



## Главное:

- Главный вопрос с европейским кризисом: насколько все решено? В нашей системе координат банковский союз означает решение больше 50% проблем. Ралли на рынках оправдано и должно продолжиться.
- Первый заметный успех в долговом кризисе Еврозоны: Ирландия возвращается на рынок долга. В четверг пройдет размещение коротких облигаций объемом €500 млн. и сроком на 3 месяца.

## Накануне:

Ралли на финансовых рынках продолжается. STOXX Europe 600 вырос на +1% вчера, с минимумов начала июня рост составил 10%. S&P500 +0.6% и 8.5% соответственно.

Индекс ММВБ вырос на 2.5% вчера и на 15.8% с «дна» 24 мая. Повышению не помешало укрепление рубля до 32.2 рублей за доллар – это порядка 1% - с 32.5 руб./\$ накануне. Поэтому в долларовом индексе РТС рост акций выглядит внушительнее. РТС +3.8% вчера и +17.2% с «дна» первых чисел июня.

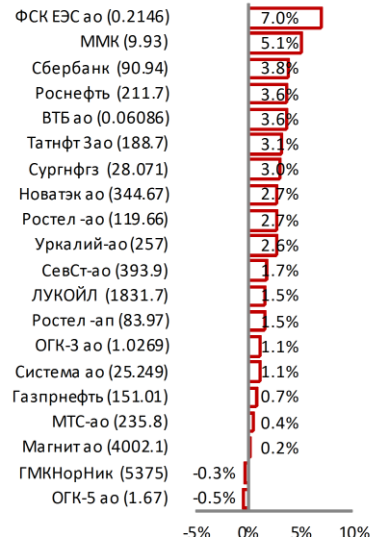
Глядя на это ралли, можно задаться вопросом – это что, отскок «дохлой кошки» (dead cat bounce), «ралли неудачников» (suckers rally)? Или это подлинный рост, означающий восстановление рынков и преодоление худшей фазы европейского долгового кризиса?

Возможно, у нас предвзятый взгляд, поскольку мы верим в долгосрочную доходность фондовых рынков. У нас, возможно, есть значительный уклон (bias) в стратегию «купил и держи». Но на нашей стороне повсеместная академическая убежденность, что долгосрочно пассивное инвестирование очень трудно «побить» (beat the market). Точно также нам помогает мантра, что «все кризисы проходят», хотя мы помним слова Кейнса, что «долгосрочно все мертвы».

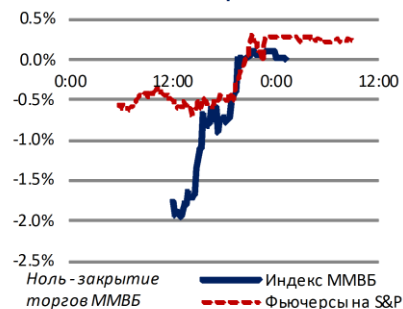
Было бы замечательно предсказать движения, показанные на графике слева, но при всем желании сделать это невозможно. Мы расписываемся в своей беспомощности.

Наш взгляд на поставленные выше вопросы таков. Кризис – сложная вещь,

### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ



имеющая множество граней, но основным элементом является взаимодействие «банки – суверенные долги». Причем в нашем приоритете находятся именно банки, поскольку они находятся в сердце процесса финансового посредничества, конвертируя сбережения в инвестиции.

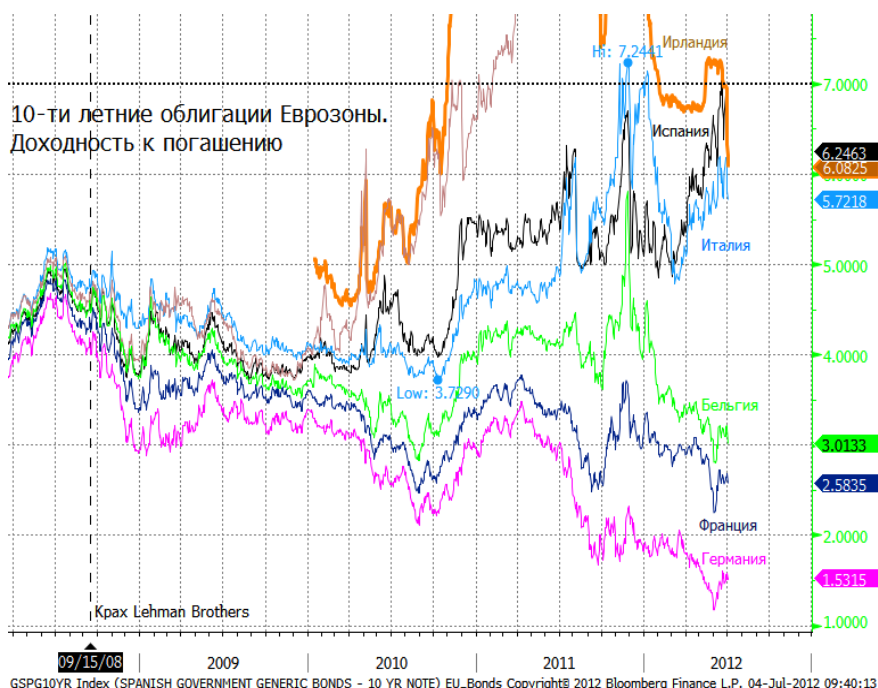
И что может еще важнее, банки обеспечивают расчеты. Без денег экономика не будет работать, деньги хранятся в банках, к которым нет доверия, соответственно, нормальный оборот вещей просто невозможен. Отличная иллюстрация этого – отрицательные ставки по немецким коротким Bunds или штатовским T-Bills.

Чтобы разорвать порочный круг (viscous cycle), Европе нужно показать, что а) либо дефолтов стран не будет, либо что б) национальные банки выстоят в случае суверенного дефолта и что потерь по депозитам в них не возникнет. Иначе не избежать бегства капиталов из страны. Банковский союз решает эту проблему, если не полностью, то отчасти. Именно поэтому мы считаем, что кризис на 50% решен.

По большому счету, Еврозона идет по пути США с ее «планом Полсона» (официально он назывался T.A.R.P.). После принятия Конгрессом Минфин сначала намеревался выкупать с рынка «токсичные» обязательства по ипотеке у банков, но это предложение было отвергнуто из-за недостатка средств. Поэтому администрация США пошла по пути рекапитализации американских банков, задействуя встроенный в банки рычаг и вселяя уверенность в держателей депозитов, что деньги в безопасности. Правительство насильственно заставляло банки продавать привилегированные бумаги с купоном порядка 11%, которые могли быть конвертированы в обыкновенные (кстати, Минфин США не потерял, а заработал на этой операции). Европе еще предстоит определиться с конкретикой банковского союза, но ясно, что банками Испании (возможно Италии) вскоре станет владеть наднациональный фонд ESM в котором €500 млрд. Это защищает депозиты и останавливает бегство капиталов.

Объем фонда ESM меньше, чем размеры госдолга Италии в €1.9 трлн. или Испании в €0.7 трлн., поэтому схема выкупа суверенных долгов не реализуема. Рекапитализация банков останавливает бегство капиталов, разрывая порочную цепь

До последнего времени из Европы приходили только плохие новости. Но вчера появился первый успех. Ирландия собирается вернуться на рынки заимствований, пока с короткими выпусками, размещение на €500 млн. пройдет в четверг. Слева показаны



индексы уверенности в Еврозоне по разным странам, опубликованные вчера Markit Economics. Ирландия выглядит странно – ее промышленность растет. По итогам 2011 года соотношение «госдолг/ВВП» страны было на 108%, притом, что в 2007 Ирландия была отличником Еврозоны с 25%. Ирландия, безусловно, несколько отличается от остальной периферии, но ее успех говорит, что не все потеряно.

На предыдущей странице показано как снижаются доходности облигаций Италии и Испании, вновь отодвигаясь от «границы невозврата» в 7%.

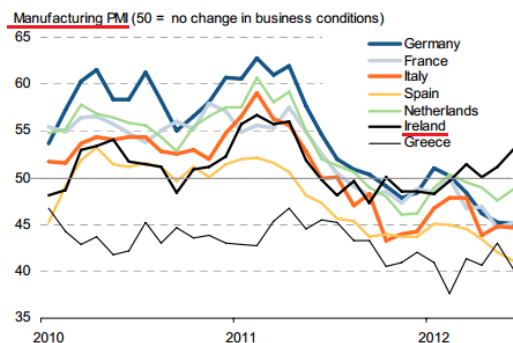
Теперь о плохом. Конечно, полного разрешения долгового кризиса не произошло. И поясним это примером (излагаем по <http://soberlook.com/2012/07/trying-to-keep-deposits-in-spain.html>). Банк Banco de Sabadell, 5-й по величине в Испании, привлекает депозиты по очень высоким ставкам, показанным слева. Делает он это, чтобы избежать бегства капиталов в банки Германии или Швейцарии, считающиеся более надежными. Чем большую часть депозита вкладчик будет блокировать на год в «фонде» (обозначен как «Fund» в таблице справа), тем больше банк собирается платить. Гарантируя, что не заберет 3/4 вклада, вкладчик может рассчитывать на 6%. Ставки немаленькие, особенно если учесть, что испанский банк мог занимать по трехлетним LTRO у ЕЦБ деньги под 1% годовых и может занимать по подобной ставке на РЕПО с ЕЦБ.

Как пишет Bloomberg, два крупнейших банка Banco Santander и Banco Bilbao Vizcaya Argentaria зарабатывают большую часть своих доходов за пределами страны. Однако меньшие банки зависят от местного бизнеса. Большинство сейчас вынуждено платить по депозитам больше, чем они зарабатывают на закладных. У банков остается неплохой арбитраж – занимать у ЕЦБ под 1% и вложиться в испанские облигации под 6%, правда, с риском суверенного дефолта (в этом случае банк вряд ли выживет).

Программа рекапитализации банков может помочь остановить бегство капиталов. Однако займы правительства Испании продолжают вытеснять частный кредит (экономисты используют для этого термин «crowding out»). Хитрая схема главы ЕЦБ Марио Монти по окольной выдаче помощи периферийным правительствам через трехлетние LTRO, сотворило кратковременное чудо осенью. Она продолжает работать и сейчас. Но рефинансирование не решает проблему кредита для частного сектора Испании, и бурного роста на периферии в ближайшие годы не просматривается. Это и есть неприятная часть кризиса – решена срочная проблема бегства вкладов (которая вгоняла нас в уныние в конце августа 2011 и в мае-июне). Но проблема слабой экономики, заставшей в рецессии, останется надолго.

#### Countries ranked by Manufacturing PMI® (June)

Ireland	53.1	14-month high
Austria	50.1	6-month low
Netherlands	48.9	2-month high
France	45.2	2-month high
Germany	45.0	36-month low
Italy	44.6	2-month low
Spain	41.1	37-month low
Greece	40.1	4-month low



Interest	Combination of deposit and Fund
<b>4.00% APR</b> 4.00% nominal annual	<b>1 part Fund + 1 part Deposit Plus</b> You have to provide and maintain an average balance in the Fund* equal to the amount of the deposit.
<b>5.00% APR</b> 5.00% nominal annual	<b>2 parts Fund + 1 part Deposit Plus</b> You have to provide and maintain an average balance in the Fund* twice the amount of the deposit.
<b>6.00% APR</b> 6.00% nominal annual	<b>3 parts Fund + 1 part Deposit Plus</b> You have to provide and maintain an average balance in the Fund* three times the amount of the deposit.

Каков итог? Вторая волна опять стала маловероятной, мы ожидаем продолжения восстановления рынков. Однако депрессивная экономика Европы (и США) будет ограничивать оптимизм.

## Интересное и важное:

---

- Греции вчера выделили €1 млрд., последняя часть денег, удержанных из обещанного транша в связи с выборами и неудачей с формированием правительства. Также в Грецию возвращается миссия «тройки» (ЕЦБ+ЕС+МВФ) на три дня с ревизией «прогресса» в реализации программы бюджетной экономии (и финансирования €130 млрд. бейлаута). Греция была еще одним страхом рынков мая-июня, но кривая не пошла по радикальному сценарию. Правда, экономика Греции по-прежнему в руинах (падение ВВП с пика 15%, мы не уверены, что слово «руины» здесь подходит, однако провал реального выпуска в 10% некоторые считают границей между «рецессией» и «депрессией»)
- Временный европейский фонд EFSF вчера разместил короткие бумаги сроком на 91 день и объемом €1.91 млрд. Ставка - 0.1184%, по сравнению с 0.137%, которая была на аукционе в июне. Эти деньги идут на бейлауты Португалии, Греции и Ирландии. Конструкция фонда такова, что он занимает под избыточные гарантии (поручительство больше размеров долга) остальных 17 стран Еврозоны. Расходования средств национальных бюджетов (то есть денег налогоплательщиков Германии или других стран) не происходит. Расходование денег бюргеров, конечно, может произойти, если кризис пойдет вразнос.
- «Газпром» начал давать скидки европейским потребителям за прошлые поставки, то есть задним числом. Как сообщает E.On, концерн предоставил им скидку с четвертого квартала 2010 года на общую сумму в \$1,3 млрд. Всего «Газпром» зарезервировал по скидкам на этот год почти \$7 млрд. Так, скидку могут получить RWE, польская PGNiC. Таким образом, «Газпром» все же идет на уступки европейским потребителям, некоторые из них даже пытаются судиться с газовым концерном из-за цен на газ.
- «РБК Daily» пишет, что «ЧТПЗ», который испытывает проблемы с обслуживанием долгов, в прошлом году пустил более половины занятых денег не на инвестиционные проекты, а на buy-back. Так, 12% бумаг за 13 млрд руб. «ЧТПЗ» выкупил у основных акционеров А. Комарова и А. Федорова. Акции еще на 1,8 млрд. руб. были скуплены с рынка. Как поясняет представитель компании, это было сделано для того, чтобы в случае проведения IPO или привлечения стратегического инвестора, вырученные средства оказались на балансе самой компании. Однако многие российские компании привлекают инвесторов и без таких процедур. Поэтому мы полагаем, что buy-back был направлен исключительно на то, чтобы выжать из компании «последние соки», так как руководство «ЧТПЗ» ничего не сделало для решения проблемы чрезмерной долговой нагрузки. Компания обратилась за помощью в

правительство и просит госгарантии по новым кредитам. Если не будет госгарантий, то компании грозит дефолт.

- Биржа ММВБ-РТС придумала короткое название - «Московская биржа» (Moscow Exchange). Полное наименование биржи так и осталось ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС».
- «Коммерсант» пишет, что в июне отток средств из открытых ПИФов составил 1,2 млрд. рублей. С начала года из фондов ушло порядка 7,5 млрд. рублей.

## Местное:

---

- Группа «Ренова» в начале следующего года начнет застройку территории табачной фабрики. Сейчас компания разрабатывает концепцию застройки. Напомним, что недавно компания пересмотрела проект и вместо гостиницы и офисного центра будет построен многофункциональный комплекс, который будет включать в себя и жилую недвижимость.

# 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

## 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.