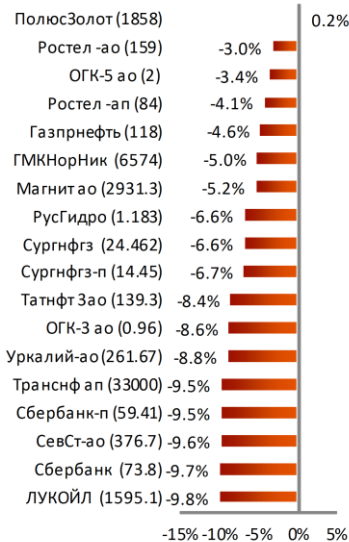


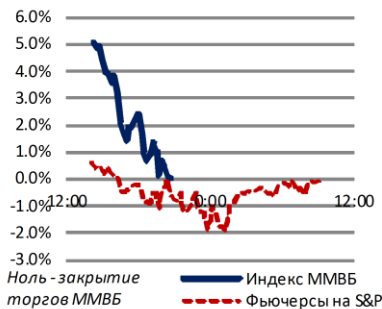


Рынки накануне:

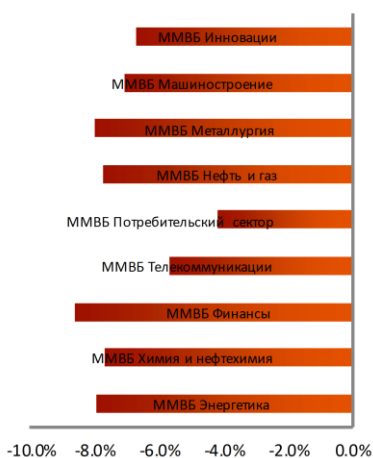
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



В четверг случилось обвальное падение рынков, Европа -5%, США -3%, индекс ММВБ -8%, это самое большое однодневное падение за два года. По долларовому индексу РТС, отечественные акции сейчас на 7.5% ниже, чем на «дне» августа 2011, в рублевом ММВБ - на 2.6% выше. Мировой индекс MSCI All-Country World упал больше 20% с пика начала мая - порог такой величины отделяет «нормальную» коррекцию от «глубокой». Комментарии к падению рынков винят ФРС, которая во вчерашнем заседании FOMC сообщила, что видит «significant downside risks» для мировой экономики. Но это, похоже, не главное.

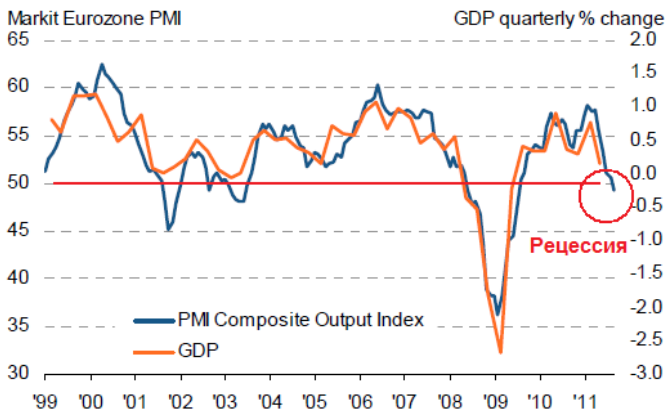
Основная причина паники в неспособности Европы решить проблему своих банков, состояние которой продолжает ухудшаться и угрожает пройти точку невозврата (см. на следующей стр.). Французские банки лишаются долларового рефинансирования, наблюдаются элементы банковской паники в целом по Европе. Это включает Германию, где Commerzbank AG торгуется с $p/bv=0.35$ и $p/e_{2010}=1.86$. Есть сомнения в достаточности капитала банков, учитывая потенциальный дефолт Греции и возможный экономический спад. Банки Европы продолжают испытывать набег вкладчиков и сокращают кредит.

Добавляя увечья к ранениям, вчера был опубликован flash-индикатор уверенности в ЕС (см. далее) из которого следует, что Европа вошла в рецессию в сентябре. Это означает, что скоро образуются новые плохие долги, в ответ банки еще сократят кредитование и порочный круг замыкается. Итак, Европа находится на пороге кредитного кризиса, и мы не видим адекватной реакции властей. Спад может превратиться в направляемую лавину, а опыт 2008 года повториться. Если в ближайшее время власти Европы не ответят адекватно, будет худо.

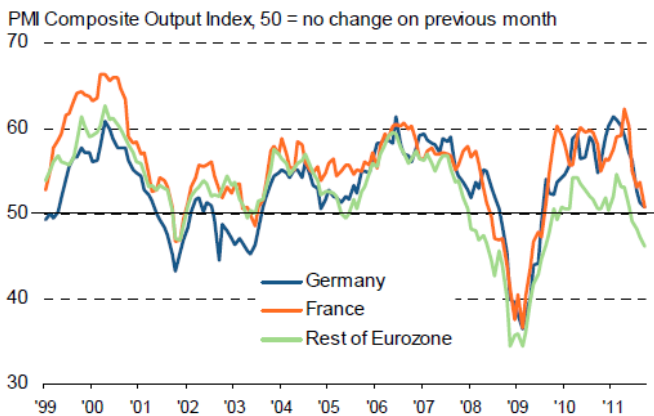
	Последнее значение	Изменение				График за 30 дней
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	
Мировые рынки						
Индекс РТС	1354	-2.5%	-14.3%	-8.4%	-23.5%	
Индекс ММВБ	1389	-7.8%	-3.8%	-2.8%	-17.7%	
S&P 500	1130	-3.2%	-2.8%	0.4%	-10.2%	
Dow Jones	10734	-3.5%	-4.0%	0.7%	-7.3%	
Nikkei	8560	-2.1%	-2.0%	-10.5%	-16.3%	
FTSE 100	5042	-4.7%	-1.7%	-9.1%	-14.5%	
DAX	5164	-5.0%	-6.7%	-16.5%	-25.3%	
Shanghai Composite	2436	-0.3%	-4.6%	-6.0%	-13.3%	
Товарные рынки						
Нефть	106.2	0.7%	-2.9%	35.9%	12.1%	
Никель	18880	-7.5%	-9.4%	-16.4%	-23.7%	
Медь	7674	-7.5%	-12.0%	-2.2%	-20.1%	
Золото	1745	-0.1%	-6.0%	34.7%	23.0%	
Серебро	36.2	-2.7%	-14.3%	70.5%	17.0%	
Валютные рынки						
EUR/USD	1.35	0.2%	-6.2%	1.3%	1.2%	
RUB/USD	32.14	-0.3%	-9.9%	-3.6%	-5.0%	
RUB/EUR	43.48	-0.4%	-3.9%	-4.8%	-6.1%	

Европа на грани потери контроля над банковской системой

Markit Eurozone PMI and GDP



Core v. Periphery PMI Output Index



Данные по flash - индикатору уверенности бизнеса в Европе вчера были опубликованы в 9:00 британского времени или 14:00 пермского. За час до этого выходили аналогичные данные по уверенности во Франции и за полчаса – Германии. Выход этих цифр хорошо ассоциируется с ускорением падения – из них следует, что Европа уже находится в состоянии рецессии. Вышедший flash - индикатор уверенности включает результаты обработки 85% анкет, тогда как окончательная оценка будет опубликована в начале октября.

До последнего времени ходили прогнозы, что европейская экономика может начать спад где-то в конце года под влиянием долговой проблемы и сокращения банковского кредитования. Оказывается, что это случилось уже в сентябре. Значение Flash Eurozone PMI Composite Output составляет 49.2, это минимум с июля 2009 года (!). Пройдено значение в 50 пунктов, что означает спад, падают и сектор услуг, и промышленность. Германия и Франция формально еще не находятся в режиме спада, а только в стагнации (нулевой рост). Периферия (точнее, Rest of Eurozone)

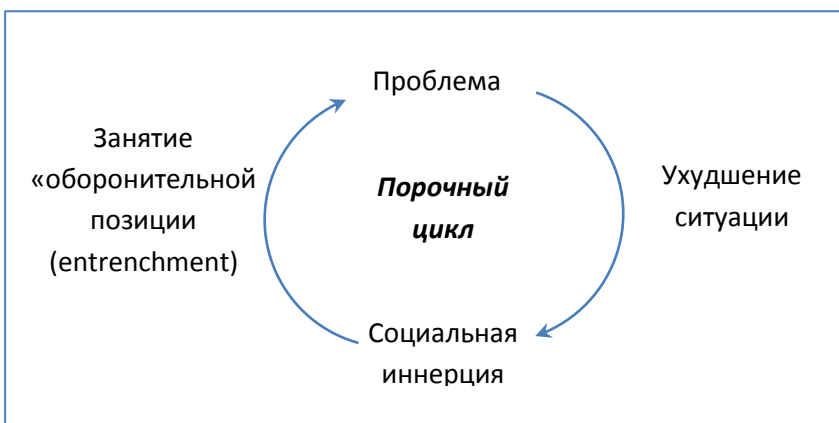
находятся в режиме спада. Опросы показывают, что цены на товары и услуги начинают падать, что снимает обеспокоенность по инфляции и

может позволить ЕЦБ сократить ставки, но это же ставит вопрос о возможной дефляционной спирали.

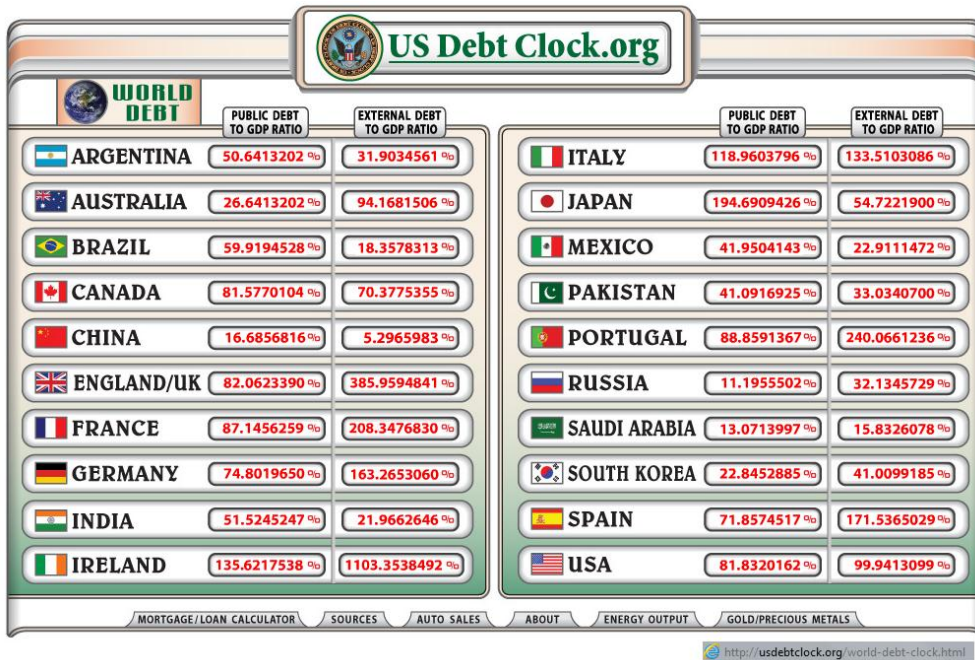
В обществе существуют порочные связи, которые могут приводить к крайне тяжелым последствиям. Общая схема представлена слева. Так работают механизмы рецессии, «набеги на банки», «набеги на валюту» - последнее мы наблюдаем с рублем. Точно так работает

«парадокс сбережений» Кейнса. Сбережение и экономия на индивидуальном уровне это, казалось бы, хорошо. Но когда общество целиком начинает экономить, падает совокупный спрос и экономика катится под откос. Это заставляет людей еще больше экономить, делая запасы на «черный день», и порочный круг замыкается.

Точно также мы боимся, что ситуация в Еврозоне может выйти из-под контроля властей. Ухудшение положения банков уже заставляет их копить ликвидность и сокращать кредит. В ответ реальный сектор (потребители,



бизнес) начинают занимать оборонительную позицию, сокращая траты. Спрос падает, начинаются увольнения, экономика катится под откос. Рецессия генерирует свежую порцию «плохих долгов», выбивая дыры в банковском капитале. В ответ, вкладчики начинают сомневаться в платежеспособности банков, идут многочисленные набеги на банки, заставляя их все больше рационализировать кредит и так далее. К этому можно добавить порочные циклы «пожарных продаж» активов, которая может привести к общей дефляции цен активов, включая акции, землю, недвижимость.



Проблема еще в том, что соотношения «активы банков» к ВВП у многих стран ЕС составляют порядка 200%, и даже небольшие кредитные потери, индуцированные рецессией, потребуют от правительств соответствующих стран огромных вложений в рекапитализацию банковской системы. Но этого у них может просто не получиться, учитывая существенные размеры государственного долга уже сейчас и политику

«консолидации бюджетов». Слева мы представляем скриншот страницы <http://usdebtclock.org/world-debt-clock.html>, которая дает представление о каких долгах, мы говорим (включая внешние долги страны, которые у Ирландии, например, составляют 1 100% от ВВП!). В этом смысле ситуацию спада лучше предотвращать, чем лечить по факту. Но с этим в Евросоюзе проблема – слишком много правительств и центров ответственности, у политиков свои представления о «справедливости» и «правильных действиях», не обязательно соответствующие экономической логике.

Итак, рынки движутся в сторону второго кредитного кризиса, эпицентром которого собирается стать Европа. Мы полагаем, что ситуацию еще можно спасти, но для этого нужно шевелиться прямо сейчас.

Пока реакция властей ограничена ЕЦБ, который в среду расширил диапазон бумаг принимаемых как залог для рефинансирования. Но нужна рекапитализация банков, возможно, избыточная (по образцу TARP в США в конце 2008/начале 2008) с целью восстановить работу банковской системы.

Мы не одиноки в своих взглядах на проблемы Европы. Например, вчера руководитель крупнейшей управляющей компании PIMCO El-Erian заявил, что у французских банков «*credit markets now put their risk of default at levels indicative of a BB rating, which is fundamentally inconsistent with sound banking operations.*» (имеются в виду котировки CDS и обязательств). Также он добавил, что есть признаки «*of an institutional run on French banks. If it*

persists, the banks would have no choice but to deliver their balance sheets in a very drastic and disorderly fashion». Результатом будет банковский кризис и рецессия. Резюмируя все, несмотря на увеличение ликвидности, El-Erian заявил, что «capital cushions and asset quality remain unaddressed. As a result, Europe is on the verge of losing control of orderly solutions to its debt crisis.»

Конечно, хотелось бы дать определенный прогноз – случится ли банковский кризис в Европе и как глубоко может упасть рубль, отечественные акции. К сожалению, мы не можем дать ответы на эти вопросы. Если кризис будет ухудшаться, мы можем представить падение акций еще на 30% до уровней РТС ближе к 1000 п. И это притом, что сейчас «фундаментально» акции дешевы, например, «Газпром» торгуется $p/e=2.8$. Курс рубля может упасть до отметок ближе к 40, тем более что Центробанк РФ не активно сопротивляется движению.

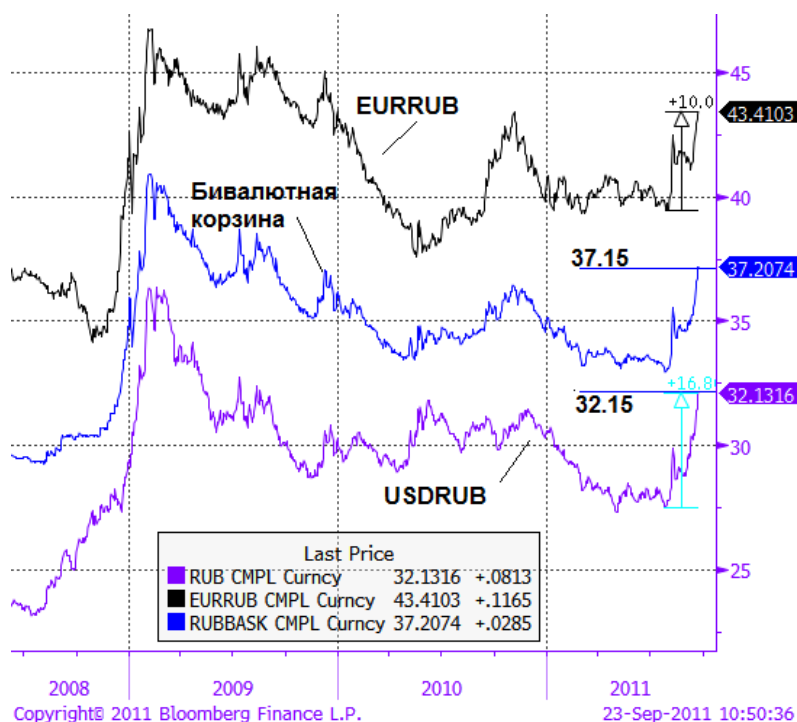
Есть какие-то обнадеживающие знаки, что политики мобилизуются. Минувшей ночью появились сообщения, что финансовые министры G-20 пообещали ответить на растущие риски в глобальной экономике. Они заявили, что страны «committed to a strong and coordinated international response to address the renewed challenges facing the global economy». Также они давят на Европу с целью, чтобы та ответила на растущие риски. Наиболее ожидаемое действие – расширение гибкости European Financial Stability Facility (который используется только на треть для спасения Греции, Ирландии и Португалии) и запустить процесс рекапитализации банков за счет этих денег. Ночью министр финансов США Тимоти Гейтнер заявил, что вскоре Европа предпримет решительные действия, не сообщая, однако что это значит.

Похоже, до середины октября 2011 года станет ясно, движутся ли рынки в сторону распада, и наступает ли новый кризис, повторение 2008 года. Ответ на вопрос стоит ли продавать акции сейчас, зависит от взглядов на развитие ситуации. В любом случае, рынки либо вырастут, либо значительно обвалятся. В текущей точке котировки вряд ли останутся. Это игра с большими ставками, либо пан либо пропал.

Вкратце

- ММВБ и РТС предлагают проводить торги и в праздничные дни. Потребность в торгах в праздничные дни биржи объясняют тем, что высокая волатильность заставляет участников рынка закрывать большую часть позиций на праздничные дни, особенно на новогодние праздники. Заметим, что комиссия биржи привязана к оборотам, отсюда и стремление удлинить торговую сессию и захватить праздничные дни.
- «Ведомости» пишут, что ожидания «ЛУКОЙЛа» по Южно-Хыльчунскому месторождению, куда было вложено \$4 млрд., не оправдались, и объемы добычи нефти начали снижаться из-за роста обводненности. Месторождение было запущено в 2008 году, в 2010 году добыча составила 6,9 млн. тонн. В 2011 году компания будет стараться сохранить на этом месторождении прошлогодний уровень добычи и

пытаться не допустить резкого падения. Как пишут «Ведомости», текущий уровень добычи уже на 40% ниже прошлогоднего. Как комментирует представитель «ЛУКОЙЛа», американские и российские геологи (проект разрабатывался совместно с ConocoPhillips) ошиблись в расчетах. Таким образом, по итогам 2011 года «ЛУКОЙЛ» вряд ли сможет показать рост объемов добычи нефти.

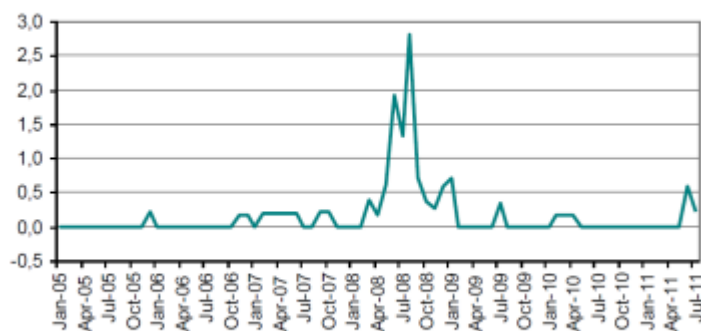


- «РБК Daily» пишет, что А. Навальный требует от «Роснефти» информацию по сделке с Китаем. Как полагает А. Навальный, сделка заключена по невыгодной цене, что не позволила ему как миноритарному акционеру получить доход. А. Навальный уже пытался получить протоколы заседаний совета директоров «Роснефти» за 2009 год, однако госкомпания проигнорировала решение суда. В итоге дело находится на повторном рассмотрении.

- Курс бивалютной корзины вчера уперся в верхнюю границу Центробанка (32.15). На ней он обещал продавать по \$400 млн. и отступить на 5 копеек по корзине. Трейдеры, следящие за торгами заявляют, что ЦБ продает порядка \$500

млн. ежедневно. Таким образом, можно ожидать, что девальвация рубля теперь пойдет медленнее, чем мы видели до сих пор.

Рис. 1. Динамика сводного индекса финансовой стабильности



Источник: оценка Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара

- Вчера Институт экономической политики им. Е. Гайдара опубликовал исследование динамики опережающего индекса финансовой стабильности. Данный сводный индекс разработан на основе сигнального подхода и является одним из индикаторов, позволяющих заблаговременно выявить финансовую неустойчивость. Хотя показатель демонстрирует некоторое падение

в последние месяцы, но в мае была зафиксирована отметка на уровне 0,6. Данное значение, хоть и ниже предкризисных уровней 2008г. (2,8), тем не менее, дает основания полагать о росте вероятности возникновения проблем в российской финансовой системе. Безусловно, не стоит беспелеционно доверять данному индикатору, но можно рассматривать как один из возможных способов оценки тренда развития российской экономики. Кроме того, по сведениям «Коммерсанта» вчера также была опубликована ИЭПом сентябрьская оценка оптимизма в российской промышленности. Снижение показателя не достигло предкризисных

уровней, однако динамика настораживает. Основным среди факторов, указывающих на скорое падение промышленности, является состояние спроса на промышленную продукцию. Российские предприятия не рассчитывают на рост спроса и сокращают производство.

- «НЛМК» может потерять один из основных рынков сбыта трансформаторной стали. Китай, на который приходится порядка 10% экспорта «НЛМК», активно начал проводить протекционистские меры, поднимая импортную пошлину на электросталь и вытесняя с рынка иностранных конкурентов. КНР в прошлом году впервые ввел импортную пошлину на электросталь для «НЛМК» в размере 6,3%. На этот раз китайская сторона заподозрила российскую компанию в демпинговой марже на уровне 65,2%. Введение подобного размера пошлины означает закрытие китайских границ для «НЛМК». Однако экспорт электростали занимает небольшую часть в общей структуре экспортных продаж компании, поэтому в целом потери не критичны для «НЛМК».
- «Ростелеком» заинтересовался «Горкомом», одним из независимых интернет-провайдеров Москвы. По оценкам AC&M Consulting, «Горком» занимает около 2% московского рынка ШПД. «Ростелеком» планирует увеличить свое присутствие на рынке ШПД с текущих 5% до 50% к 2015 г. Таким образом, «Ростелеком» может увеличить свою долю на рынке через приобретения небольших операторов и за счет «Центрального телеграфа», активы которого получит в ходе реорганизации «Связьинвеста».
- СП Siemens и «Искра-Авигаз» - «РусТурбоМаш» начинает выпускать компрессоры для магистральных газопроводов. В 2013-2014 гг. завод должен выйти на полную мощность и выпускать порядка 60 агрегатов в год.

Местное

- «Мотовилихинские заводы» намерены вложить 1 млрд. рублей в новое артиллерийское производство. Проект частично будет профинансирован из федерального бюджета. Предполагается, что производство заработает к концу 2012 года.
- Французская сеть «Ашан» ищет площадку в Перми. Компания уже обратилась к властям за помощью в поиске участка, однако пока конкретных предложений не поступило.
- Внешний управляющий «Перспективы» начал возвращать в компанию средства, которые были выведены собственниками в преддверии процедуры банкротства. Так, суд признал недействительным договор займа, заключенного с супругой В. Онянова, и постановил вернуть ей 71,7 млн. рублей «Перспективе». Также суд признал недействительными сделки с рядом компании, которые в общей сложности должны вернуть «Перспективе» более 77 млн. рублей.
- «Уралкалий» утвердил дивидендную политику, согласно которой акционерам будет выплачиваться не менее 50% чистой прибыли по МСФО. Причем дивиденды должны платиться не реже двух раз в год. Таким образом, по итогам первого полугодия 2011 года компания может направить на дивиденды \$226 млн. (2,2 рубля на одну акцию, доходность

0,8%). Высокие дивиденды, скорее всего, связаны с тем, что новым акционерам необходимо обслуживать свои личные обязательства.

- Также компания опубликовала результаты работы за первое полугодие. Так, чистая прибыль компании выросла на 61%, во многом благодаря консолидации «Сильвинита» с 17 мая. По словам представителя компании, этого год будет одним из самых успешных из-за роста цен на хлористый калий до \$600 за тонну к концу года.

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.