



Главное:

- Продолжается выкручивание рук Греции со стороны «тройки», которая по последним сообщениям недовольна €3 млрд. сокращений бюджетного дефицита из требуемых €12.5.
- Цены на нефть в районе двухмесячных минимумов на растущих запасах в США (брент: \$108/баррель).

Накануне:

Индекс ММВБ минус 0.9%, S&P500 +0.4%, STOXX Europe 600 почти на месте, +0.09%.

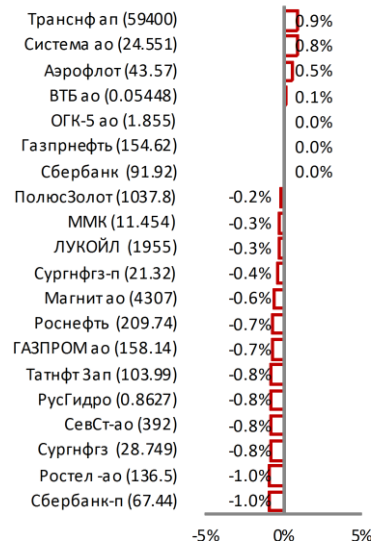
В Европе продолжается ожидание, и все крутится вокруг двух вещей. Греция пытается договориться о помощи, Испания где-то скоро должна запросить помощи. 1) «Тройка» недовольна тем, как греки сокращают дефицит бюджета, есть сообщения то ли о €2 млрд., то ли о €3 млрд. необходимых дополнительных мер, сверх принятых. Пишут, что идут «трудные переговоры». Вряд ли к заседанию «еврогруппы» (сборище министров финансов ЕС) 8 октября что-то будет решено. Более вероятно договориться к саммиту глав ЕС 18-19 октября. И также на рынках есть убеждения, что ничего плохого не может произойти до выборов президента США 6 ноября (но это, как мы понимаем, не гарантия).

Альтернативы у греков нет – если послать ЕС, то будет еще хуже, поскольку греки по-прежнему «живут не по средствам, т.е. занимают (6.5% от ВВП в 2013 году). И деньги на это дает ЕС. Так что мы надеемся на то, что разум победит. Хотя остается неблагоприятный вариант в стиле «обиделись» и «послали» всех к черту (дефолт).

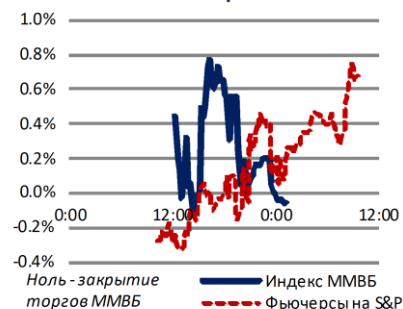
2) Испания пока не запросила помощи, но, похоже, альтернативы этому нет. В следующем году страна должна занять €207 млрд. (рефинансирование + новые нетто-займы, сравните со всем долгом около €700 млрд.), и без поддержки ЕС это будет сделать трудно.

Сравнительно низкие ставки долгов сейчас (испанские 10-ки 5.8% годовых) связаны с обещанием ЕЦБ «сделать все». Но «делать» ЕЦБ будет, только если Испания признает себя подчиненной стороной и согласится с

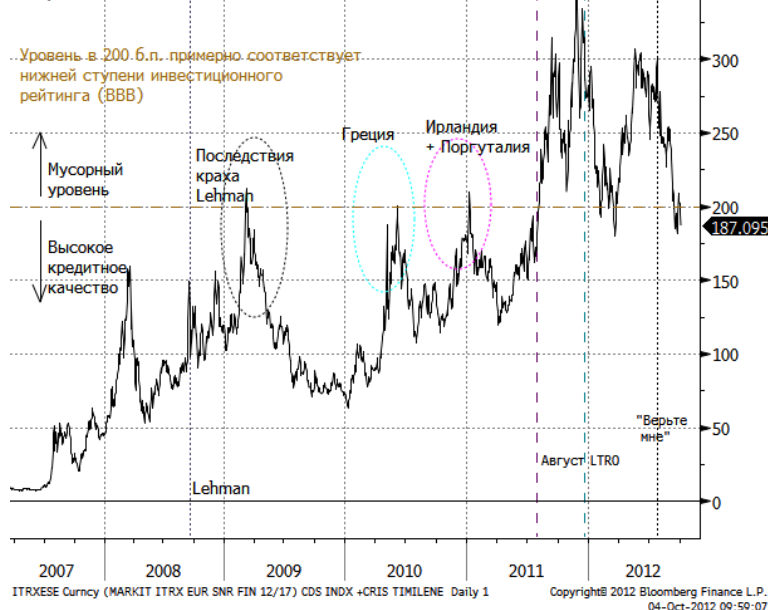
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



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



условиями ЕС. Как видно из индекса CDS на европейские банки, «температура кризиса» остается сравнительно низкой, в окрестностях минимумов за последние 12 месяцев напряжения.

Пока есть все основания говорить, что события развиваются по благоприятному сценарию. Но, увы, гарантий от сюрпризов никто не дает.

Минус по отечественным акциям может ассоциироваться со снизившейся нефтью, в Лондоне бренд - \$108/баррель, это район минимумов последних двух месяцев. Формально это связывается с выходом еженедельного отчета Департамента по энергетике США (выходит по средам). Из него следует, что запасы нефти в США высоки, производство растёт, потребление низкое, что давит на котировки нефти.

Курьёзно, что снижение нефти идет вопреки идее «QE-∞», согласно которой она должна расти, как «инфляционный хедж». Правда в это же время растёт другой «хедж» - золото.

Почему российские акции дешевы? «Блумберг» сегодня напоминает, что индекс ММВБ торгуется на $p/e = 5.6$ по ожидаемой прибыли года. Индекс вырос на 5% в этом году. При этом «сопоставимые» развивающиеся рынки выросли на 10% в этом году и мультипликатор у них почти в 2 раза выше – 9.5. Также указывается, что Россия имеет самый низкий мультипликатор среди 21 развивающихся рынков, которые отслеживает «Блумберг».

Дешевизна российских акций уже набила оскомину, но этот факт требует объяснения. Как всегда в финансах, возможны два варианта объяснений. 1) «Рациональные», предполагающие, что дешевизна оправдана или «заслужена». В этом виде объяснений есть два подварианта. (а) Плохой ожидаемый рост. Так, например, что прибыли «Газпрома» будут падать с текущих значений около \$40 млрд. Или что эти прибыли не достанутся инвесторам, будут растрочены. (б) Высокие риски. Тут трудно сказать о каких рисках идет речь, например, это национализация. Или повышение НДПИ до запредельного уровня. Или падение цен нефти до \$20/баррель.

Возможно, риски инвестирования в Россию выросли, особенно если учесть антилиберальный, патерналистский крен Путина, крайне заметный, если вспомнить что он делал в начале 2000-х. Не стоит забывать и о продолжающей тлеть Европе.

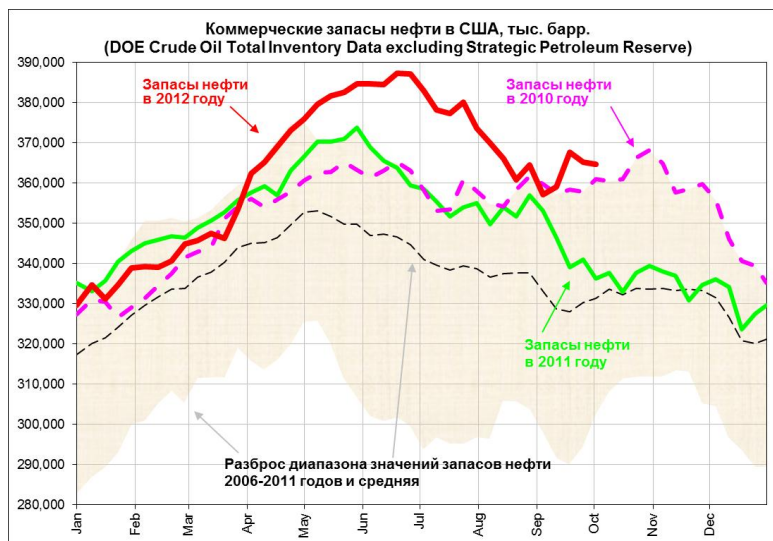
2) Альтернативный вариант объяснений – иррациональный. В нем цена российских акций незаслуженно низка потому, что инвесторы чего-то боятся, причем боятся неправомерно. Последний вариант предполагает, что со временем рынок может образумиться и поднять цену до более адекватной.



Но очень вероятно, что действуют оба фактора одновременно.

Разное:

- Департамент Энергетики США (DOE) вчера выпустил очередной еженедельный отчет, в котором дается уровень запасов, и изменение этого показателя приведено на традиционном графике справа. Запасы остаются рекордными по сравнению со всеми годами, заметно опережают аналогичный прошлогодний уровень. Это расценивается как избыток предложения (или недостаток спроса). Так что давление на рынке нефти оправдано. Мы также убеждены, что цены заметно за \$100/баррель вряд ли



оправданы, и «справедливый» уровень находится ниже круглой \$100 отметки, ближе к «маржинальным издержкам» производства (границе рентабельности «нетрадиционных» источников).

- Любопытно взглянуть как развивалась добыча нефти в США. Она растет, начиная с конца 2008 года, и заметно ускорилась в конце 2011 года. Согласно DOE сейчас США добывают 6.5 млн. баррелей в день, максимум с 1996 года. Любопытно, что этот рост опровергает идею «пика Хубберта», по которому добыча должна только падать.



- Исходя из текущей цены нефти, рубль должен стоить 30.8 руб./\$ против 31.2 руб./\$ сейчас (см. график ниже)



- Литва готовит иск против «Газпрома» в стокгольмский арбитражный суд на сумму \$1,87 млрд. Литовская Lietuvos dujos считает, что переплатила эту сумму «Газпрому» за поставляемый газ в течение последних восьми лет. Дело в том, что по условиям приватизации Lietuvos dujos, в результате которой 37,1% отошло «Газпрому», последний обязался поставлять газ по справедливой цене. В результате цена выросла с \$84 до \$497 за 1000 куб. м газа за период 2005-2012 гг. со среднегодовыми темпами на уровне 30%. Юристы полагают, что суд оправдает обоснованность цены газа для Литвы, и «Газпром» выиграет дело. Тем не менее, европейцы продолжают требовать скидок по цене за газ, и «Газпрому», вероятно, придется пойти на уступки, чтобы удержать основного потребителя.
- Сербская дочерняя структура «Газпром нефти» NIS надеется получить доступ к местным месторождениям сланцевой нефти в предстоящем тендере. Это будет первый сланцевый проект в Сербии. Оцениваемые запасы в бассейне Алексинац составляют около 2,1 млрд. тонн. Инвестиции NIS в Сербии к 2014 году составят €2 млрд., а к 2020 году - €3 млрд. У NIS велики шансы выиграть тендер на разработку крупнейшего в Европе месторождения сланца, поскольку NIS занимает сильную позицию на сербском рынке.
- Вчера Д. Медведев одобрил повышение страхового покрытия по вкладам, правда параметры изменений еще пока не определены и будут дальше прорабатываться ведомствами. ЦБ и Минфин продолжают выступать за увеличение страховки до 1 млн. руб. Крупнейшие банки продолжают выступать против этой инициативы, апеллируя к росту моральных рисков со стороны кредитных организаций, которые будут заманивать клиентов необоснованно высокими ставками. На таких игроков приходится 17% рынка, считает «Сбербанк». Один из участников совещания по данным «Ведомостей» подтвердил, что страховку увеличат до 1 млн. руб., но возможно при этом будет введена франшиза (страховки части вклада). На наш взгляд, страховое покрытие вклада следует увеличить, и это не будет вести к оппортунистическому поведению ex post банков, а, напротив, создаст условия для здоровой конкуренции.
- На Московской бирже завтра будет обсуждаться вопрос об изменении тарифов. Предполагается, что новый подход тарифной политики будет направлен на стимулирование брокеров к укрупнению заявок, росту ликвидности и ориентированию не только на объемы торгов. Намечается усложнение структуры тарифов. В частности, при сделке между двумя клиентами одного брокера будет взиматься половина комиссии с каждого участника. Появятся новые тарифные планы, представляющие собой симбиоз фиксированной комиссии и процента от оборота.

Местное:

- «Business class» сообщает, что региональное правительство утвердило средние показатели расчетной стоимости 1 кв. м. жилья в городских округах и муниципальных районах на четвертый квартал 2012 года. Так, средняя расчетная стоимость 1 кв. м. жилья в Перми составляет 43,8 тыс. руб. Самая дешевая стоимость жилья наблюдается в Александровском районе – 12 тыс. руб./кв. м.
- Девелопер «КомСтрин-Пермь» начал строительство трех 20-этажных домов эконом-класса общей площадью 30 тыс. кв. м. напротив «Гознака». Этот же девелопер реализовал проект ЖК «Виктория».



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.