

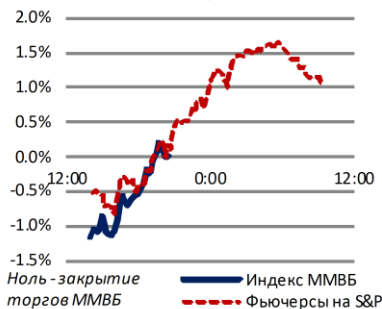


Рынки накануне:

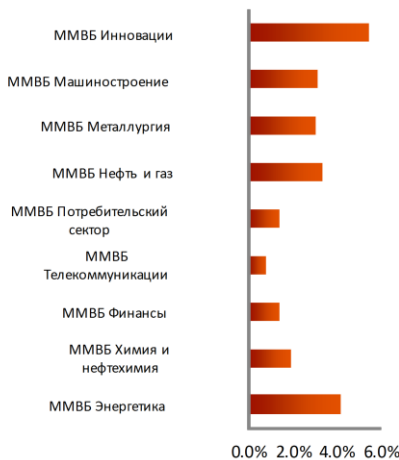
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



Вчера был неплохой ростовой день по фондовым рынкам. Европа и США выросли на 3-4%, индекс ММВБ +3.1% и сегодня открыться еще на 1% выше вслед за фьючерсами. На самом деле рынки акций только приблизились к уровню прошлого четверга, откуда произошел обвал. Высокая волатильность является нормальной для кризисных времен. Увы, из вчерашнего роста нельзя делать выводы, что рост обязательно продолжится.

Формальной причиной вчерашнего роста ленты новостей называют намеченную на сегодня речь Обамы, который должен предложить новые меры по стимулированию (\$300 млрд. в следующем году) и созданию рабочих мест. Также ссылаются на вчерашнее решение конституционного суда Германии, который признал действия по выделению помощи Греции законными. С нашей точки зрения, эти доводы не совсем верные.

Причиной обвала пятницы, как причиной вчерашнего роста является развитие ситуации по Греции. На прошлой неделе в стране была комиссия «тройки» (Еврокомиссия, МВФ, ЕЦБ). В пятницу появились слухи, что, по их мнению, страна не выполняет взятых на себя обязательств по самоограничению. Новости не носили официального характера и циркулировали в виде слухов. Вчера это нашло подтверждение в предупреждении немцев «Das geht nicht» («ничего не выйдет») и возникла реальная ситуация, что Греция будет отключена от финансирования со всеми вытекающими финансовыми последствиями. Судя по вчерашним новостям, речь шла о новой дыре в греческом бюджете в €6 млрд.

Во вторник кабинет министров Греции «напрягся» и представил новые меры, на которые и реагировал вчера фондовый рынок (см. далее в тексте). Страна обещает «исправиться» и самоограничиваться даже быстрее, чем требует первоначальный план с ЕС. Итак, в витиеватой европейской политике продолжается сложный процесс с непредсказуемым результатом. Мы можем надеяться на то, что «разум победит», но слишком многое может пойти не так.

	Последнее значение	Изменение				График за 30 дней
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	
Мировые рынки						
Индекс РТС	1677	0.4%	1.1%	14.2%	-5.3%	
Индекс ММВБ	1547	3.1%	3.1%	8.8%	-8.4%	
S&P 500	1199	2.9%	7.1%	9.1%	-4.7%	
Dow Jones	11415	2.5%	5.6%	9.9%	-1.4%	
Nikkei	8780	0.2%	-3.5%	-2.7%	-14.2%	
FTSE 100	5319	3.1%	4.9%	-2.0%	-9.9%	
DAX	5406	4.1%	-8.7%	-12.3%	-21.8%	
Shanghai Composite	2514	-0.1%	-0.5%	-6.7%	-10.5%	

Товарные рынки						
Нефть	115.6	-0.2%	11.5%	47.9%	22.0%	
Никель	21775	5.3%	-3.2%	-1.9%	-12.0%	
Медь	9092	1.8%	0.6%	19.2%	-5.3%	
Золото	1831	0.3%	6.6%	45.8%	29.0%	
Серебро	41.6	-0.2%	5.6%	108.7%	34.6%	

Валютные рынки						
EUR/USD	1.41	0.0%	-1.1%	10.2%	5.2%	
RUB/USD	29.54	-0.2%	-2.0%	4.3%	3.4%	
RUB/EUR	41.50	-0.1%	-0.8%	-5.3%	-1.6%	

На краю

Меры, на которые Греция планирует пойти, чтобы выполнить требования по балансированию бюджета в соответствии с требованиями Евросоюза

* Privatizations

It has committed to raise €5 billion in 2011 and €28 billion by 2014. The first package would include the extension of concession of betting company OPAP, Athens International Airport, new licenses of mobile telephone, sale of gas company DEPA and Hellenic Petroleum, and development of real estate assets.

* Public Organization Restructuring

The government accelerates the restructuring of organizations of broader public sector.

* Uniform Payroll

The payroll coincides with the new assessment scheme.

* Financial Management

Any public organization that does not declare its expenditure to the Treasury would be no longer subsidized by the State.

* Working Reserve

Greece promotes the measure of labour reserve in broader public sector.

* Closed Professions

There would be a full deregulation of closed professions.

* Tax System

It would be announced in three weeks, focusing on rates and VAT collection.

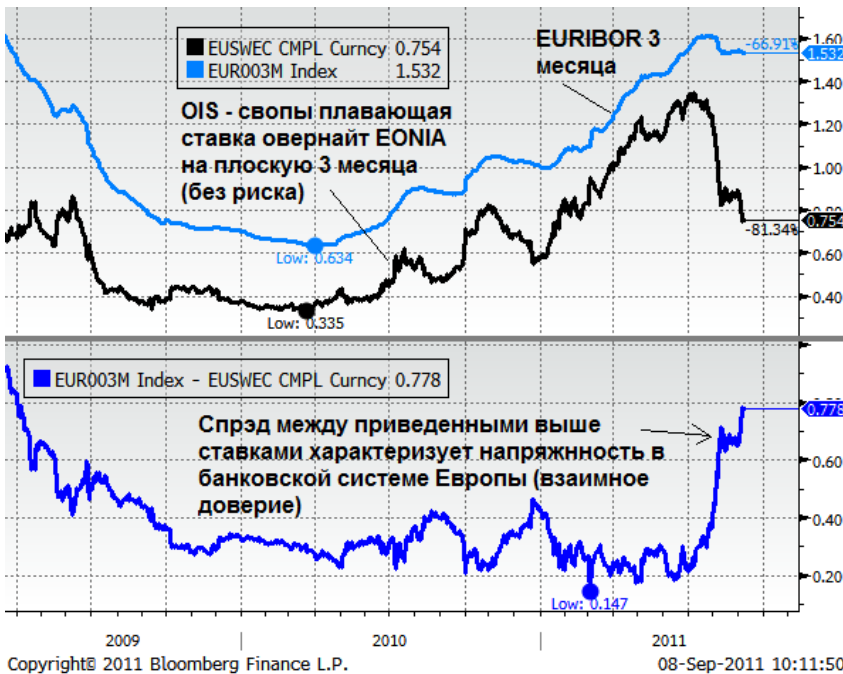
Мы в целом являемся оптимистами и считаем, что долгосрочно экономики и фондовые рынки растут. В этом смысле акции сейчас дешевы, их можно покупать, и на перспективе нескольких лет они принесут неплохую доходность. Другое дело, что на фондовом рынке «перформанс» (то есть результаты, калька с английского performance) у слишком многих оценивается на ежеквартальной или, в лучшем случае, на годовой основе. От многих требуется обеспечивать доходность на столь коротких промежутках времени. Будучи аналитиком или портфельным управляющим человек может просто «не дожить» до светлых времен, когда кризисы закончатся – его просто уволят за «андеперформанс» или убытки...

И эта особенность определяет миопию рынка. Даже если акции дешевы, они могут падать, поскольку люди реагируют на текущие негативные новости и боятся, что акции могут упасть еще дальше. Их действия вызывают падение – люди реагируют на то, как могут прореагировать

другие люди, и смысл уходит. И рынок из потенциально разумного превращается в фантазмагорию. При этом финансовый рынок, включая акции, оказывает влияние на реальную экономику, создавая порочные круги, способствующие кризисному саморазрушению.

Со временем экономика «придет в состояние нормальной занятости», рынки акций нормализуются. Но это слабое утешение для многих людей на рынке, которые пытаются «поймать дно» или спекулируют на заемных деньгах.

Но долгосрочный оптимизм не следует путать с краткосрочными тенденциями, которые нам совсем не нравятся. Единая европейская валюта имеет системный дефект – еще до введения ее в обращение экономисты указывали, что она не соответствует требованиям теории «оптимальной валютной зоны» и тем самым обречена на кризисы.



Copyright © 2011 Bloomberg Finance L.P.

08-Sep-2011 10:11:50

Самое главное – в ЕС отсутствует механизм перераспределения доходов, который позволял бы нивелировать негативные события в одной части (Греция) доходами из другой (Германия). То, что происходит в Европе – закономерный результат.

Ситуация европейского кризиса упрощенно выглядит так. В ходе бума 2000-х годов в периферийные страны притекал капитал. Основным источником, к слову, была Германия, которая как страна «сберегала» в Испании или Греции. Это позволяло периферийным странам потреблять больше, чем они производили. Счет текущих операций, в основном состоящий из чистого экспорта (в случае периферии это был чистый импорт) покрывался потоками капитала. Все это вызывало рост зарплат и цен в этих странах. На это накладывались особенности PIIGS – их правительства еще и занимали больше, чем положено.

После кризиса условия изменились, и названные страны уже не могли потреблять в долг, покрывая разницу за счет притока капитала. Он прекратился. Чтобы обеспечивать обратный отток они должны были бы экспортировать больше, чем импортировали. Но это возможно, только если

Figure 8: Outright deflation required in peripheral Europe to restore competitiveness...

Country	Optimistic scenario		Central scenario		Nominal GDP growth	
	Wage level, % change over next 5Y	Wage growth p.a. over next 5Y	Wage level, % change over next 5Y	Wage growth p.a. over next 5Y	2012e Consensus	2011-5E IMF estimates
Greece	-9%	-1.8%	-15%	-3.3%	0.8%	1.9%
Italy	-5%	-1.0%	-12%	-2.5%	3.5%	3.4%
Spain	-5%	-0.9%	-11%	-2.4%	2.8%	3.3%
Portugal	-2%	-0.4%	-9%	-1.8%	-0.6%	1.8%
Ireland	-1%	-0.2%	-8%	-1.6%	2.1%	3.2%
Germany	12%	2.3%	9%	1.8%	3.9%	3.0%

Source: Thomson Reuters, Credit Suisse research

они конкурентоспособны. А поскольку уровни цен и зарплат в этих странах закреплены в евро, для достижения конкурентоспо-

собности требовался бы мучительный процесс дефляции. В случае с собственной валютой у страны, она бы автоматически упала, обеспечив приспособление, так как это произошло, например, с Польшей (у нее ВВП в 2009 вырос на 1.7%, а в 2010-м на 3.8%). Не говоря о том, что собственный центробанк мог бы проводить стимулирующую политику, соответствующую потребностям страны. Но вместо этого периферия Европы будет вынуждена страдать от дефляции, как это приведено в таблице выше из отчета Credit Suisse.

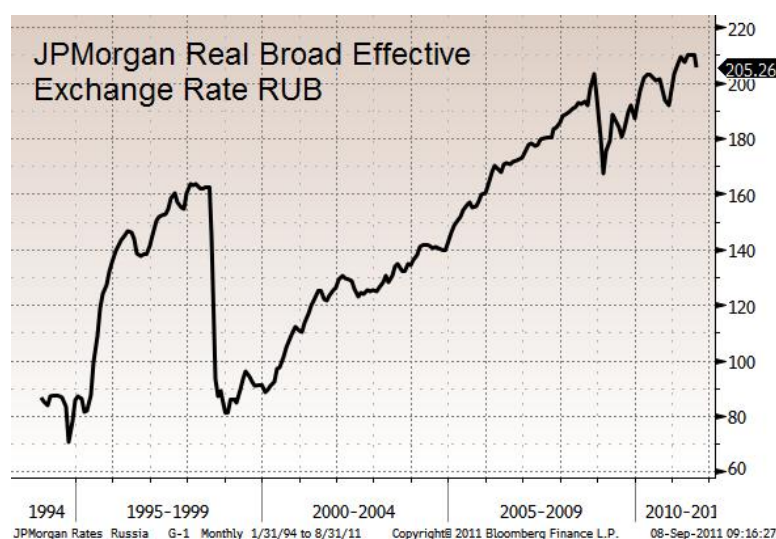
В когорте PIIGS Ирландия - несколько изолированная страна, она пострадала потому, что «социализировала» потери своей банковской системы, активно участвовавшей в финансировании национального пузыря недвижимости. Вышло так, что в одном 2010 году дефицит бюджета оказался в 32%+ от ВВП. А соотношение «госдолг/ВВП» взлетело со скромных по меркам ЕС 25% в 2007 году до 96% в 2010-м, так что страна была отсечена от международного финансирования.

И проблема банков в связи с европейским долговым кризисом – это то, что нас беспокоит. Формат и сроки написания обзора не позволяют нам развернуть эту проблему сейчас, мы продолжим эту тему завтра.

Но вкратце идея такова – если долговой кризис в ЕС выйдет из под контроля, то в банковской системе Европы возникнут настолько огромные дыры, что их будет крайне трудно «социализировать» просто потому, что правительства стран ЕС уже и так перегружены долгами. Это чревато таким развалом финансовой системы и такими неприятными последствиями в Европе, которые можно сравнить только что с Великой Депрессией.

Увы, но ситуация в Европе нам продолжает не нравиться, даже после вчерашнего взлета рынков. Слишком многое в Европейской политике может пойти не так. И политики уже не раз показали, что они не всегда понимают что делают и не всегда ведут себя адекватно. Мы конечно останемся оптимистами и будем полагаться на разум европейцев... Но ситуация очень неприятная...

Рубль продолжает расти



По данным ЦБ РФ, в январе-августе реальный эффективный курс рубля вырос на 5,4%. К доллару рубль укрепился на 8,9%, к евро – на 1,9%. Отметим, что даже если номинальный курс рубля останется на текущем уровне в течение следующего года, это будет означать его укрепление за счет высокой в России инфляции. Слева представлен график реального эффективного курса рубля от JPMorgan (российский ЦБ почему-то не рассчитывает такой индекс). Видно, что курс рубля растет и находится на своих максимумах.

Центробанк сообщил, что в августе нетто-покупка долларов и евро составила \$260,76 и €160 млн. соответственно. Если в первые месяцы года были только покупки, то в августе были как покупки, так и продажи. В августе были сильные движения, поэтому продажа валюты, скорее всего, осуществлялась для сглаживания этих колебаний.

Вкратце

- Сегодня в «Ведомостях» есть статья «Макро: Куда делась инфляция» Ксении Юдаевой, являющейся директором Центра макроэкономических исследований «Сбербанка». В ней содержится следующий пассаж: *«Учитывая это, давайте разберемся с природой российской инфляции. В 2000-е гг. происходил быстрый рост цен на нефть, а затем и большой приток капитала в Россию. Это фундаментальные факторы, способствующие удорожанию валюты страны, в данном случае рубля. Если валютный курс плавающий, то удорожание происходит за счет повышения номинального курса. Если курс фиксированный или управляемый с целью торможения удорожания, то последнее*

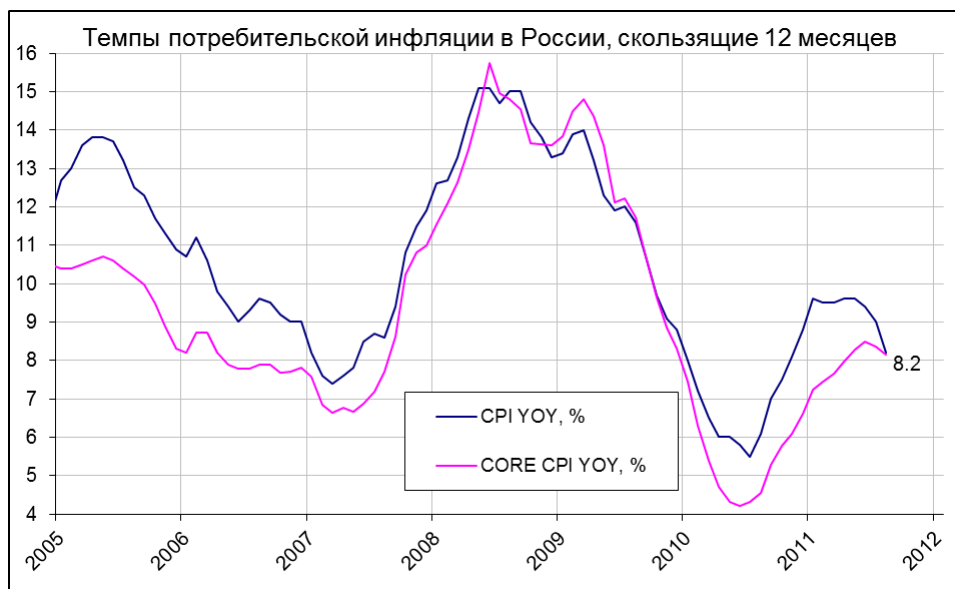
происходит за счет ускорения инфляции в стране по сравнению со странами-партнерами. Таким образом, инфляция начала и середины нулевых в основном объясняется подъемом реального курса рубля, вызванным фундаментальными причинами. И этим она кардинально отличалась по своей природе от инфляции начала 1990-х гг., которая в основном была вызвана печатанием денег».

Будучи провинциалами, нам, казалось бы, не к лицу критиковать такую высокую фигуру. Но Юдаева не права. Инфляция всегда имела и имеет монетарную природу, как говорил Милтон Фридман. Хотя верность этой фразы зависит от определения «инфляция», сезонный взлет цены картошки мы не назовем «инфляцией», как и текущее ее падение «дефляцией».

Очень простое соображение – Центробанк после дефолта 1998 года до кризиса купил около \$600 млрд. в международные резервы. Вопрос: на какие деньги Центробанк приобрел эту валюту, коль скоро он «не сеет, не пашет» и налогов не собирает? Ответ: на напечатанные рубли, которые и вызвали инфляцию. Конечно, не все так просто, в «нулевые» действовал еще Стабфонд, который стерилизовал некоторую часть рублей, когда профицит бюджета складывался правительством на счета ЦБ и тем изымал часть рублей из экономики. Как бы то ни было, утверждение Юдаевой о том, что инфляция была вызвана «подъемом реального курса» в лучшем случае является неверной формулировкой, в худшем – отражает непонимание экономических процессов в РФ.

Инфляция в России падает, поскольку правительство РФ в 2010 г. перестало слишком активно тратить Стабфонд – источник новых рублей в экономике в

посткризисные годы. Просто подумайте – дефицит страны типа Греции или Ирландии финансируют займами на рынках, а правительство РФ ничего не занимает, а «тратит» Резервный фонд. Что не сопровождается никаким реальным расходом валюты. Откуда деньги? Ответ: оттуда – из Центрального банка, суть – эмиссионное финансирование дефицита, как бы оно там не



называлось и какими фондами бы не обставлялось. Это хорошо, что дефицит бюджета в текущем году исчез, дает надежду на падение инфляции. Но монетарная политика в стране остается неадекватной.

Данные по потребительской инфляции, базовой (без продуктов питания и энергоносителей) и полной в августе показали одинаковые 12-ти месячные темпы в 8.2% и снижение темпов инфляции должно продолжиться.

- ФАС продолжает борьбу с нефтяными компаниями и грозит им новыми штрафами за завышение цен на топливо в конце прошлого – в начале этого года. Под прицел попали три компании: «Роснефть», «ЛУКОЙЛ» и «Газпром нефть». Также ФАС предлагает запретить нефтяным компаниям строить новые АЗС в тех регионах, где их доля превышает 35%. Не исключено, что в случае превышения порога в 35%, ФАС заставит нефтяников продать часть АЗС. Мы полагаем, что действия ФАС вряд ли позволят сделать в России бензин дешевым. Главная причина дорогого бензина в России – это высокие налоги в цене топлива (порядка 60% от стоимости). Запрет открывать новые заправки также не увеличит конкуренцию в этом сегменте из-за советского прошлого: НПЗ расположены так, что нефтяники не конкурируют между собой.
- «Газета.ру» со ссылкой на The Wall Street Journal пишет, что агентство Standard & Poor's за несколько недель до понижения рейтинга США проводило личные встречи с крупными инвесторами. Поэтому данное решение не могло быть большой неожиданностью.
- Белоруссия выставила на продажу 51% в белорусской «МТС». Вторым акционером в этой компании является российская «МТС». За свою долю Белоруссия просит \$970 млн., однако «МТС» ранее предлагала за этот пакет \$400-500 млн. Так по уставу белорусской «МТС» все решения принимаются при консенсусе, российская «МТС» вряд ли будет задорого покупать этот пакет.
- Вчера «Мечел-Майнинг» официально обратился в ФСФР за разрешением на проведение размещения до 25% акций своих акций на Лондонской фондовой бирже. Завтра акционеры «Мечела» проведут собрание для утверждения организатора размещения. Компания планирует разместить около 10% от уставного капитала, учитывая дополнительный выпуск. При этом «Мечел-Майнинг» планирует привлечь более \$1 млрд. В самом «Мечел-Майнинге» планы проведения IPO не комментируют. Мы полагаем, что «Мечел-Майнингу» целесообразно отложить размещение до момента, пока ситуация на финансовых рынках не стабилизируется. Акции самого «Мечела» с начала лета упали чуть больше 30%, в то время как индекс ММВБ упал порядка 7%. Дело в том, что показатель систематического риска - бета металлургических компаний больше 1, и поэтому при падении рынка на 1%, акции металлургов падают гораздо сильнее, чем рынок. Таким образом, у «Мечел-Майнинга» будет больше шансов разместиться по желаемой цене, когда состояние мировой экономики достигнет устойчивого уровня.
- «Коммерсант» сообщает, что UC Rusal впервые по собственной инициативе инициировал возобновить переговоры с «Норникелем». Глава совета директоров В. Вексельберг предложил обсудить вопрос о продаже своих акций (25,13%) менеджменту «Норникеля». Напомним, что UC Rusal 6 сентября официально отказался от оферты на продажу 15% акций «Норникелю». В итоге ГК «Норникель» на днях должен объявить о запуске обратного выкупа акций на сумму \$4,5 млрд., что предполагает 22,3% премию к текущим котировкам. Таким образом, привлекательная

цена выкупа и угроза частичной потери контроля в случае погашения выкупленных акций стали возможной причиной поспешных действий US Rusal.

- ЦБ внес поправки к инструкции «О порядке получения предварительного согласия Банка России на приобретение и получение в доверительное управление акций (долей) кредитной организации», что повышает привлекательность российских акций банковского сектора для иностранных инвесторов. Данные поправки облегчают процесс конвертации акций банков в зарубежные депозитарные расписки. Суть в том, что теперь иностранным банкам-депозитариям, выступающим номинальными держателями акций российских банков в интересах зарубежных инвесторов, нет необходимости получать согласие ЦБ на изменение своей доли владения этими акциями. Ранее в случае отсутствия одобрения ЦБ, сделку могли признать недействительной.

Местное

- Пермское УФАС может возбудить очередное дело по факту повышения цен на топливо на этой неделе. Напомним, что на АЗС «Нефтехимпрома» и «Феникс Петролеум» бензин подорожал в среднем на 2 рубля. Так как компании являются только продавцами, поэтому вряд ли к ним будут предъявлены какие-либо претензии.

- А. Флегинский завершил сделку по продаже авиакомпании «Геликс». По его словам, компанию купили авиаторы из Сургута.

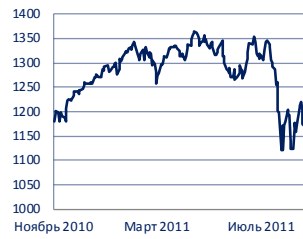
- «Коммерсант» пишет, что хладокомбинат «Созвездие» продан ОАО «Удмуртский хладокомбинат». Сумма следки не раскрывается. Напомним, что ранее комбинат принадлежал директору компании «Бекар-Инвест» Е. Беляеву и брату председателя совета директоров «Метафракса» А. Гарсляну Т. Гарсляну.

Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



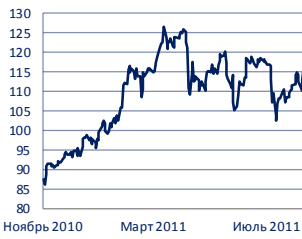
Курс JPY/EUR



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

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

Матвеев Эдуард Вениаминович

тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

Рахимов Денис Владимирович

тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

тел. (342) 210-59-98, tidivi@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.