

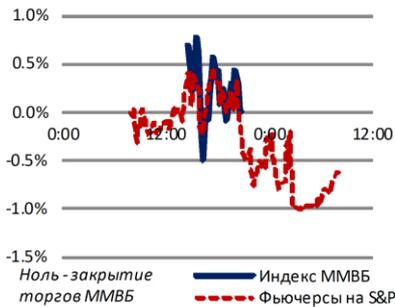


Рынки накануне:

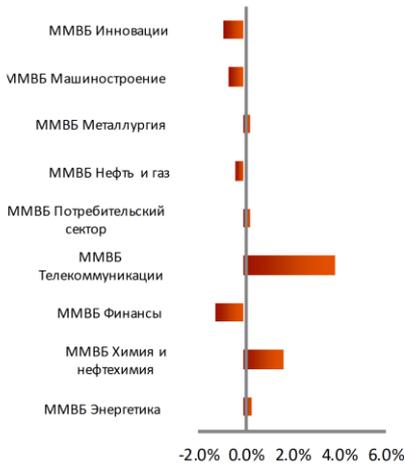
Лидеры изменений на ММВБ



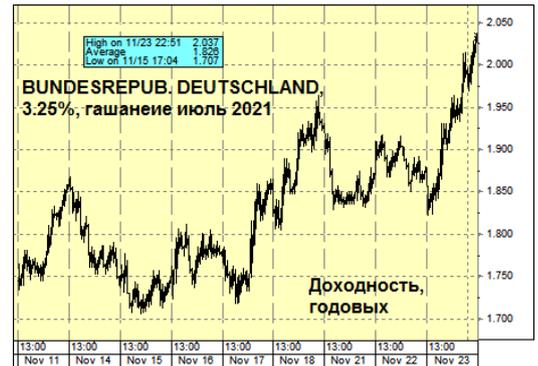
Рынки после закрытия ММВБ



Динамика отраслевых индексов



Индекс ММВБ вырос на 0.17%, Европа упала на 1%-2% после неожиданных сообщений, что Германия вчера набрала только 65% спроса на размещении 10-ти летних облигаций на €6 млрд. После этого S&P500 показал минус 2%, но после закрытия фьючерсы на этот индекс поднялись почти на 1%, так что сегодня российские акции может ожидать открытие на ~0.5% ниже. Сегодня День благодарения, в США выходной. Европа торгуется как обычно.

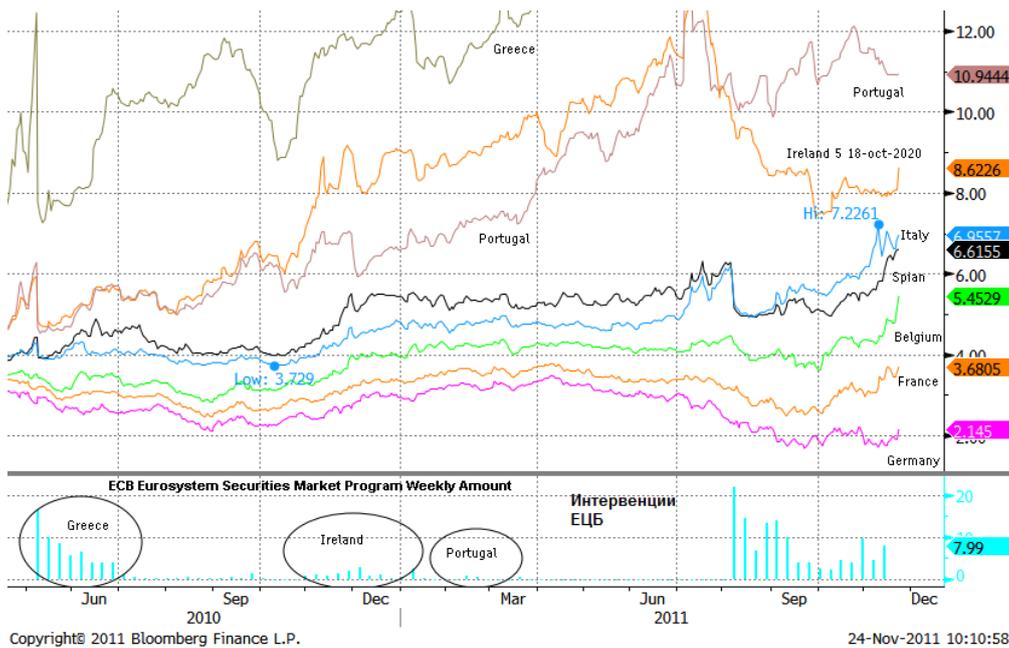


Провал аукциона на облигации Германии действительно удивил. Есть комментарии в стиле, что на Титанике утонули все, включая первый класс. Намек, что это начало конца всей Еврозоны. Есть мнения, что Германия должна будет заплатить за периферию и ее кредитное качество ухудшится. На бегство капиталов из зоны Евро намекает курс 1.33 \$/€ - минимум с начала октября. Оптимисты говорят про технические факторы (неудачный способ размещения, первые в истории 10-ки с низким 2% купоном). Доходность бумаг Германии действительно на крайне низком значении и только вчера превысила уровень целевой инфляции ЕЦБ.

Похоже, инцидент с размещением Германии сегодня уже будет забыт, он больше похож на случайность. Но проблема остается, Европа должна изобрести что-то, чтобы остановить бегство капиталов с периферии и Еврозоны вообще. Она должна вернуть спокойствие в банки, иначе реальная экономика продолжит страдать. В декабре должен заработать механизм EFSF «с рычагом». Медленно идет рекапитализация. Остается еще ЕЦБ, пока сопротивляющийся роли «кредитора последней инстанции».

	Последнее значение	За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	График за 30 дней
Мировые рынки						
Индекс РТС	1416	-0.4%	-6.1%	-11.5%	-20.0%	
Индекс ММВБ	1404	0.2%	-5.3%	-10.1%	-16.8%	
S&P 500	1162	-2.2%	-7.4%	-3.1%	-7.6%	
Dow Jones	11258	-2.1%	-5.5%	0.6%	-2.8%	
Nikkei	8200	-1.4%	-5.5%	-18.9%	-19.8%	
FTSE 100	5140	-1.3%	-7.4%	-9.1%	-12.9%	
DAX	5458	-1.4%	-9.9%	-20.0%	-21.1%	
Shanghai Composite	2393	-0.1%	1.0%	-16.3%	-14.8%	
Товарные рынки						
Нефть	107.3	0.2%	-3.8%	25.0%	13.2%	
Никель	17025	-3.0%	-9.4%	-21.2%	-31.2%	
Медь	7240	-1.2%	1.3%	-11.1%	-24.6%	
Золото	1691	-0.3%	2.5%	23.2%	19.2%	
Серебро	31.7	-1.1%	0.3%	15.1%	2.5%	
Валютные рынки						
EUR/USD	1.34	0.1%	-3.9%	0.0%	0.1%	
RUB/USD	31.49	0.0%	-2.9%	-0.6%	-3.0%	
RUB/EUR	41.99	0.2%	1.2%	-0.6%	-2.8%	

Европа и кризис



- На графике приведены изменения доходности 10-ти летних облигаций Европы. Вчерашний инцидент с аукционом Германии привел к некоторому скачку доходностей (заметно по Бельгии и Ирландии). В целом, ситуация пока не изменяется радикально, очевидно, что относительно скромные интервенции ЕЦБ (несколько миллиардов евро в неделю) поддерживают доходности

примерно на прежнем уровне. При этом раздается все больше голосов, чтобы ЕЦБ начал играть более активную роль, этого требует и периферия и Франция, сопротивляется Германия. Активное «печатание евро» позволило бы уронить курс евро, что облегчило бы проблему счетов текущих операций для страдающей от дефляции периферии. Это позволило бы «залить» финансовую систему деньгами, повысив ликвидность, как это делает Банк Англии и ФРС, без видимых негативных последствий.

И это позволило бы ускорить инфляцию в «сердцевине» Еврозоны (Франции, Германии, Австрии и Нидерландах), что также облегчило бы выход из рецессии. Но, увы, политика Еврозоны не позволяет сделать это. Сам по себе проект единой валюты – это политический проект, который плохо согласуется с экономической логикой. Также политики сопротивляются «печатанию евро».

История кризиса: еще раз (или наша «картина мира»)

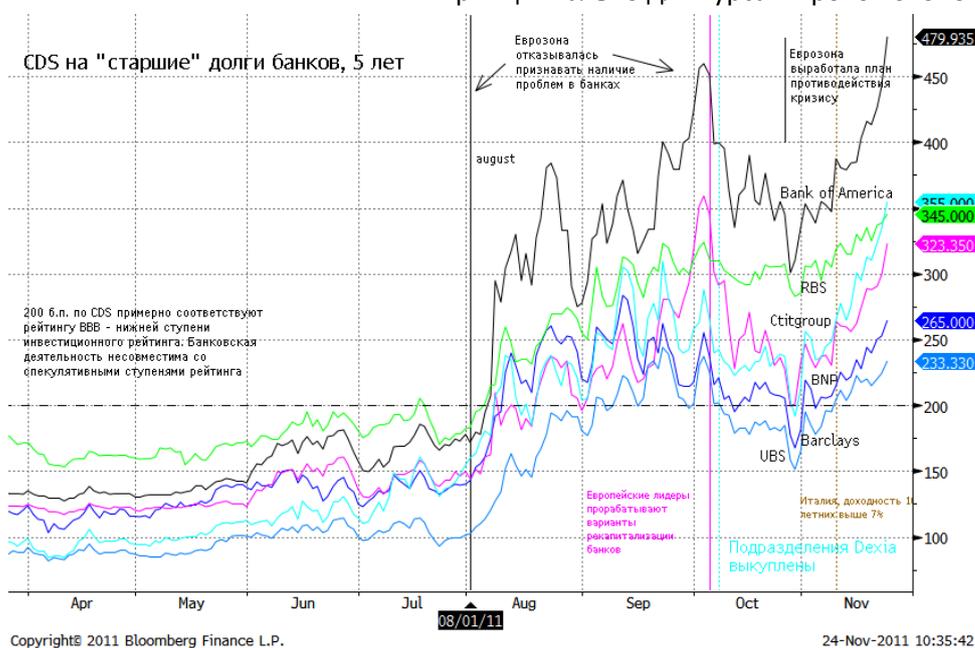
Снижение рынков в августе-сентябре 2011 года многими интерпретируется как начало «второй волны». Для понимания уточним, как мы интерпретируем крах 2008 года, что предопределяет наше отношение к новой «волне».

Крах 2008 года и возможный кризис сейчас мы связываем исключительно с работоспособностью банковской системы. Сначала возникли плохие долги на второсортной ипотеке США. Они застопорили основную посредническую функцию банков по превращению сбережений в инвестиции и создали недостаток кредита (credit crunch). Это привело к рецессии в США с декабря 2007 года. Власти США не стали капитализировать банки и отказались спасти Lehman Brothers из-за особенностей электоральной политики (выделение денег Wall Street считалось «плохим занятием»).

Банки оставались под подозрением, недостаток кредита сохранялся. После краха Lehman Brothers возникла проблема не только с доступностью кредита, но и с прямыми платежами, что сразу сказалось на международной и внутренней торговле. Прошел мощный экономический

спад, возникли новые долги. Но осенью США выделила деньги на санацию банков (T.A.R.P./T.A.L.F.), капиталы были наполнены путем обязательной продажи Казначейству привилегированных акций, и работа финансовой сферы более-менее нормализовалась. После этого экономика стала «выздоровливать».

В настоящее время существует угроза повторения этого сценария. Крах казался особенно вероятным в августе и сентябре. Тогда европейские власти считали, что их банковская система в порядке. Министр финансов США Т.Гейтнер предложил европейцам план по спасению экономики на подобию американской модели T.A.R.P., но последние приняли его с недоверием. Миопия европейских властей продолжалась вплоть до краха банка Dexia в начале октября, что вернуло политиков в чувства. Проблема долгов Греции, Италии и других стран волнует рынки, поскольку она затрагивает работоспособность банков. В остальном потенциальные дефолты означают потери неких инвесторов. Если это не банки, то это не принципиально для курса мировой экономики.



В настоящее время ЕС осознает сложность ситуации и восстановления банковского доверия. На саммите 26 октября ЕС принял решение рекапитализировать банки на сумму в €106 млрд. со сроком исполнения до середины 2012 года. Сумма является не слишком большой, в этом деле, чем больше, тем лучше. МВФ называл цифры в €200 млрд. Также вызывают сомнения сроки – до завершения рекапитализации банки все равно остаются под

подозрением, поскольку их «подушка капитала» мала. Банковская система мира взаимно интегрирована. Потенциальный крах одного или нескольких европейских банков будут автоматически означать проблемы с исполнением обязательств у других банков мира. В этой связи никто не в безопасности.

В последнее время продолжается положительное развитие. Банки, так или иначе, будут рекапитализированы. Потери на Греции уже известны (списание 50% долгов), сюрприза по этой линии уже не будет. Даже если страна объявит дефолт, то потери банков вряд ли будут возрастать. Потенциально новые потери банков могут возникнуть на Португалии. Представляется, что ЕС принял решение выделять деньги оставшимся странам – Италии, Ирландии и Испании (для названных в абзаце стран используется аббревиатура ПИИГИ).

Италия является самой большой проблемой, поскольку ее долг (>\$1,8 трлн.) превосходит остальные долги ПИИГИ. Сейчас низкие доходности по долгам Италии и Испании являются искусственными и обусловлены

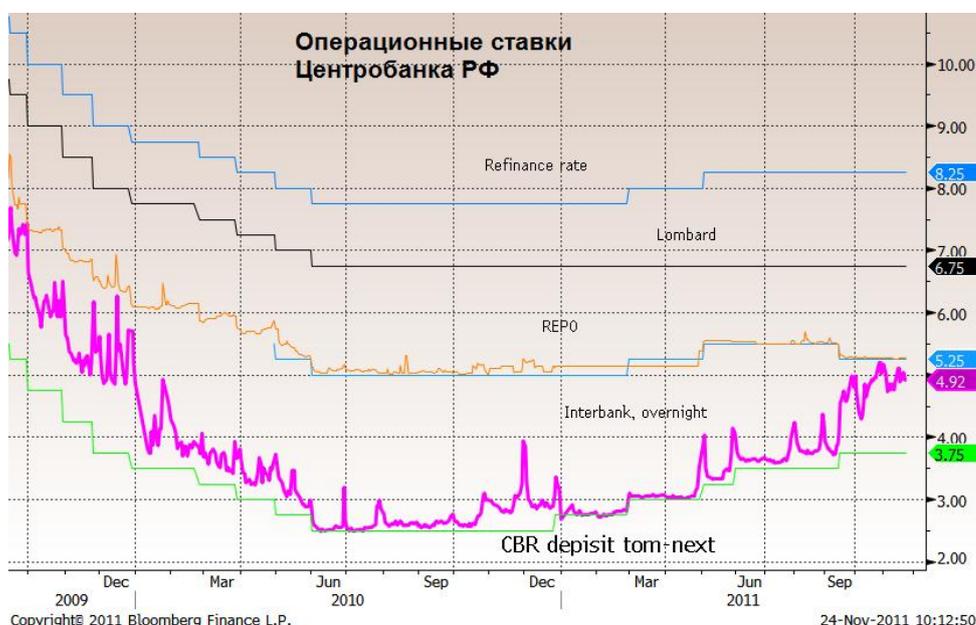
покупками долгов ЕЦБ (интервенциями). Это лишь временная мера, пока не заработает «постоянная» - возможность проблемным странам занимать через фонд европейской стабильности EFSF «с рычагом». Технически фонд будет гарантировать некоторую часть первых потерь в случае дефолта, улучшая качество выпускаемых облигаций. Таким образом, Италия и Испания получают доступ к дешевому финансированию, присоединившись к Ирландии, Греции и Португалии, которые уже финансируются на деньги более успешных стран ЕС. Механизм финансирования с деньгами EFSF должен начать работать уже в декабре.

В настоящее время Европа вырабатывает постоянный механизм фондирования, перераспределения денежных потоков через общеевропейский «Минфин», который будет ограничивать суверенитет стран и дефициты бюджетов. Он придет на смену текущему временному фонду EFSF.

Итак, повторение сценария 2008 года было бы возможным, если бы политики ЕС отказывались адресовать проблему недостаточных капиталов банков. Дефолты новых стран, кроме Греции, в Европе в ближайшее время кажутся маловероятным событием. Мы ожидаем, что во второй половине 2012 года банки начнут входить в нормальный режим работы.

Недостаток кредита пока на удивление мало сказался на экономике. Европа, похоже, находится в слабой рецессии (кроме периферийных стран, где спад значительный). В 2012 году Еврозона будет показывать низкие темпы роста в доли процентов или небольшой минус. США на удивление ускоряется в экономическом росте, и рецессия в ней не ожидается.

Вкратце



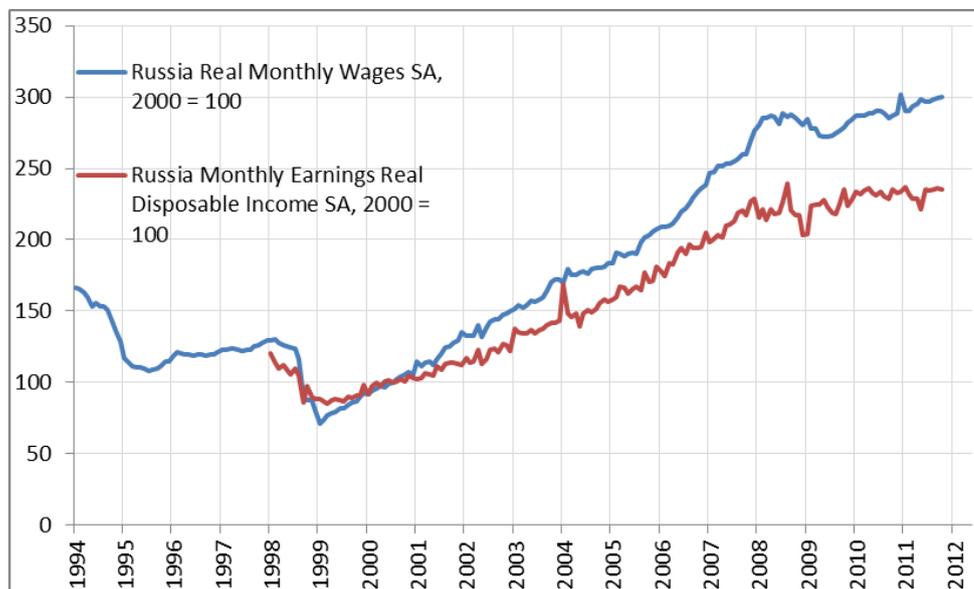
- Недостаток западного кредита вызывал некоторое повышение ставок в России. Но ставки дошли до уровня рефинансирования (ставки РЕПО от ЦБ РФ) и дальнейшего роста овернайт МБК мы не ожидаем.

- Ставки МБК должны начать играть все большую и большую роль в формировании монетарной политики в стране. На сайте ЦБ РФ размещен проект документа «Основные направления единой

государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов» (далее: ДКП), который ежегодно осенью утверждается думой. В нем указывается, что «в предстоящий трехлетний период Банк России завершит переход к таргетированию инфляции на основе установления целевого интервала изменения индекса потребительских цен».

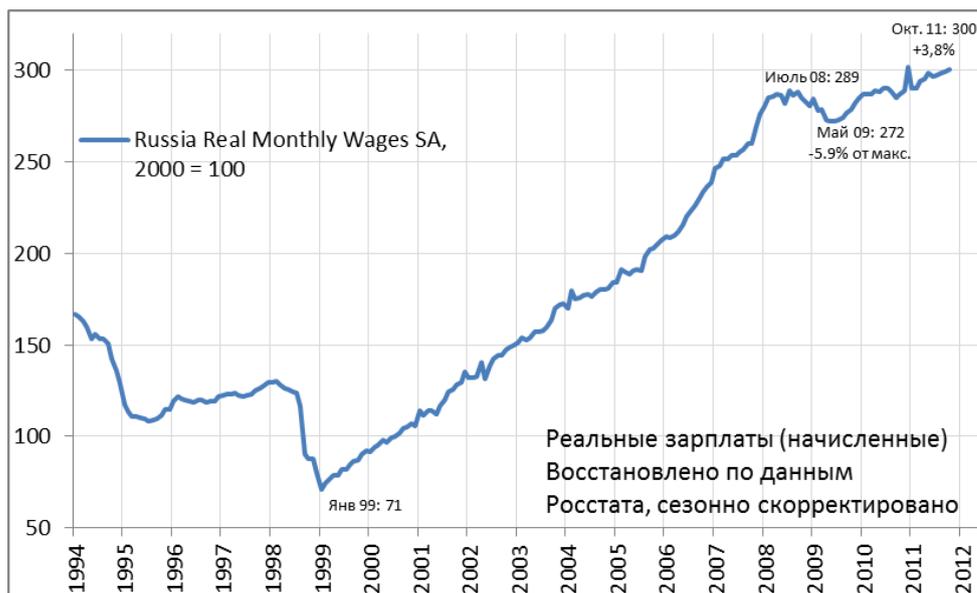
Обещается последовательное снижение инфляции до 4-5% в 2014 году (судя по жесткости текущей денежной политики, мы полагаем, что это

может случиться и раньше, текущая инфляция 7.2%). В более отдаленной перспективе ЦБ РФ обещает поддержание «стабильно низких темпов роста цен» (стабильности цен). Для этого Центробанк будет проводить политику «практически свободно плавающего валютного курса», а интервенции будут «исключительно с целью сглаживания избыточной волатильности валютного курса, не оказывая влияния на тенденции в его динамике».



На этот раз мы действительно верим, что это удастся властям. Жаль только, что это не случилось раньше, скажем, на десяток лет (как это произошло, например, в Бразилии, которая в этом режиме с 1999 года).

- Мы рассчитали индекс изменения реальных зарплат и реальных располагаемых доходов по данным Росстата (увы, наша статистика по-прежнему страдает от недостатка раскрытия, мы вынуждены восстанавливать данные, которые есть в базах наших статистиков, но не публикуются). Реальные – очищенные от инфляции. Реальные располагаемые доходы населения (в среднем у населения за вычетом персональных налогов) после кризиса примерно стагнируют на одном уровне. Однако они не проваливались сильно в кризис (благодаря поддержке государства, например, повышению пенсий). Тогда как реальные начисленные



зарплаты продолжают расти и сейчас на 3.8% выше, чем были на пике перед кризисом.

- Polymetal International plc раскрыл цену оферты миноритариям «Полиметалла» - она составила 531,15 рублей за акцию. Это на 3,6% выше текущих котировок. Таким образом, покупка акций «Полиметалла» по текущим ценам и предъявление их к оферте может принести порядка 13% годовых.
- Объединенная биржа ММВБ-РТС приняла решение провести торги 3-6 января 2012 года. Также рассматривается возможность проведения торгов 9 января. Как объясняет биржа, это необходимо для синхронизации российского финансового рынка с зарубежными торговыми площадками и

исключением возможных рисков, связанных с отсутствием торгов в течение длительного времени.

- Минфин предлагает запретить вкладчикам банков досрочно снимать деньги со срочных счетов. Как следует из законопроекта о безотзывных вкладах, срочные вклады до 700 тыс. рублей можно будет вернуть через 7 дней, свыше – через 14 дней. Также Минфин предлагает ввести безотзывные депозиты, которые нельзя будет изъять досрочно. Скорее всего, по последним депозитам банкам придется устанавливать повышенные ставки, чтобы сделать их более привлекательными. Мы полагаем, что предложения Минфина будет принято в менее жесткой форме, так вклады до определенной суммы можно будет изымать досрочно без каких-либо ограничений.

- Вчера Китай заключил соглашение с Туркменией об увеличении поставок газа в страну на 25 млрд. куб. м. в год, что чуть больше 60% от текущего уровня. В перспективе Туркмения планирует выйти на китайский рынок с объемами поставок порядка 65 млрд. куб. м. Данная цифра сопоставима с планами российской стороны по экспорту газа в Китай. Новая договорённость с Туркменией может стать очередным краеугольным камнем в переговорах между «Газпромом» и Китаем, которые уже продолжаются на протяжении нескольких лет. Ранее стороны не могли прийти к компромиссу в вопросах цены на поставку газа: расхождения достигали 100 долл. за 1 тыс. куб. м. Теперь «Газпрому» возможно придется пойти на уступки, чтобы не упустить китайского потребителя.

Местное

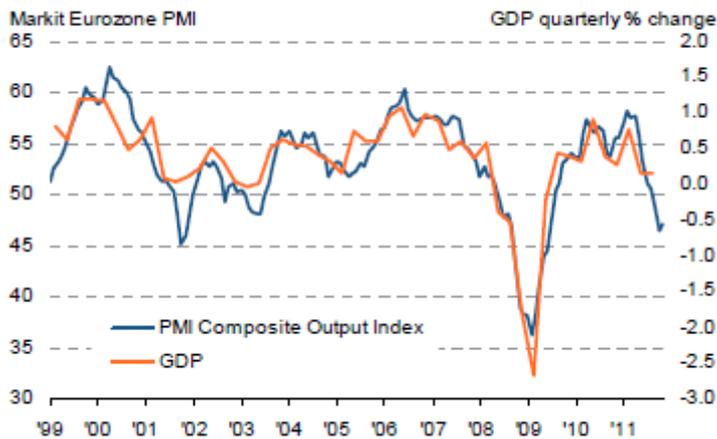
- «ВСМПО-Ависма» в следующем году начнет строительство новой линии по переработке титановой губки. По словам главы компании, линия будет построена в течение трех лет. Проект реализуется в рамках инвестиционной программы, которая предлагает увеличение объемов выпуска титана с 25 до 44 тыс. тонн в год к 2015 году. Всего на эту программу будет потрачено более \$1 млрд.

- Московская компания «Аншип» купила флот бывшего «Сильвинита», который после объединения с «Уралкалием» был выставлен на продажу. Флот состоит из двух сухогрузов. Первый был запущен в 2009 году и сейчас базируется в Ростове-на-Дону. У второго пока собран лишь корпус. Цена продажи сухогрузов пока не раскрывается.

- «Коммерсант» пишет, что агрохолдинг «Ашатли» сменил топ-менеджмент. Причиной стало недовольство собственников финансовыми результатами холдинга.

Напоследок

Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP

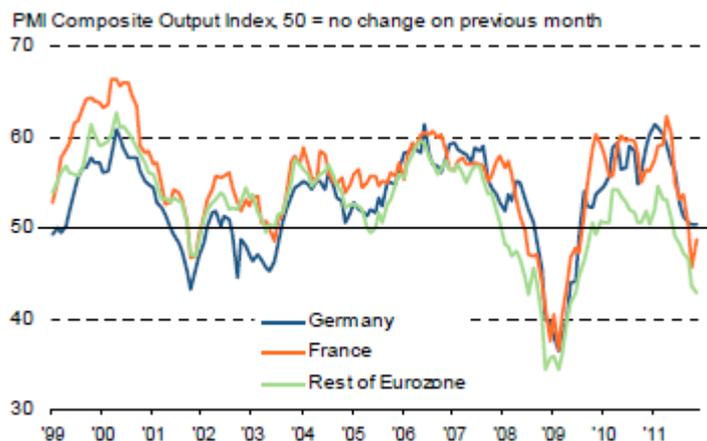


Sources: Markit, Eurostat.

Вчера были опубликованы данные по «flash» - индикатору уверенности в Еврозоне за ноябрь. Данный индикатор основывается на ~85% месячных опросных данных бизнеса. Итоговый индикатор будет опубликован уже в начале декабря после обработки всех опросных данных. Flash Eurozone PMI Composite Output индикатор в этом месяце немного выправился и достиг 47,2 против 46,5 в октябре. Тем не менее, остается в отрицательной территории ниже критического уровня в 50 пунктов. Данные индикатора указывают на то, что Европа продолжает находиться в состоянии рецессии уже третий месяц подряд. Отчеты

показывают серьезное падение новых заказов, внутренних и экспортных продаж, что может привести к ухудшению показателей деловой активности в последующие месяцы. На сегодня основной проблемой остается работоспособность банковской системы. Недостаток кредита продолжает оказывать негативное влияние на экономику, что грозит вялыми темпами развития экономики ЕС в 2012 году.

Core v. Periphery PMI Output Index



Source: Markit.

Наши опасения подтвердились, и рецессия охватила не только периферийную Европу, но и распространилась на ее сердцевину. Только Германия еще держится на плаву, и ее индекс уверенности находится чуть выше отметки в 50 пунктов, но это только формально. В действительности экономика Германии близка к состоянию стагнации. В прошлом месяце большое разочарование принесла Франция, индикатор уверенности стремительно упал вниз. Сейчас вышли более оптимистичные данные по ней, уверенность начала приближаться к водоразделу в 50

пунктов. В целом, данные опроса прогнозируют, что еврозона упадет примерно на 0,6% в четвертом квартале.

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

тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

НАЧАЛЬНИК

АНАЛИТИЧЕСКОГО

ОТДЕЛА

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Матвеев Эдуард Вениаминович

Рахимов Денис Владимирович

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.