



Главное:

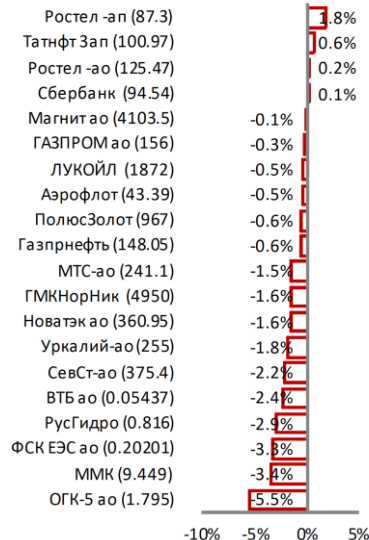
- 18-й день индекс ММВБ на 1450, сегодня есть шанс двинуться вниз

Накануне:

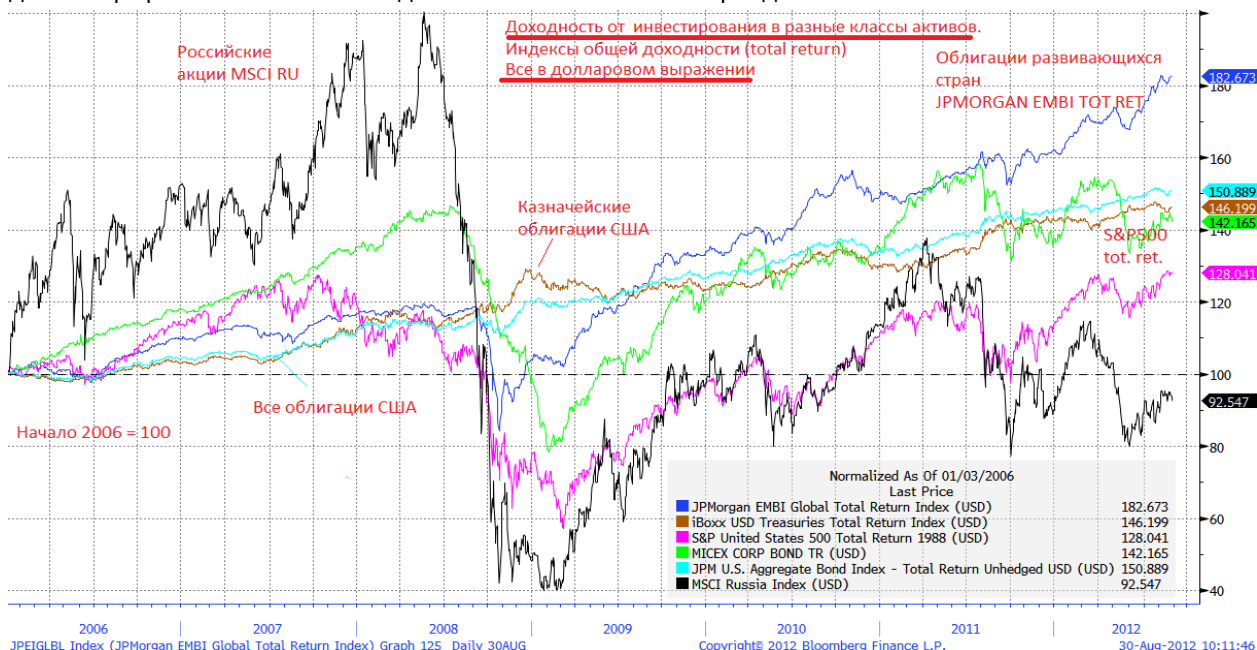
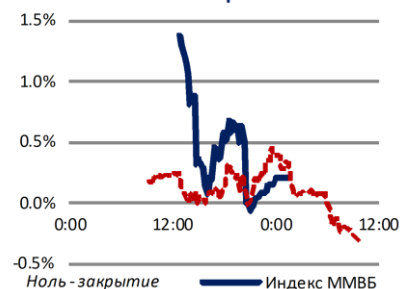
По-прежнему ощущается недостаток новостей и активных движений котировок на рынках. Правда, курс рубль/доллар двинулся на 32.25, это наивысшее значение с 3 августа. Сегодня есть небольшой шанс, что российские акции откатятся вниз от уровня 1450, на котором зависали около трех с половиной недель. Из заголовков новостей сегодня можно понять, что данные по ВВП США обрадовали инвесторов. Во 2-м квартале рост экономики Штатов составил 1.7% по сравнению с прежней оценкой в 1.5%. Азиатские акции сползают (около -1% сегодня), якобы, потому что инвесторы опасаются разочарования от Бернанке на выступлении завтра в Джэксон Хоул, а также на снижении нефти (ураган Айзек в Мексиканском заливе не нанес большого ущерба).

Мы предлагаем отвлечься от пустых текущих колебаний и взглянуть на большую картину, как вели себя те или иные активы с начала 2006 года (нормировано 100 на графике). Российские акции (MSCI Russia) после бурного роста в 2006-2008 гг. (x2 раза) ведут себя плохо (-7.5%). Лидируют облигации развивающихся стран (+82.7% в долларах включая реинвестирование). Очень стабилен рост американских облигаций. Российские рублевые «корпораты» (зеленая линия) тоже неплохи, хотя валютные риски делают график не слишком «гладким». S&P500 +28% за период.

Лидеры изменений на ММВБ



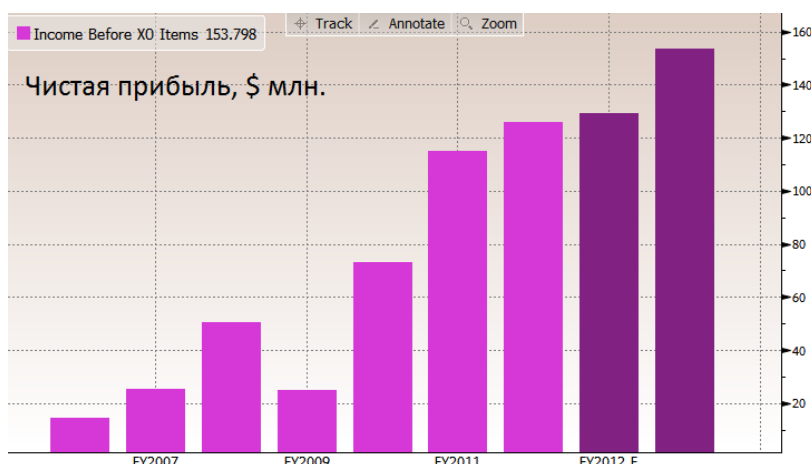
Рынки после закрытия ММВБ



Интересное и важное:

- «М.Видео» может заплатить рекордный в своей истории дивиденд в 30 рублей на акцию, что предполагает доходность в 11% по вчерашним котировкам.

Всего на дивиденды будет направлено 5,39 млрд. рублей, что в 4,5 раза больше чистой прибыли за полугодие. Как поясняет компания, им больше некуда инвестировать, задачи открывать по 500 магазинов в год у них нет (сейчас М.Видео в год открывает 30-35 новых магазинов), а подходящих активов для поглощения нет. После выплаты дивидендов на счетах компании останется еще 5 млрд. рублей, которые в будущем тоже могут быть направлены акционерам. Таким образом, бумаги «М.Видео» в ближайшем будущем могут стать очередной «дивидендной темой». Вчера на новостях о выплате дивидендов акции выросли на 3,7%.



- «Газпром» официально признался в отказе от разработки Штокмановского месторождения газа в Баренцевом море из-за высоких затрат и неясных перспектив по сбыту газа. Как комментирует данное решение глава East European Gas Analysis М. Корчемкин, из всех проектов «Газпрома» действительно необходимыми являются только Бованенковское месторождение, которое должно компенсировать падение добычи на старых месторождениях в Западной Сибири. По его прогнозам, газ со Штокмана может понадобиться не раньше 2025 года. Таким образом, решение об отказе разработки Штокмана напрашивалось сам собой. И оно может даже пойти на пользу «Газпрому», так как при текущих реалиях на газовом рынке, разработка Штокмана для концерна будет просто убыточной.

- Министры финансов стран G7 опасаются, что нефть продолжит дорожать, и просят нефтяников нарастить добычу сырья. Рост цен на нефть связан с геополитическими факторами: из-за введенных США и ЕС санкций против Ирана рынок лишился 0,8 млн. баррелей нефти в сутки. Также есть опасения, что Иран может заблокировать Ормузский пролив, через



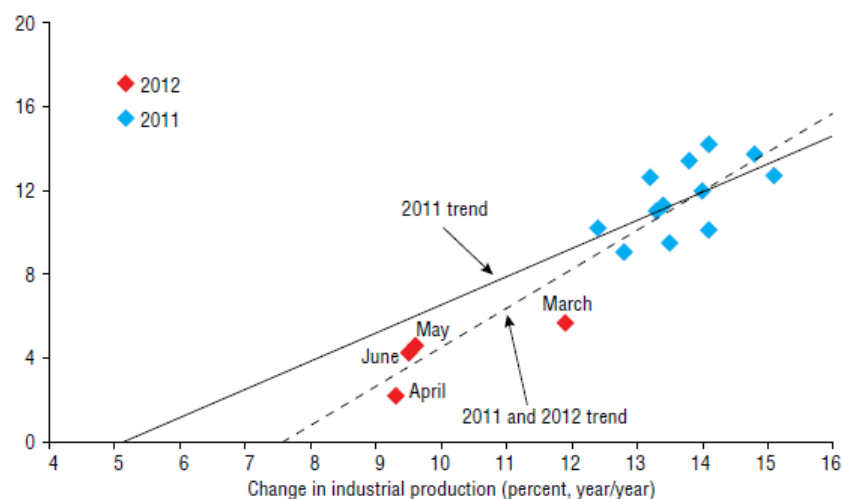
который перевозится 40% экспортируемой в мире нефти. Для российских нефтяников это идет только на пользу, хоть они и не смогут резко увеличить экспорт нефти, цены на сырье остаются на высоком уровне.

- Вчера «Северсталь» опубликовала сильные финансовые результаты по итогам второго квартала по МСФО. Компании удалось увеличить выручку до \$3,7 млрд., что на 1,1% больше по сравнению с первым кварталом. Показатель EBITDA вырос до \$664 млн., что на 18,1% выше, чем тремя месяцами ранее. «Северсталь» догнала «НЛМК» по показателю рентабельности по EBITDA, которая находится на уровне 18%. Сильные показатели компании во втором квартале объясняют оптимизацией структуры американских активов, в частности продажи трех из пяти предприятий, и более высокими ценами на стальную продукцию в США по сравнению с мировыми. Тем не менее, в целом за первое полугодие компания получила более слабые финансовые показатели по сравнению с 2011 годом, и металлургическая отрасль оказалась наиболее уязвимой в кризисное время и продолжает переживать спад.

- Китайская статистика во времена Мао работала исключительно на пропаганду режима и не отражала реальной ситуации. До сих пор идут дискуссии, насколько можно доверять официальным данным о текущем состоянии экономики в Китае. По последним данным, экономика Китая замедляется, рост ВВП Китая составил 8,1% в первом и 7,6% во втором квартале по сравнению со средними долгосрочными темпами 9%. Возможно, эти данные завышены и в реальности дела у Китая обстоят еще хуже. Авторы Janet Koech and Jian Wang подготовили статью на тему адекватности китайских статистических данных под названием «China's Slowdown May Be Worse Than Official Data Suggest». («Замедление китайской экономики может быть еще сильнее, чем это представлено официальными данным».) Чтобы получить более точное представление об экономике Китая, экономисты проанализировали альтернативные меры экономической активности, которые тесно связаны

с ростом ВВП, но в меньшей степени подвержены влиянию интересов политиков. В качестве такого показателя в статье рассматривается потребление промышленной электроэнергии. Экономисты руководствуются следующими постулатами: если промышленное производство будет падать, это потянет вниз за собой и потребление энергии предприятиями. На графике справа представлены темпы потребления промышленной энергии и промышленного

Change in industrial electricity consumption (percent, year/year)



NOTE: January and February 2012 data are excluded as outliers. See note 3.

SOURCES: National Bureau of Statistics of China; China Electricity Council; authors' calculations.

производства в 2011-2012 гг. Красными точками обозначены темпы в 2012 году, и голубые точки иллюстрируют данные 2011 года. Красные точки ниже голубых, что свидетельствует о снижении темпов потребления энергии и промышленного производства в этом году. На графике также проведена экстраполяция данных только по данным 2011 года (сплошная линия) и по данным 2011-2012 гг. (пунктирная). Из построенного графика напрашивается ряд выводов: 1) высокая корреляция между потреблением энергии и промышленным производством, 2) темпы промышленного производства ниже в 2012 году, чем в 2011 г., судя по точкам, 3) если представим, что темпы потребления энергии постоянны (нулевые), то темпы промышленного производства будут составлять 5% по 2011 году и 7,5% по данным 2011-2012 г. (пересечение с горизонтальной осью). Все красные точки лежат ниже тренда 2011 г., что вызывает подозрения. Это предполагает, что темпы официального промышленного производства в 2012 г. выше, чем подразумеваемые трендом 2011 г. Эти данные расходятся, из чего мы можем сделать вывод, что официальные данные по промышленному производству в Китае в 2012 году завышены, чтобы замаскировать слабость китайской экономики.

Местное:

- Городские власти разрешили «Девелопмент-Юг» строить высотные многоквартирные дома в микрорайоне Ива. Изначально девелопер планировал в этом районе построить 1 млн. кв. метров жилья, но из-за кризиса проект был отложен. Позднее начать застройку помешал новый генплан, который ограничил высотность в этом районе.
- «Прогноз» размещает 341,9 тыс. акций дополнительного выпуска номиналом 2000 рублей. Бумаги размещаются по закрытой подписке, объем выпуска по номиналу составляет 683,8 млн. рублей. В чью пользу размещаются бумаги, компания не раскрывает. Ранее ЕБРР одобрил компании кредит на \$30 млн. (960 млн. рублей), который пойдет на расширение бизнеса.

Напоследок:

ПЛАТОНИЧЕСКИЙ ДИАЛОГ О КОЛИЧЕСТВЕННОМ СМЯГЧЕНИИ ИЛИ ВЗЫВАНИЕ К ЧЕРТЕНКУ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ

Глокон (старший брат Платона): Давайте поговорим о Чертенке Инфляционных Ожиданий (Inflation Expectations Imp).

Дедал (инженер, сделавший крылья Икару): Чертенке Инфляционных Ожиданий?

Глокон: Это то, как Роберт Вальдман его называет. Он двоюродный брат Феи Уверенности (Austerity Confidence Fairy).

Дедал: И?

Глокон: Как вы знаете, Фея Уверенности появится, как только фискальные власти, наконец, решат привести свои дела в порядок, примут основательный долгосрочный бюджетный план, и докажут, что будут ему следовать, предприняв необходимые, хотя и болезненные политические решения и пойдя на самоограничительные меры (austerity). Тогда Фея затронет своей волшебной палочкой инвестиционные комитеты бизнеса, они начнут тратить и экономика восстановится!

Дедал: И что?

Глокон: Когда центральный банк проводит программу Quantitative Easing в больших объемах, люди начинают бояться увеличения будущей инфляции, что заставляет их сбрасывать номинальные активы в обмен на производимые сейчас реальные товары и услуги. Это само по себе начинает разгонять инфляцию, которую люди боялись, и так экономика начинает выздоравливать!

Куруш: И вы, как я понимаю, говорите, что есть определенная формальная симметричность между этими двумя аргументами?

Глокон: Точно!

Куруш (мудрая говорящая птица): Однако есть и разница. Влияние эффекта самоограничений уменьшает размеры правительственных трат, что создает эффект неожиданности, а это создает дополнительное давление на совокупный спрос.

Глокон: Но это отрицательное давление кажется небольшим по сравнению с могущественной силой волшебной палочки Феи Уверенности!

Куруш: Дополнительный эффект количественного смягчения состоит в том, что он снимает давление с балансов частного сектора, оставляя их недозагруженными в части риска. А это может поддержать спрос, финансируемый кредитами. Этот эффект неожиданности окажет положительное воздействие на агрегатный спрос.

Глокон: Он тривиален по сравнению с куда как большим стимулом к тратам, вызываемый могущественной силой Чертенка Инфляционных Ожиданий!

Куруш: Извините меня. Суть в том, что нет такой штуки как процесс формирования ожиданий методом проб и ошибок. И это не дает основания думать, что Фея Самоистязательной Уверенности будет

эффективной. Если предположить, что люди не ожидают никаких эффектов от Феи Уверенности, то новости о самоограничениях ввергнут их в депрессию. А когда они включают депрессию в свои модели, это сделает их еще более депрессивными, и все начнет развиваться вниз по спирали.

Напротив, если предположить, что люди не предвидят никаких ожидаемых эффектов от Чертенка Инфляционных Ожиданий, тогда факт, что ФРС сняла часть риска с частных балансов, заставит людей думать, что теперь есть дополнительная возможность рисковать. Это повысит уровень инвестиций. И тогда они включают этот фактор ожиданий в свои модели, они станут еще более оптимистично настроенными, и все пойдет по спирали вверх.

Глокон: Умно. Но все ли мы принимаем во внимание? Так, я думаю, что давление фотона на брошенный бейсбольный мяч может толкнуть его вниз и превратить высокий удар в промах.

Куруш: Вот почему, Ганон, Эванс, Хатсиус, Ромер и прочие хотят политику без четких лимитов. Вот почему они хотят, чтобы Федеральная резервная система начала неограниченную Quantitative Easing III, продолжающуюся до тех пор, пока не будет достигнут необходимый уровень цен или не будут выполнены цели по процентным ставкам.

Глокон: То есть вы говорите, что они уже принимают во внимание мою критику, когда разрабатывают политику, основанную на использовании Чертенка Инфляционных Ожиданий?

Куруш: Да.

Глокон: Но не существует такой штуки как «бесконечно», так как, вероятно, в определенной точке политику покупки облигаций придется свернуть, если она перестанет влиять на уровень цен. Поэтому я думаю, что мы должны установить себе предел покупок долгосрочных облигаций до \$1 трлн. в ходе ограниченной Quantitative Easing III. Если есть соображения получше, зачем взывать к Чертенку Инфляционных Ожиданий?

Может стоит подумать о том, что Великая Сделка (республиканцев и демократов по лимиту долга) по поводу соцобязательств и замораживанию федеральных расходов призовет Фею Уверенности?

Клио: Теперь ты просто начинаешь жадничать деньги Тиму Гайтнеру и Баракку Обаме...

Кассандра: Я должна заявить протест. Сделанное вами предположение о политике неограниченной программы Quantitative Easing III является немыслимым. Предположим, что Федеральная Резервная система начнет совершать покупки. Она двинет цены долгосрочных облигаций выше того порога, который люди рассматривают как фундаментально обоснованный. И тогда люди начнут продавать свои облигации за наличные. Потом они

разместят эти деньги на счетах резервных депозитов в ФРС, думая, что рано или поздно ФРС начнет продавать свои облигации обратно по более низким ценам. А на этом они смогут заработать. В некоторый момент Федеральная Резервная Система превратится в Лондонского Кита (London Whale), и ей придется прекратить покупки и ликвидировать свои позиции в облигациях.

Клио: ФРС не должен превращаться в Лондонского Кита. Он может держать свои облигации до погашения.

Кассандра: Бен Бернанке не является пожизненным Председателем ФРС. Барак Обмана не выказывает никаких признаков того, что он желает назначить главой Федерального Резерва человека, который будет проводить еще более агрессивную и еще более экспансионистскую политику, чем Бен Бернанке. Скорее наоборот: есть агрессивное крыло в ФРС, состоящее из президентов подразделений, таких как Эванс, Розенберг, Уильямс. Митт Ромни ничего не знает о монетарной политике. Пол Райен также ничего не знает, хотя он думает, что знает. И еще Райен знает, что существуют призывы к более жесткой политике, чем та, что проводится Бернанке.

Я сегодня не знаю никого с Уолл Стрит, кто бы пожелал сделать ставки на то, что купленные в течение ближайших шести месяцев в ходе Quantitative Easing облигации будут держаться до погашения. И я могу подумать о тех, кто готов сыграть в следующую очевидную игру.

Когда ФРС начнет Quantitative Easing, люди будут продавать свои облигации, класть деньги в банк, затем ждать следующие два, три или четыре года до тех пор, пока ФРС не решит продать свои позиции из-за того, что изменилась политическая логика в Вашингтоне. И ценовое давление начнет работать против ФРС и предоставит очень хорошую цену на ваши облигации и даст практически безрисковую возможность завершить сделку с прибылью.

Глокон: Но Бернанке может пообещать, что облигации будут удерживаться до погашения ...

Кассандра: Представьте, через два года Райен будет вице-президентом. Он начнет вить по поводу, что в облигациях надул пузырь и что ФРС похож на Лондонского Кита. Он потребует, чтобы новый глава ФРС распродал облигационные позиции, созданные Бернанке. Он будет утверждать, что ФРС банкрот из-за трейдинговых потерь. Так насколько тогда будут хороши обещания Бернанке. Сможет ли он сдержать их?

Он просто не может этого сделать. А без твердых обещаний нет никаких причин быть уверенным в том, что рынки отреагируют на Quantitative Easing в той мере, как должны были бы. А если они не отреагируют, то преемник Бернанке не будет поддерживать провалившуюся политику.

Глокон: То, что Вы говорите это ...

Кассандра: Что есть столько же оснований быть уверенным в сдвиге ожиданий от взывания к Чертенку Инфляционных Ожиданий, как есть от взываний к

Фее Самоограничительной Уверенности, которую так ждет Тим Гайтнер.

Клио: Да ты просто скупая!

Дедал: Ну тогда предположите, что вы можете начать одну из форм Quantitative Easing, которая не может быть свернута.

Глокон: Какую еще форму?

Дедал: Предположите, что Федеральная Резервная Система печатает деньги и использует их для покупки мостов, дорог, биотехнологических знаний, приобретения человеческого капитала для двадцатилетних и так далее.

Глокон: Так это должно покупать Казначейство ...

Дедал: Да. В этом то и дело. Фискальная экспансия, финансируемая печатанием денег, не имеет риска вытеснения частных инвестиций государственными (crowding-out). Нет продаваемых облигаций, которые что-то бы вытесняли. Но это означает риски для сворачивания покупок Quantitative Easing. Транзакция не может быть завершена.

Клио: Так что? Вы должны взывать ни к Фее Самоограничительной Уверенности и ни к Чертенку Инфляционных Ожиданий, а к Злому Духу Фискальной Политики (Fiscal Policy Pooka)?

Дедал: Ах, если бы Тим Гайтнер не яшчался с Эд ДеМарком, тогда Валькирия Оценки Закладных...

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.