

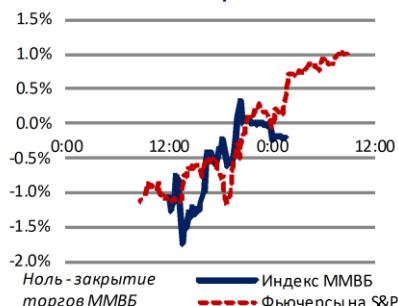


## Рынки накануне:

### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ



За последние 12 месяцев нам пару раз было страшно смотреть на европейский долговой кризис. Первый раз это был конец августа и до начала октября 2011, второй – только что, в конце мая.

Но чтобы пояснить это, мы должны прояснить нашу «картину мира». В ней большие кризисы всегда связаны с функционированием банков (или их «теневых» аналогов). Есть пара причин для этого.

1) В экономике есть одни экономические агенты (бизнес, население), которые имеют «финансовые избытки» (или сбережения, хотя это слово в экономической науке имеет смысл чуть уже и зарезервировано в расчете ВВП). Избытки – это намеренный отказ от расходов, от траты полученного дохода. Есть другие агенты с финансовым дефицитом – те, которые тратят больше, чем ими получено доходов. Посредством финансовых рынков доход перераспределяется от одних к другим. Первые тратят меньше, чем получили и наоборот.

Если посредники на финансовых рынках «ломаются», и перестают транслировать финансовые избытки одних в траты других, происходит «потеря дохода». Доходы не превращаются в расходы, начинается, экономический спад. Подобная ситуация встречается во время крупномасштабных банковских кризисов.

2) Еще одна менее значимая причина – банковский кризис прекращает нормальные финансовые отношения и подрывает доверие к деньгам. Осенью 2008 года после краха Lehman Brothers возникли затруднения с аккредитивами, обычной формой расчетов по экспортно-импортным операциям. Нынешние отрицательные ставки по немецким облигациям говорят, что инвесторы боятся держать деньги в банках, включая немецкие. В современной системе все деньги по сути кредитные и лежат в банках (это обязательства т.е. пассивы банков в M1, M2, в отличие от того, что «печатают» ФРС/ЕЦБ – это «банковские резервы», находящиеся на стороне активов банков)

Конечно, есть много других эффектов, связанных с затруднениями доступности капитала, и почему они ведут к падению валового продукта. Обобщая, капитализм без капитала и нормальных денежных отношений не работает.

Банки всегда были и будут уязвимыми. По сути, любой банк занимается рискованной деятельностью, выдавая кредиты или, даже, покупая государственные облигации. Но при этом банки гарантируют возврат полной суммы. Активы менее ликвидны, чем пассивы. В случае проблем происходит набег вкладчиков, с целью забрать свой «номинал». Банк для возврата кредитных денег должен начать избавляться от активов. Если слишком много банков начинают продавать (или не рефинансировать кредиты), возникает финансовый и экономический кризис. Финансовые рынки ломаются, следом идет спад, приобретающий самоподдерживающийся характер. Экономика катится по наклонной, и только правительство спасти ее. Это «market failure»

| COUNTRY (Данные Financial Structure Dataset, за 2009 год) | DEPOSIT MONEY BANK ASSETS / (DEPOSIT MONEY + CENTRAL) BANK ASSETS | PRIVATE CREDIT BY DEPOSIT MONEY BANKS AND OTHER FINANCIAL INSTITUTIONS / GDP | FINANCIAL SYSTEM DEPOSITS / GDP |
|---|---|--|---------------------------------|
| Luxembourg  |   | 266%   | 465%                            |
| Ireland   | 100%  | 232%   | 101%                            |
| Denmark   | 100%  | 230%   | 72%                             |
| Cyprus  | 102%  | 225%   | 229%                            |
| United States   | 95%   | 219%   | 82%                             |
| Spain   | 100%  | 210%   | 152%                            |
| Netherlands   | 100%  | 209%   | 130%                            |
| United Kingdom  | 100%  | 206%   | 163%                            |
| Portugal  | 100%  | 184%   | 104%                            |
| Switzerland   | 100%  | 180%   | 159%                            |
| New Zealand   | 99%   | 153%   | 95%                             |
| Sweden  |   | 133%   | 56%                             |
| Australia   | 94%   | 130%   | 113%                            |
| Malta   | 102%  | 124%   | 152%                            |
| Hong Kong, China  |   | 121%   | 303%                            |
| Estonia   | 100%  | 119%   | 48%                             |
| France  | 99%   | 116%   | 69%                             |
| Canada  | 97%   | 115%   | 98%                             |
| Austria   | 99%   | 112%   | 93%                             |
| Italy   | 99%   | 111%   | 76%                             |
| Latvia  |   | 108%   | 38%                             |
| Belgium   | 99%   | 104%   | 96%                             |
| Greece  | 97%   | 99%  | 90%                             |
| Germany   | 100%  | 99%  | 106%                            |
| Slovenia  | 102%  | 94%  | 47%                             |
| Japan   | 94%   | 93%  | 179%                            |
| Bahamas, The  | 92%   | 93%  | 76%                             |
| Singapore   | 99%   | 90%  | 121%                            |
| Finland   | 100%  | 84%  | 52%                             |
| Korea, Rep.   | 98%   | 80%  | 49%                             |
| Croatia   | 100%  | 79%  | 78%                             |
| Hungary   | 101%  | 73%  | 50%                             |
| Czech Republic  | 100%  | 56%  | 62%                             |
| Poland  | 100%  | 48%  | 42%                             |
| Slovak Republic   | 100%  | 48%  | 49%                             |
| Oman  | 100%  | 39%  | 41%                             |

Возможны варианты небанковской финансовой системы. Можно представить мир, где нет банков, а есть только кредитные паевые фонды. Пусть фонды вложились в Грецию, а облигации этой страны упали в цене. Если бы вкладчики прибежали изымать деньги, они изымали бы их по сниженной цене пая. Стимула бежать и изымать вложения в системе паевых фондов не возникло бы, потери от неправильных вложений уже легли бы на плечи конечных инвесторов/вкладчиков. Ситуация недостатка кредита (credit crunch), если и возможна, но не в той мере.

Но такой мир - лишь фантазия, человечество будет долгое время существовать с финансовой системой, основанной на банках. Поэтому будет сохраняться уязвимость перед финансовыми кризисами. Американская система, кстати, кажется более устойчива, поскольку роль банков там меньше (активы банков \$10 трлн. при ВВП \$15 трлн., а весь финансовый рынок порядка \$50 трлн., включая акции)

Мейнстрим экономической науки (после работы Бернанке) считает, что Великая Депрессия была столь глубокой и продолжительной, потому, что правительство и ФРС позволило рухнуть около трети американских банков. Это лишило доступа к кредиту малый и средний бизнес (большой может выходить на рынки облигаций). Именно поэтому банки сейчас спасают и делают это за государственные деньги.

Но банки можно спасти не всегда. Есть следующие ограничения:

1) Политические. Банк Lehman Brothers хотели спасти и Дж. Буш и Бен Бернанке, если верить мемуарам министра финансов Хэнка Полсона. Но ограничения предэлекторальной политики, непопулярность Wall Street привели к тому, что и республиканцы и демократы заявили: «no more bailouts». Банки все равно стали спасать, но лишь после того как Конгресс осенью оказался перепуган развалом экономики и рынков и выделил-таки деньги на план санации T.A.R.P.

2) Идеологические/доктринерские ограничения сродни выше сказанному. Любое политическое решение, по сути, является моральным (нужно у одних забрать, дать другим). Экономическая целесообразность может разбиться об нежелание тратить «народные деньги». Или, направлять деньги немцев на спасение южных соседей. Точно также ЕЦБ считает своим основным приоритетом инфляцию, забывая о главнейшей функции Центробанка – необходимости обеспечения финансовой стабильности.

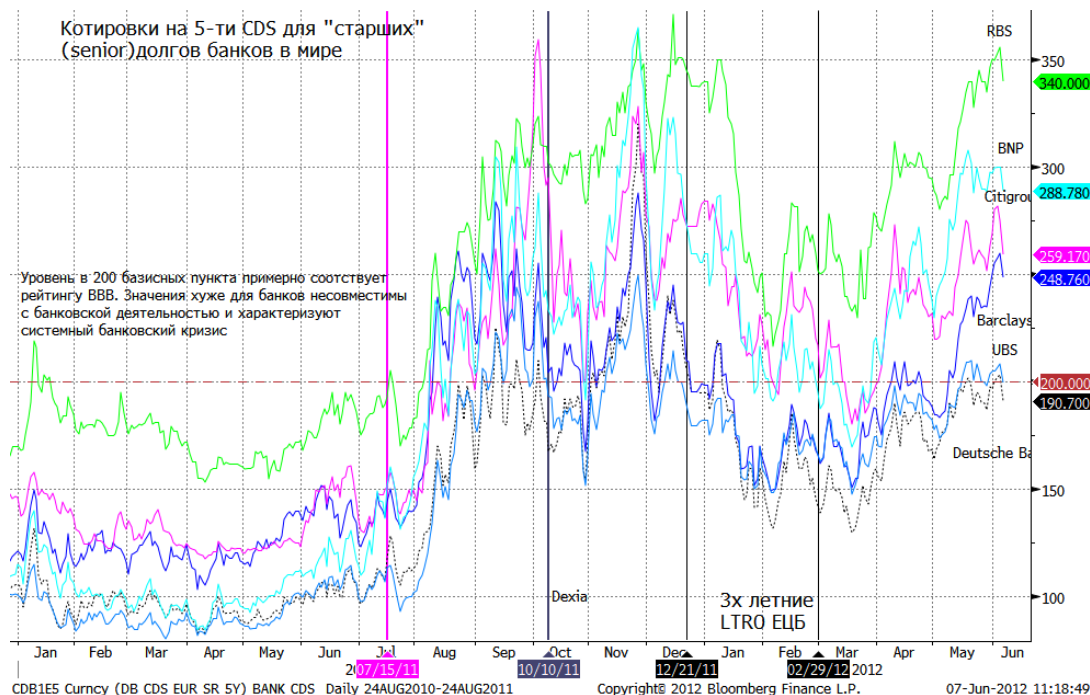
3) Ну и есть еще одно ограничение - невозможность найти деньги правительствами, которые уже имеют слишком много долгов. Есть недавний пример Ирландии, которая с 25% госдолга к ВВП в 2007 году сейчас взлетела до 100%+ просто потому, что гарантировала возвраты вкладов и рекапитализировала банки.

Банковские системы сейчас очень большие, в Европе измеряются несколькими сотнями процентов к ВВП. Типичные потери в активах банков на «плохих долгах» могут составлять несколько десятков процентов от величины совокупного кредита. При этом сам бюджет уже напряжен во время рецессии и без банков имеет дефицит.

Вот мы и подходим к причинам страхов осени и мая, как наших, так и рынков. С весны 2011 года ЕЦБ ужесточал денежную политику, борясь с фантомом инфляции, в то время как шел кризис европейских долгов. В августе-сентябре шли сообщения об изъятии вкладов уже из французских банков денежными фондами США, не говоря о бегстве вкладчиков с периферии. Лидеры ЕС в это время заявляли (или «заговаривали рынки?»), что у них все нормально, что стресс-тесты середины лета 2011 года говорят,

что банковская система стабильна. Потом, в первой декаде октября, случился крах франко-бельгийского Dexia, и политики очнулись от спячки. В ноябре поменялся глава ЕЦБ, и с осени денежная политика стала менее ограничительной. Тогда мы решили, что «второй волны не будет».

В мае эффекты вливаний ликвидности ЕЦБ исчезли, появилась возможность выхода Греции из еврозоны. Но главное – возобновилось давление на банковскую систему Испании, притом, что в этой стране был существенный пузырь недвижимости и должны быть плохие долги.



В мае под санацию попал банк Bankia, и встал вопрос о возможности краха других банков и вплоть до жизнеспособности всей банковской системы Испании. Медлительность европейцев в решении своих проблем, тенденция проводить совещания (в июне будет 19-й саммит за время кризиса) без решительных действий, политические ограничения, слабое желание немцев и Меркель платить за периферию заставляли нас думать о плохом

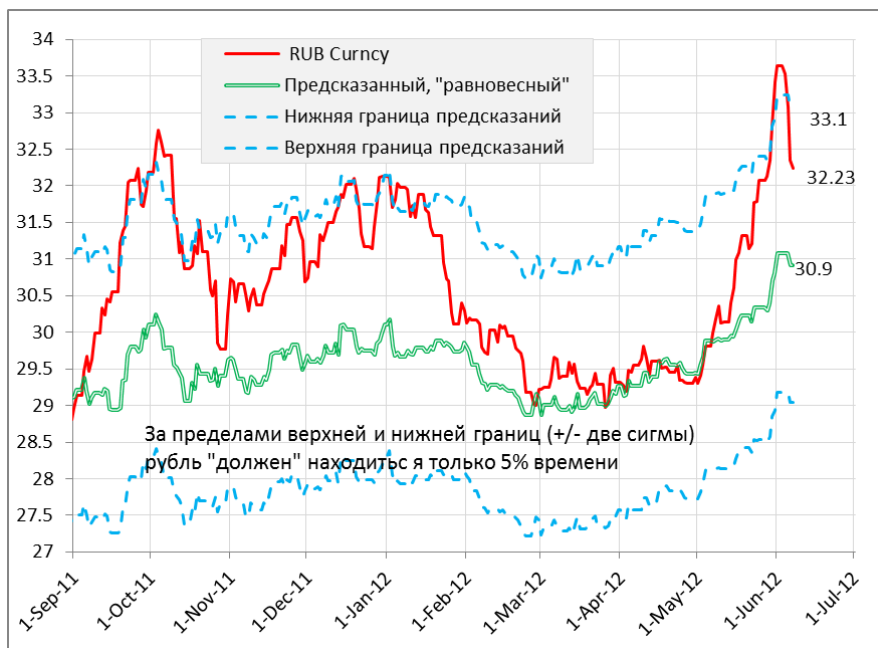
варианте развития событий.

Испания крайне ограничена в возможности найти средства на свои банки. При этом страна большая – это уже не Греция, а примерно 1/10 от ВВП Евросоюза. Невозможность удержать Испанию, поставила бы вопросы об еще большей по всем показателям Италии с ее госдолгом в €2+ трлн. и 120% от ВВП. Потенциальный Евро-Армагеддон мог бы быть крайне разрушительным, было бы трудно выжить даже немецким банкам, которые имеют большие вложения в периферийные страны.

Нельзя сказать, что в Евросоюзе сидят глупые люди. И Меркель, и другие лидеры, безусловно, имеют очень умных советников, которые понимают опасность. Мы больше всего опасаемся политических ограничений, влияния доктрин и возможного роста популизма, которые не позволят выполнить желаемые действия. Так, референдум в Ирландии одобрил на прошлой неделе «Фискальный договор» с ЕС, ограничивающий дефицит, но показал, что возможны и другие действия. Греки уже не слишком желают страдать и готовы пойти финансовый суицид. Можно напомнить о том, как Словакия осенью могла заблокировать решения Еврозоны по выделению средств Греции.

В последние три дня мы стали значительно более оптимистичным во взгляде на перспективы. «Банда четырех» (главы ЕЦБ, Совета Европы, Еврокомиссии и Еврогруппы) прорабатывают новые шаги Еврозоны, которые сводятся к созданию более федеральной Европы: 1) предполагается создать общеевропейскую систему гарантий вкладов и рекапитализации, так что бы Испания или еще какая-то страна не осталась наедине со своими страждущими банками. 2) Возможен выпуск единых облигаций Еврозоны, в обмен на сдачу части суверенитета по

формированию бюджета. 3) Меркель заявила, что готова выделять и деньги и готова рассматривать единые облигации.



Так что рост финансовых рынков, которые мы видим сейчас, является логичным, поскольку, с нашей точки зрения, опасность всепоглощающего Евро-Армагеддона отступает. Индекс ММВБ вчера вырос на 1.25%. Брент торгуется выше \$100 /баррель сейчас. Рубль за три дня укрепился уже на 5%, отыграв примерно треть от движения провала с конца апреля. При цене Юралз на \$99 равновесный курс составляет 30.9, и мы ожидаем дальнейшего укрепления рубля. Индексы S&P500 и STOXX Europe 600 вчера подросли на 2.3%.

Если в этом месяце будет выработан адекватный план, Европа объединится еще сильнее, рынки ответят продолжением роста.

## Вкратце:

- Похоже, «Роснефть» не может обойтись без ВР в проектах по разработке арктического шельфа. Компания обратилась в ФАС с просьбой проверить акционерное соглашение «ТНК-ВР». Как полагает «Роснефть», оно является антиконкурентным и препятствует доступу на рынок России других компаний, которые могут предоставить новые технологии и работать на нефтяном рынке. Напомним, что российские акционеры «ТНК-ВР» сорвали партнерство «Роснефти» с ВР, так как оно противоречило акционерному соглашению ВР и ААР. Не исключено, что «Роснефть» таким образом пытается получить доступ к этому акционерному соглашению, чтобы понимать какие последствия могут возникнуть в случае покупки доли в «ТНК-ВР».
- ExxonMobil заинтересован в участии в проекте по разработке Штокмана. Также компания начала работу с «Роснефтью» по оценке запасов горючего сланца в Западной Сибири в рамках стратегического партнерства. По словам главы ExxonMobil Р. Тиллерсона, на это уйдет несколько лет.
- «Аэрофлот» рассчитывает на СПО в Лондоне в 2012-2013 гг. Всего предлагается разместить около 13% от уже существующих бумаг, которые предоставит нынешние акционеры авиакомпании. Также «Аэрофлот» рассматривает возможность выпуска конвертируемых облигаций.
- ВЭБ предлагает вновь передать ему поддержку фондового рынка, как в 2008 году за счет средств Фонда национального благосостояния. Напомним, что в 2008 году ВЭБ получил 175 млрд. рублей, на которые были куплены акции российских компаний. В дальнейшем часть акций была реализована. Как поясняет ВЭБ, падение фондового рынка усилил неблагоприятный для глобального финансового сообщества информационный фон, нагнетаемый в отношении политической ситуации в России. Кроме того, российские экспортеры воздержались от продажи валютной выручки и не готовы продавать ее в условиях нарастания панических ожиданий. Точкой перелома ВЭБ называет 10 июня, когда станут известны результаты

парламентских выборов в Греции. Однако на этот раз Минфин против инициативы ВЭБа, посчитав ее экономической нецелесообразной.

## Местное:

---

- Пермский ипподром выставлен на продажу участками от 1 гектара, стоимость 1 га заявлена в 70 млн. рублей (700 тыс. рублей за сотку). Так как земли ипподрома имеют статус зоны спортивно-зрелищных сооружений, то вряд ли по таким ценам найдутся покупатели.

# 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](http://www.p-fondy.ru)

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, [edward@pfc.ru](mailto:edward@pfc.ru)

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Матвеев Эдуард Вениаминович

Рахимов Денис Владимирович

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

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.