



## В фокусе:

- Цены на нефть продолжают падать. Brent ночью показывал \$88.9/баррель. Рубль откроется на 33.5 за доллар
- Рынки вчера снижались на слабых данных о промышленности Германии и Китая.
- Просачиваются новости о новом антикризисном плане Евросоюза. Среди мер совместный выпуск облигаций, фонд из которого будут гаситься облигации страждущих стран, совместный банковский надзор.
- С саммита G20 поступают новости, что на деньги EFSF/ESF будут совершаться интервенции на рынке облигаций Испании, что позволит уронить доходность 10-летних облигаций ниже порога 7%. Но Меркель пока против.
- Опубликован опросный flash-индикатор по Европе – рецессия без просвета. «Double Dip» в Евроне.
- Вчера на рынке фьючерсов Forts на «ММВБ-ПТС» происходили ненормальные колебания. Робот взбесился?

Рынки после закрытия ММВБ



## Накануне:

Рынки вчера были в унынии, индекс ММВБ -0.8%, STOXX Europe 600 минус 0.5%, S&P 500 минус 2.2%. В своем комментарии Bloomberg указывает, что давление идет с рынка сырьевых товаров, падают нефть, металлы. Это сказывается на акциях производителей сырья, к примеру, вчера Alcoa Inc упала на 4.2%, ConocoPhillips упал на 3.1%. Соответственно, российский рынок с его перекосом на сырье сегодня ожидает открытие на 1.5% ниже.

Формальной причиной давления в сырьевом секторе является ухудшение экономических ожиданий. Накануне были опубликованы «flash-индикаторы» уверенности в бизнесе Китая (см. обзор вчера и комментарии далее) и Еврозоны (см. ниже). Борьба с инфляцией в Китае придушила экономический рост и нет четких сигналов, когда он реанимируется. Еврозона – переживает double dip recession. Покуда не удастся обуздать кризис и разорвать порочный круг «суверенные долги – банки» оптимистические сценарии не просматриваются.

Рубль сейчас котируется около 33.5, поскольку ночью на электронных торгах нефть упала ниже \$90/баррель. Это отчасти поддержит рублевые котировки на российские акции, но это слабое утешение.



## Интересное и важное:

- Поступают сообщения, что министр финансов Италии признался, что страна не сможет выполнить цель по дефициту бюджета 2012 года на €4 млрд., и что потребуются дополнительные сокращения расходов.

Самоограничения (austerity) – модное веяние по всем основным экономическим зонам, зашитое с Фискальный договор (Fiscal Compact) Евросоюза. Конечно, странам которым отказывают в кредите хочешь-не хочешь надо ужиматься. Однако мы солидарны с позицией Пола Кругмана, что это крайне вредный и неправильный тренд. Что страны, которые могут занимать, должны поддерживать свою (и чужую!) экономику фискальной экспансией. К примеру, Великобритания, пошедшая на раннюю фискальную консолидацию, уже получила спад ВВП в 1-м квартале (хотя кто-то может сказать, что это влияние слабой Европы, тогда надо объяснить почему США в 1-м квартале неплохо росли).

В экономике чьи-то доходы - это всегда чьи-то расходы. Точно также чьи-то финансовые дефициты должны быть чьими-то профицитами. В экономике (Еврозоны, всего мира) есть те, кто сберегают, тратят не все заработанное. До кризиса эти финансовые средства потреблялись частным сектором на инвестиции, правительствами с дефицитом. Сейчас сбережения есть, но они не могут найти свое применение, поскольку инвестиционная активность задушена, а правительства выбирают путь экономии. Даже околонулевые ставки (отрицательные реальные) не являются хорошим стимулом

занимать и тратить для бизнеса с хорошим кредитным качеством и другим аналогичным экономическим агентам. А рискованный бизнес и сам не хочет и не может получить ресурсы.

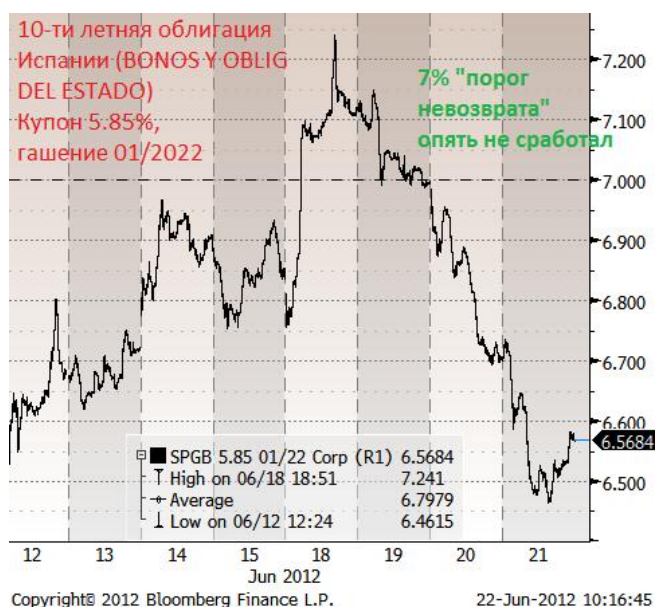
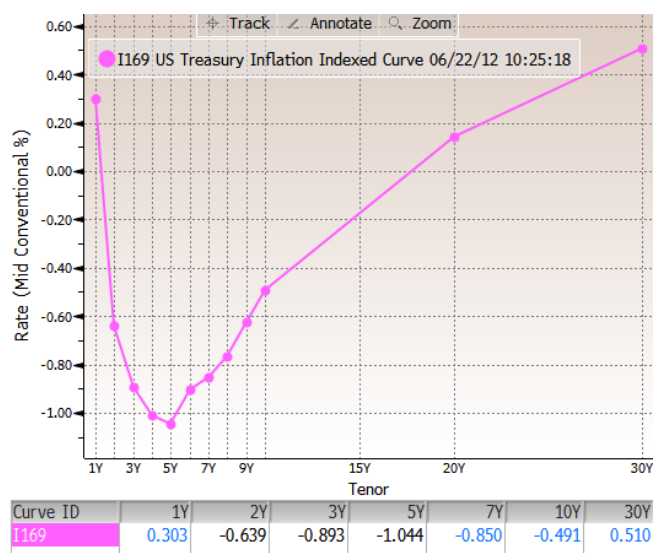
Итак, мы имеем «потерю дохода» - сбережения не превращаются в траты по двум причинам. 1) Финансовые посредники и банки находятся в «оборонительной позиции», связанной с низким доверием к ним. Без работающих банков хорошей экономики не получится. Обратное, к сожалению, не верно, даже если поправить балансы банков, это не гарантирует, что экономика начнет расти. 2) Это происходит, потому что те кто могут брать долги не хотят их брать – даже низкая ставка не оказывается достаточным стимулом. Частный бизнес и правительства вдруг почувствовали «отвращение» к долгу. Германия отказывается брать деньги даже под

отрицательные ставки. То же относится к США, правительству которого не нужны деньги даже если за них доплачивают (см. слева кривую доходности US Treasury Inflation Indexed Bonds). Все это, увы, подводит нас к мысли, что быстрого, оптимистического экономического роста в мире отсюда не

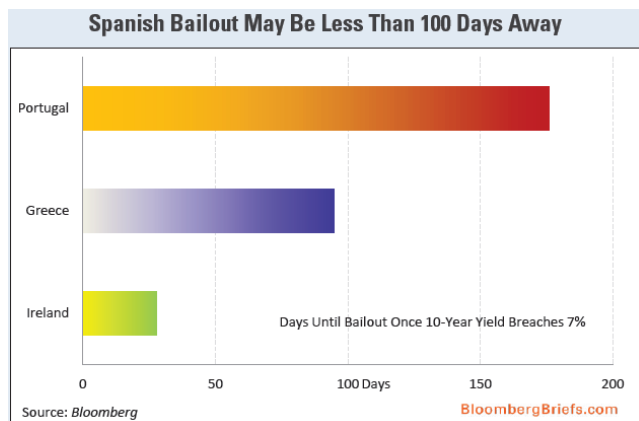
получится. Базовый сценарий – все будет тлеть в вялотекущем режиме с обострениями, которые политики будут купировать. Слабый рост экономики, большая безработица это на годы.

- Евросоюз (правильнее, Еврозона?) вырабатывает новые меры по фискальной интеграции. В «Гардиан» сообщается, что это (все-таки) совместные облигации, общий фонд, из которого будут гаситься облигации проблемных стран, и совместный банковский надзор.

- Под конец саммита G-20 появлялись смутные сообщения, что есть идея использовать деньги EFSF/ESF на покупку испанских облигаций на рынке. Это позволило бы сбить доходность по 10-ти летним облигациям до ~6.5% с уровнем «точки невозврата» за 7%. Есть сообщения, однако, что Меркель артачится. Сегодня министры финансов Еврозоны вновь



встречаются, среди важных вопросов – выделение помощи Испании. Ожидается, что предложения по выделению помощи должны быть готовы к 9 июля. Таким образом, 19-й саммит Евросоюза за время кризиса, намеченный на 27 июня, вряд ли будет иметь решающие последствия. Его следует рассматривать как возможность обсуждения описанных выше идей – большей финансовой интеграции, вопросов распределения рисков банковской системы (банковский союз: пан-европейские гарантии по вкладам, все-европейский механизм наполнения капиталов в случае кризисов).



- Курьезно, вчера Bloomberg опубликовал статистику, через сколько дней Греция, затем Ирландия, затем Португалия получили согласованный пакет помощи, после того как доходности 10-ти летних облигаций пробили порог 7%. Быстрее всех – Ирландия с 28 днями, Греция ждала 95, а Португалия выжидала 176 дней. Соответственно, Bloomberg пытался представить через сколько дней Испания получит помощь.

Однако с Испанией не все так просто – страна пытается получить деньги на рекапитализацию банков но как-то так, чтобы это не легло на бюджет. Технически это возможно, тогда антикризисный фонд ESM окажется владельцем испанских банковских заведений. Но вряд ли это захотят другие страны по Евросоюзу.

- Банки Испании - главная проблема последних дней. Вчера были опубликованы оценки пары компаний Roland Berger (Германия) и Oliver Wyman (США), которые дают цифры необходимых сумм порядка €51 - €62 млрд., тогда как в базовом сценарии понадобится €16 млрд. - €25 млрд. Сценарий предполагает 9% достаточности для «core tier» в базовом сценарии, 6% для стрессового, а падение недвижимости от 55% до 60% по сравнению с пиком. Сообщается, что подобные же оценки готовят Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young, KPMG, но потребуется время для осени, чтобы они были опубликованы.

Интересно, что цифры не обходимые для рекапитализации очень малы – куда меньше €100 млрд., обещанных Испании. Учитывая, что размер кредитов в стране €1.7 трлн. и что на любой «плохой сценарий» можно придумать еще хуже, то становится понятно, что потенциальная дыра может быть гораздо больше названных цифр. Особенно, если Испания объявит дефолт.

Рекапитализация испанских банков на суммы в €50 млрд. или в €100 млрд. мало что даст, куда остается опасность, что Испания с ее долгом в €0.7 трлн. может объявить дефолт. Нужны иные механизмы – совместные облигации, большая финансовая интеграция Европы.

- Вчера «Ведомости» опубликовали спецвыпуск об инвестиционной привлекательности РФ. Приведем одну таблицу – что правительство собирается продать до начала 2016 года (за предстоящие 3.5 года) (источник (<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/282869/medvedev-ispolnyaet-svoe-poruchenie>)).

Мы привыкли к тому, что планы регулярно не выполняются, приватизация постоянно обещается (вспомните сагу о «Связьинвесте»). Однако вчера на форуме в Санкт-Петербурге Путин подтвердил, что этот курс не фикция. Так, сообщается, что Goldman Sachs Group Inc., BlackRock Inc. и Templeton Asset Management Ltd. подписали соглашение с президентским инвестфондом о вложении средств в компании РФ на этапах их подготовки к первичному публичному размещению акций. Эти три компании и Российский фонд

## Что продаст государство

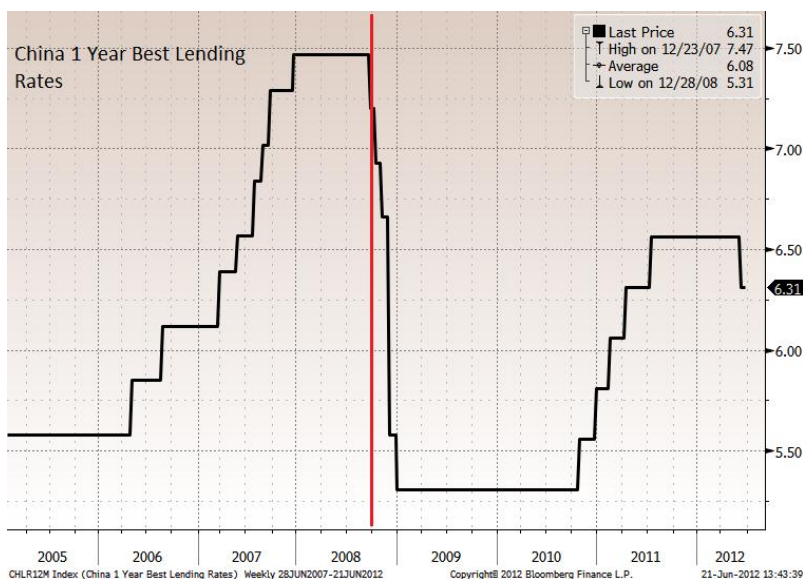
АКТИВ	СКОЛЬКО СЕЙЧАС У ГОСУДАРСТВА	СКОЛЬКО БУДЕТ К 2016 Г.
Роснефть	75,16	0
Русгазпро	60	0 (золотая акция)
Зарубежнефть	100	0 (золотая акция)
ИнтерРАО	17,76	0
Транснефть	78,1	75,1
ФСК	79,41	75,1
Сбербанк	57,58	50,1
ВТБ	75,5	0
Россельхозбанк	100	0
Совкомфлот	100	0
Шереметьево	100	0
Аэрофлот	51,17	0
Уралвагонзавод	100	75,1
РЖД	100	75,1
ОАК	82,95	50,1
ОСК	100	50,1
Алроса	50,93	0
Росагролизинг	99,99	0
ОЗК	100	0 (золотая акция)
Роснано	100	90

ИСТОЧНИК: МИНЭКОНОМРАЗВИТИЯ



прямых инвестиций (РФПИ) договорились осуществлять вложения в компании, которые готовятся разместить свои акции на площадке «ММВБ-РТС». Транзакции, “проводимые на этапе ‘пре-IPO’, только выиграют от работы с консорциумом, поскольку он не только увеличивает объем сделок, но и повышает качество компаний, в которые мы инвестируем”, приводятся в совместном пресс-релизе компаний слова Марка Мобиуса, исполнительного директора подразделения Templeton по развивающимся рынкам. (Цитируем по «Блумберг»).

- Во вчерашних же «Ведомостях» была такая фраза, отражающая широкораспространенный пессимизм инвесторов по отношению к российским акциям. «Если вы меня спросите, в какие компании я бы вложил, то я отвечу: ни в какие, — категоричен управляющий партнер фонда “Дашевский и партнеры” Стивен Дашевский. — О каком доверии [к власти] может идти речь, если к мнению частных акционеров не прислушиваются?» Например, в энергетике сначала грубо нарушаются правила RAB-регулирования, исходя из которых частные инвесторы вкладывали в развитие отрасли, затем на закрытом



совещании принимается решение об объединении «ФСК» и МРСК, хотя в обеих компаниях есть миноритарные акционеры, жалуется Дашевский: «И наконец, принимаются поправки в закон, позволяющие государству не выкупать у миноритариев их акции».

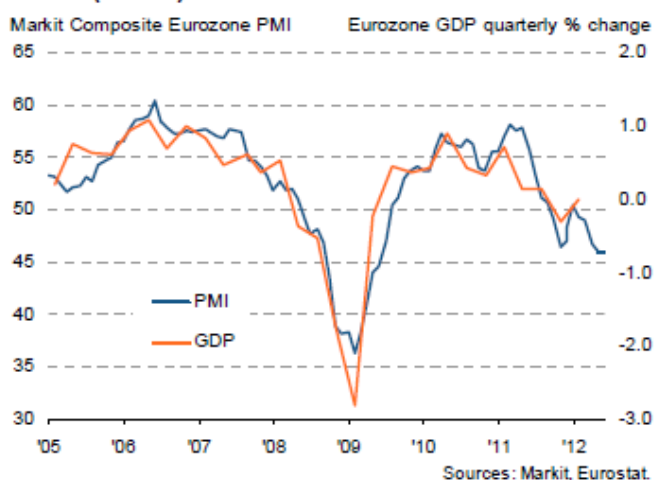
- Китай недавно снизил ставку, и мы предлагаем взглянуть на большую картину того как изменялись ставки. В 2008 году ставка была резко снижена, это вызвало бум и ускорение инфляции. С конца 2010 года ставка ужесточалась, что вызвало торможение экономики страны и наконец-то подавило инфляцию. Сейчас начался цикл на новое снижение

ставок для стимулирования. Пока представляется, что китайская экономика сможет вернуться к состоянию роста, вероятно, с темпами заметно ниже 10%.

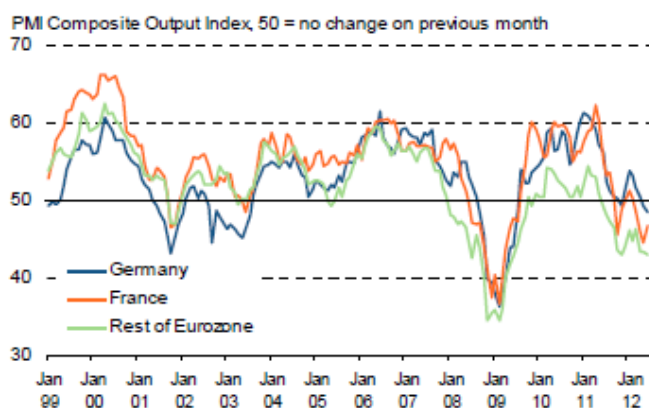
- «Роснефть» в течение трех лет построит в Московской области НПЗ мощностью 12 млн. тонн в год стоимостью в \$7 млрд. Новый НПЗ станет дублером «Московского НПЗ» «Газпром нефти» и в перспективе, возможно, последний НПЗ будет закрыт по экологическим соображениям. Новый НПЗ потребует от «Транснефти» реконструкции системы трубопроводов, так как их текущая конфигурация не сможет обеспечить сырьем два завода. Сейчас в России наблюдается избыток перерабатывающих мощностей, новый НПЗ будет находиться довольно далеко от границы, поэтому с экономической точки зрения, строительство НПЗ на Дальнем Востоке более интересно, чем в центре страны.
- Крупнейшие российские брокеры хотят создать первую в России межброкерскую систему ECN (Electronic Communications Network), куда они смогут перевести часть оборотов с «ММВБ-РТС». Площадкой для системы станет НП «РТС», расчетная часть, скорее всего, будет происходить через инфраструктуру «ММВБ-РТС». ECN довольно популярны в США, через них проводят операции, которые по тем или иным причинам выгоднее совершить не через биржу. Таким образом, брокеры начинают голосовать ногами и уходят от «ММВБ-РТС», которая в последнее время мало уделяла развитию, сосредоточившись на объединении.
- «РБК Daily» пишет, что российские акционеры «ТНК-ВР» - ААР - ищут деньги для выкупа доли ВР. Как пишет издание, М. Фридман предложил два варианта. Первый предусматривает продажу доли ВР за наличные деньги и акции, в результате чего российский консорциум получит существенный пакет в ВР (до 25% от капитала в зависимости от структуры сделки). Второй вариант предполагает, что ААР выкупит половину доли британской компании в «ТНК-ВР», то есть 25% пакет, стоимость которой мы оцениваем в \$10-15 млрд. Напомним, что ранее ВР заявила о своих намерениях продать долю в «ТНК-ВР», согласно акционерному соглашению, у российских акционеров есть преимущественно право выкупа.

- «Коммерсант» сообщает, что «Роснефть» ведет переговоры с ExxonMobil и «ЛУКОЙЛ» о совместной разработке месторождений в Ираке («Западная Курна-1» и «Западная Курна-2»). Взамен партнеры «Роснефти», скорее всего, попросят долю в проектах по разработке российского арктического шельфа.
- Правительство рассматривает возможность предоставления ликвидности инвестиционным компаниям и брокерам. В последний раз такая инициатива обсуждалась в 2008-2009 гг., но так и не была реализована – закончился кризис. Как поясняет глава ФСФР Д. Панкин, рассматривается два варианта предоставления ликвидности. Первый предполагает, что ВЭБ будет брать кредиты у ЦБ, а затем предоставлять их профессиональным участникам. Второй вариант предусматривает, что ликвидность будет распределяться через центрального контрагента, то есть через биржу. ВЭБ скептически отнесся к идее ФСФР, отметив, что если они и будут предоставлять ликвидность брокерам, то будут это делать только под залог долговых ценных бумаг. Поэтому первый вариант будет интересен только для инвестиционных компаний, брокеры, как правило, не имеют вложений в долговые ценные бумаги.

### Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP



### Core v. Periphery PMI Output Index



- Вчера вслед за публикацией промежуточной оценки индекса уверенности по Китаю вышли данные PMI по Еврозоне. Flash Eurozone PMI Index залип на майских уровнях в 46,0 пунктов. Это минимум за последние три года. Значение индикатора ниже 50 пунктов говорит об ослаблении деловой активности. На верхнем графике слева представлено сравнение ВВП Еврозоны и индикатора уверенности PMI. Данные по флэш индикатору соответствуют сокращению ВВП на 0,6% во втором квартале. В настоящее время экономический спад в Еврозоне начал ускоряться. Слабые экономические перспективы и вялый спрос в ближайшей перспективе снизят инфляционное давление в еврозоне, что может простимулировать монетарные власти. На нижнем графике представлена динамика композитных индексов по крупнейшим экономикам Еврозоны – Франции и Германии, и периферийным странам. Индикатор PMI периферийной Еврозоны практически не изменился: плохой знак – продолжает оставаться ниже 50 пунктов, хороший знак - не становится хуже. Тревогу на этот раз вызывает промышленность Германии, которая ранее была единственным драйвером, толкающим вверх экономику Еврозоны. Сейчас

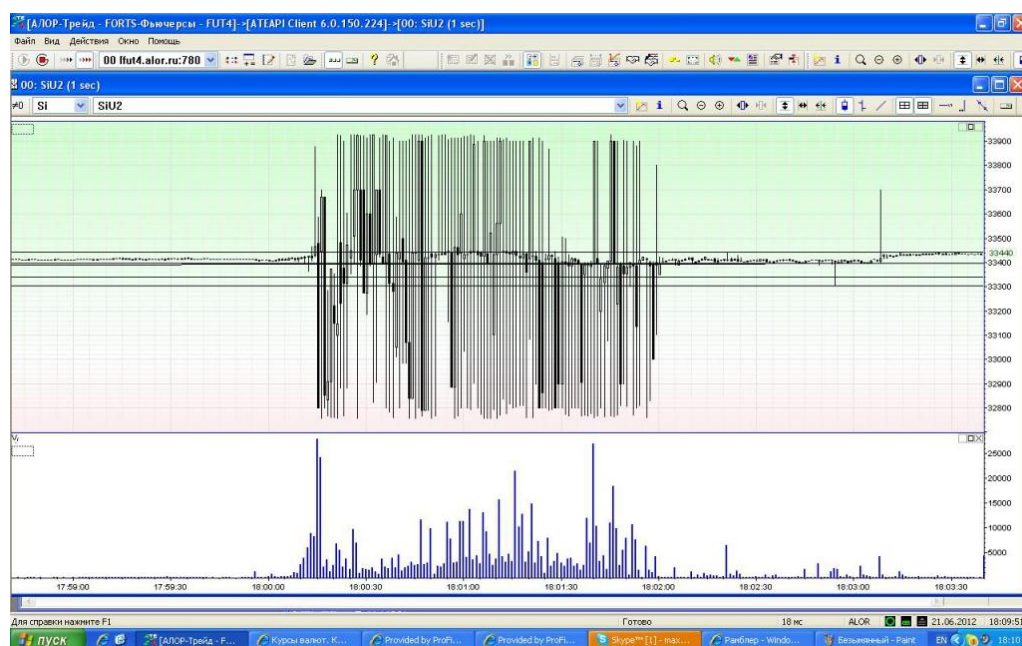
возрастают риски того, что немецкая экономика может столкнуться с рецессией во втором квартале. Так, картина, которую рисуют промежуточные оценки индикаторов экономической активности, совпадает с нашими представлениями о развитии экономики Еврозоны в целом. Экономика находится в рецессии, сценарии крутого падения и бодрого роста маловероятны, а вот muddling through (пер. с англ. «ползти кое-как») представляется наиболее реалистичным прогнозом.

## Местное:

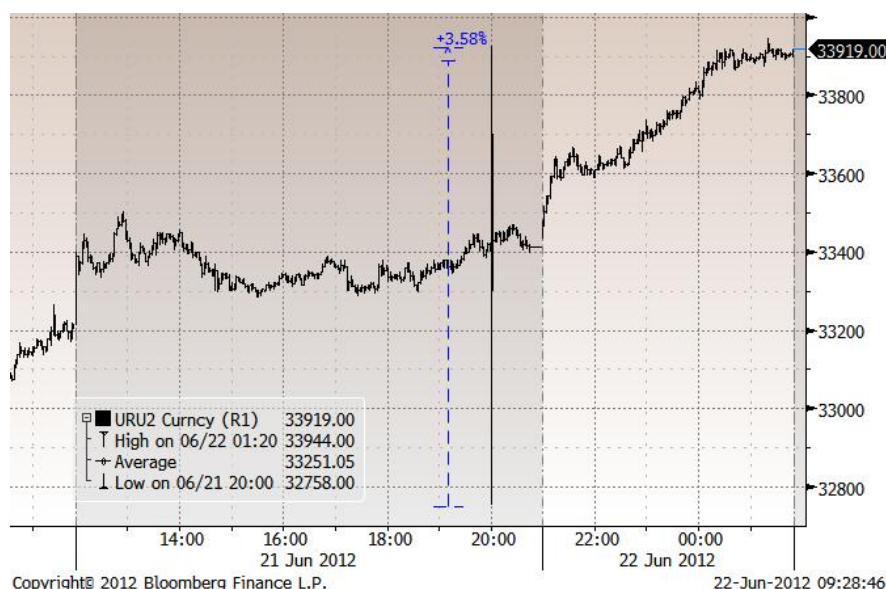
- «Уралкалий» снижает цены на хлористый калий для промышленных потребителей в среднем на 7%. Как поясняет компания, снижение цен произошло преимущественно из-за колебаний курса доллара. Согласно методике ФАС, цены на хлористый калий устанавливаются исходя из средневзвешенной цены экспорта за вычетом транспортных и логистических расходов.

## Напоследок:

- Вчера у какого-то спекулянта взбесился робот и начал торговать вразнос. Ниже скриншот экрана (источник: <http://smart-lab.ru/blog/61680.php>)



Так это выглядит на внутридневном графике с чуть большим масштабом. По нашей оценке, робот наторговал кому-то убытков примерно на \$10 млн. Что не так много, например, по сравнению с «лондонским китом» JPMorgan, который потерял \$5 млрд. недавно.



# 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](http://www.p-fondy.ru)

### КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, [edward@pfc.ru](mailto:edward@pfc.ru)

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto: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.