

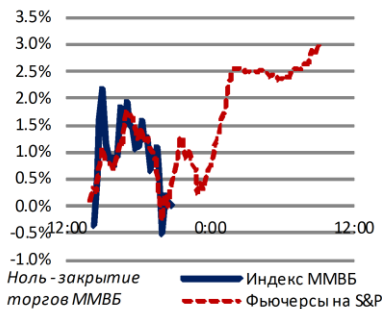


## Рынки накануне:

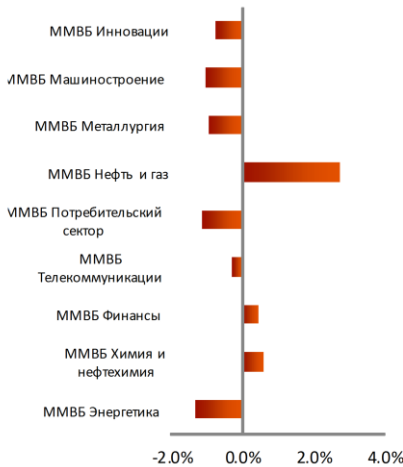
### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ



### Динамика отраслевых индексов



Началась волна восстановления, что выглядит закономерным после провала фондовых индексов до 20%. Пока можно говорить лишь о коррекции, «закрытии коротких позиций», «ловле дна», «отрезвлении» участников после панических продаж. Но, увы, нет гарантии, что все кончилось. Высокая волатильность – неизменный спутник кризисных времен. Европа и США вчера добавили 2-3%, индекс ММВБ вырос только на 1.5%. Фьючерсы на S&P500 сейчас на 3% выше, чем были на закрытии отечественных акций (см. график слева), что предполагает высокое открытие. Как пишут в лентах, рост идет на рассуждениях, что европейские власти начнут действовать с целью предотвратить ухудшение долгового кризиса региона. Хотя и запоздало, и паника на рынках должна была встряхнуть дремотных политиков ЕС.

Что должна сделать Европа? 1) «Понять, простить, принять» Грецию, выделить наконец-то ей деньги, показать что неуправляемого краха не будет. Похоже, нужно провести быструю реструктуризацию, сделать долг страны посильным. 2) Немедленно восстановить работоспособность банков ЕС. ЕЦБ должен показать, что он действует как кредитор последней инстанции, выдавать в том числе беззалоговые кредиты, снизить ставку. 3) Также требуются инъекции капитала, который можно выполнять на национальном уровне (Франция, хотя она и отказывается) и на уровне EFSF.

*Финансовые кризисы развиваются очень быстро. Если ситуация будет ухудшаться и покатится по наклонной, то это случится в считанные дни. Мы полагаем, что у рынков есть не так много времени. Возможно, это несколько недель, и все должно решиться в октябре. Пока мы сохраняем настороженное отношение и не склонны доверять вчерашнему росту рынков акций (см. далее, что мы считаем важным).*

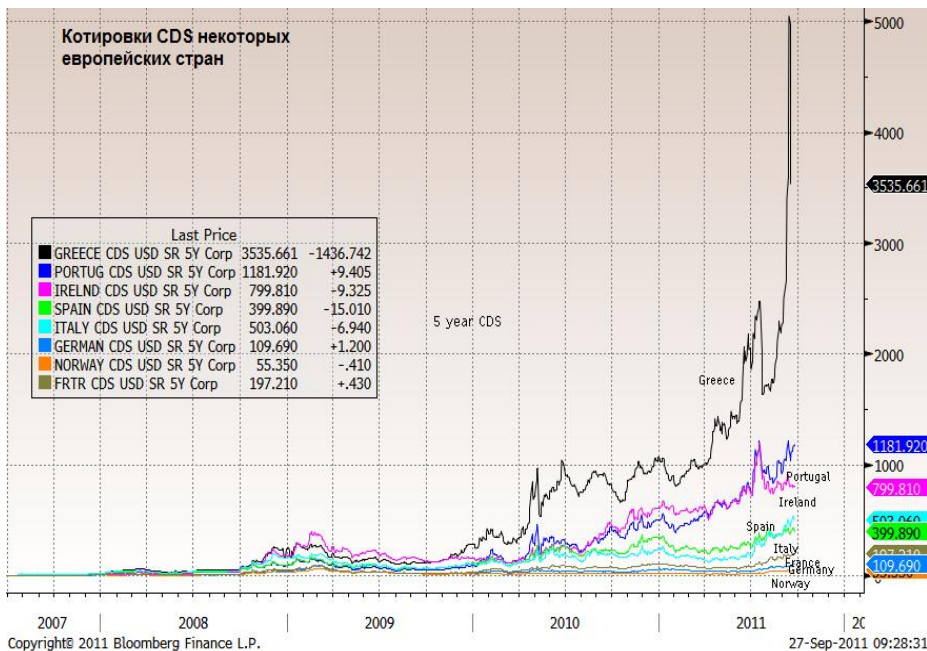
	Последнее значение	Изменение			С начала года	График за 30 дней
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.		
<b>Мировые рынки</b>						
Индекс РТС	1326	0.8%	-16.9%	-10.9%	-25.1%	
Индекс ММВБ	1347	1.5%	-7.7%	-5.1%	-20.2%	
S&P 500	1163	2.3%	-1.2%	1.8%	-7.5%	
Dow Jones	11044	2.5%	-2.1%	2.1%	-4.6%	
Nikkei	8525	1.8%	-3.1%	-11.2%	-16.7%	
FTSE 100	5089	0.4%	-0.8%	-8.7%	-13.7%	
DAX	5346	2.9%	-3.5%	-14.9%	-22.7%	
Shanghai Composite	2403	0.4%	-8.0%	-8.5%	-14.4%	
<b>Товарные рынки</b>						
Нефть	105.5	1.5%	-5.3%	34.3%	11.3%	
Никель	18000	-1.5%	-16.1%	-21.4%	-27.3%	
Медь	7266	-1.3%	-19.9%	-8.5%	-24.3%	
Золото	1643	2.6%	-8.0%	26.7%	15.8%	
Серебро	31.3	4.0%	-23.0%	45.9%	1.3%	
<b>Валютные рынки</b>						
EUR/USD	1.36	0.7%	-6.6%	0.5%	1.4%	
RUB/USD	32.28	-0.1%	-10.8%	-5.4%	-5.4%	
RUB/EUR	43.74	-0.1%	-4.5%	-5.9%	-6.7%	

# На краю



Мейнстрим-экономисты (кейнсианского толка) полагают, что в кризис власти должны сделать всего три вещи: монетарную и фискальную экспансию и сохранять рабочей банковской систему. Это позволяет стимулировать спрос и превращать сбережения в инвестиции, без чего может развиваться самоподдерживающийся спад экономики. В Европе проблема с банками, и пока она не решается. Это главная проблема.

Как можно будет понять, что экономика собирается пойти на поправку? На самом деле, индикаторов много. Начиная от рискованных спредов в банковской отрасли, котировок банков, дефолтных свопов (CDS), заканчивая рынком акций целиком (который, безусловно, слишком «шумный» показатель). Слева на графике приведены два индекса и спред между ними, характеризующий степень недоверия банков ЕС друг к другу. Данный спред представляет собой разницу между ставкой необеспеченного кредита банков друг другу и безрисковой ставкой на тот же срок (OIS – трехмесячные свопы). Устойчивое снижение спреда (график в нижней части) мы бы считали путем к «выздоровлению». К сожалению, положительных тенденций пока не наблюдается.



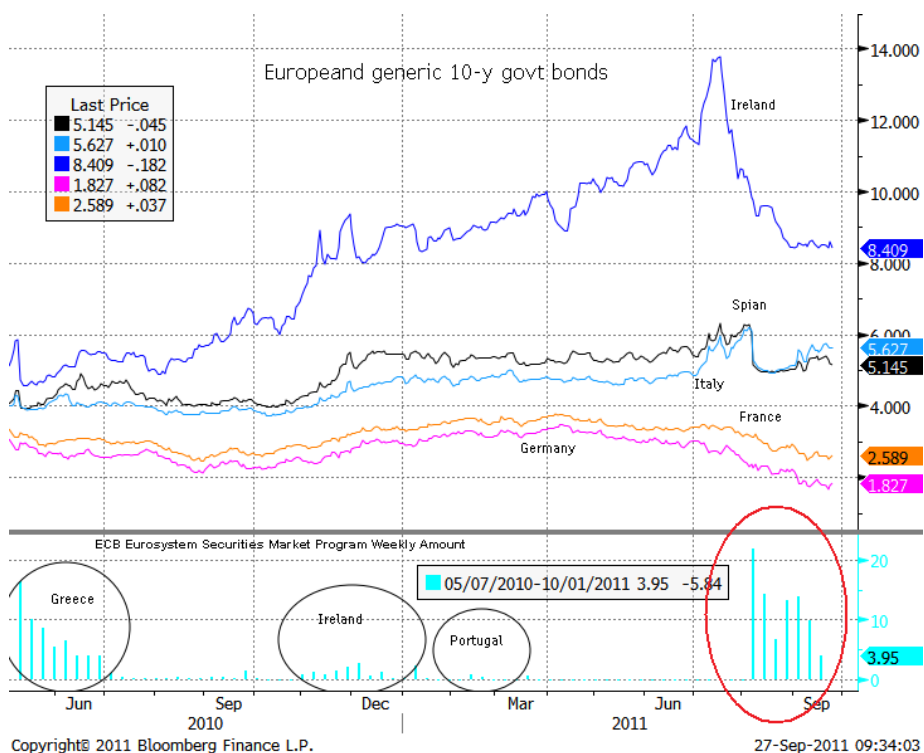
Слева приведены котировки CDS (дефолтных свопов) Греции, других проблемных стран и некоторых стран Европы. По итогам пятницы 5-ти летние контракты достигали 5047 базисных пунктов. Что означает, что покупатель обязуется платить 50.47% от величины контракта ежегодно на протяжении 5-ти лет, чтобы получить в случае дефолта 100% от контракта минус «recovery rate» (зависит от остаточной рыночной стоимости дефолтных обязательств).

Котировка в 50% подразумевает 98.5% вероятность дефолта в течение 5-ти лет. Правда, это «риск-нейтральная» вероятность (не эквивалентная бытовому понятию «вероятности»), да еще и основанная на предположении, что после дефолта рыночная стоимость обязательств будет 40%, то есть продавец выплатит только 60% покупателю CDS.

По нашим наблюдениям, стоимость CDS в 50% - это предел. До такой цены доходили CDS Украины в 2008/2009, но дефолта этой страны так и не случилось.

- Есть сообщения, что Греция, похоже, не способна выполнить требования оговоренные в бейлауте. Миссия «тройки» (Еврокомиссия, МВФ, ЕЦБ) должна была прибыть в страну «в начале недели» и решить как исполняются обязательства по самоограничению. Но миссия вчера, так и не приехала к работе и сообщается, что она вернется, как только получит официальное предложение от Афин по новому пакету самоограничительных мер. На лентах пишут, что комиссия приступит к работе только в среду.

Напомним, что еще в сентябре Греция рассчитывала получить €8 млрд. из 6-го очередного транша помощи. Были сообщения, что денег хватит до середины октября.



- Медлительность ЕС вызывает раздражение у многих. Министр финансов США Тимоти Гейтнер каждый день высказывается по этому поводу. По его словам, «они слышат отовсюду по всему миру» что пора мобилизоваться. По его словам, Европа «имеет некоторое время, но не очень много времени».

- Премьер-министр Греции Попандреу, являющийся социалистом, вчера пожаловался на ЕС в письме-приветствии к собранию Социалистического интернационала в Нью-Йорке. Он заявил, что к сожалению, международное сообщество и ЕС выглядят очень медлительными и

разделенными в своих реакциях.

- На графике слева приведены доходности 10-ти летних облигаций стран ЕС. На нижней части графика – ежемесячные интервенции ЕЦБ на рынке облигаций. В последнюю неделю ЕЦБ купил не так и много – на €3.95 млрд. Это, возможно, положительный знак.

- На графике слева показаны колебания бивалютной корзины в последние дни. В пятницу была «пробита» верхняя граница широкого центробанковского коридора. С этого времени уже пройдено 8 шагов центробанка. Если он выполняет свои обещания продавать на



Copyright© 2011 Bloomberg Finance L.P.

27-Sep-2011 09:37:51

каждом шаге по \$500 млрд., то за эти два дня интервенции должны были бы составить \$4 млрд.

- Вообще говоря, это не очень большие интервенции. Их можно сравнить с объемами продаж девальвации 2008 года, когда в пиковом месяце – декабре – Центробанк за месяц продал \$75 млрд., или примерно по \$18 млрд. в неделю или \$3.4 млрд. в день в среднем.

Центробанк не собирается оборонять, курс как это делал ранее, текущий валютный режим именуется «грязным плаванием». Это означает, что обвал рубля пройдет очень быстро.

Кризисы – следствие привычки, а российские экономические агенты имеют хороший опыт в этом плане. При этом они реагируют с запозданием, на сам факт. Поэтому, можно утверждать, что бегство из рубля в доллар будет еще продолжаться некоторое время. В случае если кризис не разгорится на полные обороты, такие покупки рискуют быть убыточными. Под влиянием высоких цен на нефть рубль вернется куда-то ближе к 29-30 рублям за доллар.

Валюты вообще склонны демонстрировать избыточную реакцию или «overshooting», двигаясь сначала в одну сторону, затем резко меняя направление наоборот. Рубль в очередной раз должен обвалиться сильнее, чем нужно, а потом последует период укрепления.

- В связи с обвалом рубля мы обратим внимание на некоторые мифы, бытующие в СМИ и обществе. Выделяют три группы агентов, которые могут покупать доллары за рубли – банки, население и бизнес. По нашему мнению, банки не являются самостоятельными агентами, и они очень мало зарабатывают на движениях валют. Существующее банковское законодательство прямо запрещает подобные спекуляции банками, у них ограничен размер открытой валютной позиции величиной в 10% от собственного капитала. Если капитал составляет, грубо 1/10 от величины активов, то совокупные перекосы (занял в рублях - купил долларов) не могут превышать 1% от величины банковских активов страны. По нашим подсчетам, это эквивалентно не более чем \$1 млрд. (сравните с интервенциями). Конечно, банки покупают валюту. Но они делают это как посредники, когда ее конвертируют держатели депозитов или счетов в банковской системе. Так что за бегство из рубля в доллары отвечают население и бизнес и действуют они опосредованно, через банки. Игра против свой валюты – национальная забава. Свободный валютный курс – это другой режим, чем был в 2008 или в 1998 году. Он означает, что на этот раз игра против рубля имеет меньшую предсказуемость, чем раньше и покупатели «твердой» валюты могут сильно разочароваться.

## Вкратце

---

- Золото ведет себя не так предсказуемо в кризис, как ожидалось (см. следующую страницу). Оно почему-то обвалилось в предыдущие дни. Кстати, обвал показали также цены серебра.





- Вопреки общим вздохам по отставке Кудрина мы видим положительные стороны в этом. Кудрин, вообще говоря, отвечает за высокую инфляцию в стране, глупую монетарную политику, дело Юкоса и гонения налоговиков против бизнеса. Не следует забывать, что под ним находится ФНС, он возглавляет руководящий орган, стоящий над Центробанком. Стабфонд – это уродливое изобретение, аналога которого нет нигде в мире. И не нужно сравнивать его с норвежским правительственным фондом – он работает на других принципах и не является неуклюжим инструментом стерилизации интервенций Центробанка как у нас в РФ. Россия заслуживает лучшего министра финансов, чем

Кудрин.

- Правительство рассматривает ряд вариантов по урегулированию вопроса между «ФСК» и «МРСК Сибири» (см. Обзор от 26.09.2011). Согласно первому варианту предлагается «ФСК» передать в управление «Бурятэнерго» (филиал «МРСК Сибири»). В рамках второго варианта рассматривается проведение допэмиссии, через которую «ФСК» войдет в капитал «МРСК Сибири». Данный вариант представляется для «ФСК» наиболее привлекательным, поскольку сети «Бурятэнерго» находятся в плохом техническом состоянии. Однако существует еще один альтернативный вариант, в соответствии с которым «Евросибэнерго» О. Дерипаски может выкупить контрольный пакет МРСК. Правительство не устраивает последний вариант с привлечением частного инвестора, хотя участниками рынка отмечается, что это наиболее выгодный вариант для обеих сторон.
- Индийская металлургическая компания NMDC продолжает атаку на угольные активы в России. Напомним, что переговоры между «Онэксим» и NMDC по приобретению угольной компании «Колмара» не увенчались успехом из-за разногласий относительно цены. На этот раз NMDC инициировала переговоры по покупке контрольного пакета в якутском «Эрчи-Тхане» у En+ Group О. Дерипаски. En+ по причине смещения интересов в сторону активов в Восточной Сибири выставил на продажу актив «Эрчим-Тхан» еще в начале лета. NMDC оценивает пакет «Эрчим-Тхан» около \$60 млн., то есть вся компания (добыча -141 тыс. т. и запасы - 70 млн. т.) стоит порядка \$86 млн.
- Forbes опубликовал рейтинг крупнейших непубличных компаний России. Первое место занял холдинг «ТАИФ», главными активами которого являются «Казаньоргсинтез», «Нижнекамскнефтехим» и «Нижнекамскшина». Второе место – «КЭС» В. Вексельберга. Сотовый оператор «Мегафон» в этом рейтинге занимает пятое место.
- Лондонская биржа металлов (LME) выставлена на продажу. На эту площадку приходится порядка 80% от общемировой торговли фьючерсами на поставку основных промышленных металлов. Стоимость биржи

оценивается в \$250 млн., интерес к площадке проявили CME, ICE, а также Сингапурская биржа.

- «Ростелеком» попросил ФСФР разрешить торговлю привилегированными акциями на Лондонской бирже. Заявка подана на 25% префов, что является максимальной долей, которая может быть размещена за рубежом. Похоже, что в ближайшей перспективе префы вряд ли будут конвертированы в обыкновенные акции, как это предлагал сделать вышедший глава «Ростелекома» Е. Юрченко.

- Standart&Poor's подтвердил кредитный рейтинг «Норникеля» на уровне «BBB-», сохранив прогноз «негативный». Как отмечает агентство, из-за разногласия между крупнейшими акционерами компания несет репутационные риски.

- ГК «ПИК» по итогам первого полугодия показала чистую прибыль в 3,2 млрд. рублей против убытка в 5,2 млрд. рублей годом ранее. Выручка компании выросла на 50% до 22,8 млрд. рублей. Таким образом, компания впервые за три года получила прибыль. Этому способствовало улучшение конъюнктуры на рынке жилья. Так, в первом полугодии объем сделок на первичном рынке увеличился на 44%. Также «ПИК» отмечает рост доли ипотечных сделок: если в прошлом году их доля составляла 3,1%, то сейчас эта цифра достигла 30%. Такая ситуация характерна и для остальных девелоперов. Так, «ЛСР» в первом полугодии сменил убытки на чистую прибыль.

- Очевидно, что от ослабления рубля выигрывают экспортеры. В первую очередь – нефтяники, во главе с «Сургутнефтегазом», который не только экспортирует нефть, но и держит на своем балансе порядка \$21,4 млрд. денег, которые инвестированы, в том числе и в валютные активы. Если предположить, что вся эта сумма держится в долларовых активах, то ослабление рубля обеспечило дополнительный доход от курсовых разниц на сумму более 115 млрд. рублей, что предполагает 1,5 рубля дополнительных дивидендов на одну привилегированную акцию. Похоже, что префы «Сургута» могут по итогам 2011 года принести владельцам неплохой дивиденд.

## Местное

---

- Арбитражный суд Пермского края запретил ФСФР аннулировать индивидуальный номер допвыпуска акций «ЧМЗ». Это сделано в качестве обеспечительной меры по иску от миноритариев, которые остались недовольны допэмиссией, которая сильно размыла их доли (бумаги размещались по закрытой подписке в пользу мажоритария).

# Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



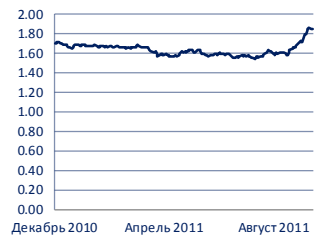
Курс USD/EUR



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.