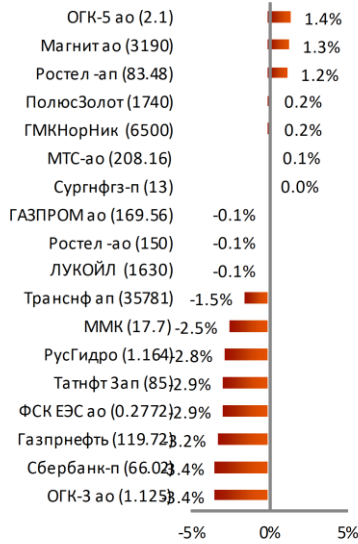


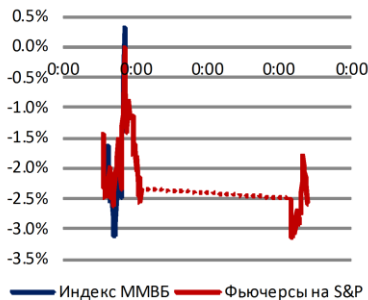


Рынки накануне:

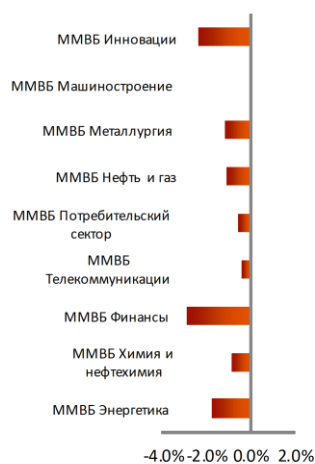
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



Рынки продолжают находиться в состоянии крайнего иступления. В пятницу индекс ММВБ падал до минус 4.5%, чтобы закрыться с результатом минус 1%. Движения повторяли колебания фьючерсов на S&P500, точно также лихорадит рынки Азии и Европы. Сегодня отечественные акции могут открыться на 1% ниже, если судить по текущему общемировому настрою. Но нужно заметить, что ситуация быстро и непредсказуемо меняется за очень короткое время.



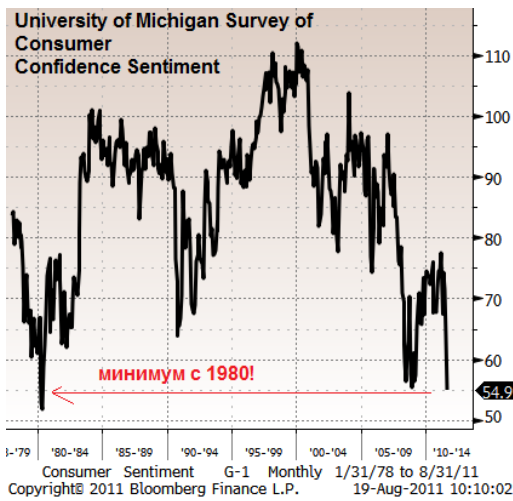
Без сомнений участники рынка осознают, что акции стали дешевыми по историческим меркам. К примеру, российский «Газпром» имеет капитализацию в \$120 млрд. и растущую ожидаемую прибыль в \$41 млрд. за 2012 г., мультипликатор р/е=3.36. Если бы «Газпром» выплачивал дивиденды на уровне 50% от прибыли, как это часто бывает в США, то дивидендная доходность составила бы 15%. «ЛУКОЙЛ» торгуется с аналогичным коэффициентом в 4, а «Сбербанк» 5.7. При этом индекс S&P500 сейчас имеет р/е₂₀₁₂=12.5 и в его составе много компаний с мультипликаторами р/е=5, например, HP, Citigroup, Valero, Ford. В сравнительном смысле дешевизна российских акций является «нормальной».

На другом конце спектра – золото (реальный исторический максимум, см. далее), казначейские облигации (10-ти летние с доходностью 2%), швейцарский франк или казначейские векселя (с отрицательной доходностью). Это очередной приступ недоверия к глобальной финансовой системе и «бегство за качеством». Это имеет смысл, если ожидать «второй ноги» мирового экономического кризиса. Предсказать траекторию трудно, поскольку нет нормальных исторических прецедентов. Историческая правда, что кризисы рано или поздно проходят, и что акции долгосрочно растут, убеждают немногих. Потому что многие участники живут горизонтами в квартал, год и опасаются даже временного «углубления» дна.

	Последнее значение	Изменение				График за 30 дней
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	
Мировые рынки						
Индекс РТС	1564	-0.7%	-20.9%	9.8%	-11.6%	
Индекс ММВБ	1439	-1.0%	-16.8%	5.3%	-14.8%	
S&P 500	1124	-1.5%	-16.5%	4.8%	-10.7%	
Dow Jones	10818	-1.6%	-14.7%	5.9%	-6.6%	
Nikkei	8744	0.3%	-13.7%	-4.7%	-14.5%	
FTSE 100	5041	-1.0%	-15.1%	-3.0%	-14.6%	
DAX	5480	-2.2%	-25.2%	-8.7%	-20.7%	
Shanghai Composite	2521	-0.5%	-9.0%	-4.6%	-10.2%	
Товарные рынки						
Нефть	106.5	-1.9%	-10.2%	43.4%	12.4%	
Никель	21205	-0.4%	-12.1%	-2.7%	-14.3%	
Медь	8825	0.6%	-10.3%	20.8%	-8.1%	
Золото	1870	1.0%	16.8%	52.3%	31.8%	
Серебро	43.5	2.8%	8.8%	142.3%	40.8%	
Валютные рынки						
EUR/USD	1.44	-0.2%	0.1%	13.5%	7.5%	
RUB/USD	29.15	-0.5%	-4.7%	5.2%	4.8%	
RUB/EUR	41.90	-0.2%	-4.8%	-7.2%	-2.6%	

Ожидания

Есть три основные причины страхов на финансовом рынке, перечислено в порядке важности (по нашему мнению):



1. Понижение рейтинга США и подразумеваемая **неадекватность властей** развитых стран. Это включает действия республиканцев, которые чуть не привели к дефолту из-за своих политических установок на сокращение размера госсектора Штатов. Что стоило рейтинга стране от S&P.

Политика развитых стран, ранее казавшаяся такой устойчивой, может приводить к большим разрушениям. Не следует забывать и о Европе, где политическая целесообразность или установки лидеров тормозили процесс спасения Греции, да и сейчас вызывают споры, насколько власти ЕС способны совладать с собственными проблемами.

Проблема властей включает монетарные власти. Это ФРС с неортодоксальной программой QE-2 и растущими ожиданиям нового раунда «смягчения» - QE-3. Парадоксальным образом некоторые инвесторы боятся текущей монетарной политики, а другие ждут от ФРС

решительных действий в этом направлении. На этой неделе Бернанке должен выступать в Джексон-холл, где может объявить о новых шагах Резерва. Объявленный 2-й раунд расширения осенью 2010 года привел к ускоренному росту фондовых индексов, этот фокус может пройти и на этот раз.

Это ЕЦБ, который «монетизирует» (то есть покупает) долги Испании или Италии. Некоторые наблюдатели считают, что это ненадлежащий актив, свидетельствующий о том, что власти хватаются за последнюю соломинку. Но мы, напротив, полагаем, что центральный банк может покупать любые активы, хоть кетчуп, если это способствует целям воздействия на определенные секторы финансового рынка или стоит задача «создать деньги».

Хорошей иллюстрацией недоверия является падение уверенности американцев до

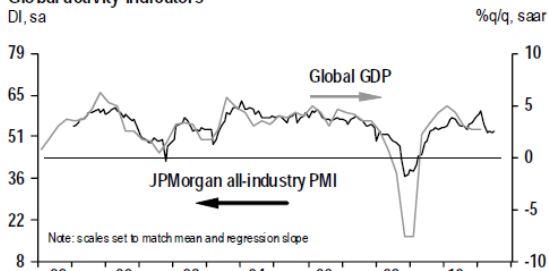


минимума с 1980 годов, и это ниже уровней краха Lehman. Падение индекса прошло в летние месяцы, что хорошо накладывается на политические дразги в США. Вывод денег из рискованных активов также вписывается в эту логику. Недоверие к системе, вызванное политиками, мы считаем главным фактором случившегося обвала. Тогда рост акций должен ассоциироваться с его восстановлением и, увы, вряд ли это будет быстрый процесс.

2. Общемировое замедление, **ожидания рецессии**. Здесь нет четких свидетельств, что она наступает. Возможным свидетельством (по мнению PIMCO) является падение доходности 10-ти летних облигаций США до уровня около 2%. Заметим, что это неофициальная целевая инфляция ФРС (где-то в районе 2-2.5%). Так что инвесторы, покупающие 10-ки под такую доходность должны рассчитывать на нулевую реальную отдачу. Это имеет смысл, если опасаться нового витка экономических проблем и полагаться на идею «лучше недозаработать, чем потерять».

Пока нет четких знаков, что рецессия наступает. Последний из опубликованных индексов глобальной уверенности (см. слева) по итогам июня не предсказывает немедленного спада. Мы полагаем, что эта угроза пока является преувеличением.

Global activity indicators



3. **Долговая проблема Европы**, с нашей точки зрения, не является особенно принципиальной. Угрозы новых дефолтов пока не просматривается, хотя полной успокоенности также нет.

Текущий момент



- Цены на золото достигли исторического максимума в реальном выражении (в номинальном это сделано давно, благодаря инфляции). Прошлый раз золото стоило так дорого в конце 1979 года, как раз перед тем, как ФРС решительно взялась за борьбу с инфляцией (в 1981 году 12-ти месячные темпы роста цен в США доходили до 14%). В то время была «стагфляция», то есть медленный рост экономики – стагнация, плюс, высокая инфляция (американцы называют это время «Great inflation»). 1970-е годы как раз характеризовались массовым недоверием инвесторов к финансовой системе. Тогда, в 1973 году рухнула многовековая система золотого стандарта, валюты стали необеспеченными и инфляция начала набирать обороты. В 70-е годы был период отрицательных процентных ставок в Швейцарии для иностранцев, которые должны были доплачивать за то,

что хранят деньги в «надежном месте».

Понятие «надежности» золота или франка обеспечивается верой людей, что это «надежные активы» (точно также как россияне верят, что рубль – ненадежный актив и в случае потрясений бегут из него). Можно спорить, что это разумно или неразумно, но это механизм образования пузыря. Существует мнение, что даже рациональные инвесторы могут участвовать в пузырях, зарабатывая на этом.

После завершения инфляции доллара, золото в 1980-90-е годы падало как в реальном, так и в номинальном выражении. При этом «рискованные» активы, такие как акции, переживали бурный рост.

Наши изыскания показывают, что золото вряд ли обвалится сильно после того как мировая экономика нормализуется. Маржинальные издержки производства золота находятся на уровне около \$900/унцию, что можно считать определенным фундаментальным «дном», ниже которого производители начнут закрывать шахты из-за нерентабельности. Так, что пузырь, если и имеет место, то лишь двукратный по сравнению с «равновесной ценой».

Вкратце

- Goldman Sachs Group на основе анализа объемов потребления нефти прогнозирует, что американская экономика не вступит в фазу рецессии, даже несмотря на замедление темпов роста промышленного производства. Согласно данным Bloomberg, потребление нефти по итогам последних трех недель растет и достигает рекордных значений с 2008 г.
- «Норникель» в пятницу сообщил о новых условиях оферты UC Rusal. «Норникель» готов выкупить 15% своих акций за \$8,75 млрд. Исходя из этого предложения, компания оценивается на уровне \$58,3 млрд., что на 37,8% превышает текущую капитализацию «Норникеля» (\$42,3 млрд.) или \$306 за акцию, что предполагает 20% премию к средневзвешенной рыночной цене за последние полгода. Совет директоров «Норникеля» рассмотрит условия новой оферты 24 августа, у Rusal будет время до 5 сентября. Если UC Rusal согласится на предложение, то у нее останется около 10% «Норникеля». В случае отказа «Норникель» планирует произвести выкуп бумаг с рынка с погашением на сумму \$4,5 млрд.

- Реакция рейтинговых агентств не заставила себя долго ждать. Агентство Fitch понизило долгосрочный рейтинг дефолта «Норникеля» с BВВ- до уровня ВВ+ и краткосрочный с В до F3. Снижение рейтинга агентство объясняет ухудшением уровня корпоративного управления и продолжающимся спором между основными акционерами.
- В минувшую пятницу был окончательно согласован проект, предусматривающий новую формулу расчета экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Новый налоговый режим будет иметь параметры «60-66-90». Система «60-66» предполагает снижение экспортной пошлины на нефть путем сокращения процента от разницы между ценой мониторинга нефти и ценой отсечения с 65% до 60%. Предлагается установить единую пошлину для светлых и темных нефтепродуктов в размере 66% от пошлины на нефть, с 2015 года ставки экспортных пошлин на темные нефтепродукты будут повышены до уровня пошлины на сырую нефть. Принято также решение оставить повышенную экспортную пошлину на бензин на уровне 90% от ставки пошлины на нефть. Система «60–66» может заработать с 1 октября при согласии премьер-министра. От нового налогового режима выиграют компании, преимущественно ориентированные на экспорт нефти.
- «ТНК-ВР» собирается инвестировать около \$900 млн. в обустройство трех месторождений на юге России в 2012 г. Часть инвестиций будет направлена на доразведку Слободского участка в Самарской области и Куликовского в Саратовской области. По предварительным оценкам, совокупные ресурсы составляют 18 млн. т условного топлива. Львиная доля инвестиции пойдет на строительство инфраструктуры Покровского месторождения в Оренбургской области. Напомним, что Оренбургская область является наиболее перспективным регионом и на него приходится 27% от общего объема добычи.

Местное

- Крупнейший земельный участок 2 гектара земли на ул. Островского, 52, находящийся в процедуре банкротства, выставлен на торги за 130 млн. руб. Ранее «Уральское инвестиционное агентство» планировало построить здесь элитный жилой комплекс «Бон'Апарт».

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.