

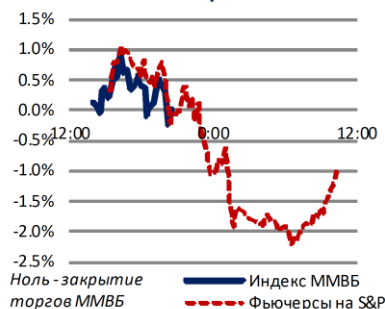


Рынки накануне:

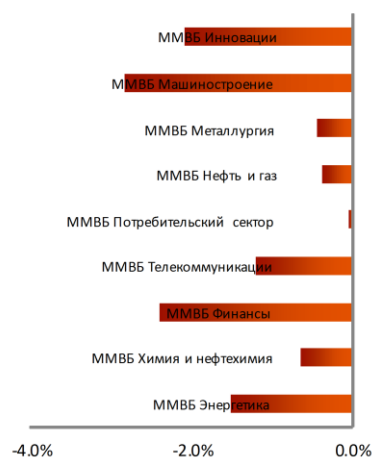
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



Индекс ММВБ вчера почти не изменился, минус 0.18%. Результат был обеспечен ростом «Норникеля» на 7.8%, что добавило +0.8% индексу, в то время как большинство акций упало на 1-2%. Мировые рынки впали в очередную полосу пессимизма, Европа упала на процент, S&P500 - на 2%. Утром фьючерсы на S&P500 поднялись на 1%, предполагая, что российские акции откроются на 1%

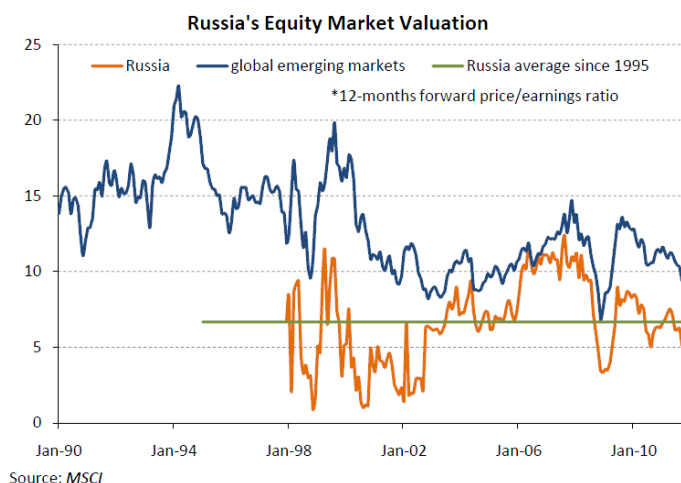
ниже, чем вчера.

Завтра последний день торгов квартала, что может привести к некоторым «эффектам».

Считается, что в это время управляющие могут заниматься «window dressing» - украшением окна. Например, продавать

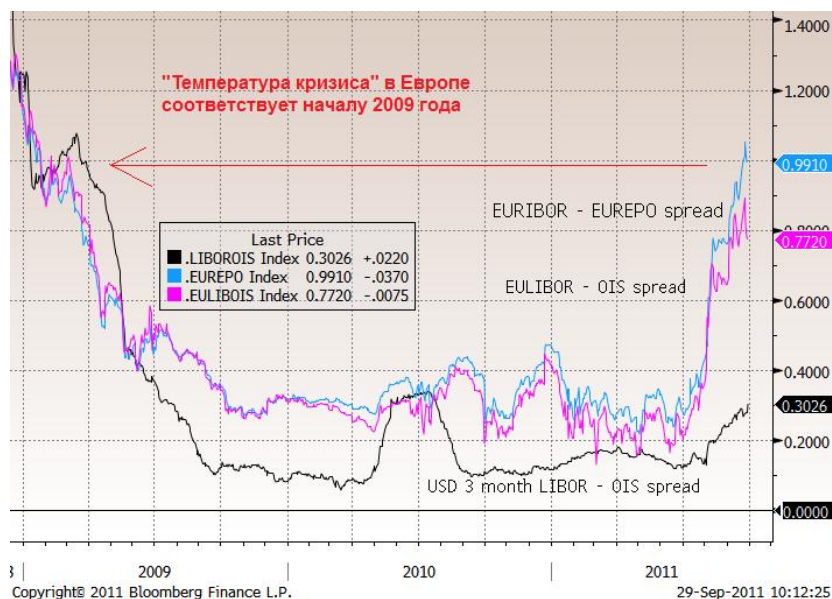
упавшие акции, как будто их не было в портфеле внутри периода. Или поднимать котировки мало ликвидных бумаг, чтобы портфель выглядел дороже. Конечно, эти эффекты краткосрочны и не меняют общего тренда рынка.

Стоимость рынков должна определяться оцененностью. С текущим $p/e_{2012est}=5$ российские акции остаются одними из самых дешевых в мире (по p/e дешевле только Украина и Кипр). Стран всегда имела дисконт в цене акций к развивающимся странам. Длительное время мы ожидали, что он будет сокращаться, но этого пока не происходит. Вопрос лишь в том, будет ли так всегда?



	Последнее значение	За 1 день	Изменение	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	График за 30 дней
Мировые рынки							
Индекс РТС	1350	-1.3%	-19.1%	-9.7%	-23.7%		
Индекс ММВБ	1378	-0.2%	-8.9%	-2.9%	-18.4%		
S&P 500	1151	-2.1%	-4.9%	0.6%	-8.5%		
Dow Jones	11011	-1.6%	-4.6%	1.6%	-4.9%		
Nikkei	8551	-0.7%	-3.4%	-10.5%	-16.4%		
FTSE 100	5218	-1.4%	1.7%	-6.3%	-11.6%		
DAX	5578	-0.9%	-1.6%	-10.7%	-19.3%		
Shanghai Composite	2374	-0.8%	-7.9%	-9.1%	-15.5%		
Товарные рынки							
Нефть	103.5	-0.3%	-7.5%	28.1%	9.2%		
Никель	18505	-2.4%	-13.7%	-20.2%	-25.2%		
Медь	7251	-4.5%	-20.1%	-8.8%	-24.5%		
Золото	1610	-1.1%	-10.1%	22.9%	13.5%		
Серебро	30.4	-0.3%	-25.2%	38.8%	-1.5%		
Валютные рынки							
EUR/USD	1.36	-0.2%	-6.3%	-0.3%	1.7%		
RUB/USD	31.86	-0.5%	-9.7%	-4.6%	-4.2%		
RUB/EUR	43.29	-0.2%	-3.5%	-4.1%	-5.7%		

Текущий момент

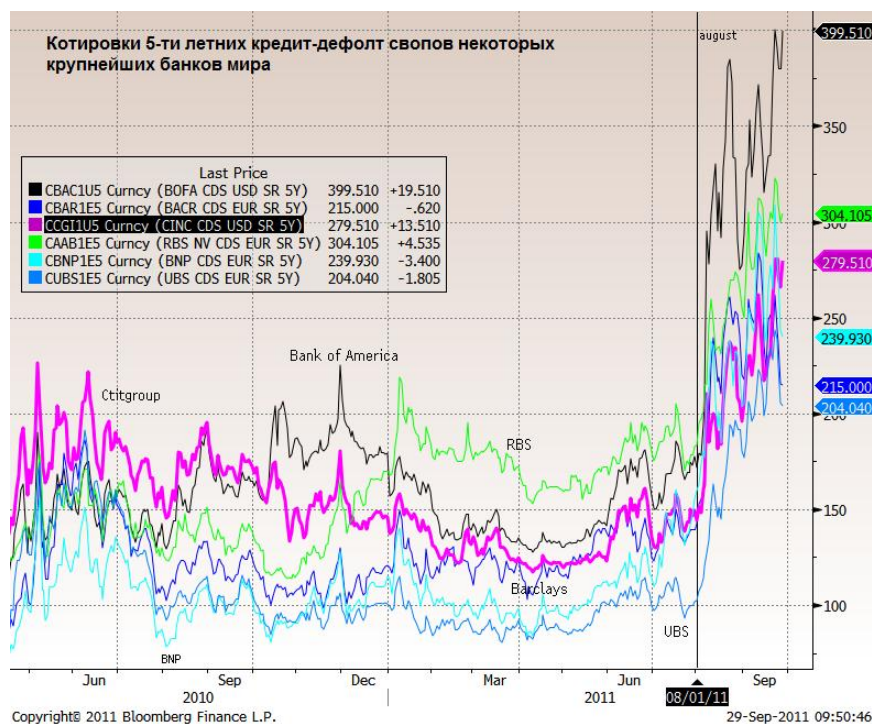


- Основная проблема остается в банках. Работоспособность финансовой системы крайне важна для здоровья реального сектора по двум причинам.

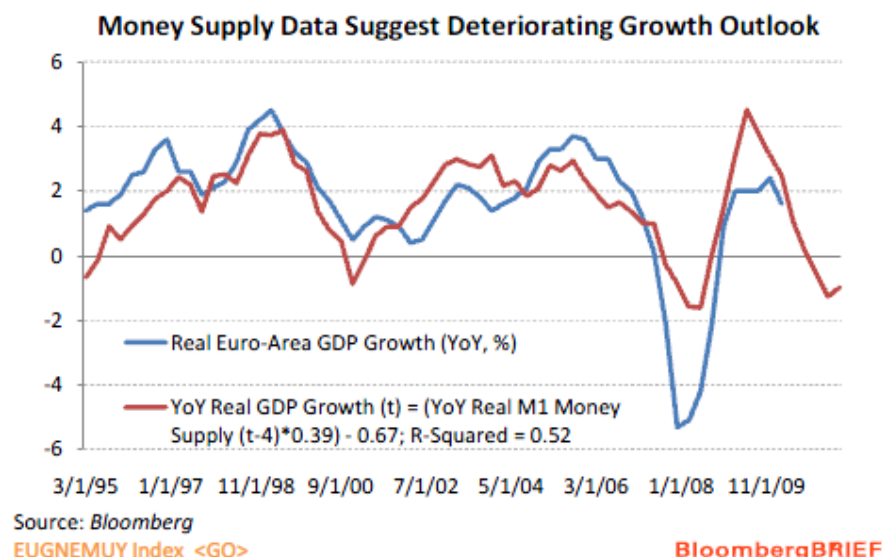
Первое: банки позволяют превращать сбережения в траты, инвестиции и потребление в кредит. Если банки перестают работать, то возникает «утечка дохода» в экономике (income leakage). Сбережения – это когда некто решает не тратить заработанное с целью потратить это потом. Это может быть любой экономический агент – корпорация, получившая прибыль, или

человек с зарплатой. В нормальном состоянии такие сбережения передаются через банки тем, кто хочет потреблять в долг. Банки позволяют переносить потребление от одних к другим. Если банки «сломались» и не выдают кредиты, то ВВП начинает падать (точно также, к слову, покупка наличных долларов в РФ это наихудший вариант инвестиций – это кредитование ФРС и американской экономики, не означающий никаких трат в нашей стране).

Второе: без работоспособных банков монетарная политика центробанка не будет работать. Кейнсианское снижение ставок предполагает создание больших стимулов для потребления в долг, но если ставки низкие только в ограниченном количестве банков, а до реального сектора кредит не доходит, то проку в таком стимулировании нет.



- Слева на графике приведены колебания кредит-дефолтных свопов на «старший долг» (то есть не на субординированный) некоторых крупнейших банков, не только Европы, но и американские и британские. Пока не наблюдается положительной тенденции в этом направлении – ставки растут. Взаимопроникновение банков означает, что никто не в безопасности. Если в Европе разразится полномасштабный банковский кризис, его почувствуют другие страны в виде резкого сокращения кредита. А элементы банковской паники пока, увы, налицо.



- Bloomberg вчера опубликовал график, показывающий как связано предложение денег и колебания ВВП Евросоюза. Он представлен слева и предсказывает, что ВВП Европы упадет в рецессию в ближайшее время.

На графике приведено изменение ВВП ЕС в формате «к аналогичному периоду прошлого года» (YoY – year on year), а также индекс, рассчитанный на основе M1 (наименее узкий денежный агрегат, сумма наличных, т.е. «бумажных» долларов на руках, плюс текущие

счета в евро в банках. Формула означает, что темпы изменения M1 сдвинуты на 4 месяца вперед – денежные агрегаты часто относят к «опережающим индикаторам». Коэффициент умножения на 0.39, минус константа 0.67 подобраны так, чтобы индекс лучшим образом описывал колебания. Получившийся «коэффициент детерминации (R-Squared = 0.52) означает, что колебания M1 на 52% совпадают с колебаниями ВВП ЕС, а остальное, т.е. 48% определяется другими факторами.

Уравнение регрессии предполагает, что «объясняемая переменная» - ВВП зависит от «экзогенного» «регрессора», описываемого темпами роста денежного предложения. «Экзогенность», т.е. независимость переменной, важный вопрос о правомерности подобной регрессии вообще (изучавшие эконометрику могут вспомнить про критерии Гаусса Маркова, требующие «независимости» регрессора). В случае если количество денег в M1 определяется экономическими агентами, то это становится «эндогенной» переменной, рождающейся в экономике само по себе. Тогда регрессия неправомерная.

Но если M1 определяется политикой Центробанка, то регрессия говорит нам, что именно он повинен в колебаниях ВВП. И, похоже, что именно так. M1 – наименее узкий агрегат, не оставляющий большого пространства для

реального сектора и банков, которые могут «размножать» деньги (что справедливо для более широких агрегатов M2 и M3). Мы понимаем, что предыдущие два абзаца могут выглядеть непонятно, это концептуальный спор, который может определять выводы...

- Регрессия нам говорит, что ЕЦБ, возможно, ошибся в этом году, когда начал ужесточать денежную политику (и повышать ставку). Тогда это объяснялось борьбой с разгорающейся



инфляцией евро, которая на поверку оказалась разовой и, похоже, была вызвана погодой (урожай 2010) и ценами на нефть. Слабость Еврозоны 2-го квартала (ВВП всего +0.2%) во многом – его заслуга. Похоже, ЕЦБ ошибся.

- Влияние денег на колебания ВВП не новость не только для ЕС, но и для России. На предыдущей странице мы приводим график, на котором совмещены колебания ВВП и М2 (в РФ не публикуется М1, так что М2 – единственный из доступных монетарных агрегатов). Глубина спада в 1998 и 2008 г. во многом на совести Центрального банка. Некризисные колебания ВВП также во многом объясняются движением М2. При этом М2 в РФ довольно «экзогенная переменная», ее колебания почти полностью совпадают с движениями «денежной базы», которая полностью определяется бюджетно-валютно-денежной политикой властей.

Текущая монетарная политика и риторика представителей правительства говорит, что РФ не собирается третий раз совершать монетарную ошибку. То, что курс отпустили, позволяет не уменьшать предложение рублей в кризис, и поддерживать кредит доступным, а банки – рефинансировать.

Вкратце

- «Норникель» вчера официально объявил buy-back на 7,71% акций по \$306 за штуку (премия к рынку 53%). Всего на эту процедуру будет потрачено \$4,5 млрд., которые планируется занять по ставке Libor+1.5%. Если не удастся привлечь ресурсы под эту ставку, то выкуп может быть отменен. Как пишут «Ведомости», к выкупу весь свой пакет намерен предъявить «Интеррос». Таким образом, всего может быть выкуплено 12,5% от предъявленных бумаг. Если бумаги были бы куплены накануне оферты, то доходность этой операции составила бы около 6% (без учета курсовых разниц – цена выкупа номинирована в долларах США). Вчера же бумаги выросли на 7,8%. Оферта действует до 28 октября, причем, как это уже было при предыдущих выкупах, заявку необходимо подавать лично регистратору «Норникеля» «Компьютершер Регистратор (ближайший от Перми филиал находится в Москве). Таким образом, в «Норникеле» будут массово закрываться короткие позиции, и фактор оферты будет оказывать поддержку котировкам.
- Позавчера в европейских офисах «Газпрома» начались обыски: Еврокомиссия проводит масштабную выемку документов в партнерских и дочерних компаниях концерна в Европе. Обыски объясняются тем, что «Газпром» проверяют на предмет нарушения антимонопольного законодательства. Ранее Еврокомиссия неоднократно выступала за то, чтобы закупки газа в Европе осуществлялись консолидировано всеми странами. Для этого все страны должны были раскрыть условия покупки газа (объемы и цену), чего не захотели делать некоторые участники еврозоны. Теперь Еврокомиссия получила доступ к этой информации. «Газпром» вчера дал по этому поводу сумбурный комментарий, признав, что проверки стали неожиданностью. Так как Европа еще не ратифицировала Третий энергопакет, предусматривающий разделение добычи и транспортировки газа, Еврокомиссия может следить только за

соблюдением наднационального антимонопольного законодательства, да и то, которое носит, скорее, рекомендательный характер. По некоторым расчетам максимальный штраф, который грозит «Газпрому» - это \$4,1 млрд. Однако перед этим Еврокомиссия должна будет четко сформулировать, что же нарушил «Газпром» и его партнеры.

- По сообщениям «Ведомостей» «ИнтерРАО» передаст 4,29% акций «РАО ЭС Востока» компании «Русгидро» в обмен на собственные акции последней. Как следует из сообщения «Интер РАО», передаваемая доля «РАО ЭС Востока» оценивается на уровне 1 млрд. руб. Размер обмениваемого пакета акций «Русгидро» составит более 583 млн. акций, что соответствует более 0,2% уставного капитала компании. Таким образом, предполагается премия по акциям «Русгидро», которая составляет порядка 62% к текущим котировкам. Напомним, что в рамках допэмиссии «Русгидро» планирует также передать часть нового выпуска «ИнтерРАО» в обмен на 40% «Иркутскэнерго». По словам представителя «Интер РАО» Б. Ковальчука,



стороны договорились о параметрах сделки, и соглашение уже может быть подписано в течение 1,5 месяцев.

- Один из бенефициариев текущей ситуации возросших системных рисков - «Полиметалл» - продемонстрировал улучшение финансовых показателей по итогам первого полугодия. Чистая прибыль компании по МСФО выросла на 77% до \$151 млн. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Выручка при этом увеличилась на 29% и достигла \$545 млн. Данный рост преимущественно обеспечен за счет роста цен на драгоценные металлы.

Местное

- «Сбербанк» предоставил «Уралкалию» синтетический кредит на \$294,7 млн. (9 млрд. рублей) сроком на 5 лет, который включает в себя валютно-процентный своп. Как сообщает «Сбербанк», для них – это вторая сделка кредитования «Уралкалия» с использованием деривативов. Заметим, что в зарубежных странах использование валютных свопов является достаточно распространенной практикой.
- «Коммерсант» пишет, что мэрия Перми выдала разрешение на строительство ТЦ «Ленком» на пересечении улиц Кирова и Компресса. Проект реализуют структуры А. Флегинского. Общая площадь ТЦ составит 5,8 тыс. кв. метров, объем инвестиций оценивается в 180 млн. рублей.

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.