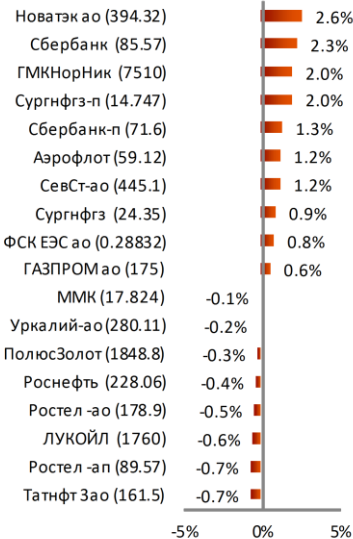


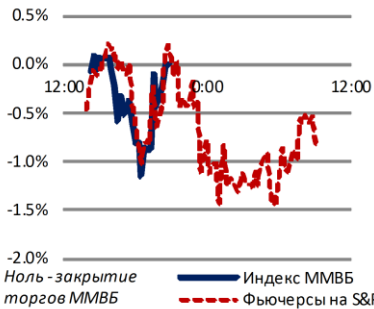


## Рынки накануне:

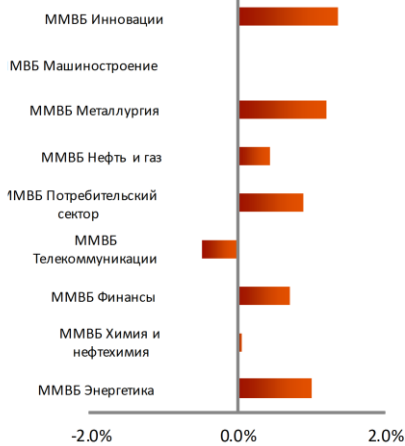
### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ



### Динамика отраслевых индексов



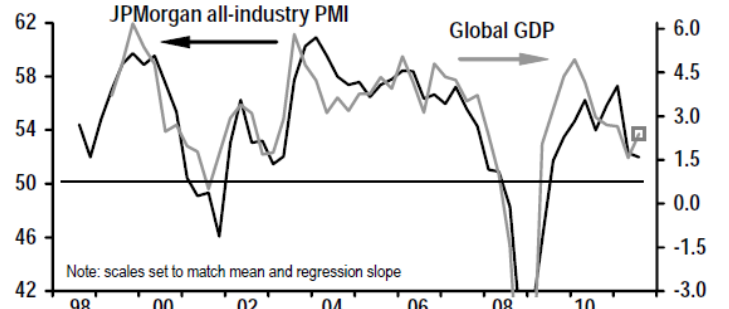
Рынок российских акций сохраняет прежние уровни. Результат дня составляет +0.6% по индексу ММВБ с заметной волатильностью. Европа закрылась с похожим результатом, S&P500 упал на 1%.

Финансовые рынки остаются чувствительными к новостям и реагируют на сообщения от политиков. Вчера ЕЦБ оставил без изменения ключевую ставку, но на самом деле де-факто смягчение денежной политики уже произошло (см. «вкратце»). Также ночью состоялось выступление Бернанке, который не сказал ничего нового, но из его слов следует, что ФРС может пойти на дополнительное стимулирование, то есть третий раунд QE. Барак Обама выступал перед Конгрессом и предложил план на \$447 млрд. дополнительного «стимула» в 2012 году. Это преимущественно сокращение налогов, что должно быть приятно республиканцам. Но в обмен он просит повышения налогов в будущем.

То что происходит сейчас на рынках, называется экономистами «market failure» (ошибка рынка). Со времен Кейнса бытует мнение, что в таких случаях у правительств есть своя роль.

И действительно, события 2008 года показали, что правительства могут вернуть экономику в состояние более-менее нормального функционирования. Проблема в том, что эти «market failure aftershocks» сохраняются сейчас в Европе. И мы не видим адекватной реакции от политиков ЕС. Все это может привести к финансовому ступору, затем к новой рецессии. Мировая экономика растет медленно, поэтому небольшой шок способен вызвать спад.

### Global activity indicators



И действительно, события 2008 года показали, что правительства могут вернуть экономику в состояние более-менее нормального функционирования. Проблема в том, что эти «market failure aftershocks» сохраняются сейчас в Европе. И мы не видим адекватной реакции от политиков ЕС. Все это может привести к финансовому ступору, затем к новой рецессии. Мировая экономика растет медленно, поэтому небольшой шок способен вызвать спад.

	Последнее значение	Изменение				График за 30 дней
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	
<b>Мировые рынки</b>						
Индекс РТС	1672	-0.2%	3.9%	12.1%	-5.5%	
Индекс ММВБ	1556	0.6%	3.9%	8.3%	-7.8%	
S&P 500	1186	-1.1%	1.1%	7.4%	-5.7%	
Dow Jones	11296	-1.0%	0.5%	8.5%	-2.4%	
Nikkei	8801	0.1%	-1.6%	-3.3%	-14.0%	
FTSE 100	5340	0.4%	3.4%	-2.8%	-9.5%	
DAX	5408	0.1%	-8.6%	-13.1%	-21.8%	
Shanghai Composite	2511	0.5%	-0.6%	-5.5%	-10.6%	

### Товарные рынки

	Последнее значение	Изменение	График за 30 дней
Нефть	114.8	0.2%	
Никель	22075	1.4%	
Медь	9115	0.3%	
Золото	1862	0.4%	
Серебро	42.3	-0.3%	

### Валютные рынки

	Последнее значение	Изменение	График за 30 дней
EUR/USD	1.39	-0.1%	
RUB/USD	29.69	-0.2%	
RUB/EUR	41.36	-0.2%	

## На краю (продолжение)

Вчера мы пытались дать описание экономических проблем Европы, а сегодня опишем проблемы финансового сектора. 15 июля 2011 года Европейский банковский регулятор (далее ЕВА - European Banking Authority) опубликовал стресс-тесты 90 банков Евросоюза, покрывающих львиную

**Table 2** Banks capital ratios with capital raising to 30<sup>th</sup> April 2011

Adverse scenario												
	2010	2012	< 2%	< 3%	< 4%	< 5%	< 6%	< 7%	< 8%	< 9%	< 10%	> 10%
AT	8.2%	7.6%	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0
BE	11.4%	10.2%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
CY	7.7%	5.7%	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0
DE	9.4%	6.8%	0	0	0	0	2	4	2	1	1	2
DK	9.8%	11.9%	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3
ES	7.4%	7.3%	0	0	3	2	7	5	1	3	2	2
FI	12.2%	11.6%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
FR	8.4%	7.5%	0	0	0	0	0	2	1	1	0	0
GB	10.1%	7.6%	0	0	0	0	0	1	2	1	0	0
GR	10.2%	6.1%	1	0	0	1	2	0	2	0	0	0
HU	12.3%	13.6%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
IE	6.2%	9.8%	0	0	0	0	0	0	1	0	0	2
IT	7.4%	7.3%	0	0	0	0	1	2	1	1	0	0
LU	12.0%	13.3%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
MT	10.5%	10.4%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
NL	10.6%	9.4%	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1
NO	8.3%	9.0%	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
PL	11.8%	12.2%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
PT	7.1%	5.7%	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0
SE	9.0%	9.5%	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1
SI	5.7%	6.0%	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0
<b>Total</b>	<b>8.9%</b>	<b>7.7%</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>18</b>

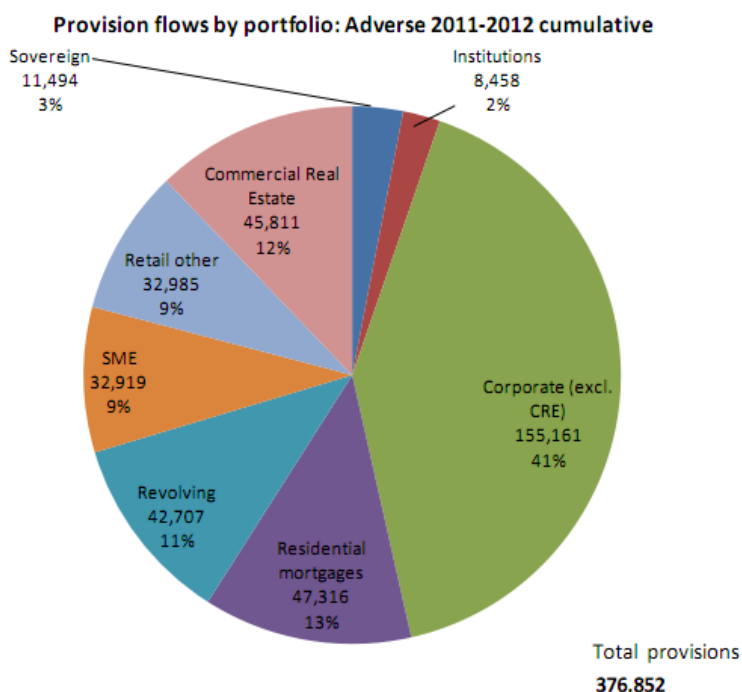
долю всех банковских активов (см. таблицу из отчета, строки – страны, в них количество банков, колонки характеризуют достаточность банков после реализации гипотетического негативного сценария). По ее итогам было заявлено, что банковская система ЕС в хорошем состоянии. Только 5 испанских, 1 греческий, 2 австрийских банка не прошли стресс-тест, им было рекомендовано повысить капитал, что потребовало всего-то €2.5 млрд.

При этом 29 августа МВФ заявил, что европейской банковской отрасли требуется пополнение капитала аж на €200 млрд., что на два порядка выше названной цифры. МВФ собирается вскоре опубликовать отчет, в котором раскроет логику своих расчетов.

Текущий размер проблемных госдолгов в Европе составляет ~€630 млрд., это Греция плюс Португалия и Ирландия. Размер фонда ESFS, финансируемого МВФ и Евросоюзом, составляет €750 млрд., запланированное финансирование составляет только треть. Потенциально к госдолгам можно добавить Испанию на

€630 млрд. и Италию на €1.8 трлн.

По расчетам ЕВА суверенный риск в стресс-тестах составляет всего-то €11.49 млрд. Цифра получена как вероятность банкротства на ожидаемые потери. В случае развития негативного сценария общие потери банков составят



Deposit money banks Assets/GDP	
Cyprus	272%
Luxembourg	266%
Denmark	242%
Ireland	233%
Spain	217%
Netherlands	215%
United Kingdom	208%
Portugal	193%
Switzerland	189%
St. Lucia	163%
New Zealand	155%
St. Kitts and Nevis	154%
Malta	154%
Japan	148%
Canada	140%
Italy	140%
Sweden	140%
Hong Kong, China	134%
Jordan	129%
Australia	129%
France	127%
Vietnam	124%
Austria	122%
Korea, Rep.	121%
Estonia	118%
Belgium	115%
Germany	115%
Latvia	113%
Singapore	110%
Greece	108%
Bahamas, The	108%
Grenada	102%
Malaysia	99%
Israel	95%
South Africa	95%
Morocco	91%
Brazil	91%
Hungary	90%
Croatia	90%
Kazakhstan	89%
Mauritius	88%
Slovenia	87%
Finland	86%

почти €376.85 млрд., поскольку последующая рецессия вызовет плохие долги в коммерческом секторе. В расчетах ЕВА госдолги - это только капля в море.

Понятно, что на любой негативный сценарий можно придумать еще более негативный вариант. Стресс-тест ЕВА представляется недостаточно стрессовым, и если финансовую систему Европы захлестнет «perfect storm», размеры потерь будут гораздо выше.

Теперь предлагаем взглянуть на таблицу соотношения «банковские активы» к ВВП, по данным за 2009 год. Европейские страны традиционно имеют крайне высокое соотношение (у США традиционные банки имеют активы только 75% от ВВП, а у РФ порядка 50%).

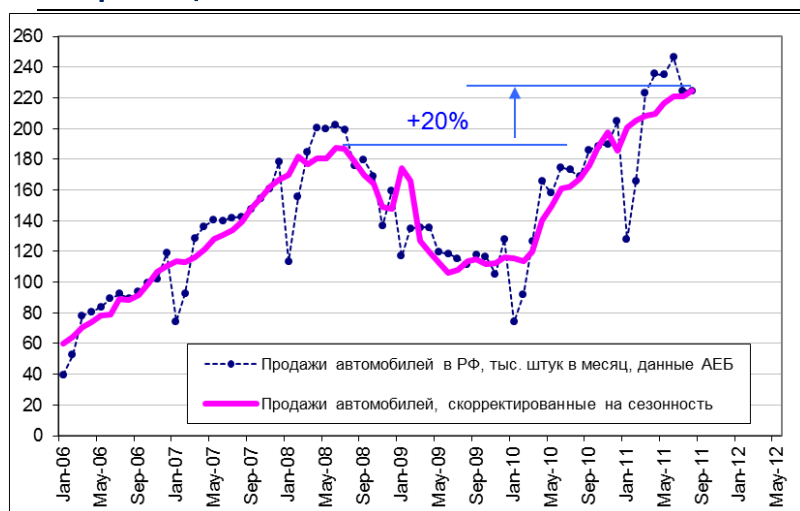
Если в результате кризиса суверенных долгов и корпоративных дефолтов обнаружатся, скажем, потери на 10% от активов, то некоторые страны могут просто не найти необходимых средств на рекапитализацию своей банковской системы.

В этом апокалиптическом сценарии банки в Европе будут рушиться друг за другом, и по размаху спад будет сопоставим с тем, что случилось во времена Великой Депрессии в США. Тогда в Штатах разорилось около трети банков по количеству, после чего академик Бен Бернанке написал работу, что столь большой экономический спад объясняется развалом банковской отрасли (в стиле «капитализм без капитала не работает»).

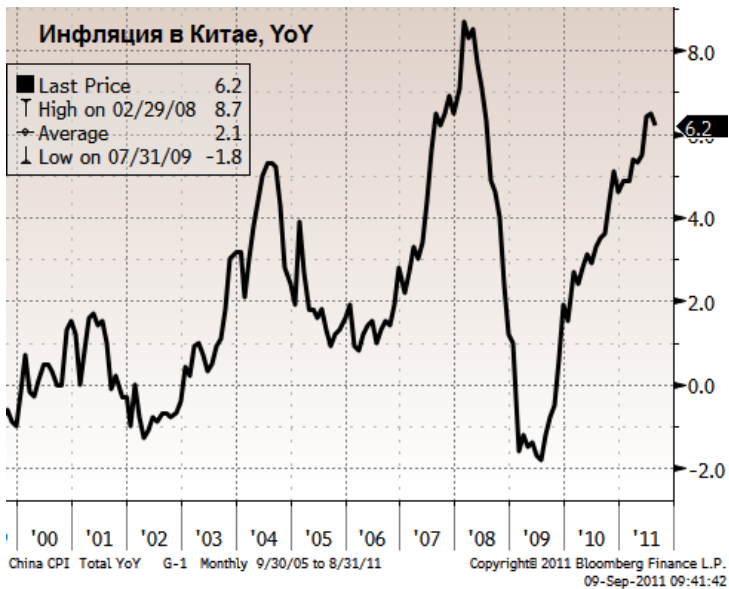
Пример Исландии показывает, что размер банковской сферы может быть слишком большим, too big to save. Это в полной мере почувствовала на себе Ирландия, страна которая в 2007 году имела госдолг к ВВП в размере 25%, а после того как спасла свою банковскую отрасль и «социализировала» потери, эта цифра достигла почти 100% от ВВП.

Мы не хотим быть алармистами. Долгосрочно экономики растут, кризисы проходят, и акции восстанавливаются. Но сейчас мы видим недостаток политической воли в ЕС. Слишком много дрызг: допобеспечение Финляндии, невыполнение обязательств Грецией, недовольство населения стран-доноров тем, что они «кормят» периферию.

## Вкратце:



- Вчера Ассоциация европейского бизнеса опубликовала цифры продаж автомобилей в РФ. Слева представлены сезонно скорректированные и фактические данные по ежемесячным продажам. В настоящее время продается на 20% автомобилей больше, чем продавалось до кризиса. Ранее мы писали, что объемы промышленного производства в РФ превысили докризисные максимумы. Реальный ВВП РФ должен превысить докризисные максимумы в 2012 году.



- Китай опубликовал августовскую инфляцию, которая, возможно, пошла на спад. Напомним, что цели властей страны составляют 4%, так что текущие 6.2% - это заметное превышение. В 2010 и 2011 году Китай начал бороться с «перегревом», ограничивая кредит и повышая ставки, что сказалось на экономической активности, которая находится на минимуме с кризиса 2009 года, а индексы PMI в промышленности (превышающей 50% в ВВП страны) говорят о нулевом росте в последние месяцы.

В этом смысле замедление инфляции – хороший знак, говорящий, что власти не будут ужесточать денежную политику дальше.



- Слева приведены ставки ЕЦБ. Снижение OIS на ставку овернайт показывает, что ЕЦБ уже смягчил денежную политику. Это же отражают фьючерсы на ставку овернайт.

Сегодня наблюдательный совет «Сбербанка» рассмотрит вопрос о приватизации 7,6% акций. Напомним, что ЦБ планирует продать на ММВБ и западных площадках часть пакета, сохранив за собой 50% плюс 1 обыкновенная акция. Мы

полагаем, что сроки размещения отложат до тех пор, пока ситуация на рынках не стабилизируется.

- «Сбербанк» завершает сделку по покупке Volksbank за исключением его румынского подразделения VBI. Сумма сделки составит от €585 до €645 млн. или практически 1,2 капитала. Российские аналоги торгуются немного дороже. Интерес «Сбербанка» к банкам в Восточной Европе объясняется тем, что к 2020 г., по прогнозам Грефа, доходы банковского сектора в этих странах в два раза превысят доходы банков на отечественном рынке.
- Дочерняя структура «Газпрома» Vetex приобрела 51% акций чешской компании RSP Energy. Это первый актив «Газпрома» в Восточной Европе, который поставяет газ и электроэнергию малым потребителям. Сумму сделки в компании не раскрывают. В самом «Газпроме» отмечают, что это приобретение является стратегической инвестицией. Vetex прежде поставляла газ только крупным промышленным потребителям. Таким образом, выход в сегмент малых потребителей и домохозяйств позволит «Газпрому» усилить позиции на рынке газа и электроэнергии в Чешской республике.

- После авиакатастрофы Як-42 Д. Медведев потребовал радикально сократить число авиакомпаний в стране, отметив, что порядка 85% авиаперевозок приходится на десять компаний, а оставшаяся доля – на 120. Напомним, правительство летом приняло решение, что с 2012 года на регулярных маршрутах останутся только компании, имеющие не менее 10 однотипных лайнеров, а с 2013 года – не менее 20. Главным бенефициаром от этого решения станет «Аэрофлот». Второе поручение – убрать все барьеры по поставке в Россию иностранных самолетов. Как заявил Д. Медведев, человеческая жизнь стоит гораздо дороже, чем поддержка отечественного производителя. Однако мы полагаем, что это больше популистические заявления и никаких серьезных послаблений по ввозу зарубежных самолетов не будет.
- Китайское правительство не исключает, что к 2015 году юань может стать свободно конвертируемой валютой. Это означает, что Китай снимет все ограничения на движение капитала. Если это действительно произойдет, то у юаня есть довольно высокие шансы стать резервной валютой. Сейчас юань считается дешевой валютой, и свободная конвертация приведет к ее укреплению, что снизит конкурентоспособность китайской экономики. Поэтому такое решение – это палка о двух концах.
- ФСФР намерено ввести реестр внебиржевых сделок с производными ценными бумагами. Таким образом, регулятор намерен определить размер этого рынка и глубину системных рисков. Также реестр даст возможность провести ликвидационный неттинг в случае банкротства контрагента. Реестр будет ввести репозитарий, в качестве которых могут выступать клиринговые организации, биржи и СРО.
- Миноритарий «ВТБ» В. Сидоров (бывший директор «МТС») в очередной раз спрашивает у менеджмента банка, куда ушли 55 из 258 млрд. рублей, которые были заплачены за «Банк Москвы». Как пишет в своем письме миноритарий, подобный вопрос задает и председатель набсовета «ВТБ» Дубинин. Напомним, что 19 июня В. Сидоров задал несколько резонных вопросов относительно сделки по покупке акций «Банка Москвы», однако менеджмент «ВТБ» посчитал, что подобные вопросы не способствуют конструктивному диалогу. Таким образом, в этой сделке по-прежнему остается много пятен.
- «Коммерсант» пишет, что французский производитель труб Vallourec может купить 25% акций «ЧТПЗ». По сведениям издания, сделка может состояться уже в октябре. Французская компания купит бумаги нового выпуска, часть бумаг могут продать кто-то из нынешних собственников. Напомним, что ранее «ЧТПЗ» дважды предпринимал попытку IPO, однако они оказались неудачными. Цена сделки \$400 млн. за 25% соответствует текущим котировкам (покупаются бумаги нового выпуска), однако несмотря на это, вчера котировки «ЧТПЗ» на ММВБ выросли на 4,6%.
- «МТС» намерен выкупить у АФК «Система» 29% «МГТС» за 10,56 млрд. рублей, что близко к текущим котировкам. В результате голосующая доля «МТС» в «МГТС» возрастет до 98,99%

- Пермское УФАС оштрафовало «Ростелеком» на 5,4 млн. рублей (1% от выручки) за то, что тот устанавливал разную абонентскую плату за одну и ту же услугу в разных населенных пунктах края.
- А. Флегинский сообщил, что средняя заполняемость кинотеатра «Кристалл-IMAX» составляет 30%. По словам директора кинотеатра «Октябрь» П. Пьянкова, такая заполняемость - это действительно высокий результат.

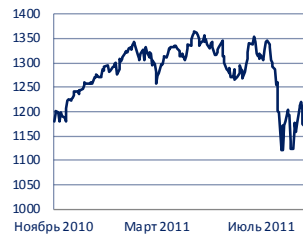


# Конъюнктура рынков

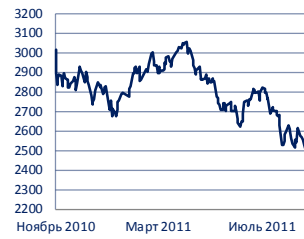
Индекс РТС



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

Матвеев Эдуард Вениаминович

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

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

Рахимов Денис Владимирович

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

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

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