

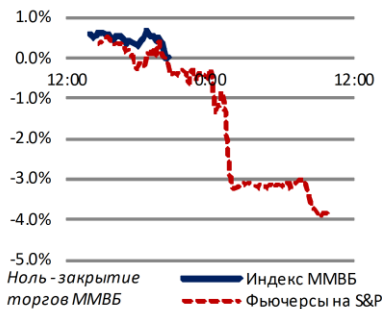


Рынки накануне:

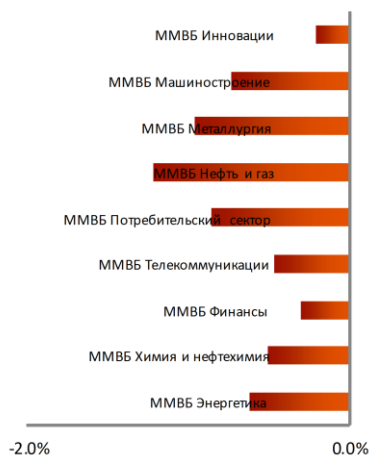
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



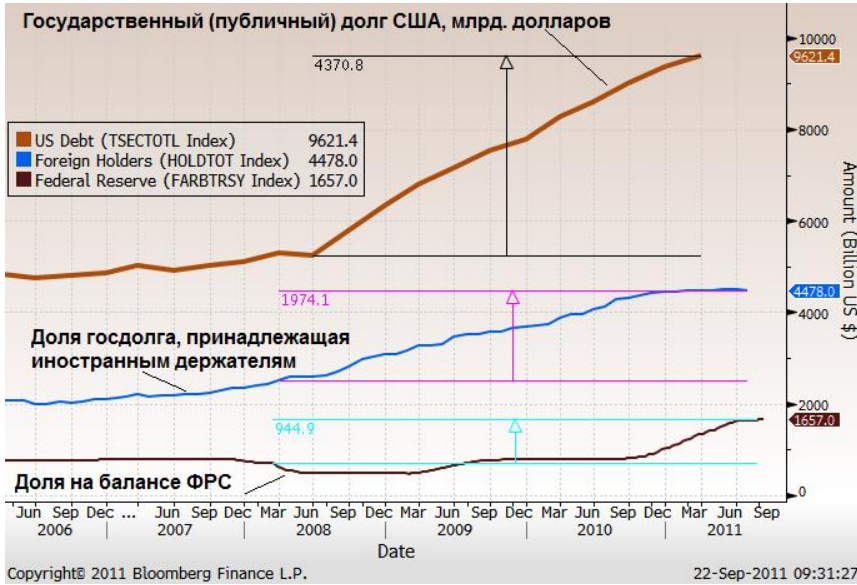
Рынки вчера резко упали после решения ФРС, вышедшего в 0:20 пермского времени, когда отечественный рынок уже был закрыт. Провал составил около 3% по индексу S&P500, на похожую величину снизились латиноамериканские акции, а сейчас падает Азия. Ко вчерашнему снижению индекса ММВБ на 0.8% сегодня с открытия должно добавиться снижение еще на 2-3%.

Европейские проблемы как-то резко отошли на второй план. После переговоров с Грецией и заявлений от «тройки» становится ясно, что в начале октября 6-й транш помощи стране будет выделен, дефолта не будет. «Полная миссия», которая приедет в страну в начале следующей недели, это формальность. Есть даже положительные новости по поводу Греции – Финляндия, которая требовала себе дополнительного обеспечения по греческой помощи, похоже, собирается одобрить в парламенте пакет законов по EFSF. Вчера министр финансов страны (имеющей всего-то 2% в ВВП Еврозоны) заявил, что если Финляндия не будет участвовать в общеевропейском деле, это «выставит ее в дурном свете».

Тогда не ясно, что же случилось с рынками вчера. ФРС придерживается политики открытости и предсказуемости, поэтому решение Системы провести «Operation Twist» (мы объясним его далее) было заранее ожидаемым. ФРС объявила сумму в \$400 млрд., которую кто-то мог ожидать больше. Вряд ли тут вообще был какой-то сюрприз, а большие движения рынка обычно ассоциируются с сюрпризами... В комментарии ФРС к решению было заявлено, что есть большие риски снижения экономики (significant downside risks), что тоже могло заставить кого-то нервничать. Но если взглянуть трезво – в этом нет ничего нового. Так что падение рынков происходит по внутренней порочной логике – политики ЕС и США показали, что не способны адекватно отвечать на «рыночные ошибки» и даже могут усугубить ситуацию. Инвесторы боятся самих себя.

	Последнее значение	Изменение				График за 30 дней
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	
Мировые рынки						
Индекс РТС	1503	-1.0%	-4.8%	1.8%	-15.1%	
Индекс ММВБ	1507	-0.8%	4.4%	5.3%	-10.7%	
S&P 500	1167	-2.9%	3.8%	2.9%	-7.2%	
Dow Jones	11125	-2.5%	2.5%	3.6%	-3.9%	
Nikkei	8551	-2.2%	-0.9%	-10.6%	-16.4%	
FTSE 100	5288	-1.4%	3.8%	-4.7%	-10.4%	
DAX	5434	-2.5%	-0.7%	-12.5%	-21.4%	
Shanghai Composite	2469	-1.7%	-1.8%	-4.7%	-12.1%	
Товарные рынки						
Нефть	108.5	-1.7%	0.1%	39.2%	14.5%	
Никель	20400	-3.9%	-3.8%	-8.7%	-17.6%	
Медь	8300	-0.1%	-5.9%	8.1%	-13.5%	
Золото	1777	-1.7%	-5.8%	37.9%	25.3%	
Серебро	39.5	-2.5%	-8.9%	88.2%	27.9%	
Валютные рынки						
EUR/USD	1.35	-1.4%	-5.9%	1.3%	1.3%	
RUB/USD	31.65	-0.6%	-8.1%	-1.9%	-3.5%	
RUB/EUR	42.91	0.5%	-2.4%	-3.3%	-4.9%	

Госдолг США и ФРС



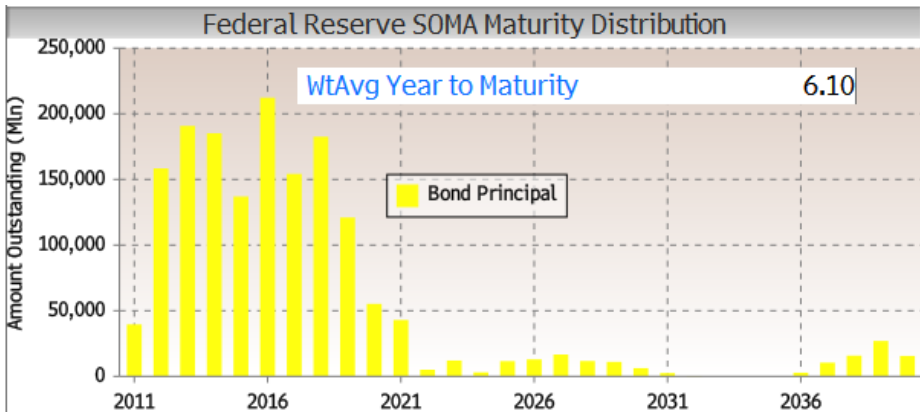
Для того чтобы перейти к обсуждению вчерашнего решения ФРС сначала рассмотрим описательную статистику. Размер госдолга США составляет \$9.6 трлн. Другая часто цитируемая цифра (см., например, красочный сайт www.usdebtclock.org) составляет \$14.7 трлн. Однако в ее составе около \$5 трлн. это внутриправительственный долг в стиле «левый карман должен правому», и многие экономисты исключают его из рассмотрения, как «ненастоящий долг». Для сравнения, ВВП США приближается к \$15 трлн., так что по меньшей цифре госдолг/ВВП у

этой страны составляет 64%, что лучше немецкого в 75%, французского в 87% и итальянского в 119%.

За время кризиса госдолг США вырос примерно на \$4.4 трлн. – это фискальный стимул, спасение банков, рекапитализация ипотечных агентств и AIG. Иностранцы владеют около \$4.5 трлн. - 47% госдолга США, за время кризиса они нарастили вложения в него на \$2 трлн.

Федеральная резервная система до ноября 2010 года мало вкладывала в долг правительства (и даже временно снижала вложения в него, заменяя гособлигации на другие обязательства, например ипотеку). Однако с началом QE-2 (quantitative easing – 2) купила еще на \$600 млрд. Итого за

кризис ФРС вложила дополнительно около \$0.9 трлн. в гособлигации США, профинансировав тем самым примерно 20% от увеличения госдолга в кризис.



Распределение облигаций по срокам гашения в портфеле ФРС представлено слева. Средняя дюрация составляет 6.1 год, это немного. Но это заметно больше, чем было до начала кризиса, когда по операциям SOMA (System Open Market Account) Резервная Система покупала преимущественно короткие гособлигации.

Вчерашнее решение со странным названием «Operation Twist» преследует примерно ту же цель, что и QE-2, проходившую в ноябре 2010 - июне 2011 года. Тогда ФРС покупала длинные облигации за счет дополнительной эмиссии долларов (увеличивая их количество «банковских резервов» в составе денежной базы, отсюда слово quantitative). Сейчас ФРС не будет печатать новые доллары, а просто поменяет одни бумаги (короткие) на более длинные.

Короткие облигации сейчас имеют доходность близкую к нулю, поскольку работает арбитраж внутри кривой доходности. Так, некий инвестор может занимать деньги на коротке (овернайт) (почти без риска, коль скоро ФРС летом пообещала, что будет держать нулевыми ставки до середины 2013 года). А полученные средства вложить в двухлетние облигации, получив безрисковую прибыль (эти же двухлетние облигации можно использовать как качественный залог). Такой арбитраж удерживает короткие ставки вместе, так у двухлетних облигаций ставка сейчас составляет 0.19%.

Схема с «арбитражем внутри кривой доходности» хуже работает с длинными облигациями (доходность 10-ти летних облигаций составляет 1.81%, 30-ти летних 2.93%), поскольку рефинансирование в коротком сегменте ставок уже не гарантировано.

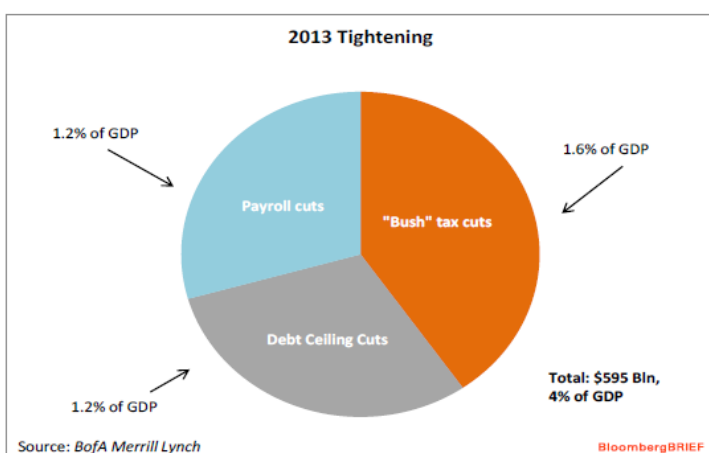
Так что продажи ФРС коротких бумаг вряд ли на них повлияют, а покупки длинных выпусков могут еще снизить доходность. А это по цепочке будет

влиять на стоимость заимствования в «длинном конце» для реального сектора, включая корпорации и ипотеку.

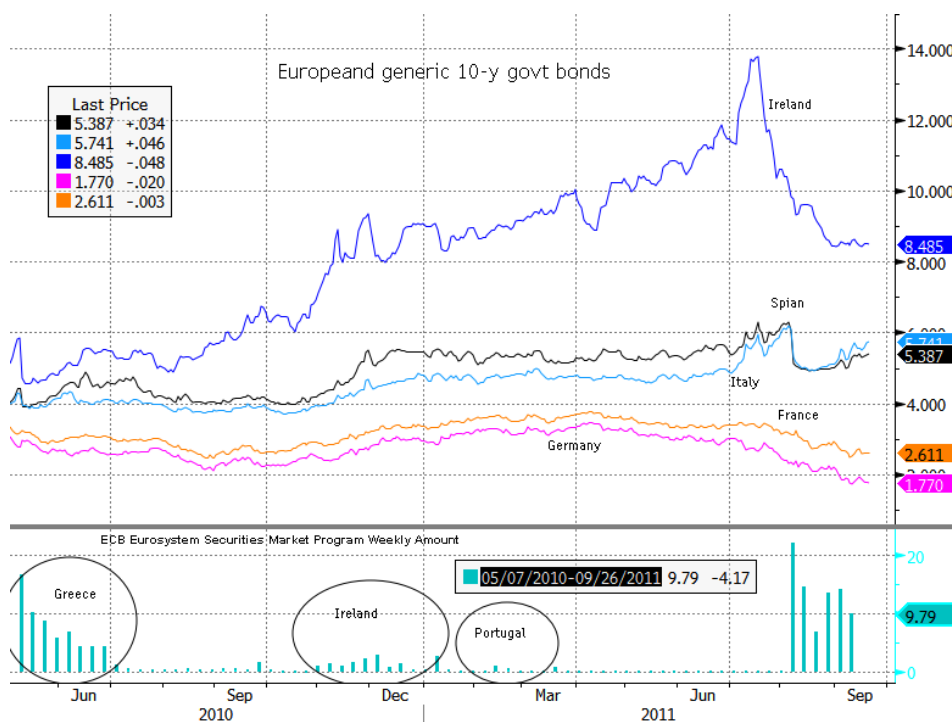
Другое дело, что действия ФРС вряд ли приведут к радикальным изменениям – монетарная политика в условиях «ловушки ликвидности» уже мало на что влияет.

И это проблема, поскольку в 2013 году США приближается к фискальному шоку. По расчетам BofA Merrill Lynch он составит порядка 3% от ВВП из-за сокращения действия разных программ.

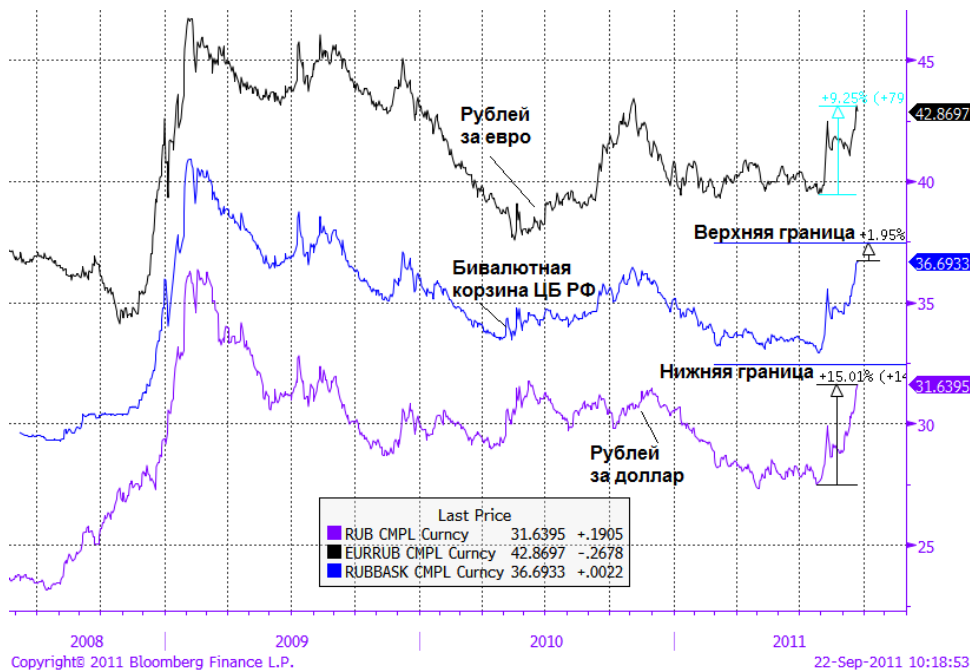
Такое сокращение похоже на то, что произошло в Греции (также сокращение дефицита на 3% с ~10% до ~7% от ВВП).



Вкратце



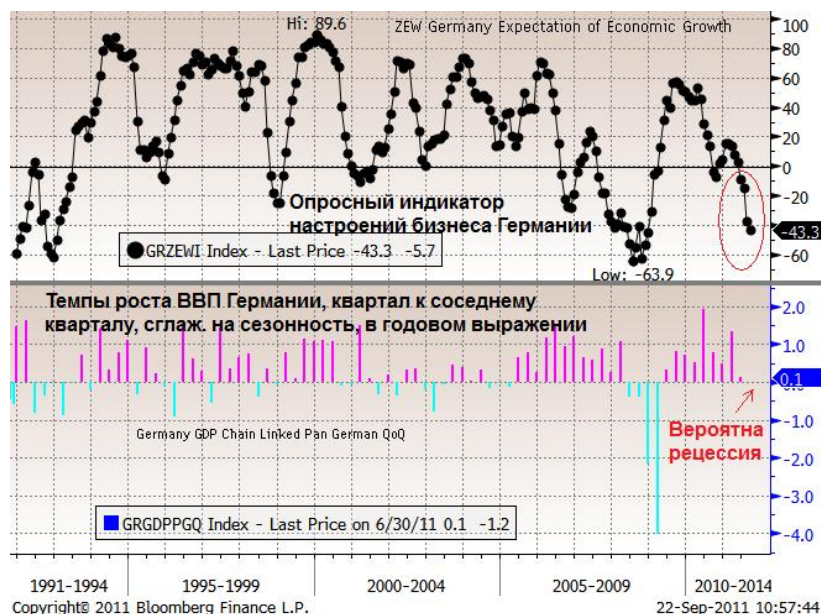
- ЕЦБ продолжает покупать облигации проблемных стран. Слева приведен график интервенций на прошлой неделе - €9.79 млрд. Но эти интервенции пока не помогли удерживать доходности проблемных стран – Италии и Испании на одном уровне. Тем не менее, тактика ЕЦБ может признаться удачной – сравнительно небольшие вложения позволяют удерживать долговой кризис от распространения на крупные страны, спаси которые ЕС по образцу Греции вряд ли сможет.



- Рубль продолжает резко падать. Мы бы не стали называть это «девальвацией», поскольку ЦБ уже не так держит курс на одном месте. С июля по вчерашний день цена доллара, выраженная в рублях, выросла на 15%. Бивалютная корзина приближается к «верхней границе» установленной ЦБ РФ. До нее остается около 2%, и она может быть достигнута уже сегодня. На ней ЦБ РФ, согласно своей политики, обещал продавать \$400 млн. и переставлять ее на 5 копеек

выше (это примерно 1.3%). Похоже, это может охладить пыл спекулянтов играть против рубля, и падение национальной валюты должно сильно сбавить обороты в ближайшее время. Если ситуация на финансовых рынках успокоится, то мы бы ожидали возврата курса рубля к доллару куда-то ближе к 29. На текущих уровнях играть против рубля может быть опасно (если, конечно, кризис не выйдет из-под контроля).

- «Фосагро» отказался от идей покупки канадской Potash Corp. Напомним, что в конце прошлого года стало известно, что российская компания ищет соинвесторов для покупки Potash Corp. Даже были сообщения, что «Фосагро» уже договорилась с канадскими банками о привлечении до 50% средств. То, что эта идея обречена на провал было ясно сразу же: капитализация канадской компании составляет \$45 млрд. против \$4 у «Фосагро». Мы не исключаем, что такие намерения у «Фосагро» были вызваны слиянием «Уралкалия» и «Сильвинита».



- Европа рискует скатиться в рецессию, об этом говорят данные опросного индекса ZEW, вышедшие на этой неделе за сентябрь. Рост второго квартала Германии составлял только 0.1%. Под влиянием финансового шока и растущих опасений кризиса в Европе может начаться рецессия. Германия или «страна-фабрика» уже не сможет обеспечивать рост притом, что периферия уже находится в состоянии спада.

- МЭР заявило, что ослабление рубля носит краткосрочный характер и связано с кризисом в Европе и выводом спекулятивного капитала. По его словам, с точки зрения платежного баланса,

равновесный курс рубля составляет 27-28 рублей. Однако эти слова идут в

разрез с предыдущими заявлениями о том, что курс рубля для промышленности завышен примерно на 10%.

- «МТС» готовит размещение облигаций на 30 млрд. рублей. Средства компания планирует направить на инвестиционную программу и рефинансирование текущего долга. Прибегнуть к выпуску облигаций для развития вынудили действия материнской компании: по итогам прошлого года «МТС» направила на дивиденды 78% чистой прибыли, купила у «Системы» за 21 млрд. рублей долю в «МГТС». Несмотря на решение выпустить облигации, уровень долга «МТС» будет находиться на комфортном уровне.
- Г. Тимченко купил 30% акций «Русского моря». Как пишет «Газета.ру», сделка прошла по ценам близким к рыночным котировкам. Таким образом, 30% акций бизнесмену могли обойтись в 1,65 млрд. рублей.
- «Сбербанк» в качестве залога по кредиту Белоруссии на \$1 млрд. вместо 35% «Беларуськалия» получит контрольный пакет в НПЗ «Нафтан». Решение Белоруссии поменять залог связывают с тем, что «Беларуськалий» является крупнейшим поставщиком валютной выручки в эту страну. Но есть другая версия, Белоруссия отдает в залог наименее важные предприятия, чтобы не жалко было потом их потерять.
- Вчера совет директоров «Газпром нефти» одобрил покупку 61,8% «Газпром нефть Оренбург», за которую компания заплатит \$114 млн. Консолидацию 100% активов планируется завершить в следующем году. При этом «Газпром нефть» завершает процесс по приобретению еще двух активов в Оренбургской области: Царичанского и Капитоновского месторождений. Известно, что общая сумма приобретения трех активов оценивается в \$800 млн. Новые активы позволят нарастить запасы на 184 млн. тонн н.э., что составляет около 20% от текущего уровня. По предварительным расчетам, «Газпром нефть» приобретает участки с высокой рыночной премией, однако переплата объясняется планами компании сделать Оренбургскую область одним из основных центров добычи.
- UC Rusal ведет переговоры с иранской стороной о производстве глинозема и строительстве алюминиевого завода мощностью 375 тыс. тонн или 9% от текущей мощности заводов компании. Переговоры ведутся с промышленным холдингом Iranian Mines and Mining Industries Development and Renovation Organization. Однако данное партнерство сопряжено с высокими политическими рисками, в частности, санкциями США против Ирана. Хотя Rusal не имеет производственных активов в США, но последний является одним из основных рынков сбыта и по итогам 2010 г. продажи в США составили порядка 9% от общей выручки Rusal.
- НП «Совет рынка» предлагает создать структуру, которой будет делегированы полномочия по дореформированию энергетической отрасли. Данные функции планируется передать созданному на прошлой неделе комитету по стратегии при наблюдательном совете партнерства. Это уже вторая аналогичная рабочая группа. Первую группу возглавляет Ю. Удальцов, которая подготовила ряд предложений по реформированию отрасли для Стратегии 2020. При этом главой «Совета рынка» Д.

Пономаревым отмечается, что новых правил на энергорынке не стоит ожидать до окончания президентских выборов.

Местное

- Городские власти намерены выставить на продажу земельный участок площадью 7 га в районе ДКЖ. Участок будет предназначен под жилую застройку, высотность домов будет ограничена тремя-шестью этажами. По замыслам властей, этот проект должен показать, каким должен быть «идеальный» квартал: невысокие дома с выходом подъездов на улицу, а не во двор. Застройщики уже заявили о своей готовности освоить этот участок по условиям властей. Однако отдельные бизнесмены скептически отнеслись к такой идее, фактически высказавшись за ставший традиционным способ застройки высотными зданиями. Коммерческую эффективность застройки данного участка невысокими зданиями, пока трудно оценить, так как не ясно, по какой цене будет продаваться земля.
- «Коммерсант» пишет, «Минудобрения» могут со следующего года начать закупать газ у «Новатэка». Сейчас поставками газа на предприятие занимается «СИБУР», который закупает его у «Газпрома». Однако в прошлом году контролирующим собственником стали структуры совладельца «Новатэка» Л. Михельсона. Поэтому смена поставщика газа вполне понятна. Отметим, что «Минеральные удобрения» являются одним из крупнейших потребителей газа: ежегодная потребность в газе составляет 1 млрд. куб. метров.
- Пермское УФАС посчитало рекламу НПФ «Стратегия» незаконной, и теперь фонду грозит штраф от 100 до 500 тыс. рублей. Претензии ФАС вызвал ролик, в котором обещалась возможность получить квартиру через лотерею: в нем отсутствовала информация о сроках и правилах проведения лотереи.

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.



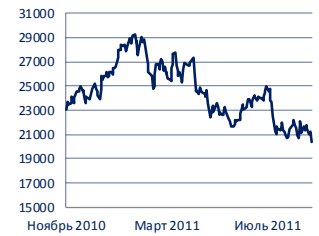
Золото, \$/Oz



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.