



Главное:

- Позиция Германии на саммите вчера неожиданно смягчилась после категорического «найн» Меркель накануне. Рассуждения о совместных облигациях Еврозоны уже не отмечаются.
- Примерно в 9 утра по пермскому времени фьючерсы на S&P500 подпрыгнули сразу на 1.4% после сообщений с саммита. Было решено не делать «старшими» займы, которые пойдут на помощь Испании. Возможно, деньги на рекапитализацию испанским банкам поступят напрямую от фондов EFSF/ESM.

Накануне:

Вчерашние торги были минорными – S&P500 -0.2%, STOXX Europe 600 -0.5%, а российский рынок проявлял свой беспокойный нрав, индекс ММВБ минус 1.7%.

Это не имеет особого значения – ночью рынки перешли в положительную зону, а под утро подскочили еще на ~1.5%, если верить фьючерсам. Можно ожидать, что сегодня российские акции с открытия отыграют вчерашний минус обратно.

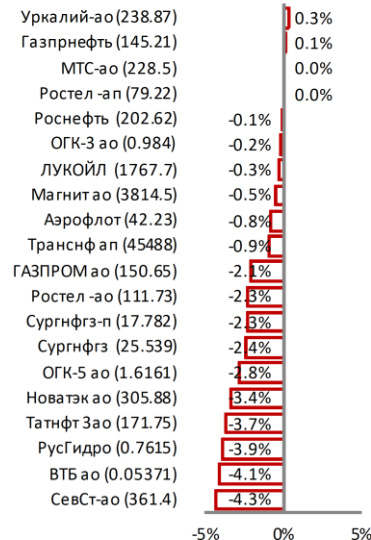
Причиной ночного и утреннего приступа оптимизма стали новости с саммита Евросоюза. Переговоры лидеров в Брюсселе продолжались 12 часов подряд и закончились в 4-30 утра (8-30 пермского). Изводить себя отсутствием сна на саммите ЕС, похоже, традиция...

По итогам президент Евросоюза объявил, что лидеры 17 стран Еврозоны отказались от требования предоставлять привилегированный статус кредитора по займам выделяемым Испании на рекапитализацию банков. Также банки могут быть рекапитализированы напрямую от фондов EFSF/ESM без заведения обязательств на правительство Испании. Поясним, в чем тут загвоздка.

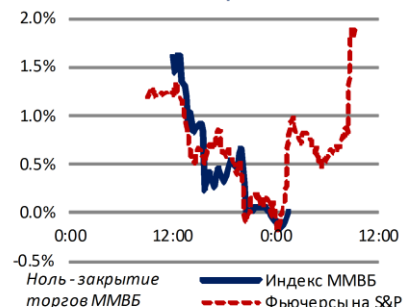
1) Вчерашнее уныние рынков и взлет доходности облигаций Испании (график справа) были связаны с требованиями некоторых «сердцевинных» стран (Германии, Финляндии, Голландии) с тем, чтобы выделяемые на рекапитализацию Испании деньги в размере до €100 млрд. (есть мнение, что потребуется меньше – порядка €60 млрд.) имели старший статус долга. Соответственно, все остающиеся долги Испании (в размере около 70% от ВВП или €0.7 трлн.) получали бы младший статус. Чем это грозит?

Показателен пример с Грецией - выделяемая ЕС/ЕЦБ/МВФ помощь стране тоже получила старший статус. В ходе реструктуризации долга в марте этого года эти долги не были списаны. А оставшаяся часть частного долга была очень жестоко подстрижена (это «кидалово» частных обзвечивалось эвфемизмом PSI -

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Copyright© 2012 Bloomberg Finance L.P. 29-Jun-2012 10:07:52

«вовлечение частного сектора»). Текущая рыночная стоимость реструктуризированных частных долгов Греции составляет что-то в районе 10%+ от тела долга за счет подрезания номинала и низкого

купона. В истории с Грецией произошел трансфер стоимости от держателей частных долгов к ЕС/ЕЦБ/МВФ. Точно также в испанской истории, если бы выделяемая помощь делала бы оставшийся долг еще более рискованным. Можно рассуждать в терминах инвестиционного рейтинга. Сейчас страна имеет уровень «BBB+» от S&P (не будем здесь обсуждать его правомерность).

В предлагавшейся конструкции рейтинг займов расщепился. Выделяемая помощь стала бы иметь уровень, скажем «AA». А оставшиеся де-факто субординированные долги получили бы рейтинг, скажем «BB». А средневзвешенный рейтинг всего долга стран остался бы прежним - «BBB+». В этом смысле падение доходности облигаций Испании носило правомерный характер, и это, безусловно, давило на банковскую систему страны, которая держит львиную долю частного долга.

2) Возможность решения капитализировать банки напрямую через фонды EFSF/ESM также является неплохим решением. Фактически, этого и хотела Испания – как-то поправить балансы своих банков, сделав их надежными, да так, чтобы новый долг не повис на правительстве, и чтобы оно продолжало выглядеть как надежный заемщик. Испания не хотела повторения судьбы Ирландии, которая, спасая свои банки, «социализируя» потери на национальном пузыре недвижимости, резко раздула долг – с превосходных 25% от ВВП в 2007 году до порядка 100% от ВВП сейчас.

Фактически это развитие в желательном направлении. Фонды EFSF/ESM – это общеевропейские образования и «социализацией» потерь будут заниматься они. Заметим, что выделение денег банкам не всегда убыточная игра, правительство США заработало на программе TARP, занимавшейся рекапитализацией.

На саммите еще есть много разных проблем и идей. Среди прочего обсуждаются ставки, по которым будут получать деньги Италия и Испания. Есть возможность вернуться к старой идее страхования



Источник картинки

<http://online.wsj.com/article/SB10001424053111904332804576538363789127084.html>

Далее в тексте мы предлагаем посмотреть комикс на тему долгов, возможностей фискального стимулирования. Но для начала предлагаем понять один из жаргонизмов экономистов и финансистов.

Bond vigilante (последнее слово произносится как «виджиланти») переводится как «линчеватели облигаций». Кейнсианская парадигма предполагает, что недостаточный спрос может поддерживать правительство за счет фискальной экспансии – увеличения затрат, финансируемых в долг. На что есть противоположная сторона, заявляющая, что раздувание долга чревато и что могут прийти «линчеватели» и натворить еще больших бед в экономике.

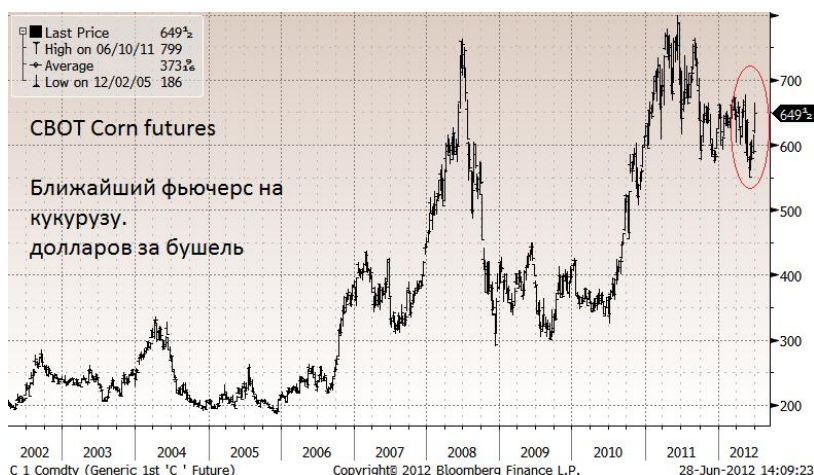
облигаций, например, так, чтобы выпущенная итальянская облигация торговалась с варрантом, покрывающим потери в случае дефолта. Есть идея субсидирования процентных ставок, так, чтобы Италии компенсировали разницу в ставках, превышающих, скажем 4%.

Вчера были сообщения, что Евросоюз смягчил позицию по отношению к Греции. Выделяемая ей помощь обуславливалась требованием по дефициту и доходам. Вся эта история с «Сиризой» и потом новоизбранным правительством вертелась вокруг желания Греции пересмотреть условия выделения помощи, фактически, увеличения дефицита и денег, выделяемых стране. На что Меркель и Евросоюз говорил «найн». Сейчас есть возможность, что Греции позволят вздохнуть чуть глубже.

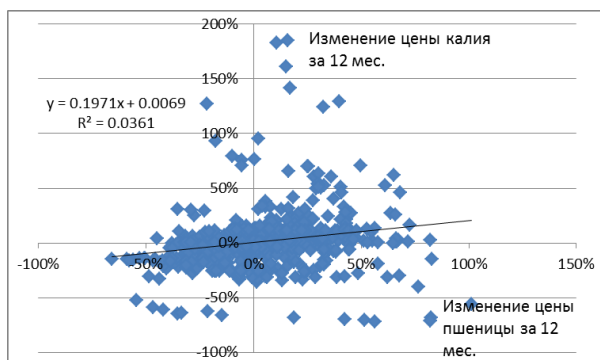
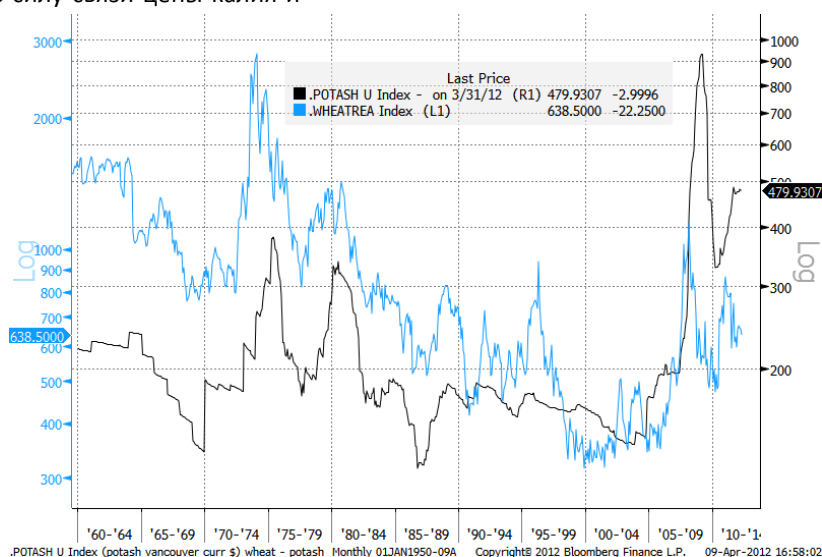
Наш базовый прогноз – Европа будет медленно преодолевать свои проблемы, поздно реагируя на вызовы. Однако развития полномасштабного финансового кризиса не будет. В итоге, Европа превратится в нечто вроде Японии с «потерянным десятилетием».

Интересное и важное:

- Вчера на рынке возникла «инвестиционная идея». В США произошел довольно резкий взлет цен на кукурузу (см. фьючерсы справа). Соответственно, предлагалось покупать акции «Уралкалия», поскольку рост цен продовольствия предполагает, что у крестьян будет больше денег на покупку удобрений, и что их цены взлетят. Также были ссылки на высокую корреляцию цен продовольствия и удобрений. Американская кукуруза растет из-за волны жары, охватившей регион, и упали ожидания относительно урожая. Мы предлагаем самостоятельно оценить силу связи цены калия и пшеницы ниже. Это график регрессии 12-ти месячных изменений и сравнение реальных цен обоих товаров. R2=3% нас не впечатлил.



относительно урожая.



- «Газпром» сокращает инвестиционную программу на ближайшие годы. Так, на 2012 год концерн запланировал потратить 843 млрд. рублей, а в 2013 - 2014 гг. – по 800 млрд. рублей ежегодно. Ранее концерн оценивал капитальные затраты на уровне в 1,5 трлн. рублей в год. Причина пересмотра – это рост налоговой нагрузки на концерн из-за повышения НДС. Напомним, что сейчас в правительстве идут дискуссии вокруг пересмотра налогов на газовую отрасль. Ведомства разработали несколько вариантов, планируется, что окончательное решение будет принято осенью этого года.
- Вчера состоялось собрание акционеров «ТНК-ВР Холдинг», которое утвердило дивиденды в 9,96 рублей на акцию. Дивидендная доходность 14-15%, что является самой высокой в отрасли. Компания обещала продолжить такую дивидендную политику. Также компания заверила, что конфликт между акционерами «ТНК-ВР» не затрагивает публичную «дочку» «ТНК-ВР Холдинг» и не влияет на ее операционную деятельность.
- Акционеры «Акрона» отказались от выплаты окончательных дивидендов, ограничившись промежуточными выплатами за 9 месяцев. Таким образом, по итогам 2011 года акционеры получили 129 рублей дивидендов вместо 175 рублей рекомендованных. Такое решение было принято из-за проблем с поставками апатита: с начала года его цена выросла в два раза, что означает рост затрат «Акрона». Поэтому основные акционеры «Акрона» решили не выплачивать итоговые дивиденды.
- «Магнитогорский металлургический завод» заключил долгосрочный контракт с «НОВАТЭК-Челябинск» на поставку природного газа до 2022 года. За этот период «НОВАТЭК» поставит металлургу порядка 50 млрд. куб. м газа. Решение «ММК» о смене поставщика связано со сделкой «НОВАТЭКа», которую он заключил еще в конце прошлого года, купив у дочерней структуры «Газпрома» - «Газпром межрегионгаз Челябинск». «Магнитка» была одним из крупнейших потребителей дочки «Газпрома».
- Вчера акционеры «Северстали» утвердили выплату финальных дивидендов за последний квартал 2011 года в размере 3,6 млрд. руб. или 3,56 руб. на акцию. Так, за весь 2011 г. компания выплатит 15,3 млрд. руб., что составляет практически четверть чистой прибыли по МСФО.
- В следующем году дефицит федерального бюджета планируется сократить до 1,5% от ВВП с ранее запланированных 1,6%. При таком сценарии в бюджет заложена цена нефти на уровне \$92 за баррель. Так, власти закладывают возможные риски ухудшения экономической ситуации в России из-за долговых проблем в Европе. Также Минфин разрешил использовать из Резервного фонда 200 млрд. рублей на антикризисные меры.

- Сегодня последний день, когда акционерные общества должны провести собрания акционеров. Так, сегодня состоятся собрания акционеров «Газпрома», «Башнефти», «Сургутнефтегаза», «Норникеля», «Разгуляя», «Камаза».

Местное:

- «Э.Он. Россия» (бывшая ОГК-4) и «ЛУКОЙЛ» заключили договор на поставку газа на «Яйвинскую ГРЭС» на период с 2013 по 2022 гг. За это время «ЛУКОЙЛ» поставит 2,24 млрд. куб. метров газа, цена не раскрывается, но сообщается, что она привязана к тарифам ФСТ. «Яйвинская ГРЭС» в год потребляет около 1,3 млрд. куб. метров газа, поэтому доля поставок «ЛУКОЙЛа» будет незначительной.
- «Коммерсант» пишет, что самарский девелопер «Виктор и Ко» намерен построить в Перми ТРК с аквапарком и гостиницей. Для реализации проекта они подыскивали площадку – участок площадью 62 га в Кондратово, купив 100% ООО «КОМЕРик», которому принадлежит право аренды этого участка. Однако начать строительство мешает Росимущество, которое просит признать договор аренды незаконным, так как на этом участке находится имущество, принадлежащее государству – мелиоративная система.
- Еще один аквапарк намерен построить «ЭКС». Как поясняет глава «ЭКС» Е. Жданова, сейчас они рассматривают различные варианты реализации проекта, стоимость которого оценивается в 1-1,5 млрд. рублей. Аквапарк будет располагаться в Камской долине.
- С 4 июля на бирже «ММВБ-РТС» приостанавливаются торги акциями «Чусовского метзавода».

Напоследок:

- Пол Кругман везде уверяет, что кризис в мире можно закончить за пару лет. Для этого надо: 1) увеличить дефициты бюджетов тех, стран которые могут это сделать и 2) увеличить инфляцию с 2% до

4% для ЕЦБ и ФРС. На это есть возражения, что рост инфляции взвинтит ставки, но также, что придут «облигационные линчеватели». Формат записки не позволяет нам описать все аргументы за и против этого. Но есть некоторые факты.

- Инфляция в 4% не является какой-то страшной, и она наблюдалась во второй срок Рейгана (в первый – была выше).

- Большая инфляция предполагает снижение реальной величины долга, это трансфер стоимости от кредиторов к «дебиторам» (должникам). Держатели долга это преимущественно богатые, а должники – бедные. Мы полагаем, что это создает большие политические препятствия - богатые, власть имущие не согласны на такой трансфер, даже если в целом от этого выиграет общество.

- В приведённом комиксе утверждается, что увеличению дефицита бюджета и спасению экономики мешает Мистер Денежный мешок, прячась за личиной мифического линчевателя облигаций.

Почему кредиторы могут сопротивляться этому? Выход экономики из депрессивного состояния, в том числе будет означать меньшую покупательную способность долга, меньшую тенденцию к дефляции (в широком смысле, по отношению к стоимости активов, товаров или доходов). В некотором смысле это тоже трансфер стоимости имеющий политические ограничения.



Источник картинки <http://boingboing.net/2011/03/15/tom-the-dancing-bug-40.html>

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.