

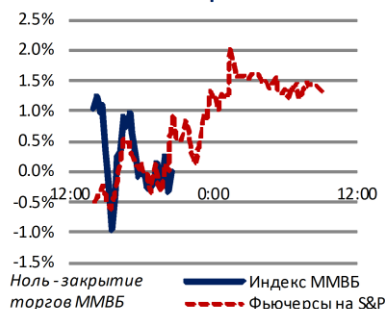


Рынки накануне:

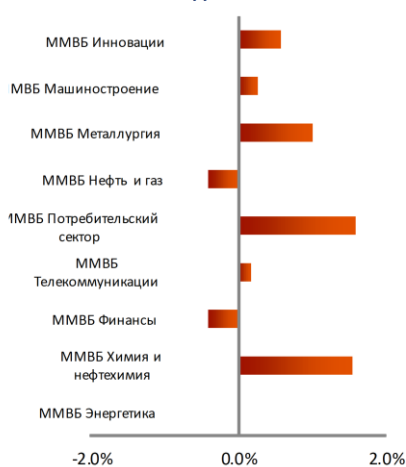
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



В среду мировые рынки выросли, Европа подскочила на 3-5%, S&P500 на 1.8%, Азия сейчас растет на 2-4%. Однако российские акции плохо участвуют в этом «отскоке», индекс ММВБ закрылся в слабом минусе 0.2%. Внутри дня некоторые отечественные акции даже обновляли минимумы. На рынке валюты вчера продолжалось давление, и в середине торгов по бивалютной корзине был обновлен рекорд с 2009 года.

Рост связан с ожиданиями, Европа все-таки должна начать действовать, а в частности начать капитализировать свою банковскую систему. Сейчас это означает, что требуется немедленное, принудительное вливание капитала, так чтобы банки не становились несостоятельными в случае возможных потерь на рецессии и списании долгов Греции. Это непереносимое условие восстановления течения кредита, и оно остановит бегство капитала из еврозоны. Без этого рецессия в ЕС станет очень глубокой и будет способна приобрести необратимый характер, сравнимый с Великой Депрессией.

События с Dexia в начале недели должны были стать серьезным звонком, что «заражение» проникло уже в сердцевину Европы. Кажется, оно должно было разбудить сонную политику ЕС. Еще недавно, в середине сентября они отмахивались от идеи с рекапитализацией, уверяя, что банковская система ЕС устойчива. Комментаторы, напротив, почти единодушно требовали «сделать что-то». Так, казначей США Т.Гейтнер и глава PIMCO (>\$1 трлн. под управлением) М. Эль Эриан не раз заявляли, что европейцы «наконец-то» (finally) поймут, начнут действовать. И вот, вчера МВФ сообщила, что официальные лица работают над планом по рекапитализации банков. Также есть сообщения, что Еврогруппа (министры финансов ЕС) продолжает обсуждать вопрос по задействованию рычага на механизм EFSF, без чего имеющийся размер финансовой дубинки оказывается недостаточным. Время еще не упущено, большой финансовый кризис не гарантирован.

	Последнее значение	За 1 день	Изменение	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	График за 30 дней
Мировые рынки							
Индекс РТС	1231	1.2%	-23.9%	-22.0%	-30.4%		
Индекс ММВБ	1266	-0.2%	-15.6%	-14.2%	-25.0%		
S&P 500	1144	1.8%	-1.8%	-1.4%	-9.0%		
Dow Jones	10940	1.2%	-1.8%	-0.3%	-5.5%		
Nikkei	8545	1.9%	-0.5%	-11.8%	-16.5%		
FTSE 100	5102	3.2%	-1.1%	-10.2%	-13.5%		
DAX	5473	4.9%	5.4%	-12.7%	-20.8%		
Shanghai Composite	2359	-0.3%	-6.7%	-11.2%	-16.0%		
Товарные рынки							
Нефть	102.4	-0.3%	-9.3%	20.4%	8.1%		
Никель	18400	-1.9%	-11.9%	-25.6%	-25.7%		
Медь	6820	0.3%	-23.9%	-16.6%	-29.0%		
Золото	1643	0.3%	-12.5%	22.0%	15.8%		
Серебро	30.4	0.1%	-27.6%	31.8%	-1.7%		
Валютные рынки							
EUR/USD	1.33	0.1%	-4.7%	-4.3%	-0.3%		
RUB/USD	32.52	0.2%	-8.7%	-8.3%	-6.1%		
RUB/EUR	43.36	-0.1%	-4.3%	-4.5%	-5.9%		

Рождение «большой базуки»

«Большая базука» (big bazooka) – это термин, который придуман министром финансов США Полсоном перед кризисом 2008 года. У него была эта базука, но кризис все-таки случился, потому что она была недостаточно большой и слишком рано закончилась. После чего Конгресс США отказался выделять новые деньги на «спасение банкиров» с Wall Street. Правда, деньги банкам были выделены потом, но поздно осенью, когда кризис ударил во всю и по всему миру.

Ощущение дежавю не покидает – слишком многое, похоже, в том числе и довольство политиков, лозунги некоторых «позволить помереть» неэффективным странам /банкам / бизнесу.

Базука нужна, чтобы показать рынкам, что у властей есть действенные механизмы, и что потери не превратятся в неуправляемую спираль. Сам по себе образ не слишком конкретный, поэтому обсудим детальнее, что можно сделать и что, видимо, будет сделано.

Что делать, чтобы остановить финансовый кризис?

(1) Необходимо срочно достичь ясности по Греции. Провести быструю реструктуризацию, объявить дефолт и условия новации, так чтобы потери по этой стране стали предсказуемыми и ясными. Банки, которые потеряют на этом, должны быть заранее идентифицированы и санированы без развития каскадных банкротств.

Объявленная 21 июля новация с «подстрижкой» на 21% была явно недостаточна, поскольку облигации Греции сейчас торгуются около 40% от номинала. Если нужно списать 50% - «ок», пусть это будет сделано, но очень быстро. Хватит «резать хвост собаке кусочками».

(2) Необходимо гарантировано оградить Испанию и Италию от влияния дефолта Греции. Все эти разговоры о том, что «Италия – следующая Греция» должны быть остановлены Евросоюзом. Для этого нужно будет задействовать механизм EFSF.

Очевидно, потребуется рычаг, даже в еще не принятом, расширенном варианте €780 млрд. не достаточно. Рынки будут подозревать, что денег не хватит, поскольку размер долгов периферийных стран, включая Испанию, составляет €3.2 трлн.

EFSF должен работать как банк, выделенный ему капитал должен выступать как подушка. Например, можно гарантировать покупателям облигаций Италии, Испании возмещение первых 20% потерь в случае дефолта за счет средств фонда. Подобный «credit enhancement» (улучшение условий кредита) позволит покупать облигации Италии и Испании даже консервативным инвесторам, среди которых можно будет привлечь суверенные фонды и, даже, Центробанки.

(3) Ну и еще обязательно нужен механизм по рекапитализации банков по всей Европе, включая проблемные страны, так чтобы капитал не бежал из европейских банков в целом, в ожидании «нового финансового кризиса с эпицентром в Европе». Никто не хочет быть в эпицентре развала банков. И еще необходимо значительное улучшение условий ликвидности, рефинансирования, возобновления кризисных проблем кредитования.

Есть две непосредственные опасности в Европе:

(1) Что Греция объявит «беспорядочный» дефолт, если ей не дадут денег, отсекут от финансирования. Тогда возникнет неопределенность, каковы будут потери, а цена облигаций страны устремится еще ближе к нулю, вызвав явные, а не мнимые потери среди банков. Так, сейчас, 5-ти летние облигации (Greece 4.59% 04/16) торгуются по 37% от номинала. Но суть в том, что до момента дефолта банки могут учитывать облигации с

небольшим дисконтом, пряча потери за правилами бухучета. Та же Dexia показывала 21%-й дисконт по бумагам страны, поскольку именно такая величина дисконта определялась частным соглашением о реструктуризации ЕС от 21

Results of the 2011 EBA EU-wide stress test: Summary ⁽¹⁻³⁾

Name of the bank: DEXIA	
Actual results at 31 December 2010	
	million EUR, %
Operating profit before impairments	1,600
Impairment losses on financial and non-financial assets in the banking book	-834
Risk weighted assets ⁽⁴⁾	140,835
Core Tier 1 capital ⁽⁴⁾	17,002
Core Tier 1 capital ratio, % ⁽⁴⁾	12.1%
Additional capital needed to reach a 5 % Core Tier 1 capital benchmark	
Outcomes of the adverse scenario at 31 December 2012, excluding all mitigating actions taken in 2011	
	%
Core Tier 1 Capital ratio	10.4%

июля. Объявление дефолта больше не позволит прятать потери. По «главному бухгалтерскому уравнению» (упавшие после дефолта) «активы» минус «обязательства» (которые нужно замещать из-за оттока вкладчиков) равняется (падающий) «капитал», некоторые банки могут стать несостоятельными.

(2) Еще одна опасность – с ратификацией расширения существующего сейчас механизма EFSF (European Financial Stability Facility). Из 17-и стран не ратифицировали только Мальта, Нидерланды и Словакия. Со Словакией могут возникнуть наибольшие проблемы из-за противодействия младшей партии в правящей коалиции. А это заблокирует расширение EFSF с €440 до €780, то есть финансовый ответ ЕС не наберет необходимого уровня «большой базы». Голосование должно пройти в этой стране на следующей неделе, всего за несколько дней перед тем, как европейские лидеры должны встретиться 17 октября в Брюсселе.

Мониторинг европейских новостей

- По итогам совещания министров финансов (Еврогруппы) в понедельник было заявлено, что следующее заседание 13 октября не состоится. Ранее полагалось, что к этой дате будет готов отчет миссии «тройки» (ЕЦБ+МВФ+Еврокомиссия) в стране, который должен был решить вопрос с выделением €8 млрд. Предположительно, это могло бы стать «часом X», поскольку не выделение транша Греции, может привести к «жесткому дефолту».

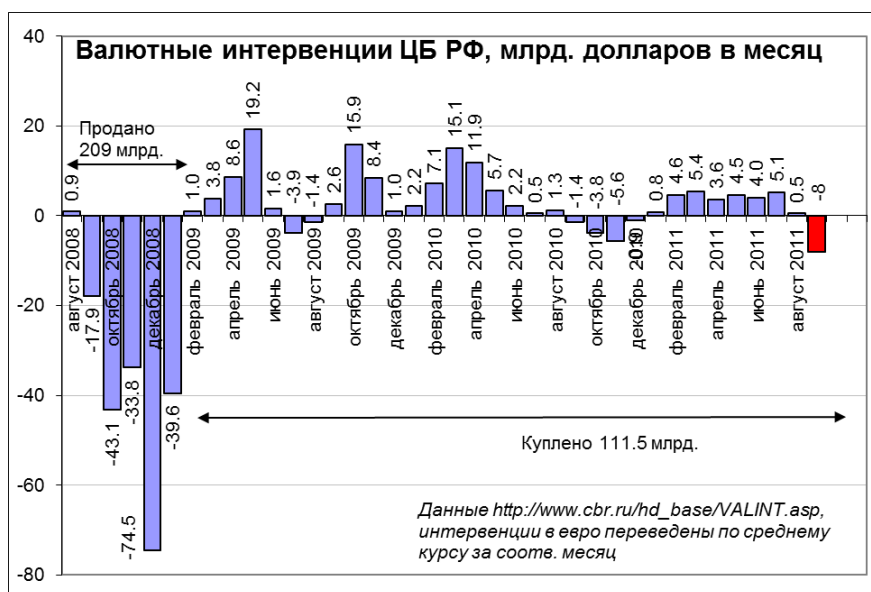
В какую дату будет рассматриваться вопрос не ясно, но сообщается, что деньги получают не раньше ноября. Ранее Греция объявляла, что денег хватает только до середины октября, после чего не сможет выплачивать зарплату государственным служащим и пенсионерам. Казалось, что дата 13-го, казалось, была на грани.

- В понедельник министр финансов Бельгии сообщил, что Афины могут ждать дольше и что это блеф. Во вторник министр финансов Греции подтвердил, что денег хватит уже до середины ноября. А два неназванных дипломата ЕС сообщили WSJ, что реальная проблема может наступить вообще в декабре, когда Греции нужно гасить €2.9 млрд. облигаций. Хотя до этого времени действительно возможны затруднения с выплатами зарплат госслужащим. Так что тягомотина с выделением или не выделением транша может тянуться еще больше месяца, а середина октября как «час X» откладывается.
- Во вторник премьер министр Греции Попандреу опровергал слухи о своей отставке (об этом написала Financial Times Deutschland). Не известно, насколько это был «дым без огня», но отставка ключевой фигуры, двигателя «самоограничения» греков, могла бы означать все тот же вариант «жесткого дефолта», когда загнанная в угол страна перестает платить и уходит в глухую оборону. Греческая политика потенциально может стать проблемой. Плохой сценарий – жёсткий дефолт.
- Политики в ЕС не выдерживают давления. Рональд Пофала, глава персонала кабинета Ангелы Меркель на прошлой неделе потерял контроль. Он заявил своему сопартийцу: «Я больше не могу смотреть на твое жирное лицо. Все что ты говоришь, это дерьмо». Это было сказано перед решающим голосованием по расширению фонда EFSF в Буднестаге и, похоже, под давлением надвигающегося кризиса. В связи с этим в Германии идет скандал, а Ангела Меркель теряет очки и поддержку.
- Греции нужно прощать долги, текущий размер госдолга в €360 млрд. или порядка 165% от ВВП, размер которого €220 млрд. ожидается в 2011 г. Списание половины позволит снизить долг до более-менее приемлемых 80-90%. Еврогруппа сообщает, что частные инвесторы должны понести ответственность (стало принято использовать аббревиатуру PSI – private sector involvement). Договоренности о списании 21%, видимо, уже не устраивают власти ЕС, и они требуют больше – ближе к 50%. Крах крупнейшего бельгийского банка Dexia в понедельник был связан с тем, что он держал €3.8 млрд. греческих долгов и не вынес бы такой «подстрижки».
- По Греции уже готовится третий вариант помощи. Первый и второй были €109 млрд., третий, похоже, будет на €160 млрд. (по словам министра финансов Люксембурга Жанкера). Второй был принят 21 июля. Третий вариант не заставит долго ждать – он ожидается к ноябрю. Изменения планов происходят, потому что страна не выдерживает оговоренных требований.
- Сегодня в четверг ожидается, что начнет действовать ЕЦБ. Должно быть объявлено о снижении ставки с текущих 1.5% до 1.25%. Но это проблематично, поскольку общая инфляция в ЕС составляет около 3% (ожидаемое сентябрь-сентябрь), что выше целевых 2%. В США ФРС ориентируется на «базовую инфляцию», без продуктов питания и энергоносителей, что имеет логику – ФРС не управляет ни погодой, ни ОПЕК. Если бы также делалось в ЕС, то пространство для снижения ставки существовало бы – «базовая инфляция» в ЕС близка к 1%.
- Однако от ЕЦБ ожидается, что он откроет экстренные формы кредитования (рефинансирования) банков, закрытые после кризиса 2008

года. Это должно отчасти отсрочить проблему ликвидности и крахов банков по типу Dexia.

- Глава ЕЦБ Клод Трише собирается завтра дать последнюю пресс-конференцию в своем статусе, поскольку у него заканчивается 8-ми летний срок, и он собирается на пенсию «на британском побережье». Во вторник он заявил, что Евросоюз борется с худшим кризисом после 2-й мировой войны. Но при этом послал сигнал, что «ЕЦБ не может заменить правительства». Пока получается так, что ЕЦБ единственный дееспособный и оперативный (хотя и недостаточно) орган, способный противостоять финансовому кризису.

Вкратце



- Вчера Игнатьев объявил новые цифры по интервенциям за сентябрь – 8 млрд. долларов (ранее, он заявлял о 6, но тогда еще месяц не закончился). Мы предлагаем сравнительную картинку, позволяющую понять масштабы интервенций в удержание рубля от большего обвала.

- Еще один график показывает кредит-дефолтные свопы Бэнк оф Америка, которые достигли максимума за историю, превышая уровни 2008/2009 годов. Это огромный банк с активами в \$2.2 трлн. (вся банковская система США имеет активы около \$10 трлн.). Никто не в безопасности.

- Глава «ЛУКОЙЛ-Оверсиз» А. Кузьев в своем интервью заявил, что в ближайшие 5-7 лет доля зарубежных проектов в бизнесе «ЛУКОЙЛа» составит 25-30%. Текущий уровень – 11%. Также в своем интервью А. Кузьев сообщил, что они не заинтересованы в высоких ценах на нефть. Потому что, когда стоимость нефти растет, государства начинают пересматривать отношения с нефтяными компаниями и отказываться от взятых обязательств.



Также высокие цены на нефть привлекают все больше участников в эту отрасль, что вызывает рост цен на материалы и сервисные услуги. Поэтому «ЛУКОЙЛ» заинтересован в не высоких, а в справедливых ценах на нефть.

- Из данных ММВБ по объему сделок РЕПО следует, что ЦБ увеличил активность на этом рынке. В сентябре объем операций достиг 790 млрд. рублей, что является рекордным уровнем. Рост активности ЦБ связан с возросшим дефицитом ликвидности в банковской системе. Таким образом, Центробанк начал бороться с дефицитом денег, представляя банкам дополнительную ликвидность. Все как в 2008-2009 гг., но в меньших масштабах.
- «Транснефть» намерена самостоятельно профинансировать строительство трубопровода Заполярье-Пурпе, который свяжет ямальские месторождения с ВСТО. Планируемая мощность нефтепровода – 45 млн. тонн. Первая очередь должна заработать в конце 2013 года, на полную мощность трубопровод выйдет в конце 2015 года. Всего проект оценивается в \$4,3 млрд. Изначально монополия предлагала нефтяным компаниям взять на себя часть расходов на его строительство. Но с началом эксплуатации нефтепровода, «Транснефть» должна начать выкупать доли нефтяников в этом проекте. Однако впоследствии было принято решение отказаться от такого варианта, так как он не устроил как нефтяников, так и саму «Транснефть».
- По данным «Системного оператора», электростанции промышленных предприятий в последнее время демонстрируют рост вырабатываемой энергии. Данная тенденция перехода предприятий на самообеспечение во многом объясняется ростом цен на электроэнергию, в частности тарифов сетевых компаний. Выработка энергии на промышленных электростанциях в августе и сентябре увеличилась на 9% по сравнению с аналогичными периодом в 2010 г. на фоне общего замедления темпов роста производства энергии на 0,9% в августе и 4,6% в сентябре выше уровней 2010 г. Преждевременно называть данную тенденцию устойчивой, однако если рост цен на энергию и перекрестное субсидирование сохранится, то промышленным предприятиям будет выгоднее строить собственную генерацию. Минэнерго занимается данной проблемой перехода промпредприятий на собственные источники энергии, но пока вопрос остается открытым.
- АФК «Система» может изменить дивидендную политику, если совет директоров одобрит подготовленные менеджментом предложения. Предполагается, что на дивиденды будет направлено 10% чистой прибыли плюс 10% прибыли от продажи активов. Напомним, что согласно действующей политики, корпорация может направлять на дивиденды до 40% от чистой прибыли по US GAAP.
- Минэнерго подготовило новый вариант законопроекта «О нефти». Правительство будет иметь возможность регулировать розничные цены на бензин в случае их роста на 10% в течение 30 дней. Регулирование цены будет осуществляться по цене, определяемой правительством. ФАС не одобрила данный законопроект, назвав лежащие в его основе методы нерыночными и неэффективными. Президент Российского топливного союза А. Аркуши также выступает против данной инициативы, ссылаясь на появление еще

большого дефицита и роста цен на внутреннем рынке вследствие госрегулирования.

Местное

- Вчера стали известны некоторые детали сделки по продаже Pratt&Whitney блокпакетов в «Авиадвигателе» и «Пермском моторном заводе». Как пишет «Новый компаньон», в совокупности за этот пакет «Оборонпром» заплатил чуть менее \$40 млн. В эту сумму входит, в том числе и стоимость лицензионного соглашения и деньги в счет погашения займа в размере \$8 млн.
- Глава «Уралкалия» В. Баумгертнер заявил, что кризис на финансовых рынках пока не отразился на конъюнктуре сельхозрынка и продажах калийных удобрений. По его словам, текущая ситуация кардинально отличается от 2008 года, и она является необычной: есть сильнейшее давление финансового рынка, но при этом сельскохозяйственный рынок абсолютно здоров.

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.



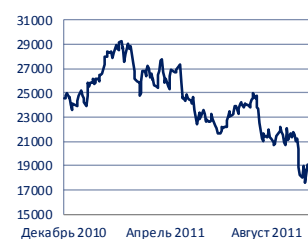
Золото, \$/Oz



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.