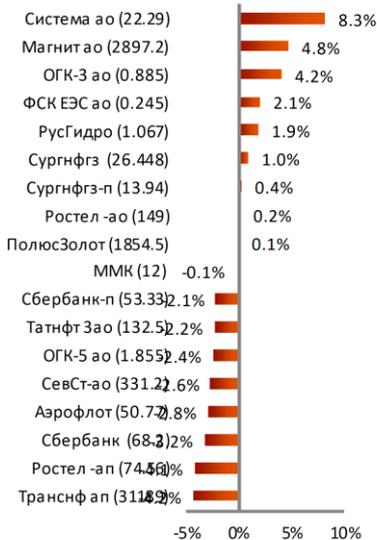




Рынки накануне:

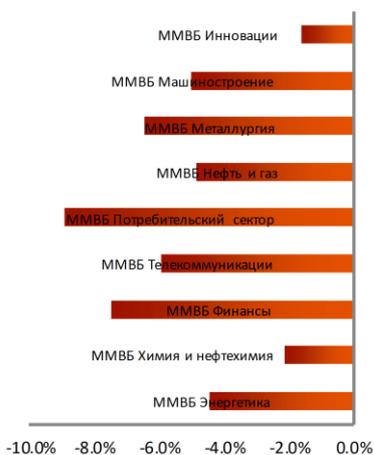
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



По итогам вчерашнего дня рынок обвалился на 6%, самое низкое закрытие в этом году. Немного остается до «дна» мая 2010 года - 1267 сейчас против 1195 пунктов по индексу ММВБ. Провал ускорился в конце дня, после капитуляции на «пробитии» минимумов прошлой недели. Европа вчера снизилась на 3%. С посткризисных максимумов апреля акции РФ упали уже на 32%. Для сравнения, S&P 500 за это же время потерял 18%.

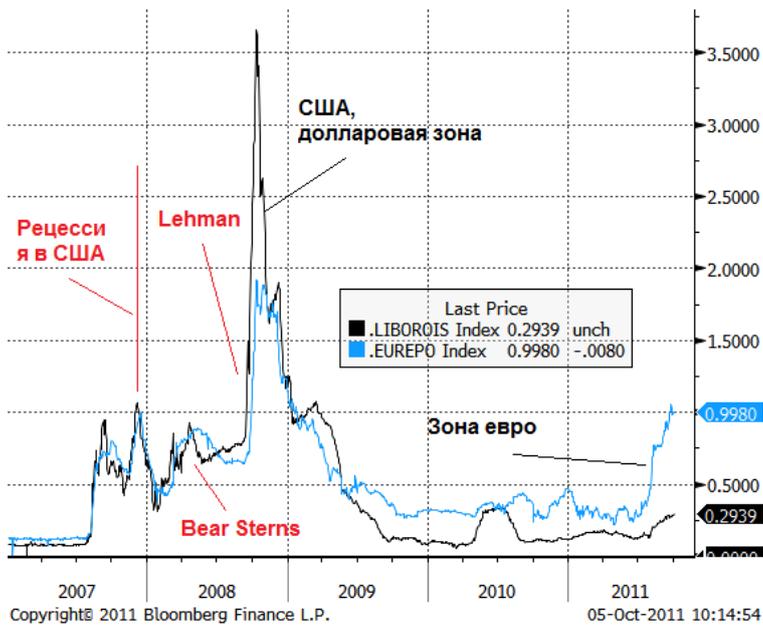
Вчера, после минусовых торгов американский рынок за последние 40 минут подскочил на 4% и закрылся на 2.5%, предполагая, что сегодня российские акции откроются на пару процентов выше. Также было давление в национальной валюте, бивалютная корзина прошла еще пару 5-и копеечных уровней, и ЦБ РФ должен был продать вчера около \$1 млрд. противодействуя снижению.

Если почитать российские газеты, то объяснения сводятся к нефти, так Brent вчера «пробивал» \$100/баррель (и торгуется на \$101.65 сейчас). А также есть незамысловатые указания на Грецию. Российские акции регулярно преувеличивают движения «мировых» рынков из-за обилия краткосрочного капитала, так что -6% не должно удивлять. Тогда как первичная проблема на рынках – это банковская паника в Европе, создающая «недостаток кредита» (credit crunch). Это вызывает шок в реальной экономике, когда бизнес вынужден занимать еще более «оборонительную позицию» (entrench), сокращать траты, персонал. Данные опросов уверенности бизнеса сентября говорят, что в Европе уже началась рецессия и с проблемами банков она будет углубляться, создавая новые порции «плохих догов» и еще больше ухудшая кредитование.

Взаимопроникновение банков означает, что никто не в безопасности. Есть сообщения об ухудшении кредитования в России. Власти ЕС пока ничего не могут сделать с этим. Вчерашний «bailout» крупнейшего бельгийского банка Dexia SA показывает, что ситуация пока только ухудшается. Политики ЕС уже готовы мобилизоваться, о до сих пор сделано слишком мало.

	Последнее значение	За 1 день	Изменение			График за 30 дней
			За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	
Мировые рынки						
Индекс РТС	1236	0.9%	-23.6%	-21.2%	-30.2%	
Индекс ММВБ	1268	-5.7%	-15.1%	-14.0%	-24.9%	
S&P 500	1124	2.2%	-4.3%	-3.2%	-10.6%	
Dow Jones	10809	1.4%	-3.8%	-1.2%	-6.6%	
Nikkei	8386	-0.8%	-4.5%	-11.9%	-18.0%	
FTSE 100	4944	-2.6%	-3.1%	-12.3%	-16.2%	
DAX	5217	-3.0%	-0.6%	-16.1%	-24.6%	
Shanghai Composite	2359	-0.3%	-6.7%	-11.2%	-16.0%	
Товарные рынки						
Нефть	101.3	1.5%	-8.0%	19.3%	6.9%	
Никель	18750	-1.4%	-12.8%	-22.3%	-24.2%	
Медь	6800	-2.7%	-25.1%	-15.7%	-29.2%	
Золото	1626	0.3%	-14.4%	21.3%	14.6%	
Серебро	30.0	0.1%	-30.1%	32.0%	-3.0%	
Валютные рынки						
EUR/USD	1.33	0.2%	-5.8%	-3.9%	-0.5%	
RUB/USD	32.74	0.1%	-10.0%	-8.2%	-6.7%	
RUB/EUR	43.50	0.0%	-4.4%	-4.5%	-6.2%	

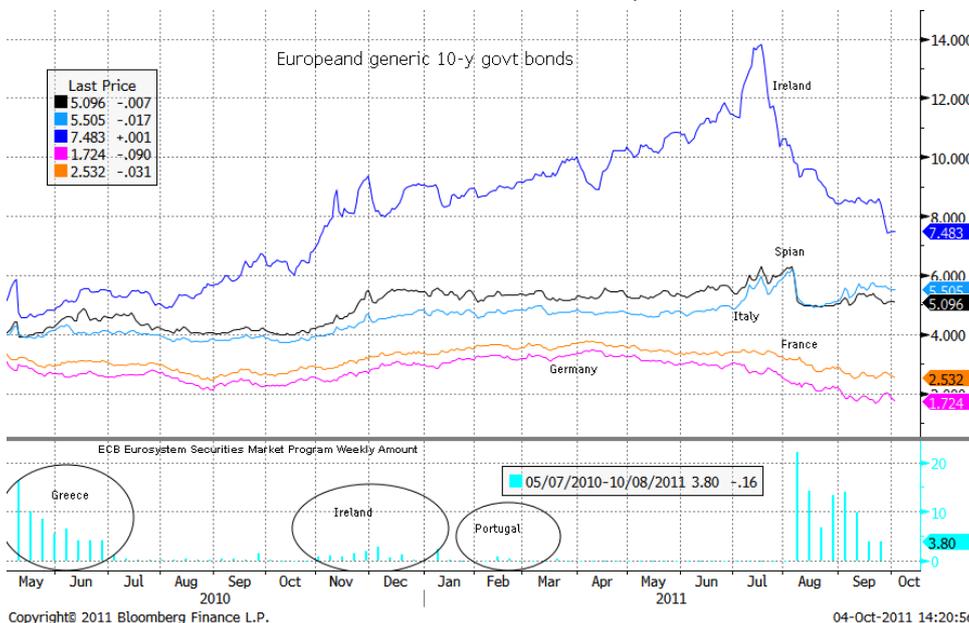
Европейский банковский кризис



Не нужно далеко ходить за аналогиями, чтобы понять серьезность текущей ситуации. Достаточно вспомнить начало текущего кризиса. В июле-августе 2007 года начался финансовый кризис, когда проблемы плохих долгов в банковской отрасли США стали очевидны многим. Это началось с объявления потерь в банках «Сосьете Женераль» и «Бернстернс». После это время впервые расширились «рисковые спрэды» (слева) и начался финансовый кризис, именованный тогда «credit crunch» (недостаток кредита). Это довольно быстро привело к рецессии в США, ее начало – декабрь 2007 года, то есть всего-то через 4-5 месяцев после начала финансовых проблем. Экономический спад и

сохранение проблем затем вызвали цепь крахов, самыми заметными был сначала bailout* «Бернстернс», крах осенью «Леман Бразерс», а также спасение «Фанни Мей», «Фредди-Мак» и страховщика AIG. [* Мы используем английское bailout, поскольку не можем найти лаконичного эквивалента в русском. Оно означает «оказание помощи кому-то находящемуся в затруднительном положении, чаще всего в виде денег.»] Пока «гром не грянул» законодатели и власть США делали недостаточно для санирования финансовой системы и лишь под влиянием страхов они мобилизовались, приняли программу TARP. После чего им удалось лишь во второй половине 2009 года вернуть финансовую систему в чувства. И после этого началось восстановление экономики.

Эта история во многом повторяется в Европе, которая делает недостаточно много в ответ на финансовый кризис, что постоянно усугубляет положение. Крах крупнейшего бельгийского банка Dexia SA (его судьбу решали в понедельник, вчера было объявление о bailout-е), во многом напоминает,



что случилось с «Бернстернс». До этого Dexia около трех месяцев находился в затруднительном положении и испытывал проблемы с рефинансированием. Сейчас из него изымаются «плохие активы», с ними создается «плохой банк» аж на €100 млрд. под гарантии Франции и Бельгии. К слову, Бельгия имеет значительный долг, и подобные фокусы могут поставить и ее в

затруднительное положение.

Вчера вечером агентство MOODY'S снизило на пару шагов рейтинг Италии, до уровня A2. На предыдущей странице приведены графики доходности 10-ти летних облигаций некоторых стран Европы и еженедельные интервенции ЕЦБ на этом рынке. Сравнительно небольшими вливаниями ЕЦБ (€3.8 млрд. за прошлую неделю) удастся держать рынок долгов на приемлемом уровне.

Member States	Credit rating (S&P/Moodys/Fitch)	Original EFSF maximum guarantee Commitments (€m)	Amended EFSF maximum guarantee Commitments (€m)	Amended EFSF contribution key (%)
Austria	(AAA/Aaa/AAA)	12,241	21,639	2.78
Belgium	(AA+/Aa1/AA+)	15,292	27,031	3.47
Cyprus	(BBB+/Baa1/BBB)	863	1,525	0.20
Estonia	(AA-/A1/A+)	-	1,994	0.26
Finland	(AAA/Aaa/AAA)	7,905	13,974	1.79
France	(AAA/Aaa/AAA)	89,657	158,487	20.31
Germany	(AAA/Aaa/AAA)	119,390	211,045	27.06
Greece	(CC/Ca1/CCC)	12,388	21,897	2.81
Ireland	(BBB+/Ba1/BBB+)	7,002	12,378	1.59
Italy	(A+/Aa2/AA-)	78,785	139,267	17.86
Luxembourg	(AAA/Aaa/AAA)	1,101	1,946	0.25
Malta	(A/A2/A+)	398	704	0.09
Netherlands	(AAA/Aaa/AAA)	25,144	44,446	5.70
Portugal	(BBB-/Ba2/BBB-)	11,035	19,507	2.50
Slovakia	(A+/A1/A+)	4,372	7,727	0.99
Slovenia	(AA/Aa2/AA)	2,073	3,664	0.47
Spain	(AA/Aa2/AA+)	52,353	92,543	11.87
Total		440,000	779,783	100

Общие цифры по Евросоюзу таковы. Долги проблемных «периферийных стран», включая Италию, составляют €3.2 трлн. Из них ЕЦБ уже совершил интервенций и держит облигаций на €156 млрд., а также по сделкам РЕПО еще на €300 млрд.

По первым, действующим соглашениям на санирование проблемы создан фонд ESFS на сумму €440 млрд., сейчас идет ратификация по его

расширению до €780 млрд. (слева в таблице, включая доли стран). Расширенная версия начнет действовать где-то с конца 2011 или начала 2012 года., текущая на €440 млрд. уже работает и фонд пока занял на рынке немного (три выпуска облигаций на €13 млрд.). Фонд занимает под законодательные гарантии стран еврозоны, которые гарантируют по 120 и 165% от указанных сумм для 1-й и принимаемой сейчас 2-й версий. Также можно добавить «фонд стабильности» на €60 млрд., созданный в 2010 под залог бюджета Еврокомиссии и деньги выделенные МВФ, это еще €250 млрд.

Итого, собрано и собирается средств ЕС уже под триллион. А сейчас идет речь о том, что долги проблемных стран составляют €3.2 и к ним могут добавиться потери банков в частном секторе, что может представлять собой значительную сумму.

Figure 12: How an extended EFSF may look like - with a firepower of €2.2tn

Country	Funds	Lending capacity	Description
Peripheral bond buybacks	313	313	Amount required to reduce govt. debt to GDP ratio to 90% at current prices
Bank recap (TARP-like)	400	400	Estimate of bank recap by our European bank team under stress scenario
EFSF turns into a banks or TALF-like guarantee on ECB purchases	287	1,435	5X leverage with a 20% TALF guarantee under Geithner proposal
Total	1,000	2,150	

Source: Credit Suisse estimates

Означает ли это, что ЕС не может собрать довольно денег, чтобы купировать кризис. Да, если только ЕС не будет использовать «рычаг». Как раз с такими предложениями в ЕС приезжал министр финансов США Тимоти Гейтнер 16-17 сентября, но европейцы его сначала высокомерно «послали». По сути, его предложения сводились к

повторению опыта США с программами TARP и TALF, которые вернули американскую финансовую систему в чувства.

Позавчера министры финансов ЕС вернулись к обсуждению этого вопроса и стали обсуждать его более серьезно. Итак, предлагается превратить созданный фонд EFSF в аналог банка, где собираемый капитал (в €440 и €780 млрд. для расширенной редакции) гарантированный членами еврозоны выступает как аналог «собственного капитала». Этот банк занимал бы деньги и выдавал их проблемным странам, использовал на санацию банков. С этим решением, финансовый кулак мог быть бы гораздо больше.

На предыдущей странице приведена таблица с оценками требуемого капитала по расчетам Credit Swiss, которая сводится к выделению денег на выкуп облигаций стран, €313 млрд. Затем, это санация банков – еще €400 млрд., а остатки фонда превращаются в гарантии от частичных потерь и создают необходимый «рычаг».

Таким образом, у ЕС есть возможности для решения своих проблем даже с имеющимися у них средствами и без необходимости вновь проводить голосование во всех 17 странах зоны евро. Осталось только дожидаться, пойдут ли они по этому пути.

Последние сообщения говорят, что политики Европы напуганы и готовы действовать. Мы по-прежнему очень надеемся на то, что разум возобладает и большой беды удастся избежать.

Вкратце



- Слева приведена инфляция в РФ, 12-ти месячные темпы. Сентябрь – сентябрь показал рост цен на 7.2% (и 7.4% по «базовой инфляции», очищенной от продуктов питания и топлива). Мы ожидаем продолжения снижения инфляции, это предполагает текущая монетарная политика ЦБ. В следующем году инфляция может опуститься до 5% и оставаться невысокой. Есть существенные основания полагать, что в РФ больше не будет устойчивой двузначной инфляции. Мы, также не ожидаем существенного

ускорения роста цен в связи с обвалом рубля. На графике в начале 2009 года виден небольшой «горб», связанный с девальвацией. Он оказался очень небольшим и быстрым. Текущее падение рубля в разы меньше и не принципиально.

- «Холдинг МРСК» принял решение провести допэмиссию на 12% от уставного капитала. Цена размещения составит 3,08 рублей за акцию, что превышает рыночные котировки на 47%. Весь выпуск, скорее всего, выкупит государство. Сторонние инвесторы вряд ли будут участвовать в допэмиссии: на рынке акции можно купить куда дешевле. Привлеченные

средства «Холдинг МРСК» планирует направить на ремонт и модернизацию существующих сетей.

- «Коммерсант» пишет, что банки начали повышать процентные ставки по кредитам для корпоративных клиентов на 1-2%. Причина, из-за которой банки начали пересматривать ставки, - это общее удорожание денег из-за ухудшения ситуации с ликвидностью, что сократило процентную маржу. Однако вряд ли рост ставок по кредитам им поможет. Как отмечают сами банкиры, платежеспособных клиентов, готовых брать по повышенным ставкам, нет. Заметим, что сейчас уровень кредитной нагрузки у предприятий гораздо ниже, чем в 2008 году, поэтому коллапса быть не должно.
- ЦБ РФ сообщил, что три квартала 2011 года из России было выведено капитала на \$49,3 млрд., за третий квартал чистый отток составит \$18,7 млрд. Напомним, что в июне А. Улюкаев заявил, что отток по итогам года может составить \$35 млрд., однако в начале октября прогноз был повышен до \$36 млрд. Между тем, счет текущих операций по итогам девяти месяцев вырос в 1,3 раза до \$147,7 млрд.
- По сведениям «РБК Daily», Минфин установил параметры предоставляемых льгот «Башнефти» и «Татнефти» для компенсации выпадающих доходов от введения нового налогового режима «60-66». Данная программа предусматривает налоговые вычеты по НДС в размере 38-56 млрд. руб. для «Татнефти» и порядка 3-4 млрд руб. для «Башнефти» в год. При этом вычеты будут распространяться на определённые месторождения, в частности на Ромашкинское для «Татнефти» и расположенные на территории Башкирии для «Башнефти». Среди нефтяных компаний, «Башнефть» несет наибольшие убытки, соотношение мощностей переработки к собственной добыче составляет около 150%, что оправдывает предоставляемые налоговые льготы. Деятельность «Татнефти» преимущественно направлена на добычу, и вычеты, вероятно, будут направлены на строительство второй очереди НПК «Танеко».
- Польша по «эффекту домино» вслед за Италией, Германией, Турцией выступает с требованиями к «Газпрому» о снижении цены на газ. Польская компания Polskie Gornictwo Naftowe i Gazownictwo SA (PGNiG) возобновила переговоры с Россией с целью пересмотра формулы цены на поставки газа и привязки к спотовым ценам. Импорт газа Польши составляет порядка 7,1% от экспорта «Газпрома» в Европу». Польша грозит обратиться в арбитражный суд, но это вряд ли повлияет на решение «Газпрома» о снижении цены газа для PGNiG.
- Президент – председатель правления ВТБ Андрей Костин признался, что его до сих пор гложет неудачное народное IPO банка. Он выступает за прекращение продажи акций населению при размещении акций госкомпаний. Эта работа должна быть сосредоточена в руках специалистов, сказал Костин в интервью газете «Коммерсантъ».



- Вчера акции «Уралкалия» обновили годовой минимум, достигнув отметки в 180,77 рублей. Однако в последние минуты торгов котировки взлетели до 210,31 рублей (+16%) от одной крупной покупки на 485 млн. рублей. Вполне возможно, что бумаги покупались, чтобы не допустить маржин-кола, хотя и не исключено, что это просто ошибка трейдера.
- Pratt & Whitney продала блокпакеты в «Авиадвигателе» и в «Пермском моторном заводе» госкорпорации «Оборонпром». Как пишет «Коммерсант», в дальнейшем, «Оборонпром» объединит эти активы в единое НПО «Пермские моторы». «Авиадвигатель» выступил против этого объединения, объяснив это тем, что «Авиадвигатель» растворится в новой юрисдикции и исчезнет как разработчик.
- «Авианова» сегодня может отменить рейсы по маршруту Пермь-Москва. Напомним, что авиакомпания находится в затруднительном финансовом положении, отменяет рейсы, и, скорее всего, в ближайшее время свернет деятельность.
- Еще одна новость авиации. Минэкономразвития согласовало передачу аэропорта Большое Савино в собственность Пермского края. Теперь осталось дождаться выхода постановления правительства о передаче аэропорта. Напомним, что краевые власти намерены самостоятельно развивать аэропорт, увеличив пропускную способность с 500 тыс. до 1,5 млн. пассажиров в год.

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»

КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15

тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69

www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

Матвеев Эдуард Вениаминович

тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

Рахимов Денис Владимирович

тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

тел. (342) 210-59-98, tidivi@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.