



## Коротко:

- Акции Европы по STOXX 600 (+0.76 вчера) в одном шаге от того, чтобы обновить посткризисный максимум, а США по S&P500 (+0.4% вчера) собирается новый исторический рекорд.
- Индекс ММВБ по-прежнему отстает, минус 0.3% вчера. Мы ожидаем, что российские акции хоть и будут расти, но не слишком бурно – тащиться вслед за развитыми странами.
- Путин вчера провел «прямую линию»<sup>1</sup>.
  - Отставка правительства в ближайшие, похоже, не ожидается, как это предполагали некоторые СМИ.
  - Инфляцию 2013 обещает на уровне 6%-5.9%. Мы не увидели признаков того, что Путин собирается свернуть с текущего пути «таргетирования инфляции».
  - Тарифы естественных монополий «подзаморозили» и они еще будут «поджиматься». Не хорошо для эл./энергетики, ФСК.
  - Пенсионную реформу обещает довести «в ближайшее время».
  - Обещает «несистемную» оппозицию сделать системной
- Рубль вновь укрепляется, 31.1/\$, этому помогает растущая нефть, Brent вчера добавил еще \$1 и стоит \$103/баррель.

## Развернуто:

Индекс ММВБ несколько раз внутри дня менял направление и закрылся минус 0.3%, «антимода» на Россию сохраняется и конца этому не видно.

Рост акций развитых стран, очень зависит от политики центробанка страны. Так, запуск «QE-бесконечность» в прошлом году уже вывел индекс S&P500 на новые исторические максимумы, и, похоже, на следующей неделе будут показаны новые высоты (S&P500 до максимума осталось 0.8%).

За последние дни ожидания снижения ставки ЕЦБ на заседании 2 мая стали повсеместными. В ответ на это, индекс STOXX Europe 600 за вчера вырос на +0.76%, собираясь показать новый посткризисный максимум. Это может случиться уже на следующей неделе (графики обоих индексов есть в конце обзора).

В Японии с осени прошлого года шла дискуссия об изменении денежной политики. Недавно Центробанк Японии официально поставил целью по инфляцию 2%, общепринятые для других развитых стран (см. таблицу дальше, текущая инфляция и официальная цель стран G-10). Достижение целевого показателя планируется к 2015 году.

## Ликвидные акции на ММВБ

ПолусЗолот (963.1)	4.8%
Сургнфгз (27.851)	4.1%
МТС-ао (271)	2.7%
Татнфт Зао (195.71)	2.6%
ФСК ЕЭС ао (0.11452)	2.2%
Сургнфгз-п (21.292)	1.9%
Система ао (25.928)	1.7%
Ростел -ап (80.02)	1.3%
СевСт-ао (262.9)	1.0%
Татнфт Зап (103.6)	0.9%
ММК (7.302)	0.6%
Ростел -ао (111.72)	0.5%
ВТБ ао (0.04575)	0.1%
Сбербанк-п (70.69)	0.1%
Уркалий-ао (233.39)	-0.2%
ЛУКОЙЛ (1959)	-0.3%
Магнит ао (6349.9)	-0.3%
Газпрнефть (129)	-0.6%
Аэрофлот (52.93)	-0.7%
Трансф ап (63480)	-0.7%
ОГК-5 ао (1.35)	-0.7%
ГМК Норник (5055)	-0.8%
Роснефть (216.84)	-1.3%
ГАЗПРОМ ао (122.96)	-1.4%
Сбербанк (96.47)	-1.5%
Новатэк ао (297.44)	-3.3%
РусГидро (0.516)	-4.2%

-5% 0% 5% 10%

## Колебания рынков накануне



<sup>1</sup> Текст прямой линии на <http://www.moskva-putinu.ru/>

Для этого в Японии началось «количественное смягчение на стероидах». Скорость «печатания» в Японии (то есть покупки активов), составляет \$75 млрд. в месяц (в пересчете из йен). Это можно сравнить с «QE-infinity» от ФРС с объемом \$85 млрд. в месяц. При этом, надо учесть, что экономика Японии в три раза меньше экономики США, так что денежная экспансия в этой стране не маленькая. С ноября 2012, момента обсуждения нового формата денежной политики, японские акции выросли по Nikkei 225 уже на +60% (!).

Оправдана ли такая реакция? Пожалуй, да. В 1999 году Бен Бернанке, будучи академиком, рекомендовал<sup>2</sup> именно такую денежную политику стране, считая, что она позволит покончить с «потерянным десятилетием». Япония даже пыталась проводить скромный вариант QE в 2003-2005 годах (первый в истории человечества эксперимент такого рода), и ответ экономики был положительным. Но затем случился кризис 2008 года.

Почему «печатание» способствует выходу из рецессии<sup>3</sup>? Потому что в кризис многие или некоторые экономические агенты стараются накапливать деньги. То есть перестают тратить. Отказ от трат лишает других части дохода, и объем экономики падает. В ответ на это желание накопить побольше денег прозапас нарастает. Возникает «порочный круг» и «плохой эквilibrium» (на птичьем языке экономистов)

Понятие «деньги» в экономике очень неопределенное. В них следует включать не только бумажные купюры и счета в банках, но и облигации и другие финансовые обязательства. В кризис растет спрос на определенную часть денег, которые считаются «надежными». Это обязательства государства или купюры, по которым невозможен дефолт. Спрос на золото отчасти отражает подобное накопительство – общая тенденция бегства за качеством. В кризис возникает ситуация когда в одной части экономики, «надежной» денег много, а в другой имеется «недостаток кредита» (credit crunch). Ненадежным оказывается весь частный сектор, которые не может «напечатать» деньги. Ненадежными оказались и страны периферии, как мы видели недавно.

Деньги в современной экономике преимущественно представляют собой финансовые обязательства одних перед другими. В кризис возникает ситуация когда *«кредиторы не хотят тратить, а закредитованные не могут»*. Это и приводит к снижению «агрегатного спроса», означающему сохраняющийся экономический спад.

G-10 Country	Headline Inflation Rate (%)	Target inflation rate
U.S.	1.5	2
Euro Area	1.7	<2.0
Japan	-0.9	2
U.K.	2.8	2
Canada	1	2.0(+/-1)
Australia	2.5	2.0-3.0
New Zealand	0.9	1.0-3.0
Switzerland	-0.6	<2.0P
Denmark	0.9	--
Norway	1.4	2.5
Sweden	0	2

<sup>2</sup> См [http://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke\\_paralysis.pdf](http://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke_paralysis.pdf)

<sup>3</sup> Мы рекомендуем прочитать книгу Пола Кругмана 2012 года «End this depression now», недавно вышел ее перевод на русский с названием «Выход из кризиса есть!»

<http://www.ozon.ru/context/detail/id/20058184/>

Также можно порекомендовать лекцию Бреда Делонга

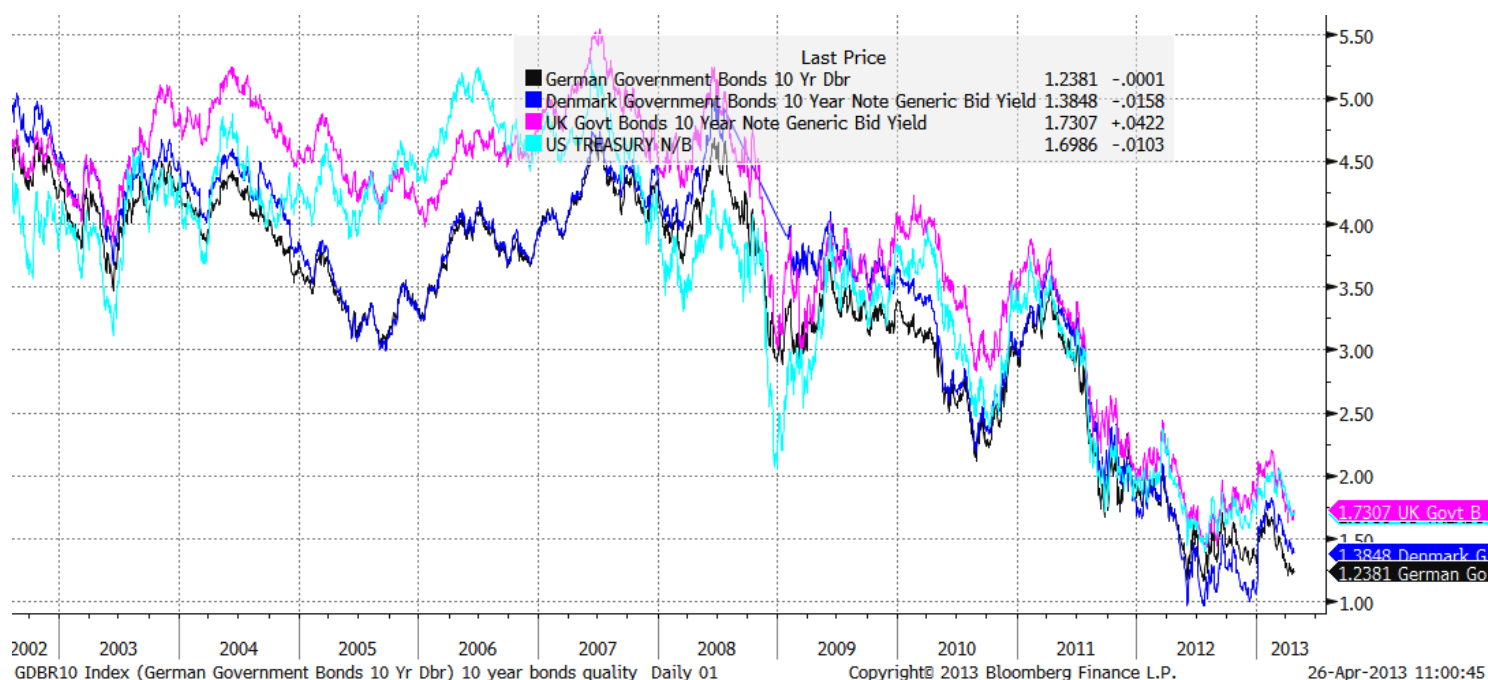
<http://delong.typepad.com/sdj/2013/04/macroeconomic-overview-talk-for-umkc-mba-students-april-1-2013.html>

Государство может облегчить выход из подобного состояния. Первый путь - это «напечатать». Центробанки на самом деле, «печатают» не сами деньги, а «банковские резервы». Если коммерческие банки будут пускать их в оборот, то произойдет расширение кредита в экономике. Так и происходит при нормальном бизнес-цикле, когда уровень страхов и неуверенности экономических агентов не высок.

Но в кризис банки, финансовая система в целом, не желает выдавать в кредит полученные резервы и копит ликвидность. Если «залить» ликвидностью систему, то кредит начнет расширяться. Стимулы копить ликвидность будут меньше, если есть ожидания инфляции. И наоборот, дефляция как была в Японии, означает, что держатель номинальных денег богатеет ничего не делая. Что еще больше заставляет копить и меньше тратить.

Бернанке в 1999 году предлагал поднять цель по инфляции в Японии до 3-4%. Кругман и другие экономисты рекомендуют временно установить цель по инфляции на уровне 4%. Это позволит вытолкнуть экономических агентов из состояния накопительства (у экономистов есть термин для накопительства: «тезаврация»). Уровень инфляции в 4% не является каким-то страшным, он был во времена 2-го срока Рейгана. К слову, текущая цель правительства и ЦБ РФ – достичь инфляции в 4%.

Кроме монетарной политики может помочь правительство, которое может и должно увеличить дефицит и закрыть потерянную часть «агрегатного спроса». Вокруг фискальной политики много вопросов, которые мы не можем обсуждать сейчас («линчеватели облигаций», «доверие», величина фискального мультипликатора и так далее). Но выпуск облигаций правительства также увеличивает предложение «надежных денег» в экономике, и при достижении точки насыщения экономические начнут тратить сами.



Фискальная политика крайне действенна в кризис, и, к сожалению, этот механизм сейчас плохо задействован слабо. Проиллюстрировать избыточный спрос на надежные деньги может график доходности 10-ти летних облигаций надежных стран, где ставки на 10 лет ниже целевой

инфляции. Люди осознанно идут штраф, в виде минуса по реальным ставкам. Цель - надежность.

В нынешних условиях антикризисным ответом занимаются преимущественно Центробанки. Их усилия помогают, но не могут решить кардинально ситуацию без участия правительств.

Поэтому выход из кризиса будет долгим и затруднительным. Весь мир превратился в Японию 90-х. Высокая безработица, похоже, надолго. Желательно увеличение дефицитов бюджетов и размеров трат во всех странах. Госдолги нужно отдавать, когда экономика работает нормально.

Реакция фондовых рынков на дополнительное смягчение денежной политики» является верной. Мы аплодируем тому, что ЕЦБ готов снизить ставку еще. Вот наш список пожеланий к Центробанкам таков:

- 1) ФРС поднимает цели по инфляции на будущие 5 лет до 4% и обещает «печатать» все более возрастающими темпами, если потребуется для достижения цели.
- 2) ЕЦБ снижает ставки насколько может, декларирует начало «бесконечного QE», наподобие ФРС.
- 3) Будет лучше, если ЕЦБ откажется от установленного его уставом мандата по инфляции «чуть меньше 2%» и временно поднимет цель до 4%.

Однако, это все фантазии. Мир еще минимум несколько лет будет жить со слабой экономикой и низкими процентными ставками.

## Разное:

- Продолжается **ралли на рынке ОФЗ**. На графике представлена доходность к погашению облигации с гашением в 2022 году, вчера был показан новый рекорд. Снижению доходности способствуют падающие инфляционные ожидания, ожидаемое смягчение денежной политики ЦБ РФ, приток спекулятивных денег в рублевые ОФЗ из-за рубежа (погоня за доходностью при нулевых ставках в мире).



- Ведомости пишут, что наблюдательный совет **ВТБ** принимает схему допэмиссии акций, с целью провести ее в мае. Объем эмиссии 100 млрд. рублей (примерно 1/6 капитала «tangible bv» составляет 616 млрд.). Продаваться акции будут так, чтобы у правительства осталась доля не ниже 60%, сейчас у него – 75.5%. Текущая цена ВТБ по p/tangible bv = 0,8. Инвесторы потребуют скидки на размещении (от «нормальных» 5% до 20% которые, якобы просит фонд Катара). Так, что допэмиссия ВТБ будет «размывающей» стоимость нынешних акционеров. Не очень хорошо для курсовой цены.

- 
- Вчера Путин заявил, что- **Центробанк РФ проводит “слишком жесткую” денежно-кредитную политику**, которая, направлена на снижение инфляции поэтому **является “в значительной степени обоснованной”**. “Это в интересах граждан проводится и в интересах экономики”. Из этого мы делаем вывод, что тренд на дисинфляцию сохраняется и вряд ли мы увидим значительное снижение ставок ЦБ РФ. Наиболее вероятно, что минус 0.25% -- ставка на столько же была понята осенью.
  - Тем не менее, мы повторяем прогноз, что экономика РФ переживает пик рублевых ставок прямо сейчас . Еще новость на эту тему:  
**Сбербанк России в мае может снизить ставки по кредитам**, сообщил старший вице-президент Сбербанка Александр Базаров на брифинге в Екатеринбурге в четверг  
Интерфакс/Блумберг: "На самом деле, мы их уже начали корректировать в феврале, когда было их первое снижение, не дожидаясь здесь никаких высоких совещаний (вопросы ставок обсуждались на совещании с участием президента РФ Владимира Путина 22 апреля). Тенденция продолжится, и мы очень рады, что руководство страны наконец-то озадачилось этой проблемой, потому что долго идут дискуссии на разных уровнях с разными руководителями о том, что это нужно делать, и Сбербанк не должен быть единственным банком, который идет вопреки тренду и снижает ставки, когда все остальные банки - нет. (. . .) В мае, наверное, это (снижение ставок) произойдет, вопрос в том, какого мая"
  - Путин вчера на прямой линии заявил, что в период приватизации в России в окружении Анатолия Чубайса работали кадровые сотрудники американских спецслужб. "В окружении Анатолия Борисовича в качестве советников, как выяснилось сегодня, работали кадровые сотрудники ЦРУ США. Но смешнее то, что по возвращению в США их привлекали к суду за то, что они в нарушение законов своей страны обогащались в ходе приватизации в Российской Федерации и не имели на это право как действующие офицеры разведки", -

## Местное:

---

- Пермский моторный завод сообщает, что собирается инвестировать 3.5 млрд. рублей и организовать производство двигателя тяги 9-18 тонн (проект «ПД-14»), серийное производство с 2016/2017.  
Как сообщает Википедия, <http://ru.wikipedia.org/wiki/ПД-14>, этот двигатель устанавливается на ближнемагистральные самолеты МС-21, которые должны заменять Ту-154 и Ту-204 в 2016-2020 гг..  
См. <http://www.newsko.ru/news/economy/industry/25/04/2013/pmz-nachal-podgotovku-k-seriynomu-proizvodstvu-dvigatelya.html>

# Конъюнктура:

Индекс PTC



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



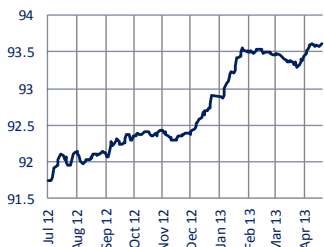
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



Никель, \$/тонна



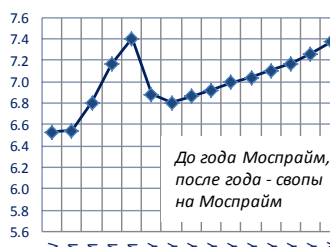
ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



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](mailto:cmr@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.