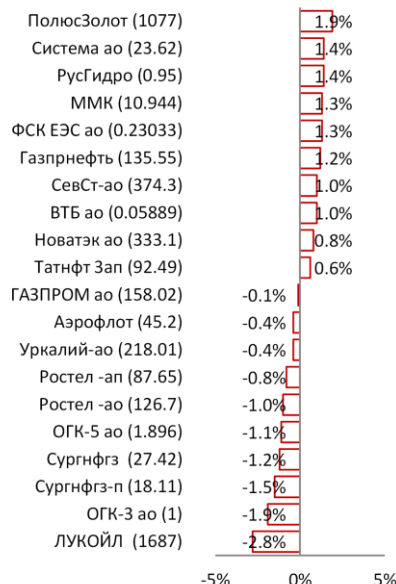




Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



На бессмысленных субботних торгах индекс ММВБ сполз еще на 0.4% на обороте в 9 млрд. руб. Торги идут чуть ниже уровня закрытия 2011 года.

Из значимых новостей уикенда – третья попытка сформировать правительство в Греции провалилась. По закону каждая из первых 3-х партий парламента пытается это сделать. Сейчас в дело вступил президент с последней 4-й попыткой убедить партии согласовать позиции. Но, как пишут СМИ со ссылкой на партийные источники, и эта попытка должна провалиться. Так что страну ждут парламентские выборы, которые должны пройти до 17 июня (см. ниже картинку с www.guardian.co.uk о «300-й попытке сформировать греческое правительство»).

Сыр-бор разгорелся с леворадикальной партией Сириза, набравшей большинство в парламенте. Она требует пересмотра кредитных соглашений с ЕС. Сириза отказывается участвовать в работе правительства, придерживающегося старого курса. Мы напомним, что лидеры основных остальных партий этой зимой под давлением ЕС дали письменное обещание двигаться по пути самоограничений.

THE 300th attempt to form a Greek Government



Ограничения бюджетных трат, разваленная финансовая система и безработица на 21.7% породили народный гнев. На этой волне популярность Сиризы с ее желанием «послать» ЕС (объявить мораторий на выплату долга) растет. На выборах в прошлое воскресенье Сириза получила 16.8%. Пятничный опрос «Альфа ТВ» говорит, что она уже получит 27%.

Отказ Греции платить, то есть второй дефолт, явно приведет к отказу «тройки» (ЕС+МВБ+ЕЦБ) предоставлять финансирование, возникнет окончательная финансовая изоляция страны, и растет вероятность выхода из зоны евро.

Это не очень согласуется с желанием греков, из которых 70% были против выхода из Еврозоны. Но мы помним, что 77.8% жителей СССР в марте 1991 г. голосовало против распада страны.

На торгах intrade.com ставка на выход одной из стран из зоны евро оценивается в 63%, что примерно соответствует оценкам, бытующим среди инвесторов. На прошлой неделе Bloomberg опубликовал очередной опрос своих пользователей (~1.2 тыс. инвесторов и

EURO.DROPPED.2013
Aug 30, 2010 - May 13, 2012



For each of the following countries, please indicate if you think it is likely or unlikely it will default on its sovereign debt.

	Likely	Unlikely	Have No Idea
United States	4	96	-
Spain	47	51	2
Italy	26	72	2
Ireland	27	69	4
Portugal	63	33	4
Greece	94	4	2
Germany	1	98	1
United Kingdom	3	96	1
France	8	90	2

For each of the following, please indicate if you think it will or will not happen in 2012.

	Will Happen in 2012	Will not Happen in 2012	Have No Idea
The <u>global economy lapses into recession</u>	24	72	4
The <u>U.S. economy relapses into recession</u>	16	82	2
<u>One or more nations drop out of the euro zone</u>	57	38	5
The <u>collapse of the euro zone</u>	13	83	4
A financial meltdown in the European banking sector	29	66	5
The debt crisis in the euro zone leads to a <u>global economic meltdown</u>	16	80	4
A military strike against Iran's nuclear program	17	72	11
Economic troubles in Europe will cause social instability including riots or other unrest	84	14	2
Economic troubles in the U.S. will cause social instability including riots or other unrest	9	88	3

аналитиков).

Отвечая на вопрос, какова вероятность, что одна из стран (читай: Греция) выйдет из Еврозоны 57% заявили, что это случится, а 38% - не случится (еще 5% не знают). Вероятность дефолта Греции ожидают почти все – 94% (см. слева). Дефолт Испании представляется вероятным 50% на 50%, и это даже хуже чем у Ирландии, которая сейчас отсечена от кредитного рынка.

Несмотря на пессимистические взгляды на проблемы Еврозоны, инвесторы остаются более-менее оптимистичными относительно перспектив развития экономики. Глобальный экономический распад в 2012 г., наподобие 2008 года, ожидают 16%, против тех, кто его не ждет – 83%.

Возможные потери от нового дефолта Греции и выхода из еврозоны.

1) Ранее мы склонялись, что Греция уже не особо важный фактор. После того как частных инвесторов «побрили» (21.5% recovery по аукциону CDS), все связанные с госдолгом страны плохие долги в банковской отрасли вскрыты

и значительно нарастать не будут.

2) Потенциальный 2-й дефолт Греции означает потери уже тройки МВФ+ЕС+ЕЦБ. Проблемы этих органов нас и инвесторов не волнуют, поскольку они не оказывают влияние на финансовое посредничество (преимущественно банки). Любой кризис мы рассматриваем с финансовой точки зрения, и его тяжесть зависит от того насколько затронуто течение кредита. В этой логике Греция - битая карта.

3) Однако, возможны другие не прямые эффекты - рынки иррациональны, могут пугаться самих себя, даже «куста на дороге». Рынки способны "создавать новую реальность", ограничивая течение кредита и порождая экономический кризис, скатываясь к «отрицательному эквилибриуму».

Есть такой термин в экономике «sunspots» - это внешняя случайная переменная, которая не влияет напрямую на экономические фундаменталии, такие как предпочтения к риску. Однако такая нефундаментальная переменная может иметь эффект на экономический исход (эквилибриум), если влияет на ожидания людей. Термин возник после того, как Джевонс пытался безуспешно связать бизнес-циклы с пятнами на Солнце.

Поясняя этот термин, скажем чуть проще – sunspots - это фактор, который не должен влиять на рынки, если рассуждать здраво. Но рынки не всегда рассуждают здраво и могут впасть в ступор, потому что просто считают этот фактор важным. По Греции можно говорить о «прецеденте», мышлению по аналогии, потери «уверенности в системе». Не следует

забывать, что речь идет о дефолтах развитых стран, которые еще недавно казались супер устойчивыми и не склонными к крахам.

Соответственно крах Греции способен создать новые "пробки" на пути течения кредита в финансовой системе. Он также роняет уверенность в единой валюте – евро и, даже, идее евроинтеграции.

4) Выход Греции из зоны евро, возврат к драхме не обязательно должен возникнуть после дефолта, но является логичным продолжением. Много экономистов уверяют, что пока Греция не введет собственную валюту, проблемы продолжатся. Что мы имеем по внешним обязательствам Греции:

- В мае 2010 г. МВФ/Еврозона выделила стране €110 млрд.
- Второй заем Еврозоны в 2011 г. на €130 млрд.
- Внешние обязательства (TARGET2) банка Греции на €104 млрд. к ЕЦБ
- Новые облигации которые держат не греческие инвесторы ~€25 млрд.
- Плюс долги греческих корпораций и домохозяйств, которые держат банки не Греции. Последнюю сумму мы затрудняемся назвать.

В случае отказа от евро суммы этих обязательств могут быть преобразованы в драхму, которая, вероятно, обвалится раза в 2-3. Общая сумма этих внешних обязательств составляет не меньше €0.5 трлн. Однако, нас и инвесторов должны волновать только последние две сточки. Конвертация внешних обязательств в драхму способна вызвать потери в несколько десятков миллиардов евро, что не слишком много.

Тем не менее, вторая волна возможна, мы не можем полностью ее исключать. Будущее не однозначно, а вероятно. Греция, увы, может создать «перелив» на Испанию и далее.

Наше видение ситуации – Еврозона не развалится и не будет большого коллапса. В 2012 г. и далее будет происходить медленное, мучительное и нервное преодоление экономических проблем. Быстрого разрешения ситуации не предвидится.

Российские акции – подтекст

А российские акции, показали свою способность падать сильнее других рынков во времена потрясений, и сейчас имеют столь значительный дисконт. Скажем хуже – они, особенно нефтянка - самые дешевые в мире. Видимо, они воспринимаются очень рискованными.

Есть разные виды риска, один – возможность национализации, прямой (маловероятна) и не прямой (отъем доходов в виде налогов). Отход от либеральных позиций правительства может беспокоить, но это не главное.

Но кроме этого есть иррациональная компонента. Мы видели крайне плохое поведение акций РФ в 2008 г., когда они упали в 5 раз за 5 месяцев. Провал акций был связан с большим объемом рычага на этом рынке, когда действовали разные батуринско-керимовско-востокнафтовские схемы кредитования под акции. Сейчас такого навеса кредита нет, по крайней мере, в таком количестве. Лавина маржин коллов в той же мере не угрожает. В этой идее, акции РФ уже не так рискованы как раньше.

Однако рыночные игроки лишь отчасти живут формальной логикой, но по большей мере черпают понимание рынка через его поведение. Поведение акций РФ в 2008 году было отвратительным и связываться с таким риском желающих мало. Особенно во время высокой вероятности повторения «второй волны».

Выводы и предположения следующие. Мы остаемся по-прежнему оптимистами относительно перспектив рынка акций. Но наш оптимизм

становится слишком долгосрочным (годы!) по сравнению с тем, что был раньше (месяцы). Не все на рынке обладают слишком большим горизонтом. И бурного роста пока не ожидается. Увы.

Вкратце:



- В субботу Ассоциация Европейского бизнеса опубликовала продажи автомобилей в РФ по итогам апреля. Формально поставлен рекорд (линия точками), однако наша попытка скорректировать на сезонность говорит, что продажи автомобилей стагнируют в районе примерно 240 тыс. в месяц. Это соответствует рынку в годовом выражении 2.9 млн. новых автомобилей в год. Размеры продаж больше чем в два раза выше, чем были на дне кризиса и примерно на 20% выше, чем на пике в 2008 году.

- Центробанк показал рекорд ставки в очередном мониторинге максимальных ставок среди 10-ти крупнейших в стране банков по депозитам физиков. Она составляет 9.77% годовых, максимум с весны 2010 г. Наш взгляд на будущее ставок — активный рост осени прекратился, дальнейший рост ставок если и возможен, то лишь на небольшую величину. Сейчас Центробанк активно предоставляет ликвидность на рынках РЕПО и ломбардном

кредите, эффективно ограничивая рост коротких ставок. А они должны влиять на «длинный конец».

- Reuters сообщает, что «ЛУКОЙЛ» сократил зарубежную сеть автозаправок на 8%. При этом в США число заправок уменьшилось в два раза с 1173 до 578 штук. Продажу заправок в США компания объясняет низкой эффективностью розничных продаж топлива. Это связано с высоким уровнем конкуренции в переработке и розничных продажах.

- «Русал» в первом квартале 2011 года сократил чистую прибыль на 77%, заработав \$112 млн. Падение прибыли связано с неблагоприятной конъюнктурой на рынке алюминия. Как сообщает компания в своем пресс-релизе, мировое потребление алюминия продолжает расти, однако из-за того, что Китай наращивает собственное производство этого металла, цены на него продолжают падать. В первом квартале стоимости алюминия упала на 13% до \$2,2 тыс. за тонну, что близко к себестоимости крупнейших мировых производителей алюминия.

- «РБК Daily» сегодня пишет, что «Татнефть» провела успешные переговоры с новым ливийским правительством и в четвертом квартале планирует возобновить в этой стране работу. Напомним, что в 2005 году «Татнефть» получила право на разработку нефтяного блока, но из-за войны компания была вынуждена свернуть все проекты, на которые было потрачено \$260 млн. Ливийские проекты занимают незначительную долю в бизнесе «Татнефти» и не оказывают существенного влияния на финансовые показатели компании.
- «Акрон» может купить 32% польского производителя удобрений Azoty Tarnow. Тем самым, российская компания станет крупнейшим акционером Azoty Tarnow. По текущим котировкам, этот пакет стоит \$200 млн. Как пишут «Ведомости», «Акрон» и польское правительство достигли принципиальной договоренности, сделка может быть закрыта в третьем квартале 2012 года. Покупка польской компании позволит «Акрону» укрепить свои позиции на европейском рынке, однако финансовые выгоды будут зависеть от цены покупки.
- «Интер РАО» и АФК «Система» договорились об условиях реорганизации «Башкирэнерго». На первом этапе «Интер РАО» выкупит у «Системы» 40% акций «Башкирэнерго». Стороны предварительно оценили этот пакет в 14 млрд. руб., что на 14% выше текущих котировок. Вторым этапом реорганизации «Башкирэнерго» будет поделен на две компании по принципу разделения: на электросетевые – «Башкирская электросетевая компания» («БЭСК») и генерирующие активы – «Башэнергоактив». Так, АФК «Система» получит более 75% «БЭСК», и «Интер РАО» станет владельцем более 75% «Башэнергоактива». Несогласные миноритарии смогут предъявить свои бумаги «Башкирэнерго» к выкупу по цене 33,42 руб. за обыкновенную и 25,39 руб. за привилегированную акцию, что выше рыночных котировок на 17% и 19% соответственно. Эта сделка согласуется с намеченным курсом «Интер РАО» по консолидации генерирующих активов. АФК «Система» нацелена на развитие и увеличение доли рынка в сетях.

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

тел. (342) 210-59-98, 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.