



## Рынки накануне:

### Лидеры изменений на ММВБ



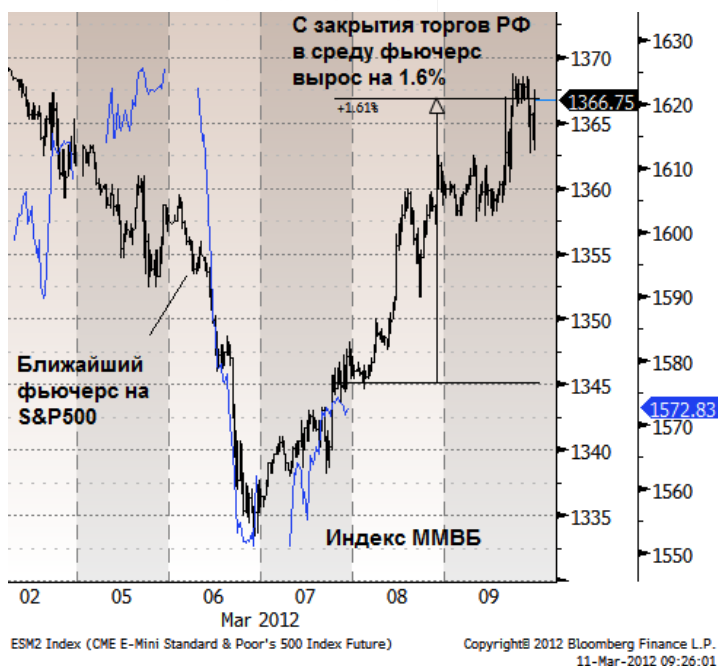
На конец дня 8 марта был назначен срок сбора заявок на добровольный обмен долгов Греции. По ходу сбора заявок были утечки, что нужный объем набирается, рынки росли. Результаты были объявлены утром в пятницу 9-го, набралось заявок 83.5%, при необходимом пороге в 66%. С применением меры принудительной реструктуризации по греческому праву (CAC – collective action clause) участие достигнет 95.7% из абсолютной цифры обмениваемого долга в €206 млрд. Рынки еще немного подросли, так что сегодня российский рынок должен открыться на пару процентов выше (см. график слева). В воскресенье Россия будет торговаться с арабскими странами, где выходной приходится на четверги-субботы (по разным странам), да Израилем (где пятница – суббота это шаббат).

Применение CACs предполагает, что это «кредитное событие», «реструктуризация» в терминологии ISDA. Это повлечет срабатывание свопов на кредитный дефолт (CDS), которые по нетто-счету оцениваются в \$3 млрд. В рамках этого 19 марта должен пройти аукцион, чтобы выявить остаточную (recovery) стоимость бумаг. Судя по текущим котировкам, она составит около 25% от номинала (а новые 30-ти бумаги Греции со средним купоном около 3% будут торговаться под 12% годовых). Так что чистые выплаты по CDS Греции будут всего-то \$3 млрд. \* (100% - 25%) = \$2.25 млрд.

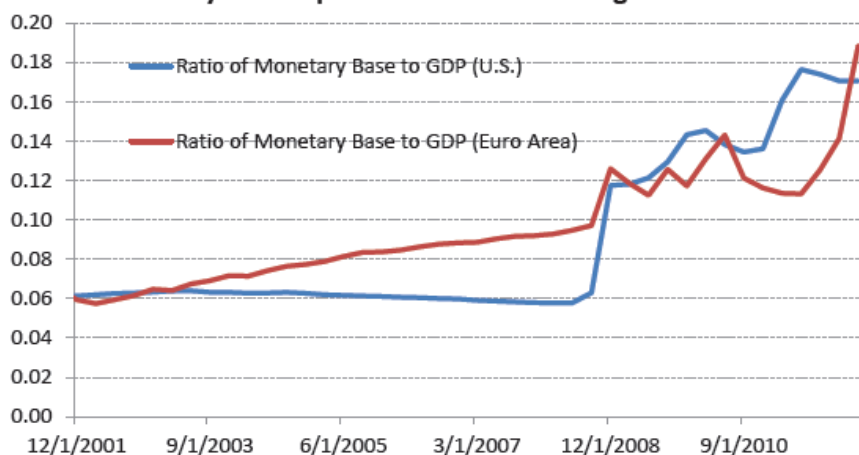
Эта цифра является просто мизерной по сравнению с размером долга в €206 млрд. и размером «прощения» в €206 \* 53.5% = €110 млрд. Не очень ясно, стоило ли ломать столько копий, чтобы избежать срабатывания CDS, на страхе, что выплаты по ним приведут к «эффекту домино».

Выплаты должны будут осуществлять продавцы данных контрактов, среди которых есть два вида. 1) Продавцы «покрытых» контрактов, которые выписывают CDS и одновременно «шортят» облигации Греции. Они зарабатывают на арбитраже, и не несут особого риска. 2) Те, кто продали контракт, чтобы получить «экспозицию на греческий кредитный риск» (credit risk exposure). До срабатывания, они получают поток ежегодных платежей, но в случае дефолта несут потери.

В прошлые месяцы обсуждалось, что если Греция не проведет реструктуризацию долга, то ЕС не выделит второй транш. А тогда, 20-го марта, когда должен был гаситься выпуск облигаций на €14.5 млрд., был бы объявлен «настоящий» дефолт. Сколько не говори халва, во рту слаще не будет. Все эти события по Греции интересны, но, мы подчеркиваем, уже не несут большого смысла для рынков. Именно поэтому реакция очень ограничена. Судьба рынков связана с восстановлением экономики и нормального функционирования кредита. В этой части мы остаемся оптимистами. Действия ЕЦБ повернули тренд вспять.



## Monetary Base Expansion in Euro Area Larger Than in U.S.



Source: Bloomberg

BloombergBriefs.com

- Bloomberg предлагает взглянуть на график величины денежной базы в США и ЕЦБ, нормированной ВВП. Две порции вливаний свежих евро по трехлетним LTRO довели соотношение «денежная база» /ВВП до уровней чуть выше, чем в США.

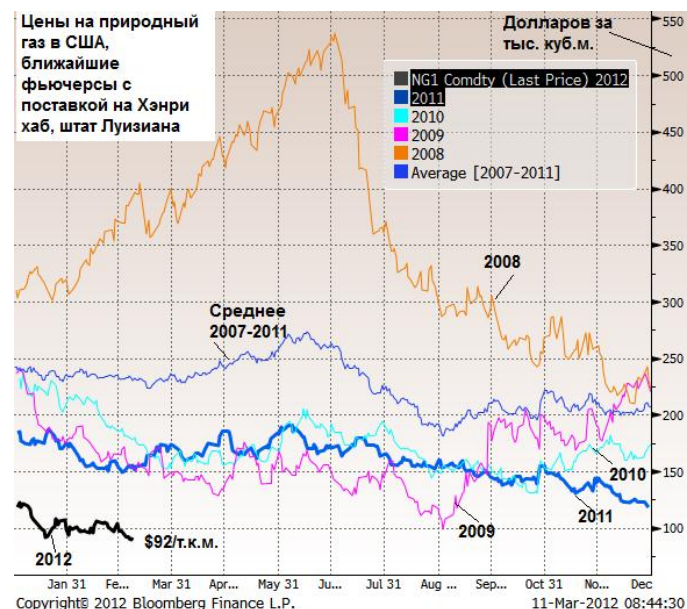
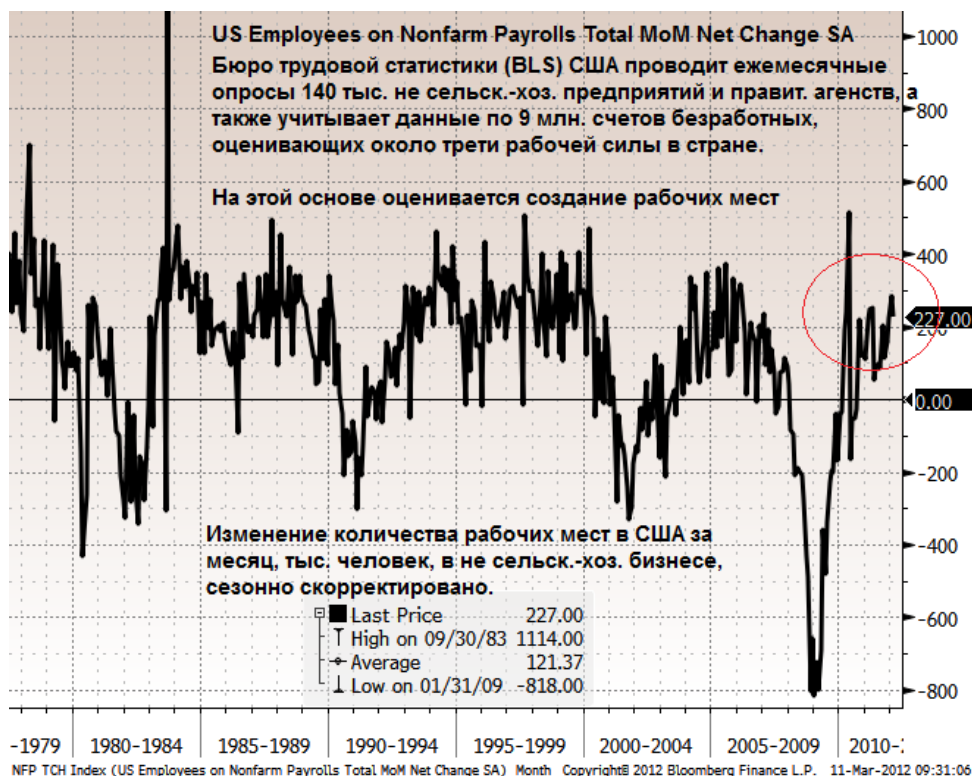
Хорошо заметно, что на рубеже 2010/2011 года, когда ФРС занималась второй порцией «печатания» (QE-2), ЕЦБ, напротив, изымала ликвидность из экономики, чем, похоже, и вызвала обострение долговой проблемы. Поскольку политика QE-2 в США сработала и ведет сейчас к росту

экономики, можно предполагать, что и в Еврозоне она окажет благотворное воздействие.

- Один из индикаторов, по которым можно оценить развитие экономики - это создание рабочих мест. На графике слева показаны ежемесячные изменения (в тыс.) из трудовой статистики США. Данные были опубликованы в пятницу и были одним из факторов продолжения роста фондового рынка США. В феврале было создано 227 тыс. рабочих мест, что находится на одном из самых высоких уровней за время кризиса. Так что тенденция по снижению безработицы является устойчивой. Безработица в США также была опубликована в

пятницу это 8.3% в феврале, столько же было в январе и по сравнению с 10% в ноябре 2009 и «естественным» уровнем в 5.5%. Заметим, что безработица считается по методологии МОТ и в процентах от числа «желающих» и «способных» работать. Это число не является устойчивым, поскольку у людей то появляется желание выйти на рынок труда, то они разочаровываются в нем. Так что данные по созданию рабочих мест и безработице находятся в не прямых отношениях.

- Цены на газ в США продолжают оставаться крайне низкими. В центре расчетов, на хабе Хэнри ближайший фьючерс находится на уровне \$92 за тыс. куб. м. Столь низкая цена держится уже с января 2012 года и ее повышению даже не помог сезонный холод. Революция сланцевого газа в действии. В этой связи



остаются вопросы, насколько технология добычи сланцевого и труднодоступного газа (tight) газа из метановых пластов может изменить ландшафт в Европе и поколебать позиции «Газпрома». Начало активного бурения сланцевого газа в США пришлось на начало 2000-х годов. Потребовалось около 6-8 лет, чтобы эффект стал понятен, была оценена экономика и рынок почувствовал этот объем. На основании этой цифры мы рискуем предположить, что потребуется еще 4-5 лет, чтобы был понятны возможные эффекты добычи подобного газа в Польше, на Украине или в Китае. До этого времени перспективы сбыта ямальского и приобского газа «Газпрома» будут оставаться под вопросом.

«Газпром» добывает около 550 млрд. куб.м. за рубеж (включая ближний) продается около 140 млрд. куб. и около 300 млрд. куб. метров внутри страны. (есть еще объемы закупок на стороне, включая С. Азию, есть еще «технологические потери», так что цифры не обязательно должны сходиться). Из приведенных расчетов понятно, что основной рынок сбыта «Газпрома» находится в нашей стране. Здесь продолжается повышение тарифов до «равнодоходного» с Европой уровня (минус транспорт, минус пошлина в 30%). Текущие средние цены в России составляют \$90 за тыс. куб. м., а «равнодоходные» - около \$152 за тыс. куб., что почти на 50% выше (см. на сайте Федеральной службы по тарифам). Так что баланс должен сходиться – «Газпром» будет наращивать прибыль от продажи газа в России и, может быть, терять от снижения цен по зарубежным контрактам.

Если «Газпром» поднимет цену для 300 млрд. куб.м. на \$62 за тыс. куб., эффект от этого составит +\$18.6 млрд. Пусть, «Газпрому» придется подвинуться на \$50 за тыс. куб. по 140 тыс. (с текущих цен около (с текущих цен около 300+), снижение прибыли составит \$7 млрд. В чистом остатке

\$11.6 млрд. прибыли. Без сомнений, какую-то часть из нее заберет себе правительство через повышение НДС. Но даже после этого «Газпром» должен остаться с прибылью около \$40 млрд., и по этому показателю он будет одной из самых прибыльных компаний планеты.

- Страхи рынка по поводу Италии очень быстро развеялись. Сейчас по котировкам CDS Италия выглядит вполне пристойно и даже адекватно своему рейтингу. Программа ограничений нового премьера Марио Монти,



похоже, убедила рынки.

Чего нельзя сказать об Испании, которая продолжает сохранять большой дефицит бюджета. Интересно, что доходность 10-ти облигаций Италии сейчас 4.8%, заметно лучше чем у Испании – 4.96%.

Исходя из графика можно попенять на то, что Россия (как и много других стран) могли бы заслуживать лучшего рейтинга, чем его дает S&P.

- «Сбербанк» возобновляет кредитование физических лиц под залог ценных бумаг. Такая возможность существовала до 2008 года, однако из-за кризиса банк отказался от выдачи таких кредитов. Теперь данный вид кредитования восстанавливается, однако в залог будут приниматься только акции самого «Сбербанка». Кредит будет оформляться в виде сделок РЕПО, минимальная сумма – 500 тыс. рублей. В ближайшее время банк определится с условиями и через какие офисы будет оформлять кредиты: свои или «Тройки-Диалог».
- «Новатэк» по итогам 2011 года заработал 56,7 млрд. рублей чистой прибыли без учета переоценки проекта «Ямал СПГ», что на 45% выше аналогичного показателя годичной давности. Выручка компании выросла на 50,5% до 175 млрд. рублей. Улучшению финансовых показателей способствовал рост добычи газа в 2011 году на 42% (включая долю в «Сибнефтегазе»). Сейчас компания торгуется с P/E=21.8, что на наш взгляд, в полной мере отражает все перспективы компании по наращиванию добычи газа и будущие выгоды по проекту «Ямал СПГ».
- Сегодня США и Великобритания переходят на летнее время. С понедельника торги в Лондоне российскими расписками будет начинаться с 13-15 по местному времени. Американский рынок будет открываться в 19-30 по Перми, закрываться в 02-00. Таким образом, работа Forts будет синхронизирована с торгами в США.
- «Роснефть» 20 июня проведет собрание акционеров. Реестр будет закрыт 4 мая. Дивиденд прогнозируется на уровне 5,6 рублей на акцию, что предполагает дивидендную доходность в 2,5%.
- «Ведомости» сообщают, что Минэкономразвития подготовило документ, согласно которому планируется обязать госкомпании и их дочерние компании выплачивать дивиденды в размере 25% чистой прибыли. Исключения для компаний будут делаться только на основании распоряжения правительства, подписанного премьером. В наибольшей степени данная поправка коснется такие компании, как «Транснефть», «Интер РАО», Холдинг «МРСК», где прибыль дочек существенно превышает прибыль материнской компании.
- Долговые проблемы Еврозоны и как следствие более слабый потребительский спрос привели к крупнейшему дефициту торгового баланса по итогам февраля в Китае с 1989 г. Дефицит составил \$31,5 млрд., экспорт вырос на 18,4% вместо планируемых 31,1%, причем преимущественно за счет США. Импорт, напротив, превзошел ожидания, показав рост 39,6% против ожидаемых 31,8%, причем основными статьями по росту импорта стали медь и нефть.
- Минфин готовит предложения, каким образом в России можно ограничить денежный поток. Доля наличных платежей в России в два раза больше, чем европейских странах. В Минфине подсчитали, что из-за высокого оборота наличных денег в экономике государство недополучает 8% ВВП в виде неуплаченных налогов. В частности, для приобретения автомобиля или недвижимости, возможно будет пользоваться только безналичным расчетом.

## Местное

---

- «Соликамскбумпром» может выплатить дивиденд в 50,79 рублей на одну акцию. Всего на дивиденды планируется направить 21 млн. рублей. В прошлом году дивиденды не выплачивались.



# Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

## КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15

тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69

[www.p-fondy.ru](http://www.p-fondy.ru)

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, [edward@pfc.ru](mailto:edward@pfc.ru)

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Матвеев Эдуард Вениаминович

Рахимов Денис Владимирович

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

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.