



## Главное:

- Еврозона (и Евросоюз?) в пятницу двинулись в сторону создания банковского союза. Рынки ликуют.
- Решение соответствует нашим ожиданиям. Несмотря на то, что мы боялись глупости политиков, крупномасштабный кризис имеет низкую вероятность. В базовом варианте «muddle trough» (преодоление с грехом пополам) Евросоюз будет реагировать на рыночные обострения, а политики мобилизовываться. Мы ожидаем, что долговая проблема Европы зайдет в латентную фазу и перестанет волновать рынки. Финансовые рынки мира постепенно «отвяжутся» или абстрагируются от долгов GIPSI. Европа будет переживать свое «потерянное десятилетие» с низким ростом и высокой безработицей.

## Накануне:

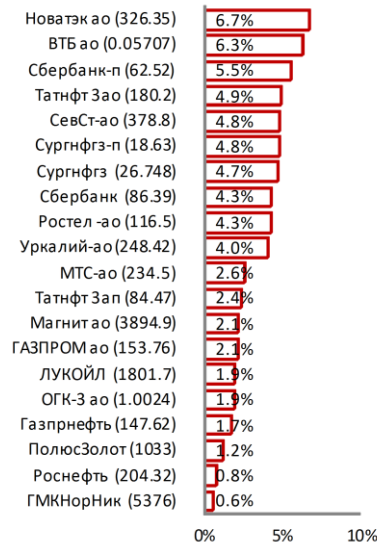
Рынки подскочили в ответ на неожиданное смягчение позиции Германии и решение саммита Еврозоны/Евросоюза о движении в сторону банковского союза.

Индекс S&P500 +2.5%, STOXX Europe 600 +2.7%, Италия +6.6%, Испания (чемпион мира по футболу) +5.7%. Индекс ММВБ поднялся на 3.3%. Курс евро в пятницу подскочил с 1.24 до 1.27 \$/€, а рубль сейчас на 32.4 руб./\$. (в четверг был чуть выше 33).

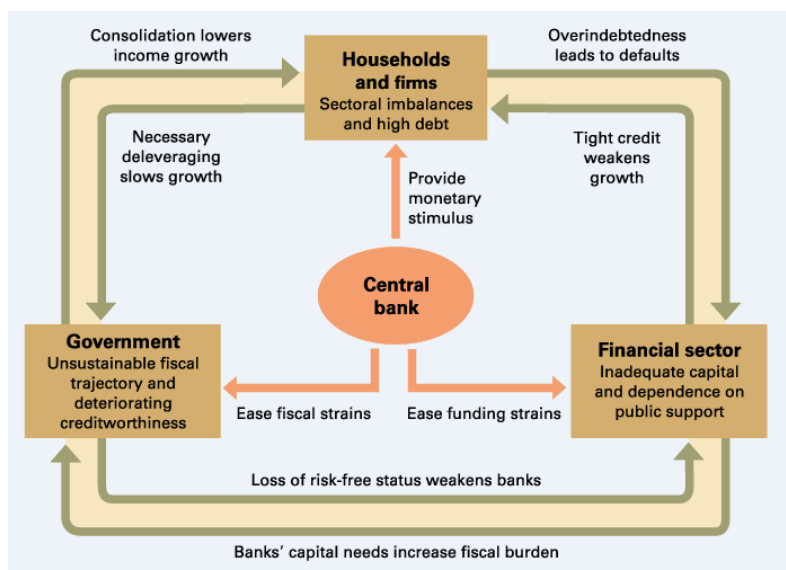
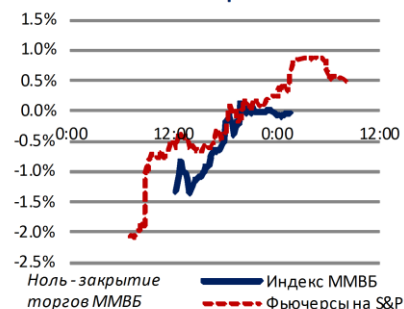
Проблему кризиса можно разделить на две части по степени оперативности. 1) Менее срочная, но тем не менее, важная проблема – слабость экономики. После спада на ипотечном пузыре и давления европейских долгов развитие экономики застыли в «плохом эквилибрируеме». Безработица, низкий выпуск по сравнению с «потенциальным» (большой «производственный разрыв»/output gap). Также низка инвестиционная активность, тусклые ожидания. Вытолкнуть оттуда можно временным бюджетным стимулом и более мягкой денежной политикой.

2) Однако, есть другая более срочная задача, которая решалась на саммите. Это предотвращение нового витка кризиса, который возможен как результат взаимодействия «банки – суверенные долги» (см. схему, позаимствованную с сайта VoxEU.org). Этот порочный круг, который может загнать финансовую

### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ



систему Европы состояние полного ступора. А по финансовым каналам это распространится на весь мир, как это можно было хорошо прочувствовать осенью 2008 года.

Разорвать порочный круг можно в нескольких местах. Так, можно показать, что дефолтов периферийных стран не будет. С этим есть политическая проблема, поскольку это требует, чтобы бюджеты «сердцевин» поручились за бюджеты «периферии» (кстати, это не обязательно требует того, чтобы немцы тратили бюджетные деньги – поручительство не означает трат, но потенциально они могут произойти).

Другое решение проблемы порочного круга «банки-суверенные долги» в следующем. Нужно как-то убедить рынки, что национальные банки выживут, даже если страна не сможет занимать. А это означает, что за национальные банки должен поручиться Евросоюз/Еврозона. Это и есть идея «банковского союза», и это то, куда сейчас движется Европа.

Устойчивость банков, предотвращение набегов вкладчиков в современном мире обеспечивают страховочные меры («safety net»). Это гарантия части вкладов (обычно небольших, населения). И имплицитная, подразумеваемая гарантия страны, что в случае кризиса будет обеспечена рекапитализация банков за счет бюджета.

Эта гарантия не прописана в документах и законах, но рынки знают, что она есть после уроков Великой Депрессии. Капитал банков позволяет абсорбировать потери на плохих кредитах, оставляя депозиты в относительной безопасности. Сложившийся порядок таков, что рекапитализация происходит за счет бюджетов, если они не могут привлечь деньги на рынке (именно так работал план TARP в США).

Но какое может быть доверие, если Италия и Испания на грани того, что рынок вот-вот откажет ей в кредите? Очевидно, что политики Евросоюза понимают, что оставить Испанию в одиночестве с плохими долгами страны – это запустить процесс окончательного разрушения страны. Бегство капиталов с периферии в сердцевину высушивает инвестиционные ресурсы и создает условия для новой депрессии (если нынешняя безработица в ~25% это не уже не депрессия).

После затянувшейся преамбулы перечислим, что было решено на саммите ЕС. Банки Еврозоны поступят под надзор ЕЦБ (а, может, и Евросоюза, если Великобритания или Дания захотят). Деньги на рекапитализацию будут братья из постоянного Фонда Европейской Стабильности ESM (€500 млрд.). В случае с Испанией это означает, что фонды, выделяемые на рекапитализацию «не повиснут» на бюджете страны и не будут ухудшать ее кредитное качество, как это случилось с Ирландией.

Есть небольшая загвоздка – все эти действия еще предстоит согласовать в деталях, и процесс затянется до конца 2012 года.

#### Изменения за полугодие с 31/12/2011 в долларовом выражении, %

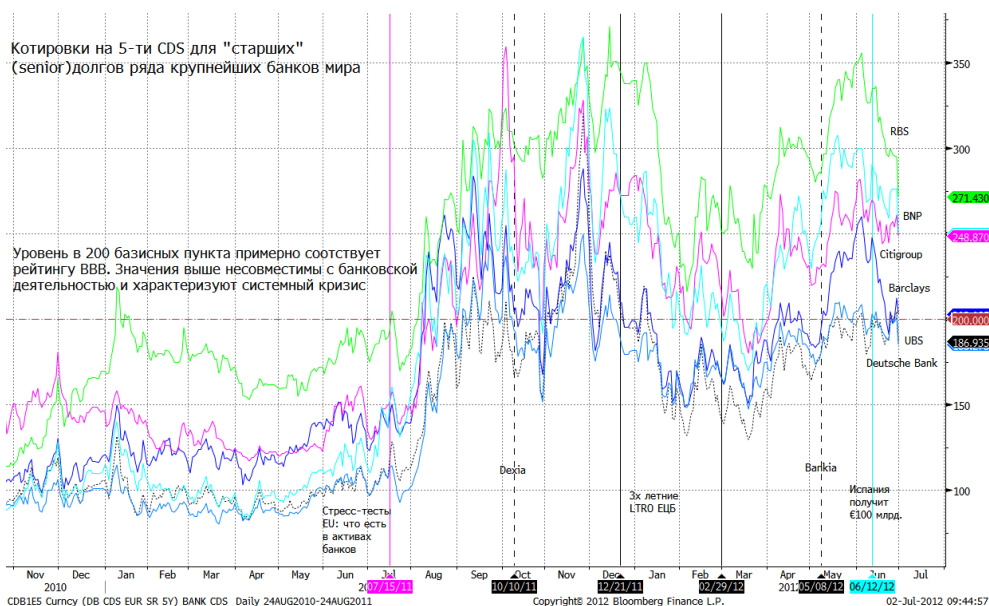
VENEZUELA STOCK MKT INDX	115.18
EGX 30 Index (Египет)	29.63
ISE NATIONAL 100 (Турция)	27.09
PSEI - PHILIPPINE SE IDX	26.64
Nairobi All Share	26.05
HO CHI MINH STOCK INDEX	20.4
KARACHI 100 INDEX	15.63
IGBC GENERAL (Колумбия)	15.48
OMX TALLINN OMXT	15.18
STOCK EXCH OF THAI INDEX	14.25
MEXICO IPC INDEX	13.84
FTSE STRAITS TIMES (Австралия)	11.75
OMX COPENHAGEN 20 INDEX	11.37
OMX VILNIUS OMXV	10.77
Laos Composite Index	10.18
CHILE STOCK MKT SELECT	9.27
WSE WIG 20 INDEX	9.21
BUDAPEST STOCK EXCH INDX	9.06
<b>S&amp;P 500 INDEX</b>	<b>8.31</b>
BSE SENSEX 30 (Индия)	8.13
DFM GENERAL INDEX	8.06
NZX 50 INDEX (Нов.зелл)	7.93
<b>DAX INDEX</b>	<b>5.92</b>
<b>IRISH OVERALL INDEX</b>	<b>5.65</b>
HANG SENG INDEX	5.61
TAIWAN TAIEX INDEX	5.46
DOW JONES INDUS. AVG	5.42
<b>OBX STOCK (Норвегия)</b>	<b>5.08</b>
FTSE Bursa Malaysia KLCI	4.86
PERU LIMA GENERAL INDEX	4.74
TADAWUL ALL SHARE INDEX	4.48
BEL 20 INDEX	4.11
FTSE/JSE AFRICA ALL SHR	3.98
NIGERIA STCK EXC ALL SHR	3.9
NAMIBIA OVERALL INDEX	3.46
KOSPI INDEX	3.03
<b>NIKKEI 225</b>	<b>2.99</b>
QE All Share Index	2.89
MSE Top 20 Index	2.61
ADX GENERAL INDEX	2.41
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	2.29
TOPIX INDEX (TOKYO)	2.11
S&P/ASX 200 INDEX	1.77
AUSTRIAN TRADED ATX INDX	1.68
Botswana Gaborone Dom	1.62
JAKARTA COMPOSITE INDEX	1.45
<b>FTSE 100 INDEX (Великобр.)</b>	<b>0.94</b>
SWISS MARKET INDEX	0.77
<b>SHANGHAI SE COMPOSITE</b>	<b>0.37</b>
KUWAIT SE PRICE INDEX	0.16
NZX 20 Index	0
Tunis SE TUNINDEX	-0.37
<b>BLOOMBERG EUROPEAN 500</b>	<b>-0.38</b>
MSM30 Index	-0.67
BUCHAREST BET INDEX	-1.11
<b>CAC 40 INDEX (Франция)</b>	<b>-1.5</b>
OMX RIGA OMXR	-1.67
LUXEMBOURG LuxX INDEX	-1.7
BB ALL SHARE INDEX	-2.04
STXE 50 € Pr	-2.17
<b>RUSSIAN RTS INDEX \$</b>	<b>-2.24</b>
TEL AVIV 25 INDEX	-2.71
BLOM STOCK INDEX	-3.2
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	-3.25
HANG SENG CHINA ENT INDX	-3.5
PRAGUE STOCK EXCH INDEX	-3.95
AEX-Index	-4.25
<b>Euro Stoxx 50 Pr</b>	<b>-4.82</b>
MALTA STOCK EXCHANGE IND	-4.92
CROATIA ZAGREB CROBEX	-5.13
AMMAN SE GENERAL INDEX	-5.41
OMX HELSINKI 25 INDEX	-6.17
QE Index	-6.53
Lusaka Stock Exchange AI	-7.42
<b>FTSE MIB (Италия)</b>	<b>-7.9</b>
Montenegro Stock Exchange	-7.96
GSE Composite Index	-8.94
ARGENTINA Merval INDEX	-9.67
ISE MARKET INDEX	10.28
MAFI Free Float Index	-10.69
<b>BRAZIL BOVESPA INDEX</b>	<b>-11.22</b>
MAURITIUS STOCK EXCHANGE	-11.25
SOFIX INDEX	-11.45
Kazakhstan KASE Stock Ex	-11.82
Athex Composite Share Pr	-12.55
DSE General Index	-12.63
Slovenian Blue Chip Idx	-14.09
SLOVAK SHARE INDEX	-15.19
PSI 20 INDEX	-16.75
<b>IBEX 35 INDEX (Испания)</b>	<b>-19.28</b>
BELEX15 INDEX	-21.26
SRI LANKA COLOMBO ALL SH	-30.46
Ukrainian Equities Index	-34.36
<b>GENERAL MARKET INDEX CSE</b>	<b>-53.89</b>

Рынки «приветствовали» решение саммита Евросоюза заметным ростом. Слева показаны изменения свопов на кредитный дефолт для ряда крупнейших банков мира, которые в пятницу резко обвалились примерно до уровней апреля, то есть до точки, когда Испания «приняла на грудь» долги Bankia.

Наш взгляд на события – краха наподобие осени 2008 года удастся предотвратить. Политики Еврозоны оказались более договороспособными, и это «положительный сюрприз» для рынков. Это также соответствует нашему базовому прогнозу и сложившейся практике – политики ЕС реагируют на вызовы, особенно когда рынки начинают пугать развалом, но делают это поздно и действия всегда находятся «позади кривой» («behind the curve»).

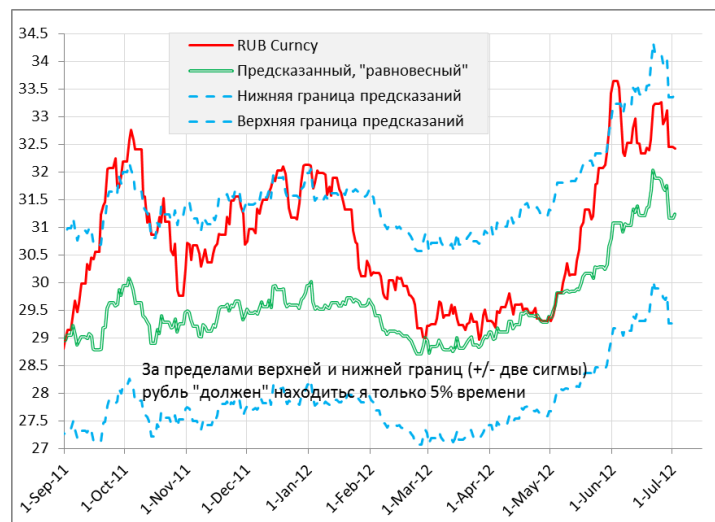
Оптимизм рынков не означает, что Европа быстро оправится и что долговой кризис пройдет незамеченным для мировой экономики. Скорее всего, Европа с ее стремлением к экономии, «жизни по средствам» и позднему реагированию на вызовы попадет в режим «потерянного десятилетия» как в Японии - длительной полосы низких темпов экономического роста.

Мы полагаем, что фондовые рынки уже показали свое очередное «локальное дно» (с минимума мая индекс ММВБ +11.7%). По нашим прикидкам, до конца года можно ожидать восстановления еще примерно на 15-20%. Похоже, «самое страшное» рынки пережили.



## Интересное и важное:

- Обновлённый график курса рубль-доллар по сравнению с предсказаниями регрессионной модели. Сохраняется разбег примерно в 1.2 руб. между предсказанным курсом (31.2) и наблюдаемым (32.4), который можно отнести на страхи перед европейским кризисом. Если цены на нефть не будут сильно отрастать за пределы \$100 отметки, то рубль должен стабилизироваться около \$100 отметки, то рубль должен стабилизироваться около 31 руб./\$



- Акционеры «Газпрома» утвердили дивиденд в 8,97 рублей на акцию (дивидендная доходность – 5,8%), что в 2,3 раза выше, чем год назад. На собрании акционеры упрекнули руководство концерна за то, что капитализация «Газпрома» растет медленнее, чем у «Новатэка». Менеджмент привел различные оправдания, но в конце концов В. Зубков (председатель совета директоров) заявил, что «тогда покупайте акции «Новатэка», получайте доход от них».
- «Сургутнефтегаз» на собрании акционеров заявил, что не будет разрабатывать арктический шельф на условиях «Роснефти». По словам В. Богданова, условия «Роснефти» являются сервисными контрактами. Также «Сургутнефтегаз» заявил, что не планирует покупать готовые активы, вместо этого они будут осваивать текущие проекты, зарубежная экспансия также не планируется (видимо, сказывается опыт покупки 20% венгерской MOL). В ближайшие пять лет компания намерена сохранить добычу на уровне 61-62 млн. тонн в год, но если будут льготы по сложным месторождениям, то добыча может увеличиться до 70-80 млн. тонн в год. Также акционеры компании утвердили дивиденд в 0,6 руб. на обыкновенную акцию и 2,15 руб. на привилегированную (дивидендная доходность 2,2% и 11,6% соответственно).
- Акционеры «Мечела» утвердили дивиденды по акциям. На обыкновенную акцию будет заплачено 8,06 рублей (доходность 4%), на привилегированную – 31,28 руб. (доходность 15,5%). Всего на дивиденды по префам будет направлено \$145 млн., что составляет 20% от чистой прибыли. Но вопрос будущих дивидендов по префам остается открытым. В отчетности «Мечел» отмечает, что они нарушили ковенанты по кредитам, но несмотря на это, кредиторы разрешили направить на дивиденды \$200 млн. Если бы кредиторы не разрешили, то дивидендов не было бы. Финансовое состояние компании довольно плачевное. Свободный денежный поток компании отрицательный, выжить удалось только за счет новых займов: в 2011 году «Мечел» заплатил \$3,6 млрд. в погашение кредитов, но параллельно привлек новых на \$6 млрд. За счет этой разницы были профинансированы капитальные затраты и дивиденды. В 2012 году «Мечел» должен заплатить по кредитам \$2,7 млрд., без рефинансирования не обойтись. Еще порядка \$560 млн. будет направлено на проценты, на это у компании деньги есть. Если удастся рефинансироваться, то и на дивиденды денег тоже хватит. Опыт прошлых лет показал, что компания довольно исправно платит дивиденды по префам - 20% от чистой прибыли по US GAAP. С финансовой позиции, компании лучше бы не платить дивиденды, но тем не менее, «Мечел» их платит. Поэтому, будут ли дивиденды за 2012 год по префам, вопрос остается открытым. Если ориентироваться на прошлый опыт, то дивидендная доходность привилегированных акций может превысить 20% годовых. Неплохая инвестиция, но есть очень большие риски.

## Местное:

---

- «Сбербанк» продает офис на улице Пермская, 76, которая с прошлого года стала пешеходной. Также банк намерен избавиться от допозиса на Мира, 45. Как пишет «Коммерсант» со ссылкой на банк, закрытие офисов связано с организационными изменениями.
- «Новатэк» получил еще одного крупного потребителя в Пермском крае. Компания подписала контракт на поставку газа с «Минеральными удобрениями» до конца 2016 года примерно на 15 млрд. рублей. По текущим тарифам, этой суммы хватит на 5 млрд. куб. метров газа, что, по нашим расчетам, покроет более 90% потребностей «Минудобрений» в газе на ближайшие пять лет. Ранее газ поставлял «Сибур», и решение поменять поставщика связано со сменой собственников. Напомним, что в январе «Уралхим» получил 98,87% акций «Минудобрений», выкупив у близких с «Сибур» структур контрольный пакет.

# Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&amp;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»

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

Матвеев Эдуард Вениаминович  
Генеральный директор  
тел. (342) 210-59-91, [edward@pfc.ru](mailto:edward@pfc.ru)

Тимофеев Дмитрий Вячеславович  
Начальник аналитического отдела  
тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Рахимов Денис Владимирович  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@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.