



## Главное:

- Принципиальных новостей нет (кроме старта продаж iPhone-5 сегодня в США).
- «Метафракс» выплачивает большие промежуточные дивиденды, дивидендная доходность ~15% (3 руб./акция).

## Накануне:

Изменения индексов почти нулевые. ММВБ +0.01%, S&P500 минус 0.05%, STOXX Europe 600 минус 0.15%. Рубль был волатильным, вчера добежал до 31.7/\$, но сейчас вернулся 31.2/\$, где и был позавчера. Возможно, влияла нефть, ближайший контракт «Брент» вчера спускался до \$107/баррель, минимум с начала августа, сейчас - \$110/баррель. Возможно, именно цены на нефть вызвали временный провал котировок в РФ вчера, индекс ММВБ днем показывал минус 1.3%.

«Европейский кризис» далек от завершения, несмотря на достигнутый прогресс» - так комментирует события Fitch. Пожалуй, это именно, так.

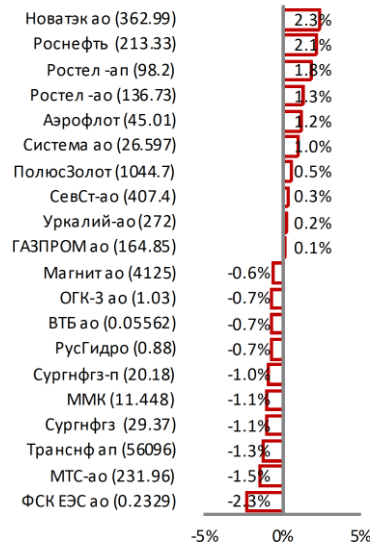
Справа показан «объективный» показатель «температуры кризиса» - график средней стоимости 5-ти летних CDS европейских банков (это индекс Markit iTraxx Europe Senior Financial, средн.-арифм. 25 CDS на «старшие» долги банков ЕС с инвестиционным рейтингом).

Индекс сейчас приблизился к минимумам марта 2012 года, который был достигнут операциями

рефинансирования ЕЦБ (трехлетними LTRO, аукционы по ним проходили в декабре 2011 г. и конце февраля 2012 г.). Тогда глава Банка Англии МERVIN KING заявил, что LTRO «сломали хребет» кризису, предполагая, что рефинансирование остановит бегство вкладов из банков периферии Еврозоны.

Но бегство вкладчиков из стран GIPS продолжалось. Так что объявленная ЕЦБ программа «МТО» по покупке коротких

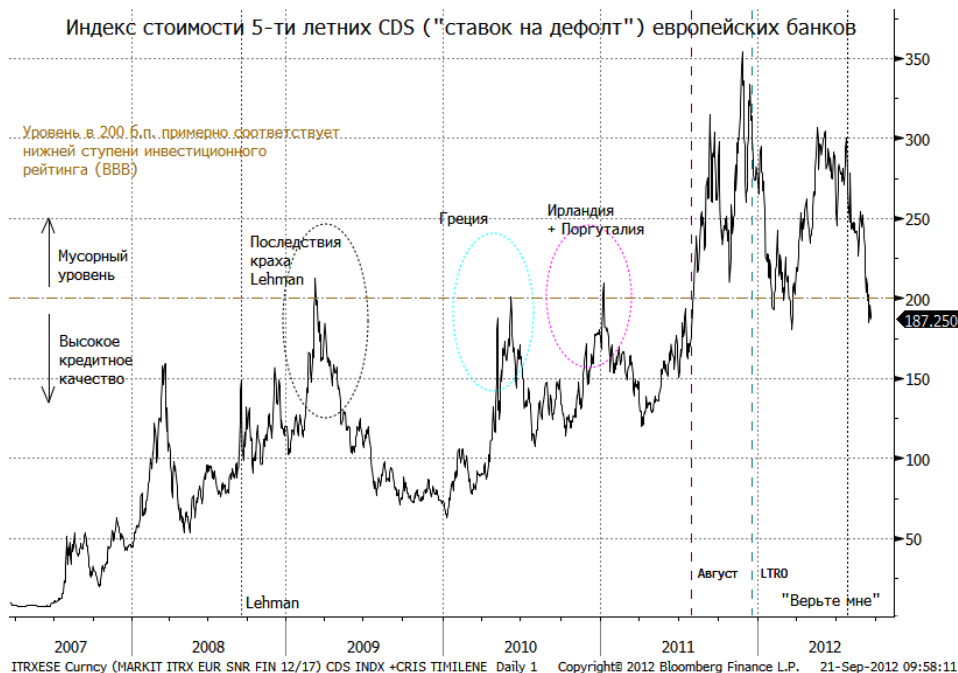
### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ



### Индекс стоимости 5-ти летних CDS ("ставок на дефолт") европейских банков



облигаций также может подозреваться как временное явление, всего лишь позволившее «купить время».

Бегство вкладчиков является рациональным на индивидуальном уровне, поскольку они стараются избежать «кредитного риска» (если банк не заплатит) и «валютного риска» (если их депозиты в евро будут конвертированы в песо или лиры с худшим курсом). Но на коллективном уровне такое бегство – самоубийственно.

Экономисты оперируют понятием эквilibриум (равновесие), считается что «невидимая рука» капитализма обычно творит чудеса и ей не следует мешать. Но в редких случаях общество может свалиться в «плохой эквilibриум», когда спад становится самоподдерживающимся, а экономика становится устойчиво депрессивной. Совсем небольшие различия в стартовых условиях могут определить, куда пойдет экономика. Это можно сравнивать с взмахом крыла бабочки, который рождает тайфун на другой стороне планеты (образ пришел из метеорологии, где предсказания погоды были крайне чувствительными к минимальным изменениям).

Бегство вкладчиков – как раз этот не желаемый случай, и остановить это может только правительство или его часть – центробанк. Именно для этого придуманы предохранительные механизмы (safety net) в виде страхования вкладов, достаточности капитала, рефинансирования «кредитора последней инстанции». Именно поэтому правительства спасают банки (особенно, из категории «Too Big To Fail»). Кстати, следует различать спасение банков как институтов, от спасения частных капиталов акционеров или менеджеров или денег кредиторов.

Итак, в Еврозоне были и остаются проблемы со спасением банковских институтов периферии. Проблема суверенных долгов создает проблему банков, а она усугубляет проблему долгов.

Что мы имеем сейчас? ЕЦБ намерен вмешаться, его ресурсы явно достаточны для того, чтобы покрыть любые потребности в денежных средствах. Этим снимаются все прежние претензии к недостаточности размеров антикризисных фондов EFSF/ESM. Это замечательно, и это действительно важный поворот.

Однако остается еще одна проблема – «моральный риск» (неудачный термин, на языке экономистов означающий, что застрахованные могут менять свое поведение на нежелательное с т.з. страховщика). Мы видим, что даже с выкрученными руками, получая деньги от Еврозоны, Греция не спешит выполнять обязательства.

В 2009 году Греция начала терять доступ к рынку. В 2010 году случился первый бейлаут. В 2011 г. потребовалось больше денег – второй бейлаут. Но и этого опять недостаточно. Потребовалось списание долга в 2012 году. И этого вновь недостаточно, прямо сейчас идет торг с «тройкой» о сокращениях бюджета. Есть разговоры о необходимости выделения Греции дополнительного времени (т.е. дополнительных денег) и проведения еще одного дефолта/новации для уменьшения долгового бремени.

Пример Греции можно напрямую транслировать на Испанию или Италию. Можно представить себе ситуацию, когда испанское правительство не выполняет обещаний. Еврозона должна будет как-то ответить. Каковы возможности? Прекратить финансирование из фондов EFSF/ESM, а ЕЦБ перестанет проводить операции на рынке облигаций? Но это означает дефолт, то чего пытались избежать. Продолжать финансировать страну, которая не выполняет обязательств неправильно, бюргеры не поймут.

Именно поэтому кризис европейских долгов далек от разрешения. В ближайшие месяцы и годы рынки будут следить за бюджетными новостями стран GIPSI, политическими лозунгами, акциями протеста, пытаясь углядеть проявления «морального риска». Много зависит от политики, благоразумия.

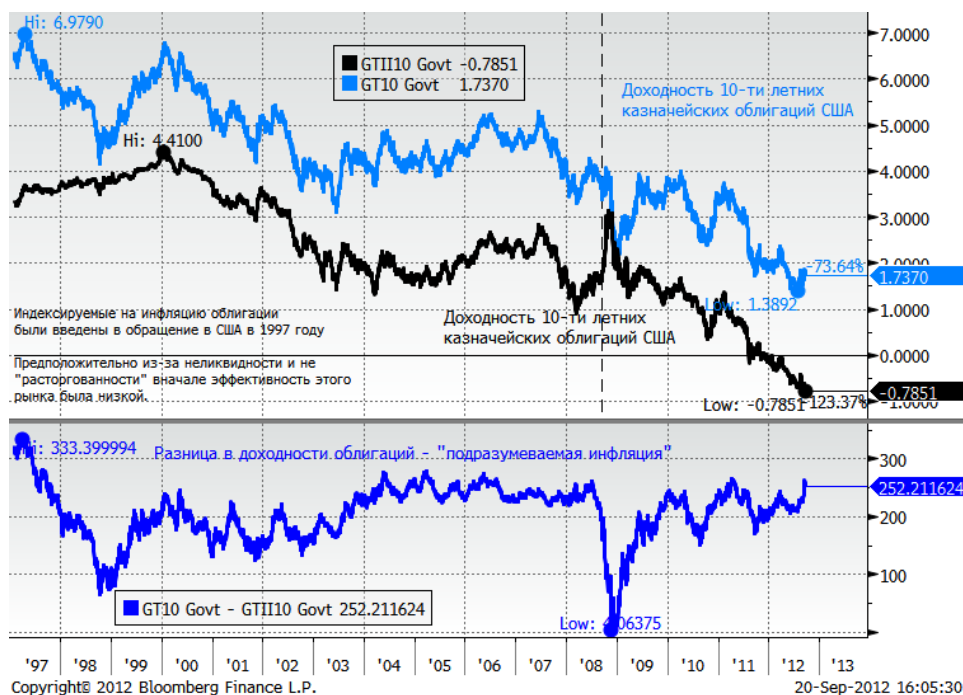
Итак, остается только верить и надеяться на то, что разум возобладает. Это слабый аргумент в пользу того, что следует инвестировать в рискованные активы прямо сейчас. Есть, правда, более сильный аргумент – эти активы дешевы, кризисы проходят. И есть понимание, что смена политики ЕЦБ означает, что финансового краха прямо сейчас ждать не следует. Текущий 2012 год будет спокойным, как, похоже, и первая половина 2013 г.

Итак, следим за бюджетными и политическими новостями из Еврозоны. Надеемся на благоразумие и ответственность.

## Интересное и важное:

- Справа – график, иллюстрирующий подразумеваемую рынком облигаций инфляцию на 10 лет вперед. Это номинальные 10-ти летние облигации казначейства США и аналогичные, индексируемые на инфляцию. В нижней части – «breakeven spread», какова должна быть инфляция, чтобы доходность обеих бумаг оказалась одинаковой. Взлет подразумеваемой инфляции после объявления QE-3 (доходило до 2.7%) сменился откатом (2.5% сейчас).

Представитель Pimco объявил, что сейчас – «обратный момент Волкера». В 70-е годы в США была высокая инфляция (доходило до 14% в 81-м), устойчивые инфляционные ожидания. Все завершилось, когда глава ФРС Пол Волкер задрал краткосрочные ставки вплоть до 20%, вызвав жесткую рецессию в 81-82-м годах. Это позволило убить инфляционные ожидания и запустило экономический рост (начало



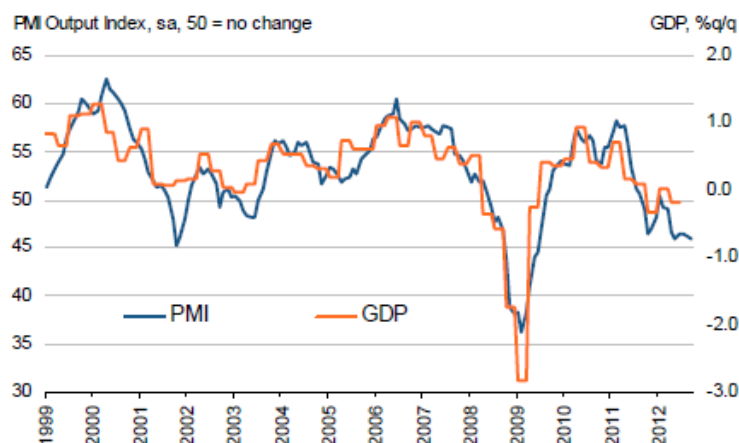
80-х некоторые называют «Утро в Америке»).

Нынешняя ситуация зеркальная. ФРС нужно запустить инфляционные ожидания притом, что большинство участников ожидают низкую инфляцию. Напомним, что это должно сделать «номинальные активы» менее привлекательными, что должно заставить участников менять их на «реальные активы».

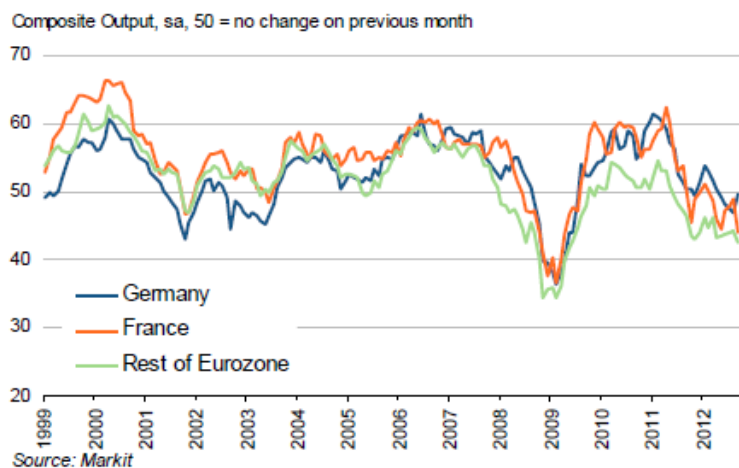
И это именно тот рецепт, который предлагают экономисты кейнсианского лагеря (см., например, недавнюю книгу Пола Кругмана «End this depression now!»). Мы приветствуем решение ФРС, и у нас куда меньше беспокойства о судьбе экономики Штатов, чем о судьбе Еврозоны.

- Вчера продолжилась публикация опережающих флэш-индикаторов деловой активности PMI на сайте [markiteconomic.com](http://markiteconomic.com). PMI по Еврозоне продолжает двигаться по нисходящей кривой, достигнув уровня 45,9 пунктов по сравнению с 46,3 в августе. Эти цифры предполагают снижение ВВП на 0,6% в третьем квартале, что толкает экономику Еврозоны на тропу технической рецессии. Тем не менее, мы полагаем, что намерение ЕЦБ участвовать в этой проблеме вносит оптимизм в настроения инвесторов. Обещания Марио Драги сделать все, что необходимо, и дальнейшая их конкретизация в принятии программы «Outright monetary transactions» дает надежду, что второй волны не будет. Уверенность бизнеса, вероятно, еще не включила в себя эту компоненту - позитивных ожиданий от запуска баузи или «печатания евро», что подразумевает, что решения ЕЦБ отражаются с некоторым лагом и будут учтены уже в финальных индикаторах уверенности PMI. Либо инвесторы с настороженностью относятся к действиям ЕЦБ, поскольку такая ликвидная поддержка периферийных стран может привести к возникновению риска недобросовестности в поведении этих стран, они могут начать больше тратить, зная, что всегда есть Джин, в роли которого выступает ЕЦБ. Экономика Германии стала светлым пятном на фоне остальных стран Еврозоны, о чем свидетельствуют данные по флэш-индикатору, который вплотную подобрался к отметке, разделяющей рост и падение. Франция и периферийные страны продолжают тянуть на дно экономику Еврозоны.

### Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP

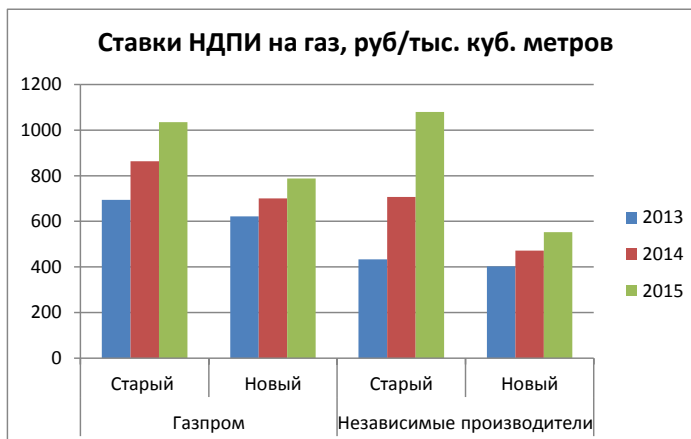


### Core v. Periphery PMI Output Indices



- Правительство РФ движется в либеральном направлении. Есть сообщения. Что в 2012 году пройдет IPO «Роснано» (трудно продать такой непонятный бизнес). «Ведомости» пишут, что Минэнерго будет «пиарить» российскую энергетику, шельф и электросетевое хозяйство уже в октябре, проводя роуд-шоу. Нам очень странно включение электросетевого хозяйства в этот перечень, после того как правительство свернуло реформы в электроэнергетике и, фактически, отказалось от принципа регулирования естественных монополий по RAB. В этой связи встает вопрос, не одумалось ли правительство? И поэтому не возникнет ли новая волна интереса к «убитой» электроэнергетике?

- Минфин скорректировал ставки по НДС на газ в 2013-2015 гг. в сторону понижения (см. график). От новых ставок «Газпром» в течение трех лет сэкономит порядка \$6 млрд., а «Новатэк» - около \$1 млрд.



- На днях Владимир Путин раскритиковал проект бюджета на 2013 год, поскольку правительство не заложило расходные статьи, которые президент обещал включить во время своих предвыборных обещаний, в частности речь идет о реформировании пенсионной системы. Правительство нашло путь как выполнить указы президента, не увеличив при этом дефицит бюджета. Министр финансов А. Силуанов предложил финансировать дополнительные статьи бюджета за счет средств «Роснефтегаза». В правительстве подсчитали, что 95% средств компании или 123,5 млрд. руб. будет достаточным для исполнения указов президента и докапитализации «РусГидро» и «Интер РАО». Эту инициативу поддержали А. Дворкович и Минэкономразвития. Если это будет реализовано, то планам «Роснефтегаза» по приватизации госкомпаний ТЭКа не суждено сбыться.

- «М. Видео» вчера провело SPO на 10% от уставного капитала. Бумаги продавали акционеры компании. Цена размещения составила 255 рублей, что ниже рыночных котировок. На этой новости вчера акции компании упали на 7% до 264,5 рублей за штуку. Сама компания ничего не комментирует, так как бумаги продают частные лица.



- Российские чиновники решили, что российские энергопроекты не достаточно популярны среди иностранных инвесторов. Минэнерго предложило провести роад-шоу отечественного ТЭКа и заинтересовать инвесторов льготами при работе на шельфе, введением дифференцированного НДС и

другими налоговыми послаблениями. Однажды инвесторы уже обожглись на реформах Чубайса и ограничениях роста тарифов индексацией, предложенных экс-премьером В. Путиным. Поэтому, насколько инвесторы поверят новым обещаниям правительства, вопрос спорный.

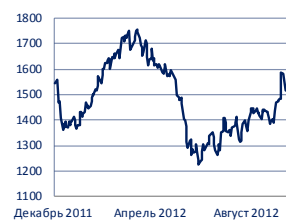
## Местное:

---

- «Коммерсант» пишет, что «КомСтрин-Пермь» отказалось от планов строительства жилья бизнес-класса рядом с жилым комплексом «Виктория». Теперь застройщик планирует построить на этом участке жилье эконом-класса. Общая площадь квартир составит 38 тыс. кв. метров, коммерческая – 8 тыс. Ориентировочная стоимость квадратного метра составит 50-55 тыс. рублей.
- «Метафракс» может выплатить промежуточные дивиденды за 9 месяцев 2012 года в размере 3 рублей на акцию (дивидендная доходность – 14%), об этом сообщает «Интерфакс» со ссылкой на пресс-службу компании. Заседание совета директоров, на котором будут даны рекомендации, состоится сегодня. Предполагаемая дата закрытия реестра – 24 сентября. Если решение будет принято, то на дивиденды будет направлено порядка \$31,5 млн., что составляет 75% от чистой прибыли за первое полугодие.

# Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&amp;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»

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15  
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69  
www.p-fondy.ru

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Матвеев Эдуард Вениаминович  
Генеральный директор  
тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович  
Начальник аналитического отдела  
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 257-11-02, rd@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.