



## Главное:

- Текущее состояние фондовых рынков вряд ли можно назвать ростовым. Сохраняется режим ожидания – когда Испания (затем Италия) запросят помощи, и каковы будут условия Евросоюза.
- А Испания, похоже, не собирается запрашивать деньги, видимо, до тех пор, пока рынок облигаций не вынудит ее сделать это?

## Накануне:

Индекс ММВБ +0.36%, S&P 500 -0.5%, Европа по STOXX 600 двинулась заметней, минус 1.2% - это минимум с 6 сентября, дня, когда ЕЦБ объявил «план Драги» по выкупу облигаций.

Пятничный утренний оптимизм после объявления Испанией нового жесткого бюджета и публикации стресс-тестов быстро увял. Европа ускорила в своем снижении в последние часы торгов, что можно попытаться ассоциировать с новостями из Греции, где проходят массовые манифестации против сокращений бюджета. В выходные протесты также проходили во Франции...

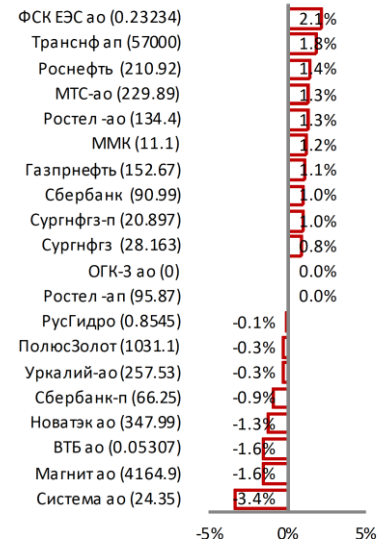
Общее увядание оптимизма связано с позицией ЕЦБ, при обещании «сделать все что нужно», но это должно быть обставлено условностями.

В пятницу итальянский премьер-министр Марио Монти заявил, что ЕЦБ не должен устанавливать дополнительные условия для участия в программе выкупа облигаций, а МВФ при этом не должен иметь надзорных полномочий в рамках этого механизма.

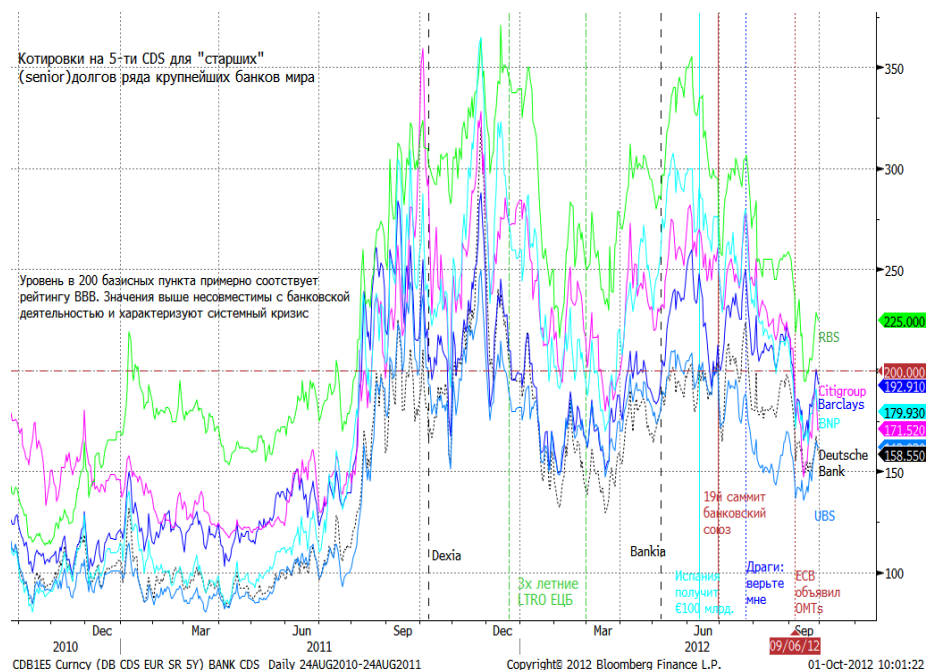
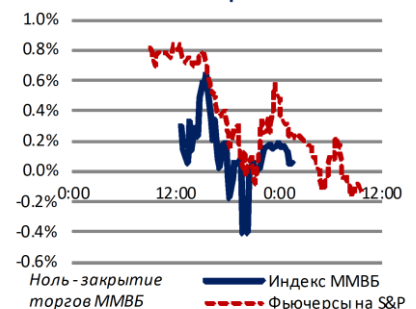
Испания и Италия хотят избежать потери бюджетного суверенитета (в англоязычной среде это именуют «stigma» - клеймо позора). Тем более что опыт Греции не выглядит впечатляющим – страна с безработицей в 24% (уровень Великой Депрессии США) и 55% не работающих среди молодежи (до 30 лет).

Справа мы приводим график колебания 5-ти летних CDS на крупнейшие мировые банки. Спрэды начинают расти от минимумов с момента объявления программы OMTs.

## Лидеры изменений на ММВБ



## Рынки после закрытия ММВБ



«Своими словами», выдержка из пресс-релиза ЕЦБ от 6 сентября, в которой обуславливается покупка облигаций (OMTs). Выделение ключевых слов наше:

«Conditionality

*A necessary condition for Outright Monetary Transactions is strict and effective conditionality attached to an appropriate European Financial Stability Facility/European Stability Mechanism (EFSF/ESM) programme. Such programmes can take the form of a full EFSF/ESM macroeconomic adjustment programme or a precautionary programme (Enhanced Conditions Credit Line), provided that they include the possibility of EFSF/ESM primary market purchases. The involvement of the IMF shall also be sought for the design of the country-specific conditionality and the monitoring of such a programme.*

*The Governing Council will consider Outright Monetary Transactions to the extent that they are warranted from a monetary policy perspective as long as programme conditionality is fully respected, and terminate them once their objectives are achieved or when there is non-compliance with the macroeconomic adjustment or precautionary programme.*

*Following a thorough assessment, the Governing Council will decide on the start, continuation and suspension of Outright Monetary Transactions in full discretion and acting in accordance with its monetary policy mandate. »*

[http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)

## Разное:

- В пятницу вечером Испания опубликовала еще одну записку по «стресс-тестам» в добавление к опубликованной в четверг. Ее результаты не сильно отличаются, потребности в капитале оцениваются в €59 млрд.

Напомним, что первая оценка была выполнена в формате «top-down» и соответствовала следующей логике (см. отчет по ссылке [goo.gl/RJPpT](http://goo.gl/RJPpT)). Составлен агрегатный баланс банков, вместе они имеют €2.5 трлн. активов, из которых кредитный портфель это, грубо, около €1.5 трлн. Этот кредитный портфель разбит на составляющие и так оценены потребности в капитале для двух сценариев (жесткий, довольно жесток, минус 6.5% падения ВВП). Вторая записка (см. отчет по ссылке [goo.gl/92TBh](http://goo.gl/92TBh)) также выполнена консалтинговой фирмой Oliver Wyman, выполнена уже в формате «снизу-вверх» (bottom-up). Аудиторы просмотрели балансы отдельных банков и оценили возможную «дыру в капитале» также для худшего случая.

Нужно понимать всю условность подобных расчетов (как в принципе условны все прогнозы, связанные с будущим). Цифры носят умеренно позитивный характер, поскольку «дыра» оказывается меньше предыдущих оценок и того, что было обещано Евросоюзом в размере €100 млрд. еще в июне.

- Еще несколько слов для понимания экономики Испании. Размер ВВП составляет около €1 трлн. В 2007 году соотношение госдолг/ВВП составляло 36%, страна была отличником в Евросоюзе. По итогам 2011 года соотношение было 68.5%. В конце 2012 года ожидается, что оно достигнет 80%. Ежегодно страна в ближайшие годы будет занимать немногим меньше €200 млн.
- Опубликован индекс уверенности в китайской промышленности за сентябрь. Цифра – 49.8 пунктов, что немногим лучше августа в 49.2 пункта, и чуть ниже «водораздела» в 50 пунктов, отделяющих рост от падения.

Потребности в капитале всех банков Испании в стресс-тесте «снизу-вверх» от Oliver Wyman:

Bankia: €24.7bn

Catalunya Caixa: €10.8bn

Novagalicia: €7.2bn

Banco De Valencia: €3.5bn

Popular: €3.2bn

BMN: €2.2bn

Ibercaja+Caja3+Liberbank:  
€2.1bn

Национализированные банки нуждаются в капитале в размере €49 млрд.

Не нужна рекапитализация следующим банкам: Santander, BBVA, Caixabank, Sabadell, Bankinter, Unicaja&Ceiss и Kutxabank



- Еще один промышленный индикатор PMI по Китаю публикует Markit Economics/HSBC. Некоторые не доверяют официальной оценке. Итак, показатель составил 47,9 пунктов, что чуть ниже промежуточной оценки, которая дается в 20-х числах. Индикатор продолжает находиться ниже критического порога в 50 пунктов, что говорит о том, что промышленность продолжает падать, причем экспортные продажи показали самое сильное падение за последние 42 месяца.



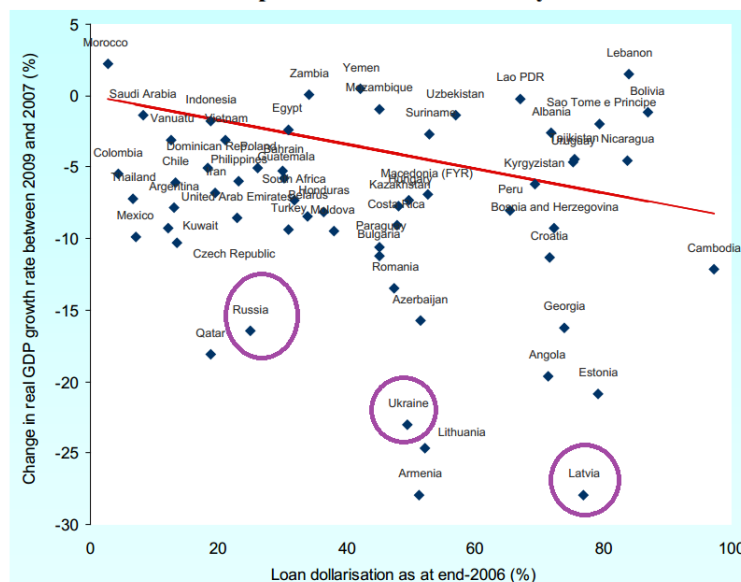
Sources: Markit, HSBC.

- Страны с «долларизацией» (или «евроизацией») показывали большой обвал экономики во время кризиса. Справа представлен график из исследования ЕЦБ <http://goo.gl/WiWiq>. «Долларизация» определяется как доля банковских депозитов в иностранных валютах в долях от всех депозитов, а тяжесть кризиса – как разница между темпами роста до кризиса, в 2007 году и падением ВВП в 2009 году.

Из графика видно, что Россия имеет сравнительно умеренный коэффициент «долларизации» как другие страны.

«Долларизация» («евроизация») часто является следствием плохой внутренней монетарной политики, когда суверенные «плохие деньги» вытесняются «хорошими». Мы надеемся, что в результате таргетирования инфляции в РФ рубль будет набирать популярность, но это длительный процесс.

**Chart 6: Pre-crisis conditional loan dollarisation/euroisation as a predictor of crisis severity**



Note: Conditional loan dollarisation, partial coeff. = - 0.08, (robust) se = 0.038, t = -2.2.

- Сегодня «Ведомости» пишут, что со следующего года банки смогут заменять бумаги, заложенные ЦБ по сделкам репо, на любые другие, эквивалентные по стоимости. Данное предложение включено в проект основных направлений денежно-кредитной политики на 2013-2015 гг. Эта мера позволит банкам гибче управлять ликвидностью и способна простимулировать занимать деньги на более длинные сроки. ЦБ стремится к удлинению сроков операций репо, и, как первый шаг, регулятор сместил спрос с однодневных репо на семидневные. Новая инициатива по замене бумаг согласуется с планами ЦБ и является продолжением его политики по удлинению сроков привлечения денежных средств банками.
- «Северсталь» сократила дивиденды почти в три раза до 1,52 руб. за акцию и ГДР по итогам первого полугодия, что практически в 3 раза ниже выплат за аналогичный период в прошлом году. Так, компания за первые шесть месяцев направит на дивиденды 1,27

млрд. руб. или 7% от прибыли. «Северсталь» произведет выплаты до 26 ноября.

- По итогам минувшей недели фонды, ориентированные на Россию, фиксируют приток средств в размере \$104 млн., следует по данным EPFR Global. Положительное сальдо в российские фонды продолжается уже вторую неделю на фоне позитивных новостей из Европы и США. Российский рынок реагирует с временным лагом, поскольку остальные рынки отыграли уже пару недель назад новости о предстоящем количественном смягчении в США и программы выкупа облигаций ЕЦБ. В последнее время фондовые рынки живут в дерганом режиме и для них характерна высокая чувствительность к новостям из Европы. Обещания Марио Драги «сделать все необходимое» дернули рынки наверх, любые намеки на новый виток кризиса стимулируют волну коротких позиций. В таком режиме рынки будут оперировать еще долгое время, причем российский рынок продолжит реагировать с отставанием.
- Правительство России сформировало федеральный бюджет на 2013-2015 гг., но с пенсионной стратегией так и не определились. Неразрешенным остается вопрос в части накопительной части пенсии. Минтруда и ПФР выступают за сокращение накопительной части с 6% до 2-4% в пользу распределительной на ближайшие три года с тем, чтобы с 2015 г. населению был предоставлен выбор: либо 6% страхового тарифа направлять на накопительную часть пенсии, либо весь тариф (22%) на страховую часть пенсии. Хотя Минфин и Минэкономразвития предлагают сохранить накопительную часть в текущем варианте. Таким образом, дискуссии относительно накопительной части пенсии будут продолжены, и принятие решение отложено до Нового года. В случае если будет одобрен вариант сокращения накопительной части пенсии, то это негативно скажется на рынке негосударственного пенсионного страхования, так как сделает работу НПФ нерентабельной.
- Согласно последнему отчету голландского банка Rabobank International, мировые цены на продовольствие достигнут рекордно высоких показателей в 2013 году. Согласно этому отчету, цены достигнут пика в период между вторым и третьим кварталом следующего года. Виновником роста цен на с/х продукцию станет сильная засуха в Соединенных Штатах и других странах. Мировые запасы основных продуктов питания, таких как рис и пшеница, будут составлять около 61% от общего объема поставок зерна. Главной движущей силой прогнозируемого роста цен на продовольствие станут мясо и молочные продукты, а также на крупный рогатый скот и свинину.

## Местное:

---

- Продуктовый ритейлер премиум класса «Азбука вкуса» анонсировала о своих планах зайти на пермский рынок до 2015 года через франшизу, следует по данным «Business class».

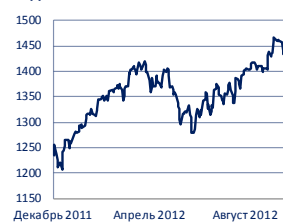
Компания планирует открыть от 3 до 5 супермаркетов. Пермские ритейлеры заявили, что пока не рассматривают возможность приобретения франшизы, да и в будущем вряд ли согласятся на сотрудничество.

## Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



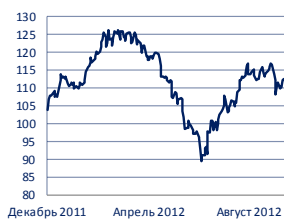
Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



# ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

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.