



Главное:

- Движение европейцев к банковскому союзу означает падение вероятности крупномасштабного финансового кризиса. Но это, увы, не означает быстрое завершение рецессии, быстрого восстановления экономики и падения безработицы (11.1% в Еврозоне по итогам мая, рекорд). Экономика остается слабой.
- Начало месяца – выходят данные по индексам уверенности в промышленности. Global Manufacturing PMI™ за июнь по версии Markit Economics опустился ниже отметки в 50, впервые с ноября 2011, и это самый низкий уровень за 3 года. Замедление производства в мире связано даже не столько с Европой, сколько с замедлением в Китае и США.

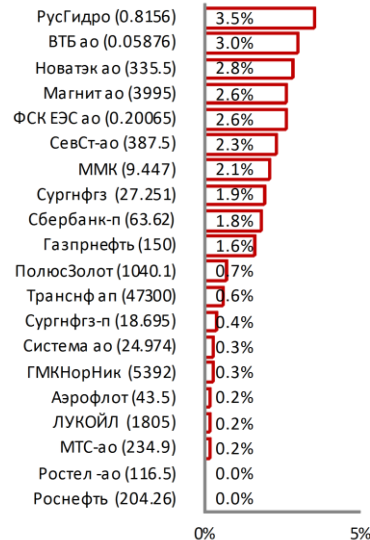
Накануне:

Индекс ММВБ +1%, STOXX Europe 600 +1.5%, а Штаты по S&P500 +0.25%. Рубль остается в районе 32.4-32.5 за доллар, цены на нефть пока остановились в своем подъеме. Какой-то оптимизм еще сохраняется, но рынки уже не слишком верят в решительное избавление от напастей европейского долгового кризиса. Соответственно, реакция рынков ограничена.

Тем не менее, мы бы рискнули назвать «историческими» решения саммита Евросоюза (19-го по счету за пару лет долгового кризиса) Решения могут разорвать порочный круг «суверенные долги – банки» и могут приостановить бегство депозитов из испанских и итальянских банков. Дьявол может быть в деталях, пока принято политическое решение, и его еще предстоит реализовать до конца года. Но, так или иначе, Испании, видимо, уже не придется «брать на грудь» бремя плохих долгов в своей банковской системе, это будет уже проблема всей Европы. И это уже хорошо.

Испания теперь не должна последовать по пути Ирландии, «социализировавшей» потери национальных банков после краха пузыря недвижимости. Проблемы Испании, однако, куда меньше. Так, с пика 2007 года в Ирландии средняя цена недвижимости упала больше чем в 2, а в Испании только на 21% (это среднее, на побережье падение должно быть больше). Любопытно, что сейчас котировки CDS и ставки облигаций Испании и Ирландии примерно одинаковые. Итак, срочная проблема – надежность

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



банков периферии – как-то решается.

Остается еще один вопрос, связанный с высокой стоимостью заимствования периферии (см. график доходности испанских 10-ток на пред.стр.). Потенциально, он может привести к краху из-за больших расходов на проценты. Еврозоне, кроме банковского союза, нужен полноценный финансовый союз. Смысл такого союза – в перечислении налоговых доходов «сердцевины» на периферию, как это делает, например Россия с трансфертами в бюджет Чечни, восстанавливая экономику этой республики. Понятно, что это трудно реализуемо политически.

Более простой вариант, по которому как-то идет Евросоюз – связана не с тем, чтобы напрягать бюджеты более удачливых стран, а в том, что «сердцевина» может поручиться по долгам окраины. Фактически так это и происходит. Временный фонд EFSF создан как поручительство всех 17-ти стран Еврозоны, под которое этот фонд (довольно дешево, поскольку рейтинг AAA) занимает на рынке. Полученные деньги EFSF выдает в виде дешевых кредитов периферии. До того момента, как периферия платит, потерь в «сердцевине» не должно быть.

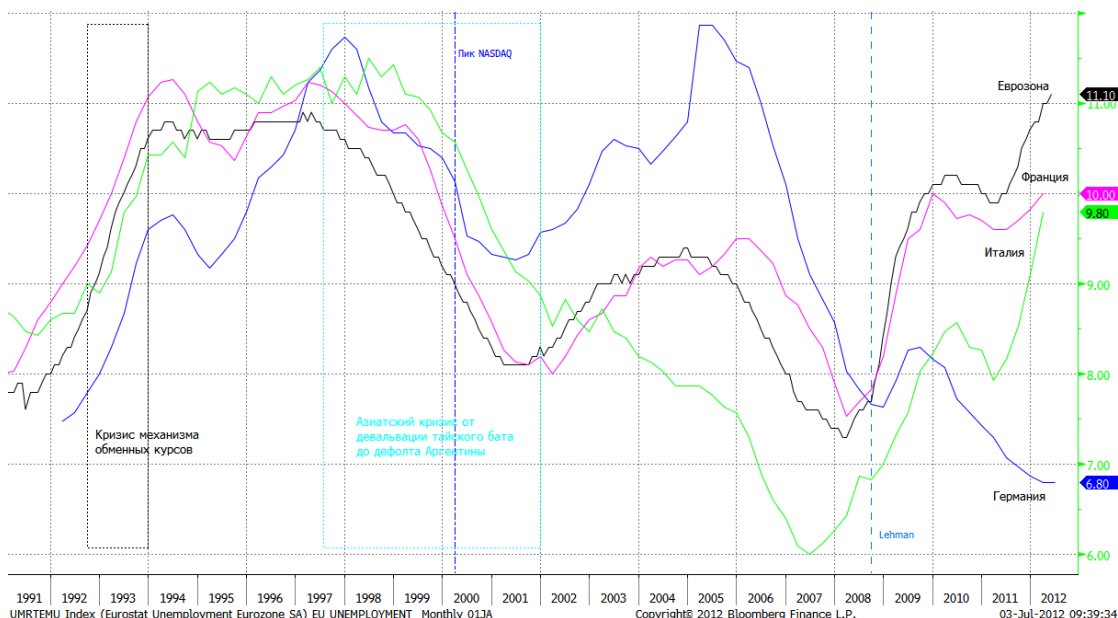
Одно из «прорывных» решений прошедшего саммита в этом направлении было в том, что в «экстренном случае» ESM/EFSSF могли выходить и покупать долги периферии на первичном или вторичном рынке. Правда, вчера возникли возражения от Нидерландов и Финляндии, которые не хотят подобных интервенций. В обычных случаях Еврозоне требуется 100% согласие всех стран (что может быть большой проблемой). Но на саммите было оговорено, что в «экстренном» случае достаточно согласия только 85% стран (по доли вкладов в фонд). Так что позиция Нидерландов и Финляндии не сможет блокировать антикризисные действия.

Европа уже была здесь

Европа уже переживала нечто подобное в начале 90-х. Перед введением единой валюты в 1999 году был длительный период «гармонизации» бюджетов и монетарной политики. Одним из этапов была договорная привязка валют стран друг к другу (ERM – exchange rate mechanism). В 1991 году эта привязка стала очень жесткой (результат договоренности стран – “Hard ERM”).

Однако Германия (как обычно, испугавшись фантома инфляции после объединения восточной и западной частей) в начале 90-х подняла ставки. Возникла ситуация, когда ставки в «сердцевине» оказались выше, чем на «периферии» и капитал, движимый жадностью к арбитражной прибыли, потек в центр. Можно было дешево занять, скажем, в Англии или Испании, а затем дорого разместиться в Германии. Поскольку действовала жесткая привязка, то валютный риск не возникал в части разницы процентов. Но еще можно было рассчитывать на прибыль в случае девальвации валюты.

Нынешняя ситуация отчасти похожа – это тоже бегство капитала в сердцевину, с довольно близким мотивом (не потерять на периферии в случае выхода из евро/ краха банков, а в начале 90-х это была возможность девальвации к дойчмарке). Известным эпизодом краха механизма обменных курсов Европы (ERM crisis) была операция «Сорос против Англии». В результате, Великобритания не вошла в зону Евро (некоторые говорят, что страна должна быть за это благодарна Соросу, поскольку сохранила работающий монетарный механизм).

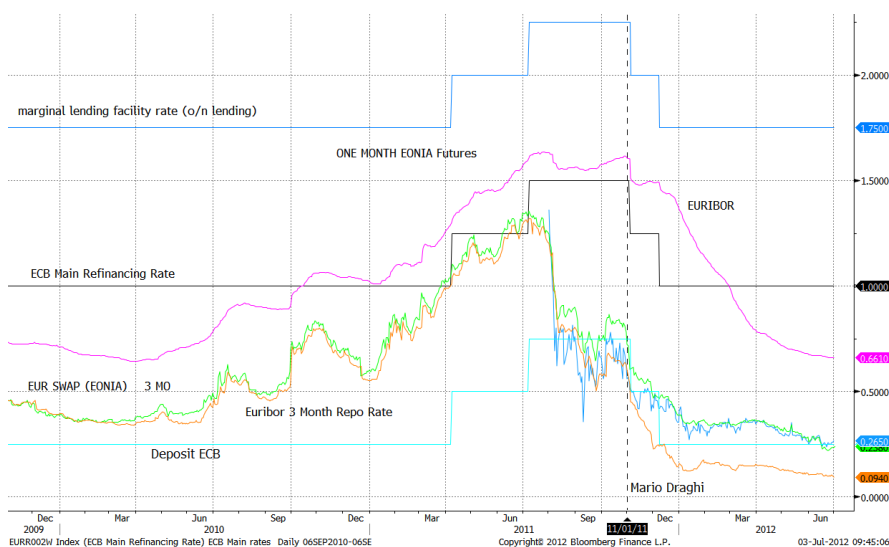
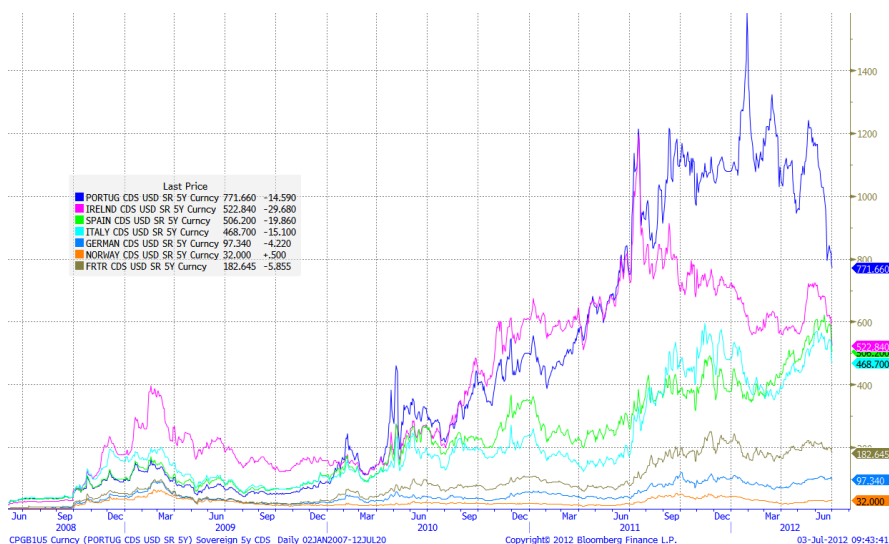


Последствия кризиса обменных курсов довольно долго переживались Европой. Высокая безработица наблюдалась в Европе все 90-е и в 2000-х (некоторые это называли «Евросклероз», пытаясь объяснить негибкостью рынка труда, но это, видимо, неверное объяснение). Обратите внимание, что азиатский кризис, крах NASDAQ не так сильно сказались на экономике Европы, как кризис обменных курсов.

События начала 90-х разрешились тем, что почти все страны Европы девальвировались к дойчмарке. Это сняло стимул к бегству капиталов с периферии. Сейчас девальвация невозможна, единая валюта предполагает только экстремальный вариант – введение собственной валюты (что, некоторые считают, возможно для Греции, хотя это отбросило бы страну на по ВВП на душу населения куда-то на уровень Казахстана). Как и тогда, выход из кризиса видится в снятии стимулов к бегству капиталов с периферии в центр. Создаваемый банковский союз снимает часть опасений, но все равно остаются вопросы устойчивости экономики стран GIPSI. Даже если периферийные банки получают панъевропейскую гарантию рекапитализации и гарантии по вкладам, для самих банков экономика окраины будет казаться рискованной. Кризис – это ситуация когда действует принцип «лучше недозаработать, чем потерять» и какие-то стимулы бегства капитала будут оставаться. Германия продолжает выигрывать от этого процесса, просто купаясь в сбережениях (см. график безработицы).

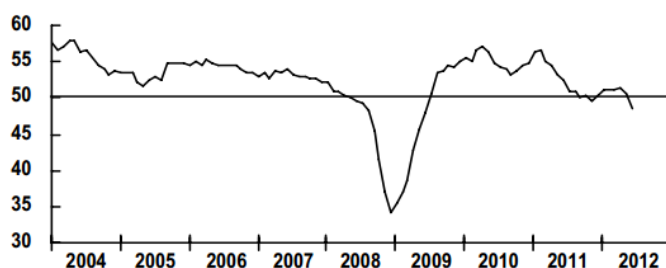
Интересное и важное:

- График справа показывает изменение котировок 5-ти летних CDS на страны Европы. В мае был очередной локальный пик, в июне котировки пошли вниз. Есть заметное снижение в последние дни июня, что ассоциируется с саммитом.
- Справа показаны основные операционные ставки ЕЦБ. Интересно, что в июне уровни трехмесячных свопов (OIS – плоская ставка на три месяца меняется на плавающую EONIA овернайт), а также уровни трехмесячного РЕПО опустились ниже величины депозита в ЕЦБ (0.25%). Это признак того, что рынки ожидают сокращения ставок от ЕЦБ. После саммита ЕС растут ожидания, что ЕЦБ как-то поддержит выход из кризиса. Это было бы весьма неплохо с нашей точки зрения. Политика нового главы ЕЦБ М.Драги весьма контрастирует с политикой предыдущего главы Ж.К.Трише (он ушел в ноябре). Весной 2011 года ЕЦБ изымал ликвидность с рынков и вызвал обострение долгового кризиса.
- Значение индекса уверенности в промышленности по миру JPMorgan PMI опустилось на самый низкий уровень за три года. Абсолютный уровень индекса июня составляет 48.9 пунктов против 50.6 в мае. Это, конечно, далеко до пессимизма 2008 года. Сообщается, что сокращения работников в промышленности проходят по всему миру, включая Россию, Китай, Великобританию, Бразилию, ЮАР и, конечно, Еврозону. Похоже, что слабость экономики и промышленности в развитых странах будет сохраняться и дальше из-за всеобщей тенденции к экономии, и сохранится в 2013 году. Надежда - на развивающийся мир.



JPMorgan Global Manufacturing PMI

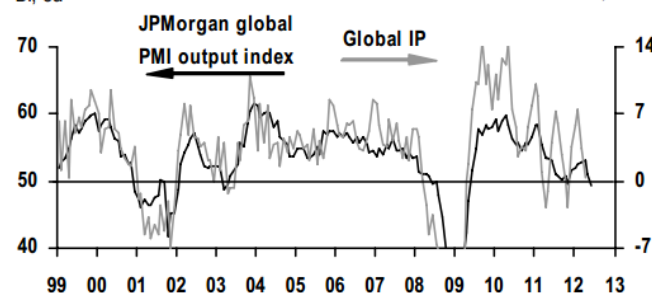
DI, sa



Global manufacturing output

DI, sa

%3m, saar



- «Газпром» в первом полугодии сократил экспорт газа на 13% до 88,6 млрд. куб. метров. Похоже, что концерну не удастся выполнить план по поставкам на уровне 222 млрд. куб. метров, который был озвучен в прошлом месяце. Падение спроса связано с тем, что Европа отказывается от российского газа из-за негибкости «Газпрома» в ценовой политике: концерн отказывается увеличивать спотовую составляющую в цене газа. Поэтому сейчас российский газ самый дорогой в Европе.
- Минэкономразвития предлагает страховать пенсионные накопления граждан. Если к моменту выхода человека на пенсию на его счете окажется меньше средств, чем объем взносов, то эта разница будет покрыта из гарантийного фонда. Фонд будет финансироваться за счет доходов, которые получит ПФР от инвестирования страховых взносов. Тариф составит 0,5%, то есть на каждую 1000 рублей поступивших накоплений будет приходиться 5 рублей гарантий. Пока это на уровне идей, но ПФР уже против такого финансирования гарантийного фонда, так как получается, что НПФ инвестирует и получает убытки, а ПФР за них отвечает. Да и сама идея страхования накоплений от рыночных рисков нам кажется несколько нелогичной, так как человек, переводя пенсионные накопления в НПФ, должен четко осознавать, что есть и риски.
- «Коммерсант» пишет, что «ТНК-ВР» заинтересовалась участием в проекте «Северный поток», так как это позволит монетизировать запасы газа новых проектов. Довольно странное заявление, учитывая, что монополия на экспорт газа принадлежит «Газпрому». Скорее всего, это заявление отголоски корпоративного конфликта с ВР. Британская компания намеревалась поучаствовать в проекте «Северный поток», но российские акционеры «ТНК-ВР» не дали это сделать: по акционерному соглашению, все российские проекты ВР должна реализовывать через «ТНК-ВР».

Местное:

- Business-class пишет, что «Пермский завод смазок и СОЖ» хочет продать свой завод в Свердловском районе. Ранее предприятие уже вело переговоры со «СтройПанельКомплектом», но застройщик отказался от покупки. По информации издания, продавец запросил слишком высокую цену. На вырученные средства «Пермский завод смазок» хотел построить совместно с французской MOTUL новое производство на базе другой площадки.
- Авиакомпания «ЮТэйр» погасила задолженность перед «Авиализингом» и дело о банкротстве прекращено. Общая сумма задолженности по договорам аренды составляла порядка 50 млн. рублей.

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»

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

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

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

Рахимов Денис Владимирович
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 257-11-02, 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.