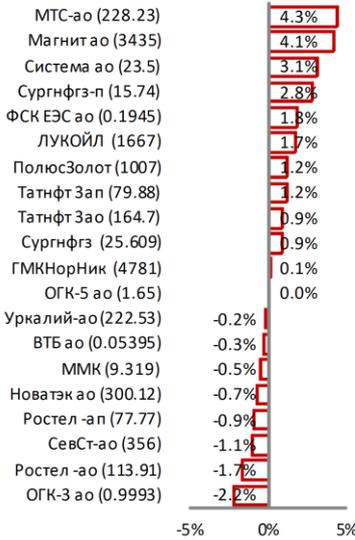




Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Больших изменений не происходит, рынки выжидают. Европа по индексу STOXX Europe 600 вчера не изменилась - минус 0.02%, индекс ММВБ вырос на +0.7%. США вчера не торговались, День Памяти.

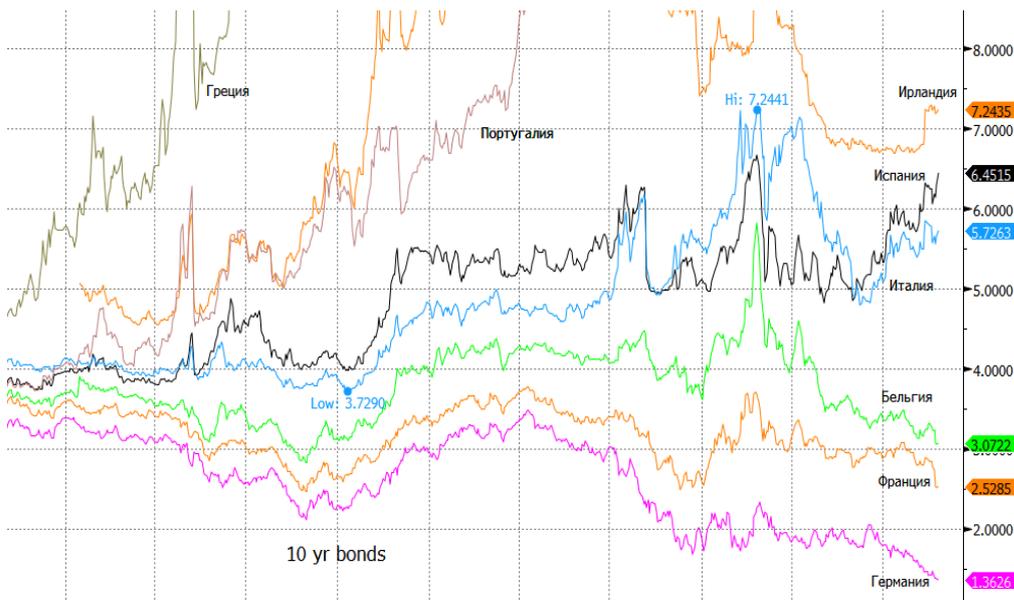
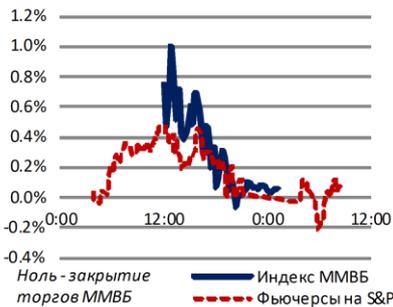
Утренние новости из Греции давали надежду на формирование правительства после выборов 17 июня, которое не объявит тут же 2-й дефолт. Но это лишь небольшое тактическое улучшение, не снимающее общей проблемы.



Рост финансовых рынков в середине дня сменился обратным движением, что было, видимо, связано с банковским сектором Испании. Еще в выходные было известно, что группе BFA-Bankia потребуется помощь правительства в €19 млрд., что больше первоначальной оценки в €9 млрд. Бейлаут банка указывает еще один источник дефицита страны и ставит вопрос, каковы могут быть дыры в балансах других банков.

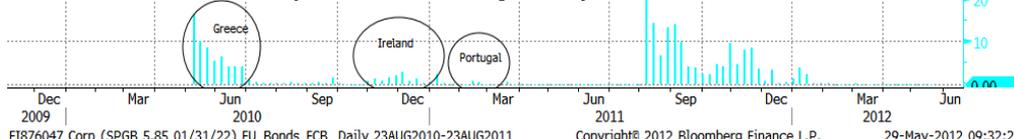
Продолжается бегство капиталов с периферии Еврозоны к «сердцевине». «Ведомости» сегодня указывают, что доля иностранных инвесторов среди держателей испанского госдолга за январь – апрель сократилась с 50% до 37%. Их заменили местные банки, благодаря дешевым кредитам ЕЦБ увеличившие свою долю с 17% до 29% (краткосрочное «чудо» 3-х летних LTRO под ставку в 1%).

Рынки после закрытия ММВБ



На приведенных графиках движение капиталов на страхах очень наглядно. В Германии 3-х месячные векселя регулярно показывают отрицательную доходность. Немецкие 10-ки продолжают обновлять рекорды доходности, вчера это было 1.36% годовых. 10-ти летние облигации Испании вчера выросли до рекорда с осени 6.45% годовых. Соответственно спред дефолта по 10-кам Испании к Германии находится на максимуме за всю историю Еврозоны. В отличие от осени, рынки стали лучше дифференцировать «сердцевину» и периферию, падают доходности Бельгии и

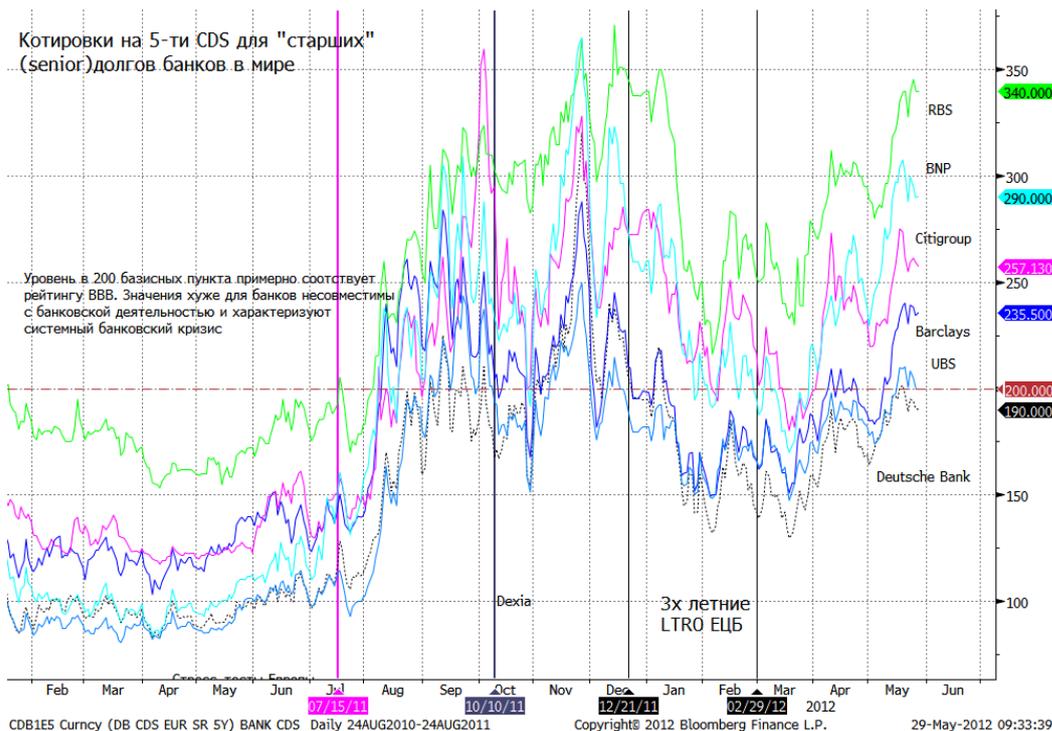
ECB Eurosystem Securities Market Program Weekly Amount



Франции, а также Нидерландов (нет на графике, 1.79% годовых вчера). Периферия PIIGS продолжает находиться под давлением.

Котировки на 5-ти CDS для "старших" (senior) долгов банков в мире

Уровень в 200 базисных пункта примерно соответствует рейтингу BBB. Значения хуже для банков несовместимы с банковской деятельностью и характеризуют системный банковский кризис

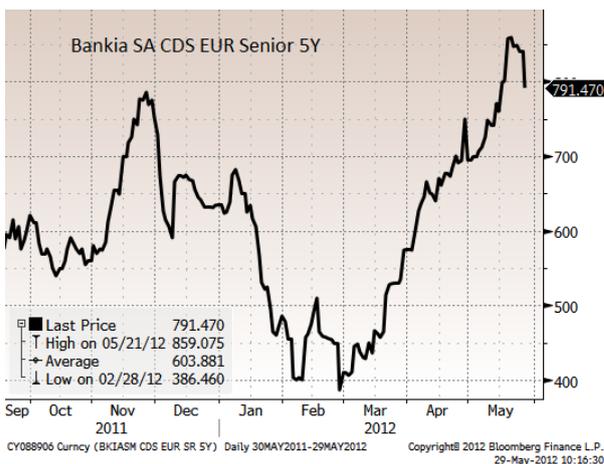


«Температура кризиса», измеряемая CDS банков, продолжает находиться на приподнятом уровне, на уровне осени. Обращаем внимание, что рынки если и дифференцируют доходности CDS по банкам, то не слишком сильно – все они движутся синхронно, отражая растущую или падающую вероятность мирового системного банковского кризиса. Контракты CDS, хоть и являются внебиржевыми, но довольно показательны, за ними стоят действительные денежные ставки. Типичный крупный банк из приведенных может иметь

порядка 1-2 тысяч долговых выпусков, каждый из которых не слишком ликвиден и по многим из них могут не происходить сделки. Контракт CDS из-за стандартизации довольно репрезентативен, ликвиден и поэтому имеет «живые» котировки.

Условный уровень в 200 б.п., которым мы разделяем «инвестиционную» и не инвестиционную ступени подразумевает «риск-нейтральную» вероятность дефолта в 15% за срок 5 лет (при стандартном предположении 40% остаточной стоимости, хотя у банков по «старшим» долгам коэффициент может быть выше). Спрэд CDS банка RBS в 340 б.п. означает

25% шанс обанкротиться за время жизни контракта, соответственно, 75%-й шанс, что этого не произойдет. Банки, CDS которых отражены на приведенном графике, имеют лишь не прямое участие в проблемах периферии, их можно сопоставить с 5-ти летним CDS Bankia, спасаемого сейчас испанским правительством. Котировки CDS этого банка росли с начала марта (вот – опережающий индикатор страхов), а вчера снижались с новостями о бейлауте. Текущий спрэд CDS в 791 б.п. означает 48% вероятность краха на протяжении 5-ти лет, что, согласитесь много. Идею можно отразить в деньгах – по стандартному контракту в €10 млн. покупатель соглашается платить €10 млн. * 7.91% = €791 тыс. ежегодно на протяжении 5 лет за возможность получить 40% * €10 млн. = €4 млн. (при стандартном Recovery=0.4). Обратите внимание, что если дефолт не состоится, то покупатель должен будет выплатить 5 лет * €0.791 млн. = €3.95 млн., что, согласитесь, немало.



Европа по-прежнему будет оставаться системным фактором, определяющим рынки. Завтра будет выступать Марио Драги, глава ЕЦБ. Это единственный орган в Еврозоне, способный на действия. Среди мелочей - сегодня банк Португалии выпустит «Financial stability report». Послезавтра в Ирландии референдум, нужно ли соблюдать фискальный договор с Евросоюзом. Опросы показывают, что ирландцы проголосуют за (~17% перевеса сторонников над противниками).

- Объявлены изменения в индекс MSCI Russia после закрытия в пятницу. CS RUSSIA рассчитал, что поскольку много фондов (примерно на \$4 млрд.) следуют индексу, то ожидаются следующие притоки-оттоки. Плохие новости для «Новатэка», вес которого упал с 9% до 4.5%, это означает \$700 млн. оттока. Растет вес «МТС» с 3.3% до 7.3% - \$550 млн. притока. АФК «Система» также получит приток в \$150 млн. Все изменения начинают действовать с 31 мая.
- В ответ на европейский финансовый кризис, перетекание ликвидности из РФ в Лондон местные инвестиционные компании начинают ужиматься. Так Unicredit SA до конца мая закроет подразделение «Юникредит секьюритиз», специализирующееся на предоставлении финансовых услуг. Увольнение ожидает 100 человек, сообщил «Интерфакс». Сегодня «Ведомости» напоминают, что в конце 2006 г. этот бизнес (тогда «Атона») был продан за \$424 млн. итальянской группе Unicredit (деньги получили Евгений Юрьев, Александр Кандель, которые тут же стали развивать «новый» Атон в РФ). Сообщается, что Unicredit уже списал goodwill связанный с этой покупкой на \$71 млн. Это есть ничто иное как признание менеджерами и бухгалтерами того факта, что они переплатили. «Ведомости» дают цитату: «Давайте будем честными: если вы посмотрите на результаты, они не очень впечатляющие».
- Похожая история с «Ренессанс-капиталом», где об увольнениях было объявлено в четверг. Собеседники вчерашних «Ведомостей» сообщили, что из московского офиса планируется уволить примерно 40 человек (около 6%), всего увольнения коснутся 12% сотрудников. Сокращения пройдут только в инвестбанке, не затронув других бизнесов группы. Также газета напоминает, что осенью уже были сокращения 10% штата. По итогам прошлого года «Ренессанс капитал» получил убыток по МСФО — \$94 млн., и это включая доходы в \$76,7 млн. от переоценки доли в «ММВБ-РТС».
- «ЛУКОЙЛ» по итогам первого квартала 2012 года увеличил чистую прибыль на 7,7% до \$3,8 млрд., выручка составила \$35,3 млрд. (+19%). В ходе пресс-конференции Л. Федун заявил, что 11,25%-ый пакет квазиказначейских акций не будет гаситься из-за возможных налоговых последствий, часть этого пакета будет использована на опционную программу для менеджмента. Более того, «ЛУКОЙЛ» направит зарезервированные на M&A \$1,8 млрд. на выкуп собственных акций. Таким образом, выкуп собственных акций с рынка является завуалированной формой выплаты дивидендов акционерам. Как следует из слов Л. Фебуна, компания по итогам 2012 года может существенно нарастить дивиденды, также появится практика выплаты промежуточных дивидендов. Похоже, что акции «ЛУКОЙЛа» превращаются в стабильную дивидендную идею.
- Statoil выходит из проекта «Западная Курна-2» и теперь «ЛУКОЙЛ» ищет нового партнера. Как пишет «Коммерсант», интерес к этому проекту проявляет малазийская Petronas, индийские CNPC и IOGC. Доля Statoil в этом проекте составляет 18,75%, свой выход она объясняет низкой рентабельностью проекта.
- «Коммерсант» сегодня пишет про возможную конфигурацию «ФСК» и МРСК - они будут объединены на базе «Роснефтегаза». На первом этапе сетевые компании будут переведены под управление единой национальной сетевой компании (НСК, будет учреждена «Роснефтегазом»). На втором этапе госпакеты в «ФСК» и МРСК будут переданы в уставный

капитал «Роснефтегаза», после чего будут консолидированы в НСК. В результате «Роснефтегаз» получит более 75% в НСК, остальное – миноритарии «ФСК» и МРСК. Несогласным миноритариям нужно будет объявить оферту. С учетом того, что на выкуп бумаг у несогласных компания может направить не более 10% от чистых активов, теоретически «ФСК» и МРСК могут выкупить весь free-float. Судя по тону «Коммерсанта», данный процесс не обещает быть затяжным.

- Минкомсвязь опубликовало новый законопроект, позволяющий абонентам бесплатно сохранять номер при смене сотового оператора (MNP). Для реализации проекта новый министр Н. Никифоров предлагает создать специальную структуру для управления базой данных абонентов. Предполагается, что все затраты на создание такой возможности для абонентов понесут сами операторы. «Вымпелком» подсчитал, что внедрение MNP обойдется в среднем в \$50-60 млн. на одного оператора. Эта инициатива повысит конкуренцию среди операторов за сохранение абонентской базы, что в результате может привести к развязыванию ценовых войн и небольшому снижению тарифов.
- «Ведомости» сообщают, что «Европейский банк реконструкции и развития» (ЕБРР) предложил своим партнерам «АвтоВАЗу» и GM выкупить его долю 16,8% в СП «GM- АвтоВАЗ». ЕБРР объясняет свое решение тем, что СП сейчас находится в устойчивом финансовом состоянии, и деньги, вырученные за свою долю, планирует направить на новые проекты. В настоящее время «АвтоВАЗ» и GM ведут переговоры о цене пакета банка. Исходя из предварительной оценки компании в \$400-500 млн., 16,8% - пакет может обойтись в \$70-85 млн.

Местное:

- «Уралкалий» по итогам первого квартала 2012 года выплатил премии российским производителям сложных удобрений (НРК) в размере 405 млн. руб. против 752 млн. руб. за весь 2011 год. Такая схема нацелена на стимулирование производителей сложных удобрений поставлять свою продукцию на внутренний рынок. Механизм премирования позволяет производителям НРК покупать у «Уралкалия» хлористый калий на льготных условиях при условии поставок на внутренний рынок.
- Business-class пишет, что ФСФР оштрафовала более 100 пермских предприятий за не предоставление отчетности и раскрытие информации. По российскому законодательству, если предприятие имеет форму ОАО или ЗАО, то оно должно раскрывать информацию. Это ежеквартальная отчетность, существенные события, списки аффилированных лиц. Похоже, что ФСФР решила навести порядок с раскрытием информации акционерными обществами.

Напоследок:

Пошли сообщения, что в Греции опросы общественного мнения предсказывают победу Новой Демократии, которая вместе с Пасок может набрать большинство и сформировать правительство. Противобейлаутная «Сириза» на втором месте и не сможет помешать. Так что армагеддон откладывается. Тем не менее, предлагаю мой перевод анализа из «Блумберг Бриф», как может или могла бы развиваться ситуация.

Греческий выход из зоны евро вряд ли будет быстрым и прямолинейным.

Самые последние опросы общественного мнения в Греции показывают, что греческий народ хочет видеть свою страну в зоне евро, но больше не желает терпеть сокрушительное воздействие жесткой экономии, которое кажется им главной причиной глубокой рецессии. Риск сейчас в том, что ни одно из этих чувств не победит, и что греки будут голосовать за лагерь противников экономии 17 июня.

Это отправит Грецию на путь выхода из евро, на сценарий, который вряд ли будет прямолинейным и быстрым.

Мы видим четыре основных шага, которые Еврозона и МВФ могут предпринять. Лишь только когда Центральный банк Греции будет отключен от Евросистемы, только в этом случае Греция де-факто покинет зону единой валюты, и стране придется ввести свою новую валюту. Стоит отметить, что есть и альтернативный сценарий, когда Греция просто хлопнет дверью, но мы считаем, его менее вероятным.

Шаг 1: Сокращение финансирования первичного дефицита правительства Греции (чтобы поддерживать только выплату процентов и рефинансирование долга). 10 мая Тройка выделила €4,2 млрд. Греции на обслуживание и гашение долга, но придержала €1 млрд.

Это не первый случай, когда удерживаются транши бейлаута, и это дает некоторое представление грекам о том, что может случиться, когда они будут отрезаны от внешнего финансирования первичного дефицита.

Еврокомиссия прогнозирует первичный дефицит в размере 1% ВВП в 2012 году и 2% в 2013 году или в общей сложности составляет €6 млрд. евро. Есть риск, что цифры окажутся больше. Если зона евро сокращает финансирование первичного дефицита, но продолжает обеспечивать обслуживание долга Греции, тогда дефолта можно избежать. Но де-факто Греция будет вынуждена придерживаться ограничений.

Греческое правительство, скорее всего, попытается выдавать векселя (IOU) своим поставщикам и бюджетникам.

Греческое правительство уже выдавало бескупонные облигации фармацевтическим компаниям на первых этапах кризиса.

Есть риск, что международные поставщики не захотят принимать такие платежи. Внутренним экономическим агентам не останется другого выбора, кроме как брать эти расписки. Но они естественно будут стремиться конвертировать их как можно быстрее в евро (или другие валюты), вероятно, по сниженной цене. Это будет давать первый намек на двойственность валютной системы.

Банковский сектор первым пострадает от этого, так как греческие заемщики, получая «девальвированные расписки», с возрастающим трудом будут выплачивать долги.

1-й шаг может быть очень длинным (бегство может продолжаться, по крайней мере, несколько месяцев) по мере того как лидеры Еврозоны будут надеяться, что новое «несамоограничительное» правительство осознает свои ошибки и вернется с протянутой рукой, принимая все условия. На этой фазе может начаться бесконечная череда переговоров.

Шаг 2: Отсечение греческих банков от операций ЕЦБ на открытом рынке.

ЕЦБ уже отключил доступ к операциям на открытом рынке (ОМО, которые сейчас дают банкам неограниченную ликвидность) для ряда греческих банков, которые он считает "технически несостоятельными". Чтобы получить доступ к евро, греческие банки могут воспользоваться менее привлекательным механизмом Emergency Liquidity Assistance (ELA, где

залоговые риски технически находятся в Центральном Банке Греции, но в случае выхода Греции из евро, скорее всего, падают на Евросистему, через обязательства TARGET2). Евросистема принимает решения о залоге для ELA (как правило, низкого качества). С определенного порога, условия ELA утверждает Совет управляющих ЕЦБ. Сейчас продолжается рекапитализация греческих банков, и исключенные банки вскоре вновь должны получить доступ к ОМО. В случае если правительство Греции откажется от выполнения условий, бегство вкладчиков и растущие плохие долги опять ухудшат балансы банков Греции, и они снова будут отключены от ОМО ЕЦБ.

Лидеры Еврозоны могут решить оградить банковский сектор Греции, рекапитализировать и застраховать депозиты. Ключевым моментом является то, что зависимость (exposure) Еврозоны от Греции возрастет еще больше. Депозиты MFI страны в марте составляли €280 млрд., и греческие банки легко могут попросить еще несколько десятков миллиардов евро для рекапитализации. Эти немаленькие суммы должны быть добавлены к примерно €369 млрд. (или 3,8% от ВВП Еврозоны) уже выделенных Греции фондов. Увеличение финансирования Греции во время, когда она отказывается экономить, вряд ли будет приветствоваться избирателями стран Еврозоны. Шаг 1 влечет за собой завинчивание гаек греческому правительству, тогда как 2-й шаг будет душить греческие банки. Оба шага уже были использованы, и, если Греция выберет несамоограничительное правительство 17 июня, эти гайки будут затянуты заново.

Шаг 3: Остановка платежей по долгу Греции. Если шаги 1 и 2 не смогут привести к желаемым результатам, Тройка может выбрать путь сокращения финансирования на обслуживание греческого долга. Это означает дефолт. В отличие от 1-го шага, 3-й будет труднее отменить, однако, не невозможно. Этот период, вероятно, будет весьма быстрым.

Решение оградить греческую банковскую систему маловероятно на данном этапе. В результате, вероятно, очень быстро последует 4-й шаг.

Шаг 4: Отключение Центрального банка Греции от Евросистемы. После обсуждения и с согласия с лидерами Еврозоны, ЕЦБ пойдет на последний шаг, отключив Центробанк страны от Евросистемы. Это будет означать де-факто выход Греции из зоны евро. Правительству придется очень быстро ввести правовую базу для новой международной конвертируемой валюты (новая драхма), для того чтобы обеспечить платежи и поставки основных товаров греческому народу, включая нефть и медикаменты. Такой исход низвергнет греческую экономику в пучину экономических страданий. По предварительным оценкам, потери ВВП составят 25-50% в первый год. Это отправит показатель греческого ВВП на душу населения куда-то в район между Венгрией и Казахстаном. Уже сейчас, греческий ВВП на душу населения почти на 50% ниже, чем у Германии. В таких тяжелых условиях Греции, скорее всего, потребуются какая-то форма чрезвычайной гуманитарной помощи. Для остальной зоны евро останется открытым вопрос «заражения». Результаты неформального саммита ЕС были разочаровывающими, и риски явно сместились в сторону больших рыночных потрясений. Следующим большим тестом будет саммит 28-29 июня, но к тому времени будет полностью сформирована повестка дня. С учетом результатов саммита в Брюсселе, ожидания от предстоящего саммита в июне невелики и вероятно придется подождать до осени, когда начнутся реальные действия.

(Michala Marcussen is managing director, global head of economics, for Societe Generale.).

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.