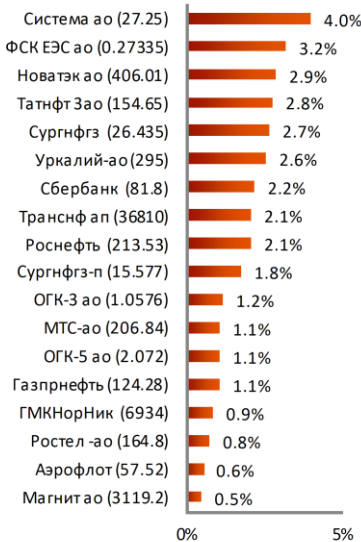


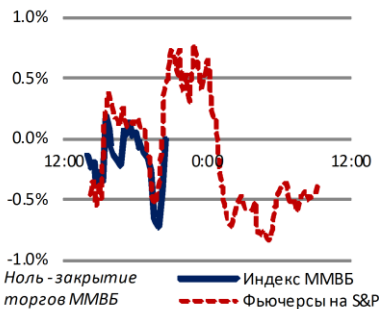


Рынки накануне:

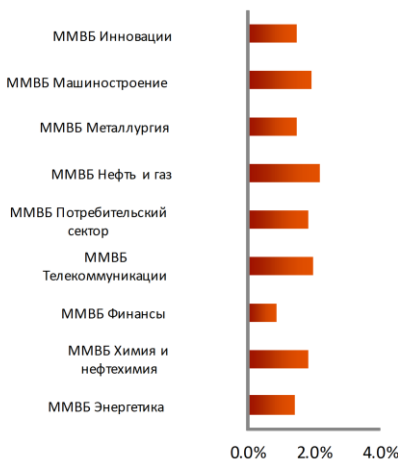
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



Рынки продолжает лихорадить в ожидании разрешения греческой долговой проблемы. Страна вчера второй день подряд пыталась договориться с представителями ЕС и МВФ, минувшей ночью на телеконференции, но результатов так и нет. Есть слова, что достигнут «хороший прогресс», и что миссия вернется в Афины в начале следующей недели. Вчера мы предполагали, что текущая неделя будет критической, но решение опять затягивается. Средства должны быть выделены до середины октября, так что время пока еще есть, но стремительно тает и вот почему.

Правительства уже готовятся к худшему. В начале сентября были сообщения, что Германия прорабатывала планы по рекапитализации своей банковской системы. Вчера греческая газета сообщила о возможности проведения референдума по выходу из зоны евро. Правда, премьер-министр страны затем опроверг это. Все это заставляет рынки нервничать. Вообще говоря, рационально «подложить соломку», если ожидается падение. Но только на индивидуальном уровне, тогда как на коллективном уровне оно приводит к обратному – общим проблемам. Это то, что экономисты и логики называют «fallacy of composition». Финансовые рынки изобилуют примерами – это и «парадокс сбережения» и «набеги» на валюту/ банки / долги стран. Свежий пример – вчерашние сообщения об изъятии депозитов Siemens из французских банков. На прошлой неделе сообщалось, что также «высохло» долларовое финансирование от денежных фондов США. Другое сообщение вчера - Bank of China отказывается совершать некоторые виды валютных сделок с банками той же Франции, но также UBS. Так неспособность Европы радикально исправить «рыночную ошибку» может привести к еще большим проблемам и второму витку финансового кризиса. Готовясь к худшему, рынки все больше вязнут в своих проблемах и могут не выпутаться.

	Последнее значение	За 1 день	Изменение			График за 30 дней
			За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	
Мировые рынки						
Индекс РТС	1531	-0.3%	-2.8%	3.6%	-13.5%	
Индекс ММВБ	1520	1.8%	5.6%	6.0%	-10.0%	
S&P 500	1202	-0.2%	7.0%	5.5%	-4.4%	
Dow Jones	11409	0.1%	5.5%	6.0%	-1.5%	
Nikkei	8748	0.3%	0.3%	-8.9%	-14.5%	
FTSE 100	5364	2.0%	6.4%	-3.8%	-9.1%	
DAX	5572	2.9%	1.7%	-11.2%	-19.4%	
Shanghai Composite	2468	0.8%	-2.6%	-4.8%	-12.1%	

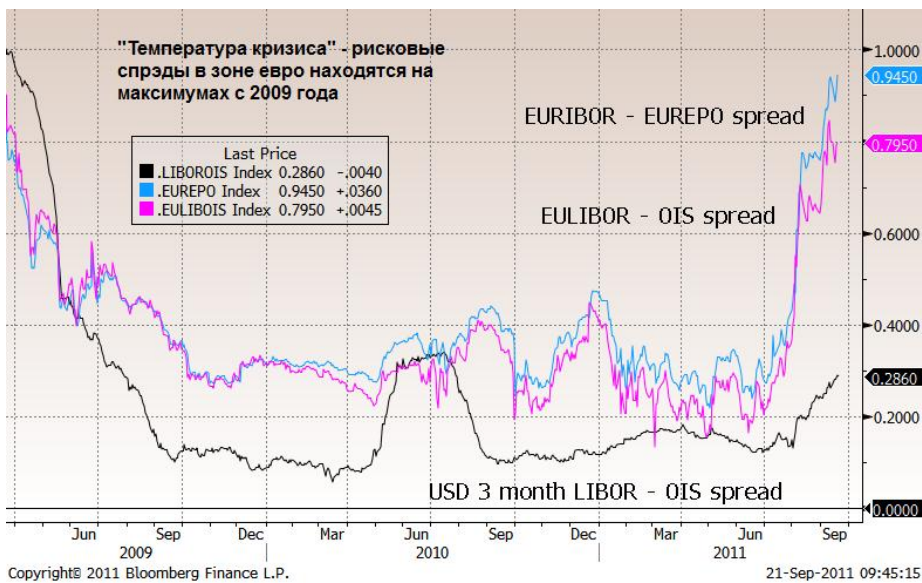
Товарные рынки

Нефть	110.4	-0.1%	1.6%	40.8%	16.5%	
Никель	21220	1.2%	0.1%	-8.0%	-14.3%	
Медь	8305	-0.7%	-5.9%	7.6%	-13.5%	
Золото	1805	0.1%	-2.5%	41.7%	27.2%	
Серебро	40.0	0.3%	-5.6%	94.4%	29.3%	

Валютные рынки

EUR/USD	1.37	0.2%	-4.7%	4.4%	2.6%	
RUB/USD	31.38	0.0%	-7.3%	-1.1%	-2.7%	
RUB/EUR	43.01	-0.2%	-2.7%	-5.2%	-5.1%	

Греческие этюды



- Рисковые спрэды в банковской отрасли Европы продолжают расширяться и бить рекорды с 2009 года. Банки перестают доверять друг другу, создавая опасность системного развала. ЕЦБ, может предоставлять рефинансирование банкам, но действия центробанка не могут привести к рекапитализации (пополнению капиталов) банков. Состоятельность банков определяется «главным бухгалтерским уравнением» -

«активы минус обязательства равно собственный капитал». Если активы падают, обязательства остаются теми же самыми, то это приводит к падению собственного капитала. Если его становится слишком мало (или, хуже того, собственный капитал становится отрицательным), то такой банк и регулятор, и рынок сочтут несостоятельным, и он обанкротится. Набег на французские банки означает, что они сейчас должны занять «оборонительную позицию», а именно – сократить выдачу кредитов и начать копить наличность. А это означает недостаток кредита в стране, создавая финансовый шок для реального сектора, который начнет ухудшаться, воспроизводя новые плохие долги, и это будет порочный круг, который будет усиливаться. Примерно подобные проблемы, но в большем масштабе уже испытали на себе страны PIIGS, которые сейчас находятся в рецессии. Но теперь к ним добавляется Франция – крупнейшая страна ЕС. Более-менее благополучной остается только Германия и некоторые

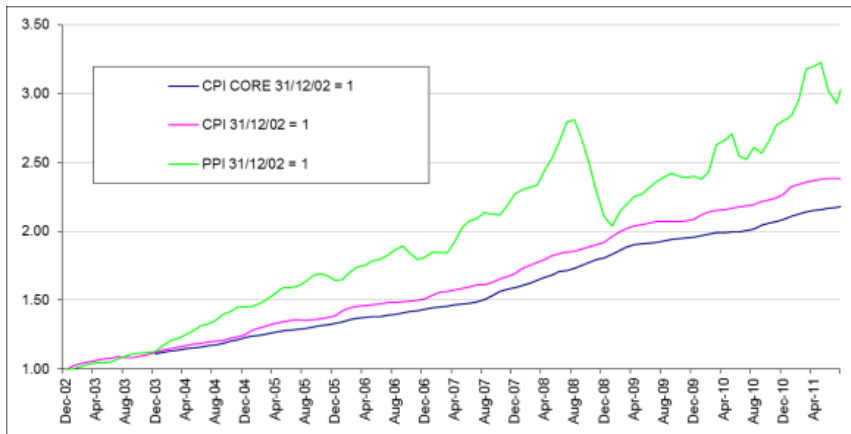
некрупные и северные страны. Но их влияния не будет достаточно, чтобы удержать весь ЕС в положительной зоне. Итак, рецессия ЕС весьма вероятна в конце 2011 года.

- Падение рубля, которое происходит сейчас, не является уникальным и совпадает с движением других валют. Если кризисные явления закончатся, то мы бы ожидали возврата рубля

ближе к 29/доллар. Но сейчас, увы, мы можем придерживаться только сценарного подхода и не можем давать конкретные прогнозы.



Вкратце



- На днях была опубликована промышленная инфляция в РФ, составляющая 18.5%. Это намного больше, чем потребительская инфляция в 8.3%. Слева на графике представлены разные индексы цен, нормированные концом 2002 года (равно единице), которые мы воспроизвели по официальным данным. Кроме индекса PPI показаны индексы полной потребительской

инфляции и «базовой», без учета цен топлива и продуктов питания.

- ФРС ежеквартально публикует большой сборник статистики Z1, в котором есть данные о восстановительной стоимости активов корпораций. На базе этих данных можно пытаться рассчитать коэффициент Q-Тобина. В целом, он похож на мультипликатор r/bv у банков, последний делит капитализацию на балансовую стоимость активов. Если, положим, r/bv банка равен двум, то собственнику будет выгодно инвестировать его (или не забирать дивиденды из заработанной прибыли), поскольку доллар, вложенный в банк, стоит в два раза больше, чем доллар, полученный в карман. Похожую логику использует Q-Тобина, рассчитывающий соотношение стоимости финансовых обязательств компании к чистой восстановительной стоимости активов. Бухгалтерские оценки балансового капитала и, соответственно, мультипликатор r/bv , плохо подходят для промышленных компаний, у которых стоимость активов может быть сильно искажена по разным причинам. Начиная от бухгалтерских искажений (сроки, расписание амортизации) до разниц в учете (исторические цены могут быть «съедены» инфляцией).

Итак, теория Q-Тобина позволяет давать оценки, когда рынок дорог и когда



дешев. Последние данные говорят, что он довольно дорог по историческим меркам (падение на 25% позволило бы вернуться к средней за все время, на которое доступны данные по США). Однако абсолютное значение составляет практически 1, предполагая, что рынок стоит адекватно.

Мы также хотим предупредить, что теория Тобина не является достаточно убедительной. График показывает, что рынки могут демонстрировать значительные

отклонения в разные стороны и попытка заработать на этом соотношении может оказаться плачевной.

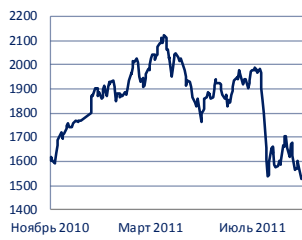
- ПФР в очередной раз задерживает перечисление пенсионных накоплений НПФам и управляющим компаниям, которые были собраны во втором полугодии прошлого года. Сумма задержанных платежей составляет порядка 43 млрд. рублей. Интересно, что с 2009 года такие задержки стали системными. Задержки НПФ объясняет с проблемами персонифицированного учета: не сходятся данные. Задержка с перечислением может сыграть на руку управляющим, так как фондовый рынок показал довольно сильное снижение. Тем не менее, многие управляющие отмечают, что по итогам 2011 года доходность от управления пенсионными деньгами может быть отрицательной из-за неблагоприятной конъюнктуры на фондовом рынке.
- Bloomberg со ссылкой на представителя ОПЕК пишет, что цена нефти в \$75 за баррель не является справедливой ни для производителей, ни для потребителей. Главная причина – рост затрат на 230% с 2009 года. У отдельных участников картеля свои представления о справедливой цене. Так, Эквадор, Венесуэла и Ангола находят справедливым уровень в \$100 за баррель. Но Саудовская Аравия согласна на \$70-80 за баррель.
- В. Вексельберг предлагает совету директоров «Русала» рассмотреть возможность продать 25% акций «Норникеля» за \$18 млрд., что предполагает 67% премию к рынку. Об этом пишет сегодня «Коммерсант», «Русал» и «Норникель» комментарии по этому поводу не дают. Мы полагаем, что «Норникель» вряд ли согласится с такой ценой за этот пакет.
- «Сбербанк» не снял ограничения на конвертацию акций в депозитарные расписки. Ограничения банк объясняет тем, что они хотят оценить поведение инвесторов в условиях ограниченного предложения ADR. Возможно, банк сознательно создает дефицит расписок, чтобы успешно разместить 7,6% акций в рамках приватизации. Разместить такой объем на внутреннем рынке по нормальным ценам, довольно затруднительно.
- Рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта Германии на уровне AAA с сохранением стабильного прогноза. Агентство отмечает долгосрочную кредитоспособность страны и стабильные показатели экономического роста.
- «Мечел-майнинг» стала еще одной российской компанией, принявшей решение отложить первичное публичное размещение до 2012 г. Компания ссылается на неблагоприятную конъюнктуру и высокую волатильность на фондовых рынках. Напомним, что «Мечел» уже начал подготовку своего горнодобывающего подразделения к IPO. Первоначально планировалось разместиться в конце 2011 г. на лондонской площадке. Таким образом, «Мечел-майнинг» технически готова к IPO, и как только рынки акций нормализуются и придут в «хороший эквilibrium», то компания выйдет на рынок.
- «Дикси» последняя из российских ритейлеров отчиталась за первое полугодие 2011 г. Согласно опубликованным данным, выручка компании без учета ГК «Виктория» увеличилась на 21,8% до 37,4 млрд. руб., чистая прибыль при этом выросла практически в 3,4 раза и составила 555 млн. руб. В целом финансовые результаты «Дикси» оказались лучше прогнозов и, в

частности, по рентабельности EBITDA (7,5%) за второй квартал компания обошла своих аналогов.

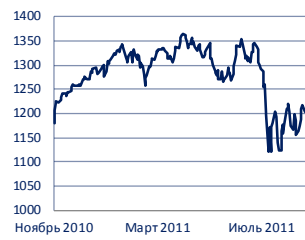
- «Газпром нефть» сообщила о своих амбициозных планах по увеличению ресурсной базы, прирост которой должен превысит годовой объем добычи. Один из представителей компании пообещал, что рост запасов углеводородов составит не менее, чем 50 млн. т., что составляет около 5% от текущей ресурсной базы. Такой объем запасов, в свою очередь, позволит компании удерживать стабильный уровень добычи, однако не достаточен для достижения планируемых показателей в соответствии с заявленной стратегией 2020. «Газпром нефть» также увеличивает запасы за счет активов «Газпрома». В этом году компания должна получить лицензию на Новопортовское месторождение. Планируется, что «Газпром» также передаст дочке лицензии на Приразломное и восточную часть Оренбургского месторождения. Таким образом, три месторождения могут добавить практически половину существующих запасов компании.

Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



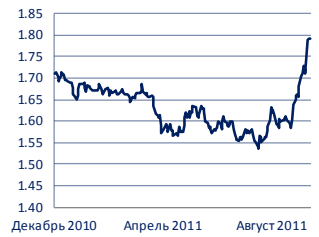
Курс USD/EUR



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.