

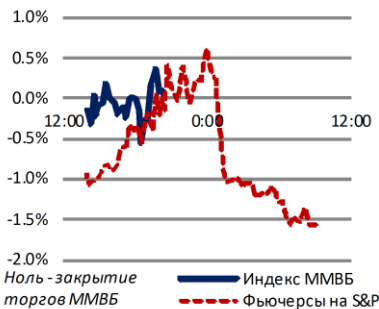


Рынки накануне:

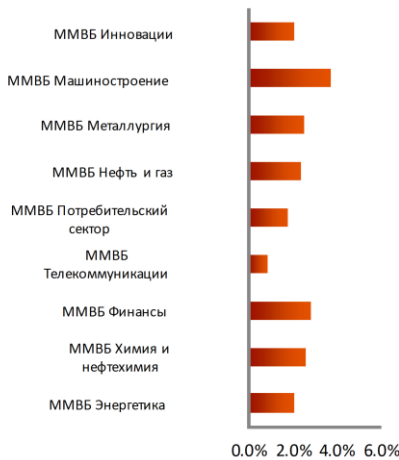
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



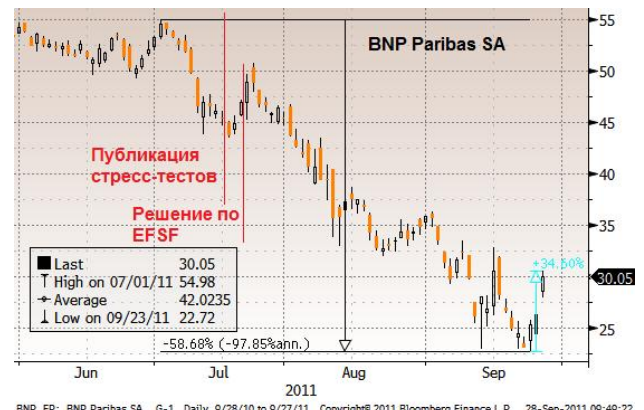
Динамика отраслевых индексов



Вчера европейские рынки выросли на 4-6%, S&P +1%, индекс ММВБ +2.5%. По мнению Bloomberg, рост обусловлен тем, что Греция сделала прогресс в том, чтобы удовлетворить требования по получению помощи. Эксперты в один голос кричат, что Европа должна «что-то сделать». Канцлер ФРГ Меркель заявила, что политики ЕС не должны допустить повторения осени 2008 года и неконтролируемого дефолта Греции. Итак, на рынках растут надежды на то, что «разум победит», и что Европа начнет действовать.

Обвал последних месяцев случился на страхах развала финансовых рынков, дефолта, развития эффекта домино. Ничего этого пока не случилось, но страхи уже привели к занятию финансовой системой и бизнесом «оборонительной» позиции (англоязычные используют лаконичное «entrenchment» – «окапывание»). Также вчерашний рост идет на ожиданиях, а не на фактах. Таковы рынки – они действуют на опережение. И далеко не всегда в правильном направлении.

Основанная проблема сейчас – взаимное недоверие банков в ЕС. Пока оно не будет восстановлено, рынки продолжают оставаться на грани нового кризиса, а экономика испытывать недостаток кредита. Одним из индикаторов страха являются банковские акции. BNP Paribas S.A вчера вырос на 14% и на 32% с «дна» пятницы. Но даже после этого мультипликатор P/BV=0.54, тогда как нормальное значение должно быть ближе к 1.



	Последнее значение	Изменение			График за 30 дней	
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.		
Мировые рынки						
Индекс РТС	1377	0.5%	-13.7%	-7.2%	-22.2%	
Индекс ММВБ	1380	2.5%	-5.4%	-2.1%	-18.2%	
S&P 500	1175	1.1%	-0.1%	2.4%	-6.5%	
Dow Jones	11191	1.3%	-0.8%	3.1%	-3.3%	
Nikkei	8624	0.2%	-2.0%	-9.2%	-15.7%	
FTSE 100	5294	4.0%	3.2%	-5.1%	-10.3%	
DAX	5628	5.3%	1.6%	-10.3%	-18.6%	
Shanghai Composite	2421	0.2%	-7.3%	-7.3%	-13.8%	

	Последнее значение	Изменение			График за 30 дней	
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.		
Товарные рынки						
Нефть	106.2	-0.8%	-4.6%	35.0%	12.1%	
Никель	18955	5.3%	-11.6%	-17.9%	-23.4%	
Медь	7594	4.5%	-16.3%	-4.0%	-20.9%	
Золото	1639	-1.1%	-8.3%	25.1%	15.5%	
Серебро	31.1	-2.3%	-23.5%	43.1%	0.6%	

	Последнее значение	Изменение			График за 30 дней	
		За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.		
Валютные рынки						
EUR/USD	1.36	-0.3%	-6.5%	-0.1%	1.4%	
RUB/USD	31.74	0.0%	-9.3%	-4.2%	-3.8%	
RUB/EUR	43.03	0.2%	-3.0%	-4.1%	-5.1%	

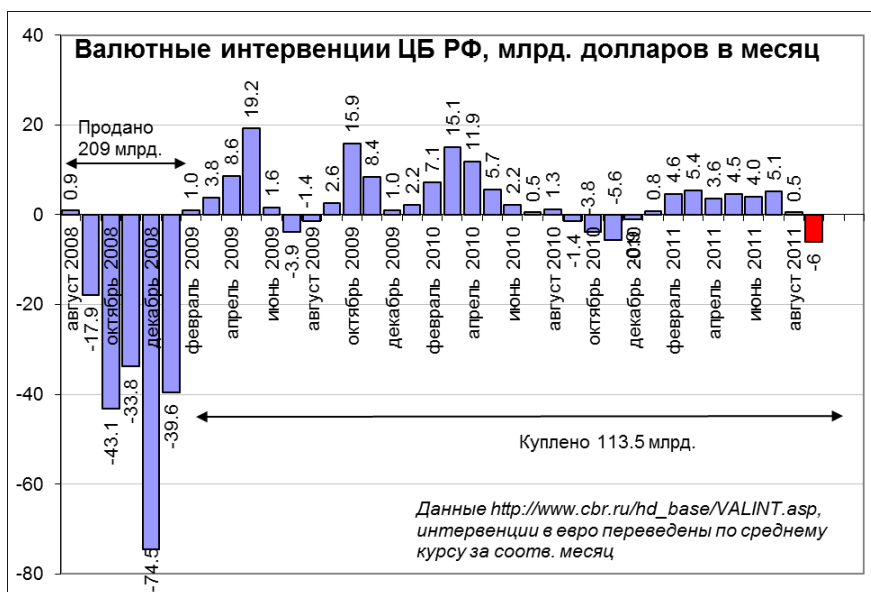


• Вчера рубль начал укрепляться обратно после почти бескоррекционной волны снижения, продолжавшейся с конца августа (основное падение идет с начала августа, в конце этого месяца была «передышка», см. график). Пик курса рубля к доллару достигнут в пятницу – около 32.5, вчера он опустился до 31.74. Но это пока можно трактовать как «коррекционное» движение.

Тем не менее, глава Центробанка Игнатьев вчера объявил, что обвал национальной валюты заканчивается. В СМИ было распространено заявление с таким комментарием Игнатьева: «Я думаю, при сохранении нынешнего уровня мировых цен на нефть (примерно \$100 за баррель нефти сорта Urals) вероятность укрепления рубля в ближайшие недели

значительно выше вероятности его ослабления». Он также пообещал нормальную ликвидность банкам (в отличие от периода «плавной» девальвации 2008 года, когда курс рубля был спасен тем, что Центробанк сделал его дефицитным ресурсом, попутно усугубив спад экономики РФ).

• Также глава Центробанка сообщил, что с начала сентября интервенции составили «более \$6 млрд.». Мы отразили эту цифру на графике, она близка к продажам валюты в ноябре 2010 года (\$5.6



млрд.), когда наблюдался очередной приступ бегства от рубля. Максимальный дневной объем, как заявляется, был продан в понедельник - \$2.365 млрд., в это время курс показал пик бивалютной корзины, достигнут отметки 37.5. Эта цифра названа Игнатьевым текущей «верхней границей». Напомним, что граница обороняется ЦБ путем продажи \$600 млрд., с последующим отходом на 5 копеек. Если рынок находится далеко от границы, активные интервенции не проводятся.

В конце данного обзора мы приводим анализ связи курса рубля с ценами на нефть.

- Похоже, что долговые проблемы Европы и США стали хорошим объясняющим фактором колебаний стоимости различных активов. Почему выросли акции, а потому, что напряженность вокруг долговой проблемы снизилась. Почему акции упали, а потому, что усилились опасения. Всему есть объяснение, даже росту цен на каучук. Как пишет Bloomberg, цены на каучук побили рекорд последних шести месяцев из-за долговых проблем в еврозоне и США и того, что инвесторы обратились к альтернативным объектам, которые, по их мнению, могут быть безопаснее золота, доллара или евро (!).
- Комиссия по ценным бумагам и биржам США хочет привлечь к суду рейтинговое агентство Standard & Poor's. Агентство обвиняют в том, что в предкризисный 2007 год во время жилищного бума S&P присваивало кредитные рейтинги, не соответствующие качеству реальных активов. В частности, речь идет о секьюритизированных ипотечных облигациях Delphinus CDO, которым был присвоен наивысший рейтинг на основе анализа гипотетических активов, которые должны были войти в сделку. В действительности были секьюритизированы другие активы, гораздо худшего кредитного качества. Неоднократно поступают заявления, что рейтинговые агентства повинны в минувшем кризисе 2008 г., недавнем понижении наивысшего рейтинга США и т.д. Однако мы считаем, что заключение рейтинговых агентств не стоит рассматривать как догму, и выбор остается за каждым доверять мнению агентств или нет.
- Вчера Минфин пообещал предоставить «Башнефти» и «Татнефти» налоговые льготы по НДС с целью компенсации выпадающих доходов от введения режима «60-66» в следующем году. Напомним, что новый налоговый режим «60-66» предполагает рост экспортной пошлины на темные нефтепродукты. Среди компаний, оказавшихся в менее выгодном положении, стали «Башнефть» и «Татнефть». Государство, в свою очередь, чтобы нивелировать убытки, решило ввести налоговые льготы по НДС этим компаниям. Таким образом, несмотря на изменения в налоговом законодательстве, налоговая нагрузка на нефтяные компании сильно не меняется.
- «РБК daily» сообщает, что бывший глава «Связьинвеста» Е. Юрченко рассматривает возможность продажи части своего пакета объединенного «Ростелекома» на Лондонской бирже. При этом Юрченко сомневается в том, что оператор успеет в обещанные сроки провести размещение. Действительно, несмотря на первоначальные планы «Ростелекома» по выходу на Лондонскую биржу в октябре этого года, по ряду причин листинг может быть отложен до следующего года. Однако президент «Ростелекома» А. Проворотов выражает надежду выйти на биржу в конце 2011 г., и торговаться будут депозитарные расписки только акций миноритариев.
- «Роснефть» намерена к 2020 году увеличить добычу нефти до 160-180 млн. тонн в год, что на 35-50% выше результата за 2010 год. Прирост добычи будет обеспечен за счет действующих проектов в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке. По предварительным оценкам, для достижения этих

целей, компании потребуется инвестировать порядка \$125 млрд. до 2020 года. На наш взгляд, сумма чрезмерно завышена, потратив \$125 млрд. «Роснефть» хочет прирастить добычу на 40-60 млн. тонн в год. Для сравнения, капитализация «ЛУКОЙЛа» составляет порядка \$42 млрд. при добыче 96 млн. тонн + НПЗ.

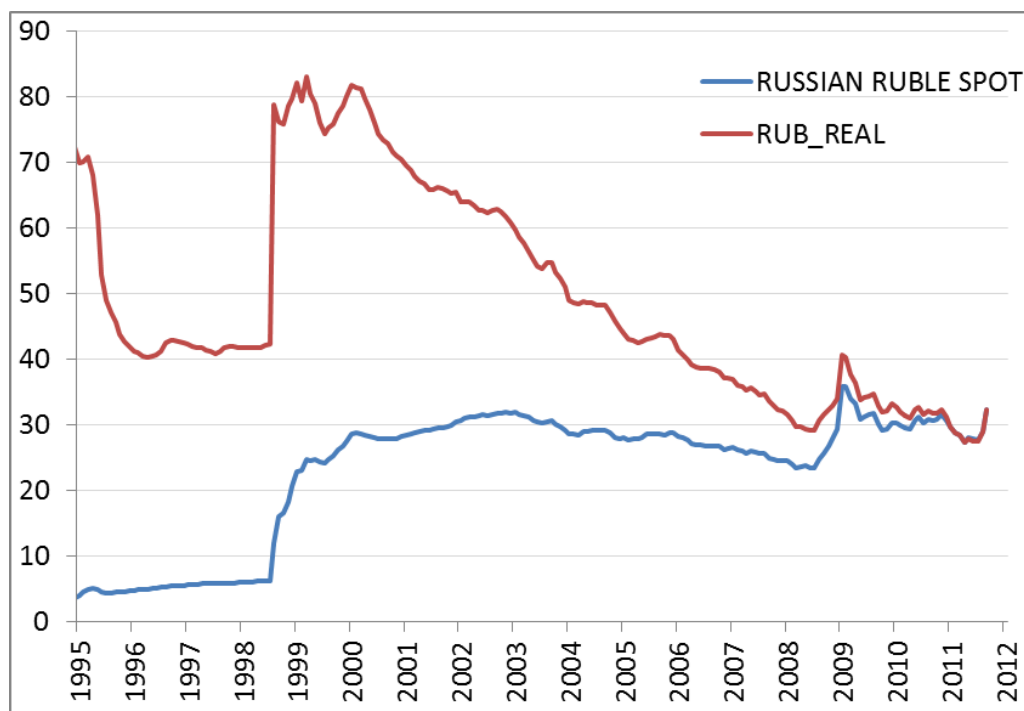
- Напомним, что «Роснефть» намерена развивать еще и арктические проекты совместно с ExxonMobil. В обмен на доступ к Арктике, российская компания получит до 30% в Exxon-овских проектах.
- Совет директоров «Газпрома» утвердил инвестиционную программу на 2011 год. Всего в этом году будет потрачено 1,277 трлн. рублей, что на 56% выше, чем годом ранее. Для финансирования программы концерн намерен увеличить заимствования с 90 до 150 млрд. рублей. Однако существенная часть этих средств пойдет на рефинансирование текущей задолженности. Несмотря на рост заимствований, соотношение долг/ЕБИТДА останется на уровне 0,8, что является низким значением.
- На протяжении последних дней были слухи, что «ВЭБ» оказывал поддержку российскому фондовому рынку. Вчера по этому поводу «ВЭБ» официально заявил, что не оказывал поддержку фондовому рынку.
- «Акрон» получила 60% в СП с Rio Tinto по разработке калийных месторождений в Канаде. Однако по итогам изысканий доля Rio Tinto может возрасти до 80%. Также не исключено, что «Акрон» может привлечь партнера к российским проектам, в частности в Талицкий участок Половодовского месторождения.
- Антимонопольная служба Еврокомиссии начала обыски в европейских офисах «Газпрома». Как сообщает Reuters, служба проводит расследование, касающееся поставок газа в Европу. Сам концерн заявил, что сегодня сделает по этому поводу официальное заявление.

Местное

- «Коммерсант» пишет, что квартал №275 (участок площадью 2га рядом с гипермаркетом «Семья») выставлен на торги по начальной цене в 130 млн. рублей. Сейчас этот участок принадлежит «Уральскому инвестиционному агентству», в отношении которого идет процедура банкротства. Изначально на этом участке планировалось построить жилой комплекс «Бон'Апарт» (107 тыс. кв. метров жилья). Как пишет «Коммерсант», на этот участок претендуют две компании, которые действуют в интересах совладельца «Треста №15» М. Ключкова.
- По результатам исследований агентства «СВОИ», «ПЗСП» признан самым добросовестным застройщиком. Также в число лидеров вошла «Камская долина».

Рубль и цены на нефть

При анализе курса рубля экономисты оперируют т.н. «реальным курсом», который учитывает изменения в уровне цен. Номинальные курсы напрямую анализировать неверно.



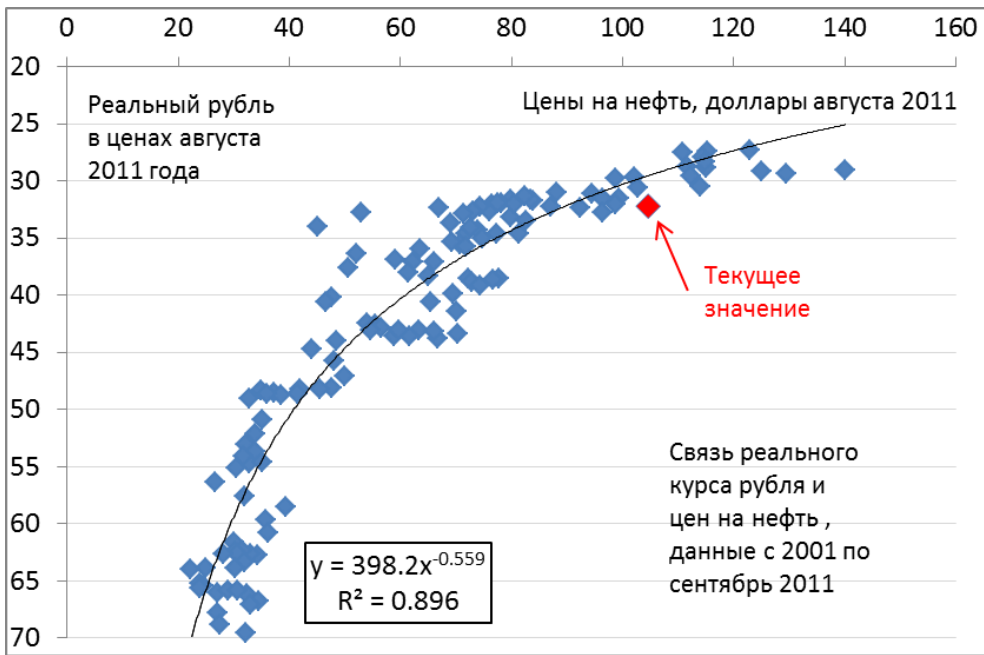
Никто не будет возражать, что покупательная способность 1 рубля за доллар времен СССР не сравнима с 1 рублем за доллар сейчас (хотя бы из-за деноминации, но также из-за большой инфляции за это время). Точно также не сравнимы даже недавние курсы, даже трехлетней давности.

На графике слева приведена эволюция курса в разных измерениях. Так на пике укрепления перед кризисом, в конце июля 2008 года, курс был 23.45

руб./доллар. С этого времени рублевые цены выросли на 28,5%, а долларовой индекс инфляции вырос только на 3,3%. Соответственно, можно найти эквивалентный сегодняшнему курс: $23.45 * (1 + 28.5\%) / (1 + 3.3\%) = 29.17$. Эту цифру можно сравнивать с текущим курсом – она сопоставима. Номинальную цифру в 23.45 некорректно сравнивать с текущей 32.3 руб./доллар.

На графике приведены две серии – номинальный («неправильный») курс рубля и реальный курс рубля к доллару, сравнимый с текущим. Ближайшее рассмотрение позволяет понять, что текущий курс в 32.2 руб./доллар после случившего обвала примерно всего-то соответствует уровням 2009 – 2010 года.

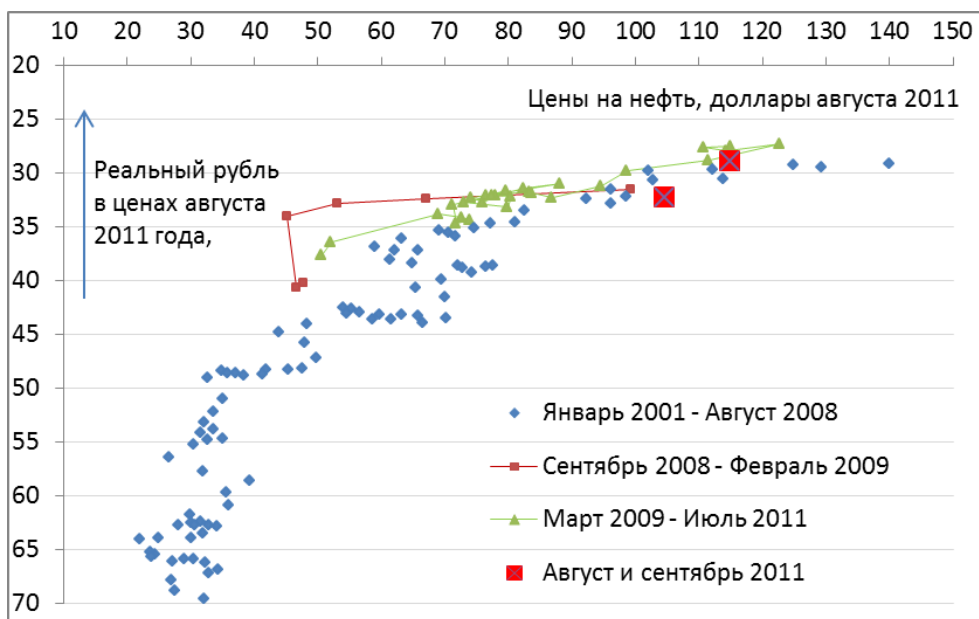
При наличии заметной инфляции рубль должен снижаться во времени в номинальном выражении (поскольку курс обратный, цифра рублей за доллар должна увеличиваться). Величина ежегодного «сноса» примерно соответствует разнице в инфляции между РФ и США. Далее мы будем анализировать именно этот реальный курс.



соответствовать курс в $398.2 * (104.6 \text{ \$/баррель})^{-0.559} = 29.6 \text{ руб./доллар}$.
Общее правило трактовки этого графика – точка выше линии регрессии означает, что рубль «переоценен», ниже – «недооценен». Также можно понять, что недавнее пиковое значение в 32.5 соответствует нефти в районе \$85 за баррель. В случае падения нефти до 70 за баррель, текущий равновесный курс должен соответствовать 37 руб./доллар.

Мы можем сопоставить его с реальными ценами на нефть (смесь Юралз, пересчитанная по индексу потребительской инфляции США). Есть довольно четкая связь. Текущее значение курса предполагает, что рубль слегка недооценен по сравнению со срединной линией регрессии.

Если верить степенному уравнению регрессии, текущей цене на нефть Юралз в 104.6\$/баррель должен был бы



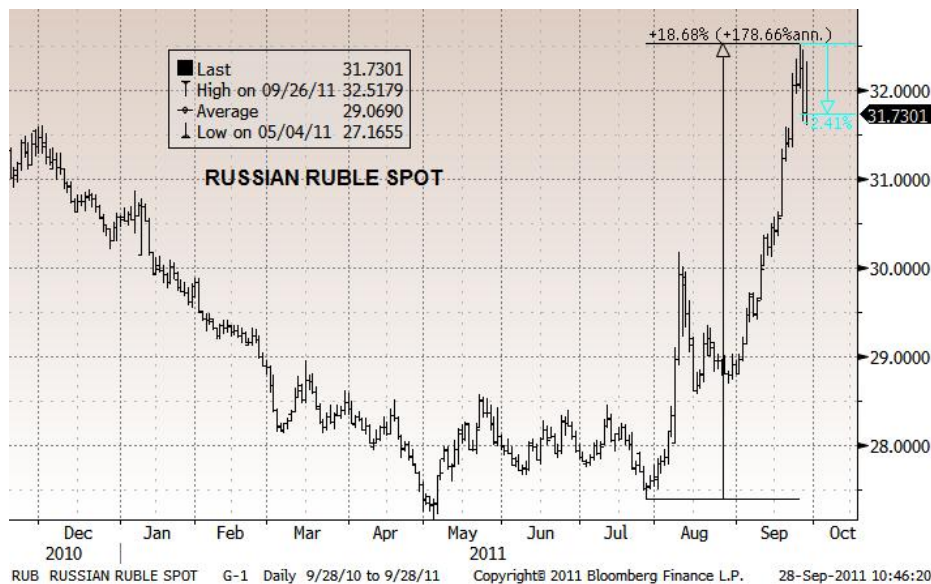
Мы также можем исследовать зависимость по частям. Регрессия, описанная выше, искажена влиянием Центробанка, который в 2000-е годы вплоть до августа 2008 года проводил активные интервенции, удерживая рубль дешевым. За это время было скуплено почти \$600 млрд., огромная сумма подразумевающая, что рубль был заметно недооценен.

Соответственно, линия регрессии может оказаться ложной и недооценивать зависимость реального курса рубля и нефти. На графике также видно, как ЦБ РФ удерживал рубль слишком дорогим в ходе «плавной девальвации».

Уровни марта 2009 - июля 2011 года (зеленая линия) в большей мере характеризуют текущую сложившуюся в последнее время курсовую политику ЦБ РФ, когда он мало сопротивлялся курсовым колебаниям.

Общий вывод – в сентябре и августе рубль упал незаслуженно низко. Если кризисные явления не будут развиваться, мы бы ожидали возврата курса ближе к 29-30 руб./доллар.

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.

Вновь повторим наш прогноз – играть против рубля на текущих уровнях сейчас опасно.

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.