



Главное:

- Сегодня, 12 сентября, считается, важный день.
 - 1) Конституционный суд Германии рассматривает законность выделения денег в «перманентный» антикризисный фонд ESM.
 - 2) Сегодня должен появиться законопроект о «банковском союзе» Еврозоны, который, правда, потом предстоит долго внедрять.
 - 3) Также начинается заседание ФРС, которое закончится завтра, похоже, объявлением третьего раунда QE («печатания»).

Накануне:

Индекс MMB5 практически не изменился, минус 0.05%. Фондовые индексы S&P500 и STOXX Europe 600 добавили +0.3%, отыграв обратно минус, случившийся накануне. Надежды на коррекцию тают, рынки рискованных активов чувствуют себя неплохо.

И именно, S&P500 находится в районе максимумов с января 2008 года (см. график справа). Со «дна» весны 2009 года он вымахал в два раза. А до исторического максимума (ноябрь 2007 г.) остается менее 10%. Согласитесь, пройден неплохой путь.

Точно также индекс STOXX Europe 600 находится на максимумах с лета 2011 года, однако до исторических максимумов ему далеко, нужно вырасти еще около 50%. Отчасти это объясняется плохими ожиданиями от экономики Еврозоны, которая вряд ли будет расти при нынешней стратегии экономии.

Если судить по индексу S&P500, то кризис в США практически заканчивается. Остается вопрос, будут ли российские акции догонять акции США и как это случится. Мы видим, что число «быков» растет (по мере того, как число людей ожидающих кризис тает).

К примеру, вчера некто Сэм Вехт из BlackRock (самая большая инвестиционная компания в мире, под управлением >\$3.6 трлн.!) выдвинул прогноз, что российские акции вырастут на 40% через год, «если энергетические компании страны продолжают выплачивать «революционные» дивиденды» (цитата по «Блумберг»).

До последнего времени российские акции не пользовались популярностью, скорее, наоборот, их чурались. Но на фондовом рынке мода переменчива, на

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ

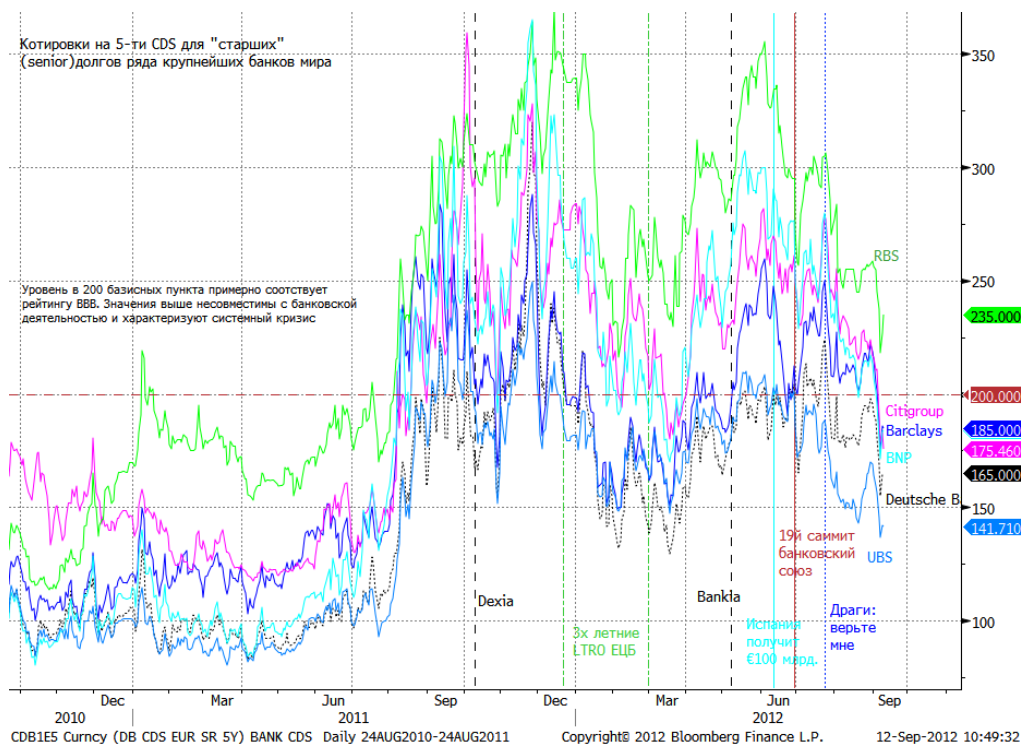


нем действуют законы «обратной связи» (feedback loop). Уныние одних инвесторов в отношении перспектив российских акций вызывает уныние других, и это удерживает котировки вниз. Неожиданное проявление оптимизма некоторой группы может спровоцировать оптимизм других, тем более что «фундаменталии» российских акций действительно неплохи. Для индекса ММВБ $P/E_{2012_est}=5.5$, преимущественно за счет дешевого нефтегаза, и это одно из самых низких значений.

Рост фондовых рынков, продолжающийся с начала лета выглядит логично – провал весны случился на обострении европейского кризиса долгов, растущей вероятности «второй волны». После того, как европейцы со скрипом, но решили дать антикризисный ответ, вероятность «волны» снизилась. Соответственно котировки «рискованных активов» получили шанс восстанавливаться.

А именно, летом Еврозона решила выделить деньги на рекапитализацию банков Испании, а это несколько иной тип «бейлаута», чем у Греции, Португалии и Ирландии, предполагающий менее травматические последствия. Европа начала двигаться в сторону «банковского союза» (разделения рисков банковской отрасли между всей Еврозоной: капитал, страхование депозитов, регулирование), ну и главное, ЕЦБ занял более «проактивную» роль.

Последнее, пожалуй, самое главное. Обещание главы ЕЦБ Драги «сделать все что нужно» рассматривается весьма серьезно рынками. ЕЦБ обладает действительно серьезной «базукой» – возможностью напечатать бесконечное количество евро.



Еще год назад мы выдвигали тезис, что «второй волны не будет», на том основании, что а) политики после опыта с Lehman Brothers должны быть достаточно напуганы, чтобы оставлять финансовую систему распадаться без всякой поддержки, и б) мы ожидали, что спасение придет именно от ЕЦБ, ожидая что «напечатают».

Именно так случилось в США, где ФРС, «напечатав» доллары в 2008 году (в ходе стихийно случившегося QE-1), снял любые вопросы о возможной неликвидности банков и не только банков. Последовавшая затем программа Т.А.Р.Р. («план Полсона») поздней осенью 2008 года сняла вопросы с возможной

недостаточности капитала финансовых посредников, после чего рынки начали оживать. В Европе мы ожидали нечто похожего.

Глядя на события последних 12 месяцев, мы понимаем, что эти предположения оказались верными. По сути. Зато траектория этого процесса оказалась крайне витиеватой. До смены главы ЕЦБ в ноябре 2011 года, с Жана Клода Трише на Марио Драги, политика ЕЦБ была крайне неудачной. Мало того, что в Еврозоне повышались ставки в первом полугодии 2011 года, борясь с фантомом инфляции, что стало причиной неликвидности и последовавшего обострения кризиса.

Несмотря на обострение, во втором полугодии 2011 года ЕЦБ отказывался вмешиваться (если не считать «жидкие» и неритмичные покупки гособлигаций GIPSI в ходе программы SMP).

Только с приходом Марио Драги политика ЕЦБ начала меняться, ставки были снижены, в конце декабря была запущена программа рефинансирования на три года (LTRO). После того как «волшебный» эффект этой программы выдохся, последовало новое обострение кризиса (кульминация была в мае, сопровождаемая крахом Bankia), Драги долго думал и решился все-таки на «печатание».

Итак, ЕЦБ сделал то, чего мы и ждали от него, он решился вмешаться в рынки. Но произошло это довольно поздно, гораздо позднее, чем мы этого ожидали. Откровенно говоря, за это время нам было два раза очень страшно – в конце августа-сентябре 2011 г. и в мае 2012 г., когда мы не видели признаков того, что власти Еврозоны собираются что-то противопоставить «поломке рынков» (market failure).

Глядя назад, мы понимаем, что медлительность ЕЦБ вызвана причинами преимущественно политического свойства. У ЕЦБ действительно есть ограничения (точно также как они есть и у ФРС и Бернанке, который может лишиться независимости, если Конгресс этого захочет). Вовлечение ЕЦБ требует неформального согласия Германии и других стран «сердцевины» Еврозоны. Есть сопротивление некоторых членов правления ЕЦБ (главы Бундесбанка). Вероятно, Марио Драги трудно было решиться на подобные «нетрадиционные меры», поскольку трудно быть первопроходцем и в таких условиях наверняка не известны каковы «подводные камни» впереди. Коллегиальность принятия решений нуждается в том, чтобы убедить других ответственных лиц, что эти меры необходимы, и что они не угрожают инфляцией.

Среди других важных ограничений, возможность «морального риска», поскольку страны GIPSI могут отказаться экономить, если ставки заимствований будут низкими (из-за популизма, свойственного демократической форме правления). Возможно, Еврозоне действительно нужно было пройти по краю, чтобы политики мобилизовались, чтобы Еврозона стала двигаться в сторону политической и фискальной интеграции.

Итак, если вторая волна больше не является угрозой, что следует делать? Покупать акции? Ответ для нас кажется очевидным.

Интересное и важное:

• Сегодня в «Ведомостях» можно найти статью «Позвали в рубль», в которой описывается прогноз JPMorgan по рублю с целью 29.5/\$. Среди аргументов дорогая нефть, и возможный carry-trade (высокие ставки в РФ, с возможностью повышения Центробанком с целью бороться с инфляцией). В этой связи мы повторяем график из нашей модели рубля, где курс описывается двумя факторами – инфляцией и стоимостью нефти (формально: мы строим регрессионную модель реального курса рубль/доллар



к реальной нефти, затем эту зависимость преобразуем к номинальным величинам, верхняя и нижняя граница на графике это две стандартных ошибки данной регрессии).

Модель неплохо описывает колебания рубля (хоть и не идеально), и сейчас предсказывает, что курс должен быть на уровне около 30 руб./\$.

Тот факт, что реальный курс не соответствует предсказанному, мы объясняем влиянием кризиса и давлением на обменном рынке из-за бегства капитала из страны в сторону «безопасной гавани». Если страхи улягутся, а для этого есть все основания, то паритет может восстановиться, и, даже, смениться избыточным укреплением, как это было летом 2011 года. Так, что прогноз JPMorgan нам кажется вполне разумным. Во всяком случае, сейчас бы мы не стали ставить на падение рубля.

• На российских биржах теперь будут обращаться фьючерсы на иностранные акции, в частности фьючерсы на Google и Apple. ФСФР внесла соответствующие изменения в нормативные акты. Ранее к торгам допускались контракты на бумаги, капитализация которых не менее 25 млрд. руб., и объем сделок на российских биржах за последние три месяца составляет не менее 250 млн. руб. Теперь это условие расширилось до 73 бирж, включая площадки Токио, Лондона, Нью-Йорка. Эти нововведения будут интересны участникам, не имеющим доступ на иностранные торговые площадки. Очевидно, что такие шаги со стороны ФСФР свидетельствуют о либерализации рынка, расширяют инвестиционные возможности участников и смогут стать альтернативой подобных услуг, предлагаемых форекс-брокерами. Однако мы считаем, что правильнее идти в сторону постепенного процесса консолидации мировых площадок и создания единой

биржи, что позволит сконцентрировать ликвидность в одном месте. В последнее время часто в новостях появляется информация о сделках по слиянию или поглощению бирж. Так, одной из крупнейших сделок считается слияние европейской биржи Euronext с американской New York Stock Exchange (NYSE) в NYSE Euronext, которая в настоящее время планирует объединиться с немецкой Deutsche Boerse, что позволит стать крупнейшей биржей мира.

- Циркулирующие в прессе слухи о том, что С. Керимов приобретет 37,7% пакет акций Polyus Gold у М. Прохорова и станет контролирующим акционером, взвинтили бумаги «Полюс золото» на Московской бирже. Даже сообщались детали о том, что Керимов договорился о кредите с банком «ВТБ». В результате, рост котировок компании в течение дня доходил почти до 16%. Хотя на лондонской площадке Polyus Gold оставалась статичной, показав анемичный рост на 0,35% по итогам торгов. В самом холдинге «Нафта Москва» Керимова эту информацию опровергают. Однако агентство «Прайм» со ссылкой на Polyus Gold передает, что сделка находится на стадии обсуждения, но стороны пока не могут найти компромисс относительно цены. Прохоров давно рассматривал возможность выйти из капитала Polyus Gold и вполне возможно, что сейчас на фоне высоких цен на золото подходящее время для продажи своего пакета.



Местное:

- «Уралкалий» опубликовал отчетность по МСФО по итогам первого полугодия. Так, компании удалось увеличить выручку на 13,2% до \$2,2 млрд., и прибыль на 6% до \$0,8 млрд. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рентабельность по EBITDA достигла рекордных 74%. Такие сильные финансовые показатели «Уралкалий» объясняет высокими ценами на рынке и активным спросом при низкой себестоимости. В первом полугодии компания продолжила реализацию программы обратного выкупа акций и ГДР для поддержания котировок. На сегодня «Уралкалий» выкупил своих бумаг на сумму \$863 млн.
- «Метафракс» получил статус субъекта оптового рынка электроэнергии, сообщает «Коммерсантъ Прикамье». Так, компания планирует с 2013 года покупать основную часть электроэнергии (95%) на оптовом рынке, что позволит снизить себестоимость продукции за счет экономии на сбытовой надбавке.

- Срок службы коммунального моста через Каму истекает в 2016-2017 гг., что делает необходимым его демонтаж и строительство нового моста. Планируется построить новый мост рядом с коммунальным. Его строительство оценивается на уровне 7.5 млрд. руб.

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.