



Коротко:

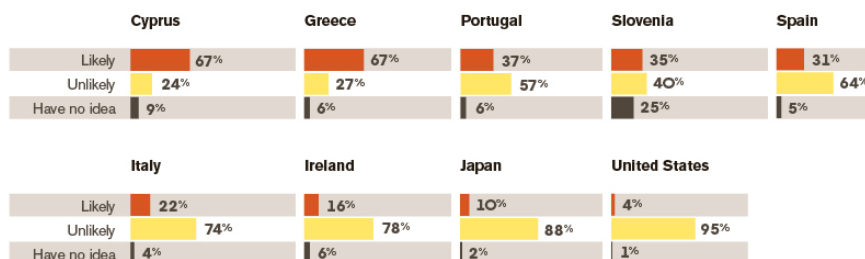
- Рынки акций вчера мало изменились - в США и Великобритании вчера были праздники

Развернуто:

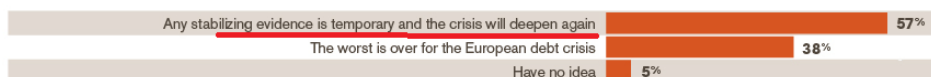
STOXX Europe 600 +0.3%. Индекс ММВБ слегка снизился, минус 0.2%.

Europe

For each of the following countries, please indicate if you think it is likely or unlikely it will default on its sovereign debt.



Based on your observation of European bond markets, do you think:



15 мая Блумберг опубликовал результаты опроса своих пользователей. Иконографика выше отражает один из результатов¹. Подавляющее большинство ожидает дефолтов Греции и Кипра, и также большинство не верит в устойчивость снижения доходностей облигаций периферии Еврозоны, ожидая нового обострения кризиса. Так что в головах инвесторов и аналитиков (а это аудитория Блумберг) кризис до сих пор продолжается. Это может быть важнейшей причиной того, что российский фондовый рынок по-прежнему дешев и не хочет расти.

Крах 2008 года, как и кризис Еврозоны 2010-2012 гг. являются эндогенными. Бегство вкладчиков, набеги на рынки долгов, бегство от национальной валюты и бегство от рискованных активов (акций) в номинальные безрисковые (облигации) имеют общее свойство - то есть, связаны с реакцией участников на действия других участников рынков. Пузыри и «обратные пузыри» (крахи) на общем, коллективном уровне выглядят иррациональными, поскольку действия участников по

Ликвидные акции на ММВБ

| | |
|---------------------|-------|
| Ростел -ап (76.47) | 1.4% |
| ММК (7.38) | 0.4% |
| Трансф ап (68919) | 0.3% |
| Магнит ао (7047.7) | 0.3% |
| Новатэк ао (324.19) | 0.2% |
| Татнфт Зао (199.54) | 0.2% |
| Сургнфгз (25.233) | 0.1% |
| Татнфт Зап (96.59) | 0.1% |
| Газпрнефть (125.5) | 0.0% |
| Аэрофлот (50.1) | 0.0% |
| Уркалий-ао (227.44) | -0.1% |
| ГМКНорНик (4600) | -0.1% |
| Сургнфгз-п (19.552) | -0.2% |
| ОГК-5 ао (1.26) | -0.2% |
| МТС-ао (264.49) | -0.2% |
| ПолусЗолот (949.7) | -0.3% |
| ФСК ЕЭС ао (0.1296) | -0.3% |
| ВТБ ао (0.04663) | -0.5% |
| СевСт-ао (258.7) | -0.5% |
| Сбербанк-п (75.27) | -0.5% |
| Сбербанк (102.5) | -0.6% |
| ЛУКОЙЛ (1997.6) | -0.6% |
| ГАЗПРОМ ао (119.26) | -0.6% |
| Роснефть (211.23) | -0.6% |
| Система ао (26.92) | -0.7% |
| Ростел -ао (105.34) | -1.1% |
| РусГидро (0.518) | -1.5% |

¹ Подробнее см.: <http://www.bloomberg.com/infographics/2013-05-15/bloomberg-global-economic-poll.html>

спасению собственных средств и получению прибыли приводят к обратному результату – почти все в системе становятся беднее.

Противостоять этому рыночная система сама по себе не может. Требуется вмешательство властей. Во-первых, власти задают правила, по которым сформирована вся система. Например, это требования к достаточности капитала («подушка», защищающая от возможных потерь) или система страхования вкладов (снимающая стимул бегства капиталов) или ограничения на движения капитала (чтобы уменьшить спекулятивную активность) или повышение ставок (что нужно делать вовремя, чтобы остановить надувающийся пузырь).

Во-вторых, когда правила не удерживают систему от кризиса, власти должны обеспечить адекватный ответ. На макроэкономическом уровне это фискальный и монетарный стимул, плюс, «починка» финансовой системы. Но политическая система не всегда может дать подобный ответ. Власти Германии должны прислушиваться к мнению электората, не желающему «кормить греков». Держатели облигаций не хотят ускорения QE и большей инфляции (и, даже, хотят дефляции), поскольку это делает более ценными их облигации. Консерваторы (представляющие «партию богатых») не желают увеличения доли государства в экономике и поэтому требуют сокращения затрат, сокращения дефицитов, даже, если результатом становится падение экономики².

На все это накладываются бесконечные дебаты в экономической среде. В социальных науках невозможен контролируемый эксперимент (нельзя поставить РФ снова в 2008 год и изменить один из параметров, например ставки, чтобы понять изменённую реакцию системы). Поэтому аргументы сторонников «аскетизма» звучат почти также убедительно как сторонников кейнсианского лагеря. В социальных науках и на финансовых рынках даже откровенные шарлатаны выглядят как ученые, как минимум, в глазах обывателей.

Это порождает мало предсказуемую политическую и социальную динамику. Вполне возможна ситуация, когда власти пойдут по ложному пути, установят правила, способствующие кризису, как дерегулирование банков и финансовой системы США 1990-2000-х гг. Становится возможной ситуация когда власти не захотят обеспечить антикризисный ответ, как это было с конгрессменами США, которые не хотели давать деньги министру финансов США Полсону даже в разгар финансового кризиса осенью 2008 г. Возможна ситуация когда ЕЦБ в 2011 г. повышает ставки в разгар кризиса европейских долгов, борясь с фантомом инфляции. Все это делает инвестиции на финансовых рынках мало предсказуемыми и рискованными.

² Дебаты по поводу «фискального аскетизма» в последнее время обострились после обнаружения ошибки в работе Рогофф-Райнахрт. Один из интеллектуальных аргументов сторонников сокращения дефицитов оказался ложным (мы писали об этом). В своем блоге delong.typepad.com/sdj/2013/05/accurate-and-inaccurate-ways-of-portraying-the-debt-and-growth-association.html Бред Делон указывает, на смехотворность аргумента «аскетов», что рост долга снижает темпы роста. Размер сокращения измеряется сотыми долями процента.

Вот перечень антикризисных мер, которые дает³ Бред Делонг и «команда-К» (Кругмана), представляющих кейнсианский лагерь:

1. Нулевые ставки по краткосрочным безрисковым инструментам
2. Повышение целей по инфляции (с 2% до 4%)
3. Cramdown (реструктуризация долгов по решению суда вопреки возражениям кредиторов)
4. Рекапитализация банков
5. Другие формы прощения долгов чтобы помочь процессу «делевериджинга» (deleveraging)
6. Quantitative easing
7. Экспансионистская фискальная политика

Реализация этих мер позволяет выходить из кризиса, движение по их преждевременному сворачиванию – затрудняет.

Крайне трудно угадать, когда и где система или политики дадут сбой и свернут с этого пути. Мало того, что инвестору нужно понимать суть экономических дебатов. Нужно пытаться понимать каковы политические предубеждения отдельных политиков, к чему они будут склоняться, как отреагирует система, как политики отреагируют на это.

Предвидеть это вряд ли возможно, даже не смотря на то, что на любое движение рынка найдется соответствующий прогноз. Каков выход? Можно действовать по тенденции, “trend is your friend”, хоть это и не выглядит круто. Должна помочь диверсификация по классам активов, валютам, странам и стратегиям. Не нужно увлекаться рычагом, поскольку в случае неблагоприятного развития событий случится маржин-колл, не удастся пересидеть «просадку», и просто не будет денег, чтобы отыграть потери обратно, когда рынки начнут восстанавливаться.

Разное:

- Недавно ставки по ОФЗ в «длинном конце» вновь подросли. Справа мы сравниваем доходность 15-ти летней ОФЗ с колебаниями доходности американских «десяток». С 2013 года колебания происходят совместно, что можно интерпретировать как влияние межвалютного «carry-trade» и поиска инвесторами доходности. Снижающиеся ставки по американским бумагам заставляют искать доходные инструменты вложений в других странах, и часть этого потока денег перепадает России. Отчасти это согласуется и с валютной динамикой,

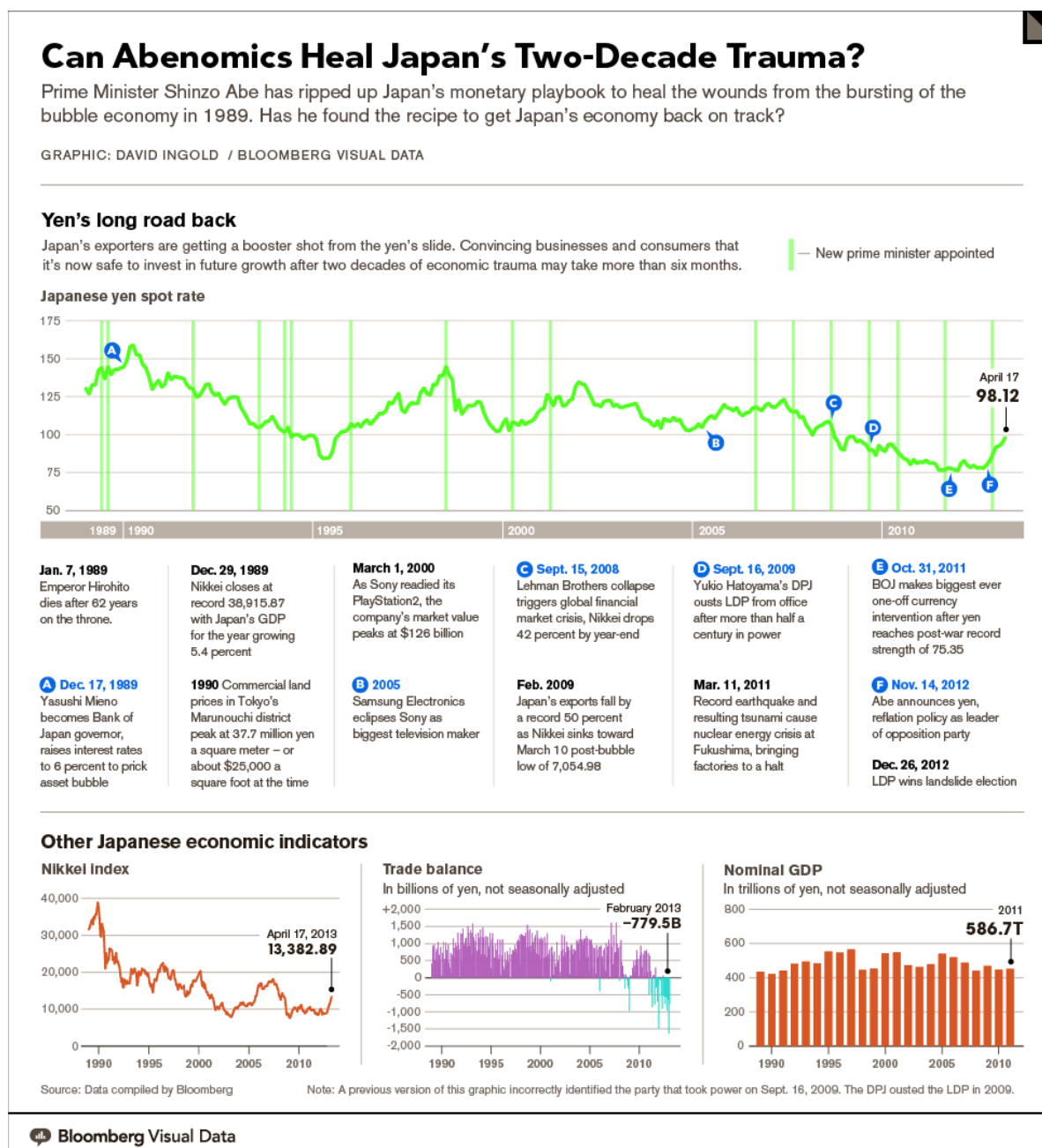


³

delong.typepad.com/sdj/2013/05/there-is-a-substantive-analytical-point-at-issue-between-reinhart-reinhart-rogooff-and-krugman-and-me-that-it-would-be-nice.html

например, пик укрепления рубля пришелся на конец января (было ниже 30 руб./\$). А пик ослабления (почти 32 руб./\$) был в апреле. Итак, если верить в то, что американские длинные облигации будут падать (доходность расти) по мере выхода из кризиса, то это может негативно отразиться на ценах ОФЗ. Хорошие данные по экономике США = негативный знак не только для госбумаг США, но и ОФЗ.

- На сайте Блумберг есть набор визуальных данных по экономической и финансовой тематике, см. <http://www.bloomberg.com/visual-data/>. Мы любим графики. Люди вообще хорошо понимают визуальную информацию, следом идет смысловая (истории), и очень плохо понимают цифры. Графики позволяют закрыть этот разрыв восприятия. Вот пример, описывающий два потерянных десятилетия Японии, история курса Йены с основными вехами (график + «истории»).



- Московская биржа делает шаги в сторону развития срочного рынка. Так, на бирже планируется запуск первого фьючерса на иностранные акции, который может состояться уже в июне. В качестве иностранного

актива выступают обыкновенные акции Yandex. ФСФР уже зарегистрировала спецификацию контракта, согласно которой речь идет о расчетном фьючерсе, причем котировки будут транслироваться с NASDAQ. За Yandex последуют и другие российские компании с иностранной пропиской, что позволит, с одной стороны, увеличить ликвидность акций, а с другой стороны, расширить перечень торгуемых инструментов на бирже.

- Росимущество корректирует планы по приватизации. По словам главы

ведомства О.Дергуновой ни одна компания из списка не исчезла. Однако сроки по ряду пакетов были передвинуты, причина – слабость российского рынка. В частности пока была отложена дальнейшая приватизация «ВТБ», недавно доля государства была уменьшена с 75,5 до 60,9%. На год была отложена продажа пакета «Совкомфлота». «Алроса» по-прежнему должна быть приватизирована к концу 2013 г.

- «Аэрофлот» планирует укрупниться. Власти хотят объединить «Аэрофлот» с одним из конкурентов на российском рынке.

Наиболее предпочтительным вариантом считается консолидация с «Сибирью». Причем последнюю планируют специализировать в лоукостера. Следует добавить, что на этой неделе намечена приватизация 25,5% пакета «Сибири», и основные претенденты на этот пакет - Филевы, основные владельцы «Сибири», желающие полностью приватизировать авиакомпанию для улучшения эффективности управления. Однако, если заявки на пакет авиакомпании будут ниже первоначальной цены или нарушены условия квалификационного отбора, то пакет может отойти в управление одной из госструктур. Кто победит пока остается не ясным, но очевидно, что рыночные механизмы работают эффективнее без вмешательства государства в данном контексте.

- «Камаз» задумал масштабную инвестпрограмму. Общая сумма запланированных инвестиций до 2020 г. составляет 62 млрд. руб. В 2013 г. на эту цель будет направлено 9 млрд. руб., около 40% которых будет покрыто за счёт чистой прибыли. Оставшуюся сумму компания намерена привлечь на рынке. Проблем с этим возникнуть не должно, отношение чистый долг/EBITDA₂₀₁₂=1. К тому же в силу целевого характера привлечения средств компания получит компенсацию процентной ставки из бюджета в размере 90% ставки рефинансирования. Компания сейчас модернизирует линию по выпуску кабин Daimler, также рассматривается проект СП по выпуску мостов, тоже Daimler. Каждый из проектов требует инвестиций примерно по 6 млрд. руб. Массовый переход на новый модельный ряд в компании запланирован в 2015-16 гг.

Сроки продаж

| | ПЛАН РАБОТЫ МИНЭКОНОМРАЗВИТИЯ | ПРОГРАММА ПРИВАТИЗАЦИИ |
|--------------|----------------------------------|---------------------------------------|
| «Алроса» | | |
| доля | 7% | Прекращение участия |
| срок | IV квартал 2013 | До 2016 |
| «Интер РАО» | | |
| доля | 14,8% | Прекращение участие |
| срок | IV квартал 2013 | До 2016 |
| «Совкомфлот» | | |
| доля | 25% акций минус 1 акция | 50% минус 1 акция |
| срок | IV квартал 2014 | 2012–2013 |
| РЖД | | |
| доля | 5% | 25% минус 1 акция |
| срок | IV квартал 2014 | 2012–2013 |
| доля | 20% | |
| срок | IV квартал 2016 | |
| ВТБ | | |
| доля | 11% | Прекращение участия |
| срок | IV квартал 2015 | 2016 |
| «Транснефть» | | |
| доля | 3,1% | Сократить участие до 75% плюс 1 акция |
| срок | IV квартал 2015 | До 2016 |

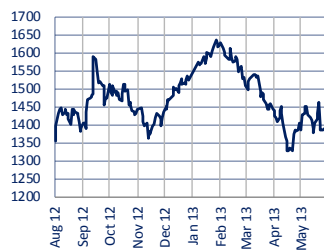
ИСТОЧНИК: ПРАВИТЕЛЬСТВО РФ И МИНЭКОНОМРАЗВИТИЯ

Местное:

- **«Коммерсантъ» сегодня публикует статью о новой вехе в истории структуры собственности «Мотовилихинских заводов».** Бывший акционер, кипрская компания Martock Trading подала иск на «Русинвест» в суд с требованием вернуть порядка 20% акций пермского завода с формулировкой «истребование акций из чужого незаконного владения». Этот пакет, по мнению Martock Trading, был незаконно передан «НЛ Метал Холдинг Б.В.» и «Буенсли Б.В.», пермским бизнесменам во главе с исполнительным директором предприятия Вагаршаком Саркисяном. Источники, близкие к «Мотовилихинским заводам» отмечают, что шансы выиграть дело у Martock Trading невелики, поскольку сделка по продаже акций в 2008 г. носила технический характер, и Martock и «Русинвест» имели один и тех же бенефициаров. Удовлетворение иска может быть выгодно «Уралвагонзаводу», претендующему получить контроль над предприятием..

Конъюнктура:

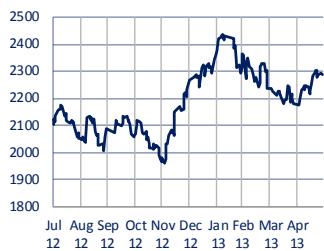
Индекс РТС



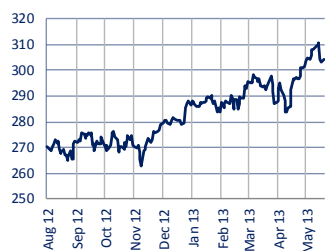
S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



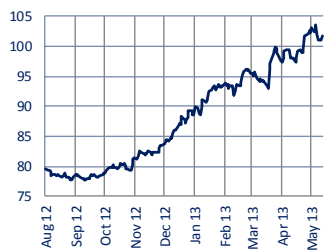
Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



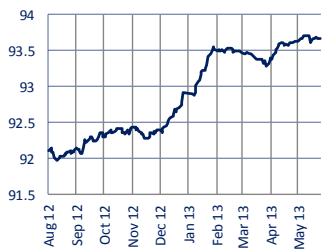
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



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, 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.