



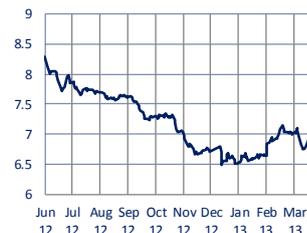
Нефть Brent, \$/барр.



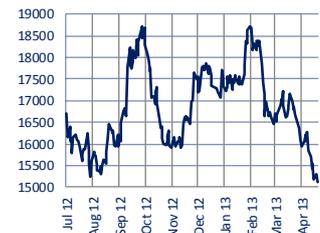
Золото, \$/Oz



Доходность гос.облг. РФ, ср.взвеш., %



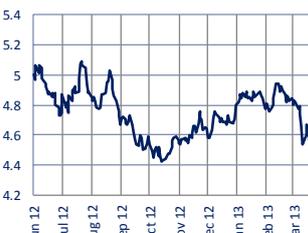
Никель, \$/тонна



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](mailto:cmp@pfc.ru)

Тимофеев Дмитрий Вячеславович  
Начальник аналитического отдела  
тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Рахимов Денис Владимирович  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

Вельяминова Катерина Сергеевна  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, [velyaminova@pfc.ru](mailto: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.