



# Макроэкономический обзор

Европейская дезинтеграция как  
риск для глобальных рынков

Июнь 2012

## Макроэкономический обзор

### Европейская дезинтеграция как риск для глобальных рынков

#### Инвестиционное заключение

*Груз проблем мировой экономики все увеличивается. Вслед за Грецией, Португалией и Ирландией за международной помощью обратилась Испания, теперь очередь за Италией. Выборы в Греции, которые как ожидают инвесторы, скорее всего, так и не принесут долгожданной ясности. Даже США и Китай, до недавнего времени радовавшие инвесторов своей статистикой, сбавляют обороты. На этом мрачном фоне единственным светлым пятном являются монетарные власти, проводящие сверхмягкую денежно-кредитную политику, готовые в любой момент влить новую порцию ликвидности.*

*Учитывая все вышеперечисленное, наиболее оптимальной стратегией, на наш взгляд, является покупка надежных российских еврооблигаций с короткой дюрацией и увеличение кредитного рычага при улучшении рыночной конъюнктуры. Российские акции с учетом дисконтов к аналогам выглядят недооцененными, однако пока обстановка на финансовом рынке не начнет улучшаться акциям будет довольно сложно реализовать свой потенциал. В условиях высокой волатильности, мы считаем целесообразным участие в рынке акций через покупку опционов call при сильной "просадке" рынка и опционов put при необоснованном росте.*

**Разногласия среди членов Еврозоны приводят к усугублению европейского долгового кризиса.** Германия настаивает на бюджетном союзе и фискальной дисциплине, в то время как южноевропейские страны просят о дополнительном финансировании и разделении растущих издержек на обслуживание долга (выпуск еврооблигаций). За два года прошедших с начала европейского долгового кризиса страны валютного союза так и не смогли сформировать эффективной программы по его преодолению. Политика, направленная на фискальное ужесточение, в условиях падения потребления и промышленного производства показала свою несостоятельность.

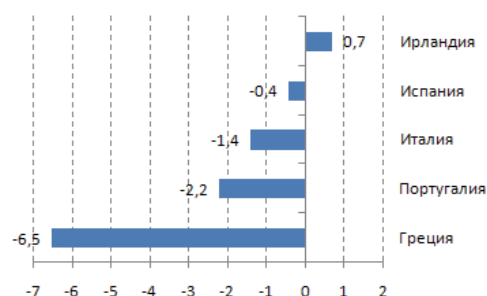
**Дезинтеграция Еврозоны де-факто началась.** Не столь важно останется сейчас Греция в еврозоне или нет после прошедших выборов, важно то, что в своем нынешнем виде Евросоюз нежизнеспособен. В условиях, когда основные стимулы для его создания, а именно экономическая и финансовая интеграция сейчас не работают. Банки усердно пытаются привести к балансу активы и пассивы по страновому признаку, а компании не принимают стратегических планов по расширению в условиях роста системного риска.

#### Премия/(дисконт) акций, входящих в индекс РТС

	2012	2013
P/E (развитые рынки)	-28%	-26%
P/E (развивающиеся рынки)	13%	12%
EV/EBITDA (развитые рынки)	-36%	-35%
EV/EBITDA (развивающиеся рынки)	-26%	-25%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

#### Темп роста ВВП в 1 кв. 2012г., год-к-году %



#### Чистые заимствования от ЕЦБ, млрд.€



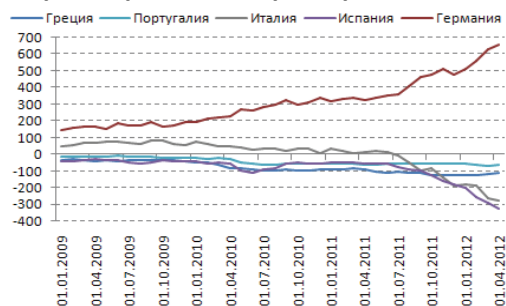
**Нежелание евробюрократии быстро провести реформы приводит к усугублению проблем.** В отличие от быстрых и практически “шоковых” действий, которые проводились ранее в ряде стран мира, в том числе в России в 1998-1999 годах (резкая девальвация рубля), медлительность и нежелание евробюрократии быстро провести необходимые и неизбежные реформы оборачивается ростом социальной напряженности и растущим раздражением и неприятием идеи “единой Европы”. Невозможность девальвировать собственную валюту и проводить самостоятельную экономическую политику лишь углубляет степень рецессии в Греции, Испании, Португалии и Италии.

**Греческая экономика находится в крайне трудном положении.** Она попала в долговую яму, в условиях которой новые сокращения расходов ведут к подавлению совокупного потребления в реальной экономике, отчего отношение государственного долга к ВВП становится еще выше. Участники финансовых рынков понимают, что такая ситуация является неустойчивой и легко может привести к новому раунду реструктуризации долгов (или даже к дефолту) и выходу из денежного союза.

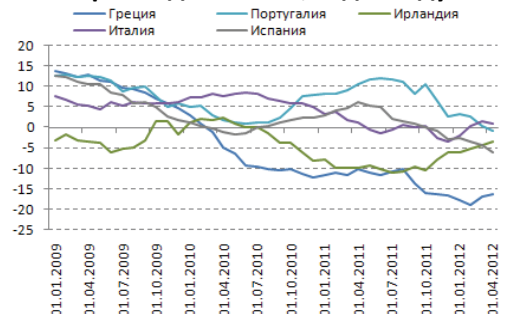
**Не исключено, что выборы, которые прошли в Греции 17 июня, не смогут поставить финальную точку,** и новое правительство, которое будет сформировано из членов партий выступающих за сохранение ранее принятых обязательств, вполне возможно, будет вынуждено пересмотреть свои взгляды, чтобы снизить социальную напряженность в стране. МВФ и ЕС тоже стоят перед непростым выбором: чтобы позволить Греции продолжать нормально функционировать, им, вероятно, придется пойти на определенный компромисс и смягчить предъявляемые требования. В противном случае возрастает вероятность “неуправляемого” дефолта, что, в свою очередь, повышает вероятность выхода Греции из еврозоны.

**Испанские банки остро нуждаются в капитале.** В Испании разрастается банковский кризис на фоне кризиса на рынке недвижимости, рецессии в экономике и рекордно высокой безработице. На балансах испанских банков скопилось порядка €220 млрд. проблемных активов, по которым нужно создать порядка €40 млрд. дополнительных резервов. Для того, чтобы стабилизировать ситуацию и сделать балансы банков более устойчивыми, правительство Испании попросило о предоставлении внешней помощи в размере 100 млрд. евро в специальный фонд (FROB – Fund for Orderly Bank Restructuring), призванный рекапитализировать проблемные испанские банки. Эти средства будут учитываться в составе испанского госдолга, и будут иметь привилегированное положение по отношению к средствам частных инвесторов.

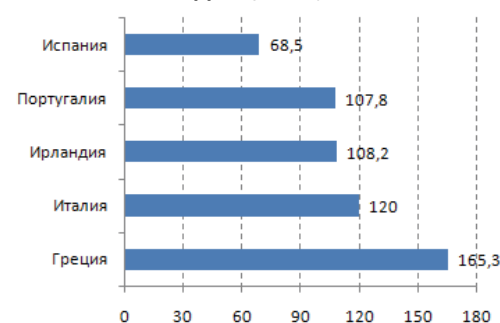
### Межбанковские платежные балансы стран Еврозоны, млрд. евро



### Темп роста депозитов, год-к-году %



### Соотношение долг/ВВП, %



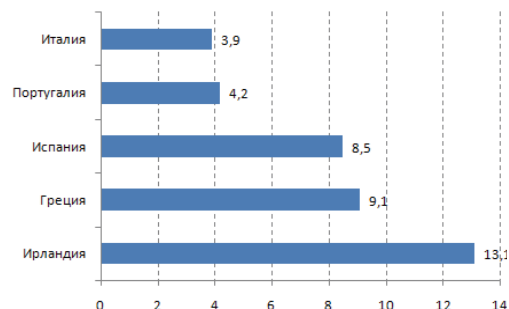
**Испания попала в долговую ловушку.** Испания, как и остальные периферийные европейские страны, попала в долговую ловушку, ситуация когда попытки снизить расходы приводят к увеличению долговой нагрузки на фоне спада ВВП. Уже к 2015г. соотношение госдолга к ВВП у Испании, по расчетам Fitch, может составить 95%. Доходность по 10-летним облигациям сейчас превышает 7% и если данный показатель продержится еще какое-то время или продолжит увеличиваться, то фактически это закроет рынок капитала для четвертой крупнейшей экономике Евросоюза.

**Италия может стать следующей.** Ситуации в Италии с одной стороны немного лучше, чем в Испании. У Италии меньший дефицит бюджета, уровень безработицы, частный сектор менее обременен долгами и нет проблемного сектора недвижимости на балансах банков. С другой стороны у Италии один из наиболее обремененных долгом госсектор (соотношению госдолг/ВВП - 123%), размер которого составляет 1.9 трлн.евро, и слабая динамика экономики, которая находится в рецессии уже в четвертый раз за последние 10 лет. Мы считаем, что Италия вполне может стать следующей страной в Еврозоне, которая обратится за международной помощью.

**Риск повторения событий 2008г. преувеличен.** На рынке существует опасение, что неопределенность, которая возникнет в связи с возможным распадом Еврозоны, может привести к кризису сравнимому с банкротством Lehman Brothers в 2008г. На наш взгляд, один лишь выход Греции из Еврозоны не способен привести к такому развитию событий, так как рынки уже давно закладывают в цену активов данный сценарий и все держатели «плохих» греческих активов уже известны. Таким образом, кризис недоверия, произошедший после банкротства Lehman Brothers и приведший к параличу финансовой системы, здесь не должен возникнуть. Паника может возникнуть в случае более крупного банкротства, например Испании или Италии, вероятность которого в краткосрочной перспективе мы расцениваем как минимальную.

**Мировые ЦБ отреагируют на плохие события предоставлением новой порцией ликвидности.** ЕЦБ и ФРС могут пойти на дальнейшие меры по увеличению своих балансов, а именно третий раунд программы количественного смягчения в США и LTRO в Европе, в случае если последует дальнейшее ухудшение ситуации в экономике и на финансовом рынке. Текущее положение вещей и риск повторения в еврозоне ситуации, аналогичной падению Lehman Brothers, не позволяют игнорировать проблемы, накопившиеся в банковской системе. Не исключено, что ФРС, как и в ноябре прошлого года, захочет совместно с другими центральными банками предпринять шаги для обеспечения адекватного долларového фондирования, а ЕЦБ может пойти на проведение третьего аукциона LTRO, чтобы предоставить банкам дешевые кредиты.

**Дефицит бюджета в 2011г., % ВВП**



**Цены на нефть под давлением.** Цены на нефть по-прежнему испытывают на себе все большее давление со стороны роста мировых поставок, в то же время спрос пока не окреп и прогноз негативен на фоне политической неопределенности в Европе и замедления роста китайской экономики. Мы ожидаем, что слабые фундаментальные показатели и европейские страхи будут способствовать снижению цен на нефть марки Brent до \$90 за баррель в ближайшие месяцы, поскольку отток спекулятивного капитала продолжается. Некоторую поддержку цены смогут найти, если напряженность вокруг Ирана снова усилится или мировые ЦБ заявят о новых стимулирующих мерах.

**Китайская экономика сейчас растет наименьшими темпами с 2009г.** Власти пытаются стимулировать экономику, смягчая денежно-кредитную политику, но, вероятно, этого будет недостаточно. История показывает, что Китай для улучшения производительности каждые 10 лет проводил структурные реформы. Вполне возможно, что следующей целью реформ будет банковский сектор, в котором преобладают несколько крупных государственных банков.

**После высоких темпов роста первого квартала экономическая активность в России весной начала снижаться.** Темп роста промышленного производства составил 2% и 1.3% в марте и апреле соответственно, опустившись до 30 месячного минимума. Подобная картина столь длительного падения за последние 12 лет наблюдалась только в 2008г.: с августа и по январь 2009г. Однако если в 2008г. речь шла о спаде, то сейчас речь идет скорее о замедлении экономической активности.

**Рубль крайне чувствителен к экспортной выручке.** После 10%-го снижения к бивалютной корзине в мае, в июне рубль отыграл часть потерь (+3%). Ввиду роста госрасходов и консервативной фискальной политики мы считаем, что рубль будет крайне чувствителен к изменению экспортной выручки, которая формируется во многом под влиянием цен на нефть. За счет этого любое значимое снижение стоимости нефти будет сопровождаться падением курса рубля для уровня необходимого для балансировки бюджета.

**При кризисе в наибольшей степени пострадает госсектор, зависимость которого от цен на нефть сильно увеличилась в последние годы.** Российский промышленный и банковский сектор сейчас в меньшей степени подвержен отрицательному воздействию экономического кризиса, чем в 2008г. Но вот зависимость российского бюджета от цен на нефть за прошедшие четыре года только усилилась. Увеличение доли нефтегазовых доходов и рост бюджетных обязательств привели к тому, что значение ненефтегазового структурного дефицита бюджета вот уже более трех лет устойчиво держится на уровне около 10% ВВП и с учетом принятых обязательств не может быть сокращено в ближайшие годы.

**Рекомендуемая стратегия:**

**Долговые инструменты.** Наиболее оптимальной стратегией на наш взгляд является покупка надежных российских еврооблигаций с короткой дюрацией и увеличением портфеля за счет кредитного рычага при значительной “просадке” рынка для улучшения доходности портфеля.

**Золото.** Низкие процентные ставки, спрос со стороны институциональных инвесторов, а также растущие риски формируют благоприятный внешний фон для роста стоимости золота.

**Участие в рынке акций через опционы.** В условиях высокой волатильности также целесообразно покупать опционы call на индекс РТС при сильной “просадке” рынка и опционы put при необоснованном росте.

**Валюта.** Наиболее оптимальной валютой при текущей конъюнктуре на наш взгляд является Доллар США.

**Содержание**

<b>Макроэкономическая конъюнктура</b> .....	<b>7</b>
Европейская дезинтеграция .....	7
<b>Ситуация в Греции</b> .....	<b>8</b>
Сценарий выхода из Еврозоны.....	12
<i>Последовательность событий</i> .....	12
<i>Последствия</i> .....	14
<b>Ситуация в Испании</b> .....	<b>23</b>
Экономика США .....	27
Экономика Еврозоны.....	31
Экономика Китая.....	34
Экономика России .....	37
<b>Конъюнктура товарных рынков</b> .....	<b>44</b>
Нефть.....	44
Золото .....	47
<b>Российский долговой рынок</b> .....	<b>49</b>
<b>Российский фондовый рынок</b> .....	<b>52</b>

## Макроэкономическая конъюнктура

### Европейская дезинтеграция

Европейская солидарность, о которой так много говорили последние 20 лет, похоже, трещит по швам. Среди европейских лидеров нет единства в отношении способов разрешения долгового кризиса. Ключевые стимулы к образованию Еврозоны, а именно экономическое и финансовая интеграция, больше не работают, что ставит под сомнение жизнеспособность Еврозоны. Инвесторы отчаиваются увидеть вменяемый антикризисный план со стороны европейских политиков и покидают европейский финансовый рынок, доводя до рекордных значений доходности облигаций проблемных стран Еврозоны. Логическое развитие событий и тенденций последних двух лет неминуемо приведет к частичному распаду Еврозоны, помешать этому может лишь решительные эффективные антикризисные меры европейских лидеров, на которые, к сожалению, европейские лидеры были пока не способны.

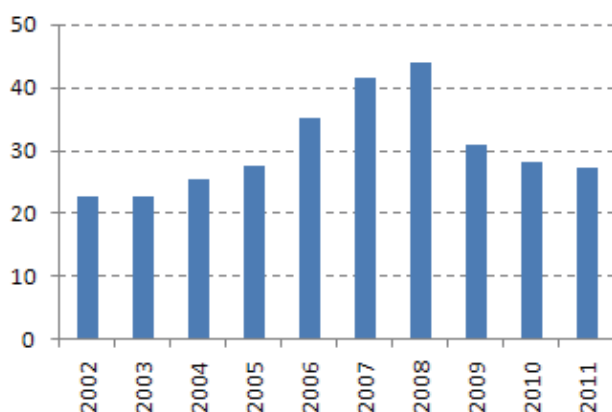
Текущая ситуация в Еврозоне выглядит следующим образом. Ряд членов валютного союза, наиболее крупные из которых Италия и Испания, не могут или близки к тому, чтобы быть не в состоянии обслуживать свой госдолг без внешней помощи. Основными держателями госдолга, в случае Италии и Испании являются местные банки, которые в значительной степени пострадали от ухудшения экономической конъюнктуры в данных странах. В итоге страны с низкой кредитоспособностью вынуждены спасать банки, которые в свою очередь должны поддерживать государство, покупая обесценивающиеся гособлигации.

Ключевая проблемы Европы - это значительный объем долгов, и для снижения долгового бремени нужно согласиться на ускорение инфляции. Но ускорить инфляцию, поддерживая профицитные бюджеты, как это предлагает Германия - невозможно. Правительства должны соглашаться на рост бюджетных расходов и финансировать их прямой эмиссией ЦБ, как это делается в США, но Германия выступает против такого пути решения проблем.

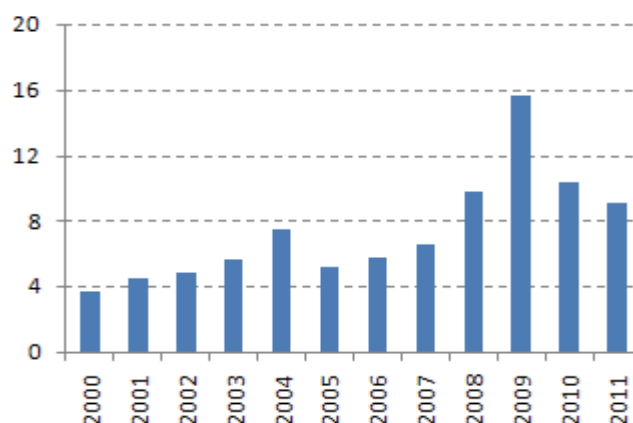
### Ситуация в Греции

Ситуация вокруг не самой большой и влиятельной средиземноморской страны вот уже больше двух лет будоражит рынки. Все началось в мае 2010г., когда всплыла информация о махинациях в области государственных финансов и сокрытии истинного масштаба дыры бюджета и долгового бремени страны. С этого начался европейский долговой кризис. С тех пор долговой кризис распространился на Португалию, Испанию и Италию и прошло десятки саммитов, заседаний ЕЦБ, встреч глав правительств и министров финансов стран Еврозоны с целью стабилизации ситуации и выделения помощи проблемным странам.

**Дефицит торгового баланса, млрд. евро**

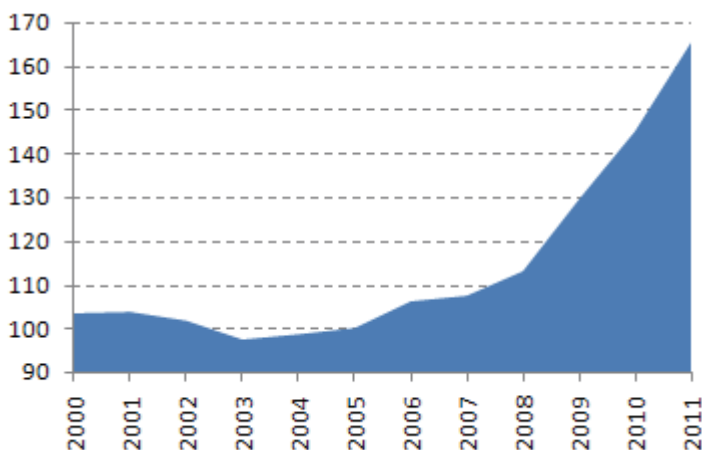


**Дефицит бюджета, % ВВП**



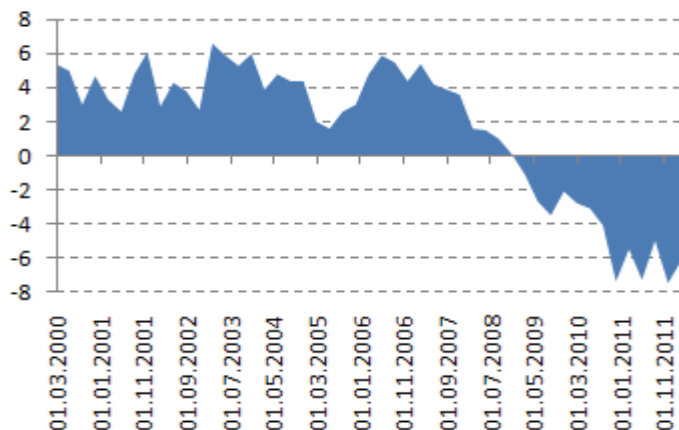
Для того, чтобы избежать дефолта Греции МВФ и ЕС согласовали пакет финансовой помощи, с начала в 2010г. объемом €110 миллиардов, а затем в начале 2012г. на €130 миллиардов. Взамен Греция обязалась реализовать многолетнюю программу сокращения бюджетного дефицита за счет урезания расходов.

**Госдолг/ВВП, %**



Основными итогами антикризисной политики последних двух лет, проводимой в Греции и навязываемой странами Евросоюза стали сильный спад экономики, рост безработицы, объявление частичного дефолта, в ходе которого частные инвесторы списали 50% греческого долга (около €100 млрд.), масштабное сокращение госрасходов и недовольство населения проводимой властями политикой, которое переросло в политический кризис.

#### Динамика квартального ВВП, % год-к-году



Источник: Национальное статистическое бюро

6 мая 2012г. в стране прошли выборы, в ходе которых ни одна из партий не получила парламентского большинства (всего в парламенте Греции 300 мест) и не смогла сформировать правительство. Также завершились провалом переговоры по созданию коалиционного правительства. В результате на 17 июня в стране были назначены повторные выборы победителем, которых стала партия Новая Демократия во главе с Антонисым Самарасом. Вместе с ПАСОК две партии смогут сформировать парламентское большинство, так как получили 162 и 300 мест. Обе партии выступают за сохранение Греции в Еврозоне выполнению обязательств Греции перед международными кредиторами.

**Партийные состав греческого парламента (выборы июнь 2012г.)**

Партия	Лидер	Процент голосов	Количество мест в парламенте
Новая демократия (НД)	Антонис Самарас	29.7%	129
Коалиция радикальных левых (Сириза)	Алексис Ципрас	26.9%	71
Всегреческое социалистическое движение (ПАСОК)	Евангелос Венизелос	12.3%	33
Независимые греки (АНЕЛ)	Панос Камменос	7.5%	20
Золотая заря	Николаос Михалоликос	6.9%	18
Демократические левые (ДИМАР)	Фотис Кувелис	6.3%	17
Коммунистическая партия Греции (ККЕ)	Алека Папарига	4.5%	14

Источник: Министерство внутренних дел Греции

**Партийные состав греческого парламента (выборы май 2012г.)**

Партия	Лидер	Процент голосов	Количество мест в парламенте
Новая демократия (НД)	Антонис Самарас	18.9%	108
Коалиция радикальных левых (Сириза)	Алексис Ципрас	16.8%	52
Всегреческое социалистическое движение (ПАСОК)	Евангелос Венизелос	13.2%	41
Независимые греки (АНЕЛ)	Панос Камменос	10.6%	33
Коммунистическая партия Греции (ККЕ)	Алека Папарига	8.5%	26
Золотая заря	Николаос Михалоликос	7.0%	21
Демократические левые (ДИМАР)		6.1%	19

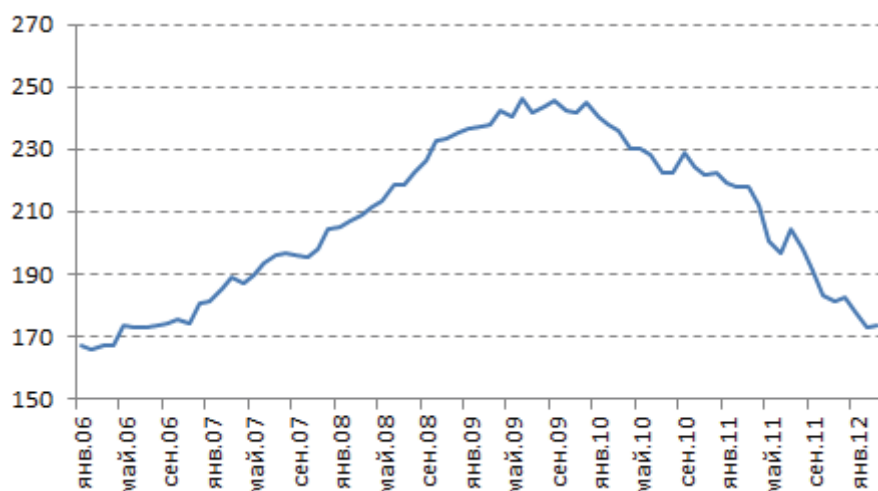
Источник: Министерство внутренних дел Греции

**Партийные состав греческого парламента (выборы 2009г.)**

Партия	Лидер	Процент голосов	Количество мест в парламенте
Всегреческое социалистическое движение (ПАСОК)	Георгиос Папандреу	43.9%	160
Новая демократия (НД)	Антонис Самарас	33.5%	91
Коммунистическая партия Греции	Алека Папарига	7.53%	21
Народный православный призыв	Георгиос Каратзаферис	5.62%	15
Коалиция радикальных левых (Сириза)	Алексис Цыпрас	4.59%	13

Источник: Министерство внутренних дел Греции

### Депозиты резидентов в Греции, млрд. евро



Источник: Банк Греции

*Долговой кризис и царящая неопределенность способствуют выводу капитала из греческих банков. В настоящее время объем депозитов резидентов упал до уровня 2006г.*

**Победа НД может решить краткосрочные проблемы, но не структурные.** После победы на выборах партии Новая Демократия Греции, вполне возможно, удастся решить краткосрочные проблемы с обслуживанием долга, однако причина кризиса, которая заключается в низкой конкурентоспособности греческой экономики и завышенного социального бремени государства, так и останется нерешенной. Таким образом, страна и ее банковская система продолжат напрямую зависеть от внешнего финансирования, что рано или поздно все равно приведет к необходимости радикальной трансформации греческой экономики.

**Даже самые радикальные партии в Греции вряд ли заинтересованы в немедленном выходе из Еврозоны,** так как в краткосрочной периоде это грозит серьезнейшими проблемами для греческой экономики. По оценкам МВФ бюджетный дефицит Греции должен составить 7.5% ВВП в этом году, однако если Греция выйдет из еврозоны спад экономики, вызванный временным разрушением хозяйственных связей, и необходимость рекапитализации банков приведет к увеличению бюджетного дефицита в разы при том, что доступ к международному рынку капитала будет закрыт.

**Главными доводами в пользу выхода служат возможность объявить дефолт по своим обязательствам и проводить независимую монетарную и фискальную политику.** Без учета расходов на обслуживание долга бюджетный дефицит Греции составляет всего 1% ВВП, поэтому отказ от обслуживания долга способен значительно сократить госрасходы.

Так как даже после прошедших парламентских выборов риск выхода Греции из Еврозоны в течение ближайших нескольких лет все равно остается, мы решили рассмотреть возможные последствия этого события, как для самой Греции, так и для остальных стран Еврозоны и ЕЦБ.

## Сценарий выхода Греции из Еврозоны

### Последовательность событий

Вначале Греции придется ввести новую/старую денежную единицу - драхму, и пересчитать все цены, зарплаты и контракты в ней. Для этого государству нужно будет определиться с курсом конвертации. Этот изначальный курс не столь важен, так как более важным будет рыночный курс, который установится после введения валюты и покажет реальное соотношение внутренних и внешних цен. Для удобства изначальный курс может быть установлен с паритетом к евро.

Новая валюта сильно обесценится сразу после введения. Для обеспечения конкурентоспособности греческой экономики драхме надо будет обесцениться на 40-50% по отношению к евро. Однако, как показывает история, первоначальная девальвация валюты может быть чрезмерной и лишь некоторое время спустя курс стабилизируется на более высоком адекватном уровне.

Вопрос остается в том, будет ли Греция пытаться как-то контролировать курс драхмы и не введет ли правительство контроль за движением капитала, для предотвращения слишком резкого обесценения драхмы и вывоза капитала. Даже если Греция покинет Еврозону, она наверняка захочет остаться в Евросоюзе, где запрещено введение ограничений на движение капитала. В рамках ЕС это возможно лишь в исключительных случаях на временной основе. И для Греции вполне возможно сделают исключение, иначе страна может попасть в экономическую изоляцию.

При отсутствии помощи со стороны ЕС у страны не будет средств на обслуживание долга, и она объявит дефолт либо предложит кредиторам номинировать долг в местной валюте, что будет тоже фактически обозначать дефолт. Однако дело не ограничится только дефолтом суверена, дефолт могут объявить множество частных компаний и домохозяйств в результате роста стоимости долгов номинированных в евро, после обесценения местной валюты. Совокупный объем дефолтов в случае выхода Греции оценивается экономистами на уровне 3% ВВП Еврозоны.

Банки, скорее всего, будут закрыты на некоторое время, пока происходит деноминация, чтобы избежать панического изъятия вкладов. Угроза выхода Греции из еврозоны уже приводит к значительному оттоку капитала из страны и средств с депозитов в греческих банках, что может перерасти в масштабный банковский кризис. Для предотвращения банковского кризиса и для сохранения капитала в стране правительству вполне возможно будет нужно вводить запрет на вывоз капитала и на определенные банковские операции.

Для того, чтобы избежать драматических последствий стране придется действовать быстро и принимать оперативные решения, что в рамках еврозоны, где не прописана процедура выхода страны из валютного блока, будет сделать крайне затруднительно. В результате стране грозит наиболее болезненная процедура перестройки экономики с углублением кризисных явлений, что будет своего рода отпугивающим примером для остальных проблемных стран Еврозоны, задумывающихся о выходе.

#### **Справка. История дефолтов**

*В книге Кеннета Рогоффа и Кармен Рейнхарт «На этот раз все будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства» показано, что с 1800 по 2006 годы человечество прошло по крайней мере через пять многолетних долговых кризисов, когда до половины стран мира отказывались платить по долгам. И в промежутках между кризисами 10–20% стран находились в состоянии дефолта. С 1946 по 2006 год произошло 169 суверенных дефолтов.*

*С 1980-х годов в мире, помимо прочего, случились дефолты в таких заметных странах, как Филиппины, Индонезия (трижды), Южная Африка (трижды), Нигерия (пять раз). Практически все государства Центральной и Южной Америки в это время объявляли дефолт, большинство не по одному разу. Не удалось избежать этого и Чили в 1983 году, управляемой тогда командой «чикагских мальчиков».*

*Греция дефолт или реструктуризацию долгов проводила за свою современную историю (с 1829 года) пять раз и находилась в этом состоянии, согласно выкладкам Рогоффа, половину всего своего независимого существования. Испания в XIX–XX века объявляла дефолт восемь раз.*

*Экономисты замечают, что если уж та или иная страна дошла до стадии, когда дефолт хорошо различим, вероятность спасения невелика. Такие случаи бывают, но скорее как исключение: в начале 1980-х Австралия находилась в тяжелой долговой ситуации, однако избежала дефолта. В начале 1990-х Финляндия переживала значительные финансовые трудности, но выправила ситуацию, существенно сократив госрасходы, причем при полной поддержке этих мер со стороны общества, чего вовсе нет в Греции.*

## Выход Греции из Еврозоны и его последствия

### Последствия для Греции

Основная проблема греческой экономики связана с ее низкой конкурентоспособностью и производительностью труда по сравнению с остальными странами ЕС, особенно Германии. Страна долго жила с хроническим дефицитом торгового баланса и бюджета за счет дешевого фондирования получаемого от остальных стран кредиторов еврозоны, прежде всего Франции и Германии. Однако мировой финансовый кризис и накопленный критический размер долга привел к неминуемым проблемам с обслуживанием внешних заимствований.

Греции нужно не столько снизить уровень долга, сколько значительно увеличить производительность труда, однако в рамках еврозоны Греции никогда не добиться повышения конкурентоспособности, которая необходима стране для выхода из экономической депрессии. Нужна перестройка всей экономики страны, а без собственной валюты, это еще не удавалось ни одной стране мира.

Если страна покинет Еврозону, то ее неминуемо ждет дефолт и реструктуризация долга. Возможно часть обязательств, прежде всего перед частными кредиторами, будет возможно конвертировать в драхмы, однако львиная доля внешних обязательств все равно останется в евро. Кроме государства банкротства коснутся и частного сектора, большая часть внешних обязательств которого также номинирована в евро.

Страна введет новую денежную единицу, которая быстро обесценится по отношению к евро, вероятно, на 40-50%. Для предотвращения панического бегства капитала и изъятия вкладов из банков правительству нужно будет объявить банковские каникулы и ввести ограничения на движения капитала.

Страна, вероятно, столкнется с гиперинфляцией особенно в краткосрочной перспективе, поскольку правительство запустит печатный станок, в том числе для спасения банковской системы, однако принимая во внимание большой обе

### Последствия для остальных стран еврозоны

**Угроза эффекта домино – является ключевой.** Выход Греции из Еврозоны и ее дефолт страшен не как таковой, он будет иметь минимальные последствия для европейской банковской системы и экономики с точки зрения размера потенциальных убытков (не более 3% ВВП Еврозоны), сколько как возможный эффект домино. Примеру Греции могут последовать другие гораздо более значимые периферийные европейские страны как Италия и Испания.

**Снижение рейтингов и увеличение стоимости заимствования.** В случае если Греция покинет регион вследствие политического кризиса или из-за невыполнения финансовых обязательств перед кредиторами рейтинги всех стран еврозоны будут перемещены в список на пересмотр в сторону понижения. Существенно вырастет стоимость заимствования для всех периферийных стран еврозоны, что вызовет новую панику на рынках капитала и бегство в качественные активы. ЕЦБ и европейские власти будут вынуждены принять решительные меры по разрешению кризисной ситуации.

*За год S&P снизил рейтинг Италии на 4 ступени с AA- до BBB+.*

#### Динамика доходности 10-летних гособлигаций Испании и Италии

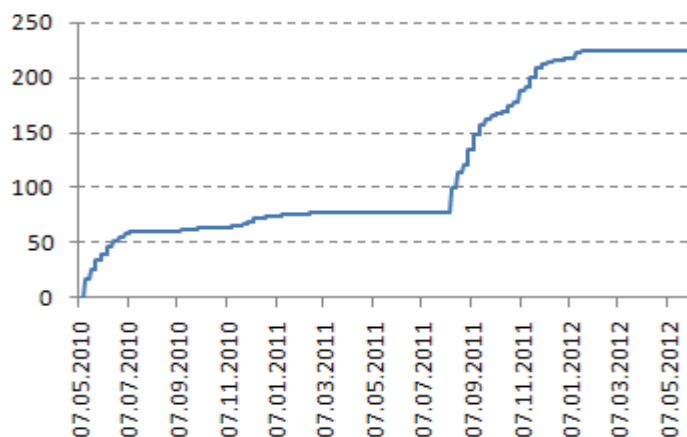


*За последние 9 месяцев инвесторы продали итальянские гособлигации на сумму 200 млрд. евро, а продажи испанских бумаг составили 80 млрд. евро. Это более 10% общего объема госдолга стран.*

Источник: Bloomberg

**Дефолт Греции.** Выход Греции из Еврозоны будет неминуемо сопровождаться ее дефолтом. Сам по себе дефолт Греции не так страшен для европейских банков. В абсолютном значении на балансах банков Германии, Франции и Великобритании находится греческих гособлигаций на сумму €68.7 млрд. К тому же, европейские банки снизили объем вложений в облигации стран PIIGS за последние 2 года на 36% до €1.2 трлн. Основным покупателем этих активов стал ЕЦБ, который скупил данных облигаций на €225 млрд.

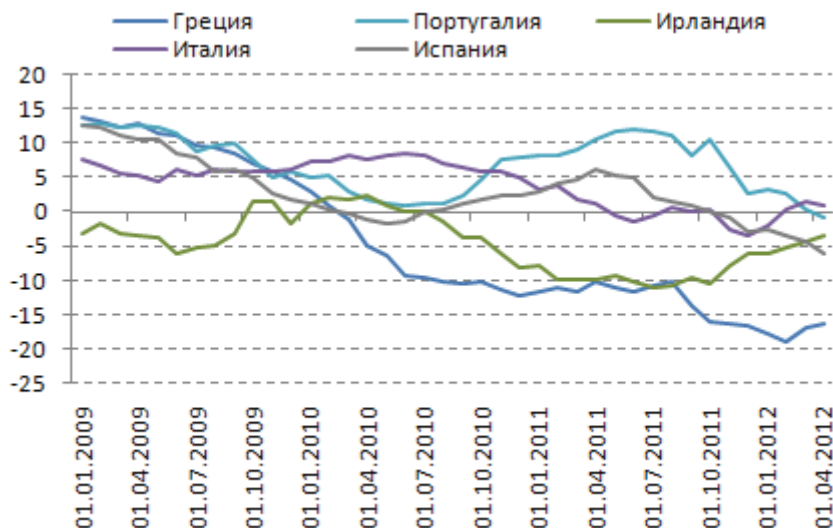
**Гособлигации периферийных стран на балансе ЕЦБ, млрд.евро**



Источник: ЕЦБ

**Изъятие вкладов и вывод капиталов из проблемных стран.** Однако наиболее существенным последствием будет риск изъятия вкладов из проблемных стран, таких как Испания, Италия и Португалия, так как население может изъять переложить свои сбережения в более надежные европейские банки на случай выхода их стран из состава еврозоны. Это может серьезно пошатнуть балансы банков и даже привести к банковскому кризису.

**Динамика депозитов, год-к-году %**



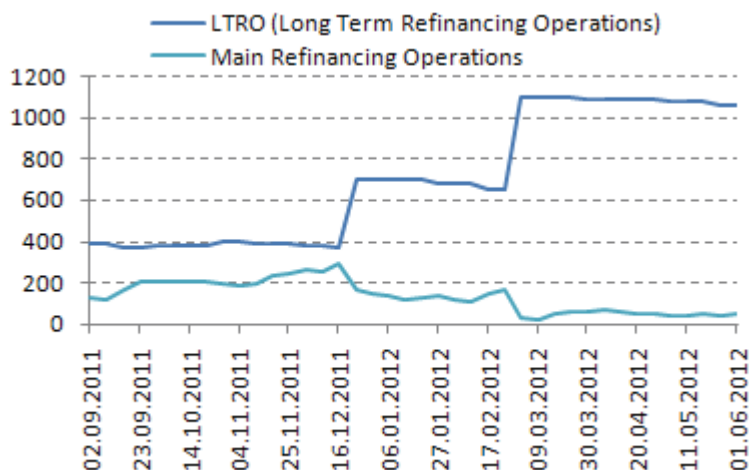
Источник: Банк международных расчетов

**Вывод капиталов уже идет, однако выход Греции может ускорить процесс.**

Этот процесс уже идет, так объем депозитов на балансах банков стран PIIGS с конца 2010г. снизился на €80.6 млрд. (на 3.2%), в то время как банки Германии и Франции зафиксировали прирост депозитов за аналогичный период на €217.4 млрд. На неделе последовавшей за выборами в греческий парламент из банков Греции было выведено 700 млн. евро, а общее снижение объема депозитов с пикового значения 2009г. составило €75 млрд. (-32%).

**Потребуется дополнительная ликвидность от ЕЦБ.** По данным Citigroup европейским банкам для того чтобы справиться с последствиями выхода Греции из Еврозоны потребуется ликвидность в размере около €800 млрд. от ЕЦБ. Банки уже отчасти подготовились к возможной панике, так уровень денежных средств и эквивалентов за последние два года у крупнейших европейских банков вырос на 77%, средства на счетах в ЕЦБ достигают максимальных значений за всю историю. Достаточность капитала первого уровня у 10 крупнейших европейских банков увеличилась до 10.7% по сравнению с 9.3% в конце 2009г.

**Финансирование европейских банков ЕЦБ через инструменты рефинансирования, млрд.евро**



Источник: ЕЦБ

*Основным инструментом рефинансирования европейской банковской системы в 2012г. стали LTRO.*

## Последствия для остального мира

Ввиду того, что Греция играет минимальную роль в мировой торговле и другие страны, кроме европейских, имеет низкую вовлеченность в ее обязательства и активы, выход страны почти не окажет влияния на остальные страны мира. Однако ее выход может породить значительную неопределенность и повысить вероятность выхода таких, гораздо более значимых, стран как Испания и Италия.

Частичный развал еврозоны, когда слабые страны покинут состав валютного блока может стать решением европейских проблем, что станет также позитивным для остального мира. Однако первоначально это может привести к глубокой рецессии в Европе и негативно отразится на экономическом росте в остальных странах мира, прежде всего в России, для которой Европа является важнейшим торговым партнером.

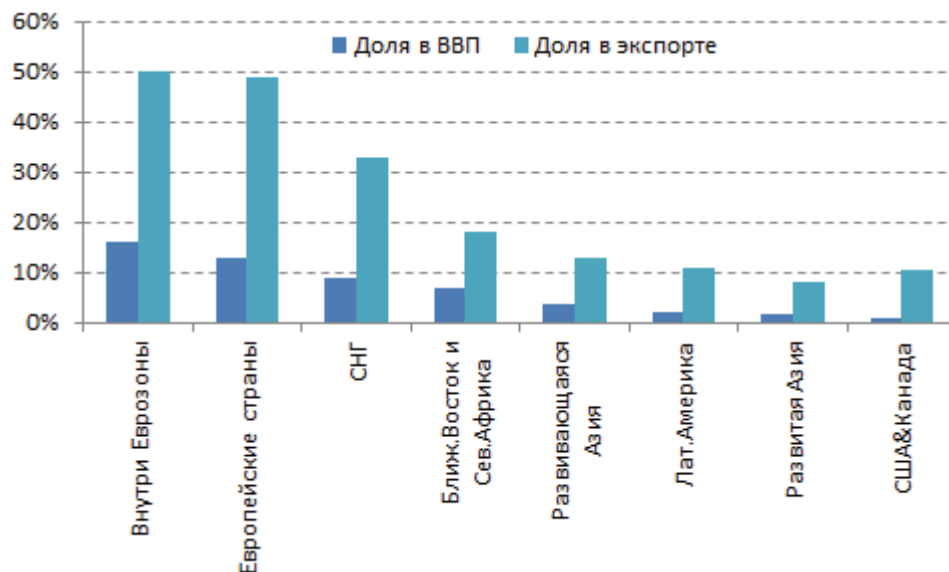
Даже хорошо организованный выход слабых стран из состава еврозоны приведет к существенной неопределенности и частичному разрушению хозяйственных связей, которые нарабатывались долгие годы. Степень влияния частичного распада Еврозоны на какую-либо страну будет зависеть от степени ее вовлеченности в торговые и финансовые связи с Европой и способности ее политических и финансовых институтов противостоять внешним шокам.

## Торговые связи

Еврозона является наиболее важным торговым партнером для стран Восточной Европы, экспорт в который составляет около 13% ВВП и почти 50% от всего объема экспорта этих стран. В таких странах как Чехия и Венгрия экспорт в Еврозону составляет почти 40% ВВП. Также значительными торговыми партнерами еврозоны являются Швейцария и Великобритания.

Страны Еврозоны занимают также весьма значительную долю в экспорте стран СНГ. Так на Еврозону приходится более трети всего экспорта и около 9% ВВП. На Европу приходится 52% российского экспорта. Сравнительно низкую долю Еврозона занимает в экспорте стран Латинской Америки, развитых азиатских стран (Япония, Южная Корея, Австралия) и наименьшую долю в экспорте США и Канады.

### Экспорт товаров в Еврозону по регионам



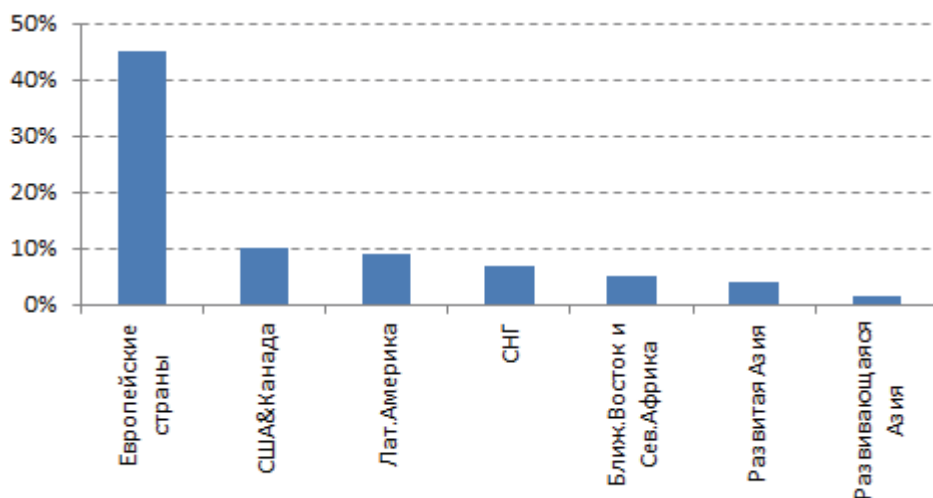
Источник: МВФ

### Финансовые связи

Торговые связи является лишь частью взаимной связи между регионами мира. Второй немаловажной частью являются финансовые связи. В наибольшей степени от финансирования со стороны кредитных учреждений еврозоны зависят развитые европейские страны и страны восточной Европы. Страны восточной Европы находятся под значительным риском в случае сокращения закрытия кредитных линий и лимитов и финансовых учреждений Еврозоны. Австрийские банки уже серьезно сократили свою деятельность в странах восточной Европы.

Также в значительной мере от финансирования из Еврозоны зависят российские банки, у которых 80% иностранных займов приходится на страны ЕС.

### Зависимость от финансирования из Еврозоны, % ВВП



Источник: МВФ

Другой стороной финансовых отношений являются инвестиции стран в Еврозону. Здесь под наибольшим риском находится Великобритания и в гораздо меньшей степени США. Доля вложений в долги европейских периферийных стран у американских банков составляет всего 12% капитала первого уровня, по сравнению с более 25% у британских банков.

Известно, что около 40% российских ЗВР находятся в инструментах, номинированных в евро. Обесценение европейской валюты будет способствовать снижению стоимости ЗВР, однако укрепление доллара, в котором номинирована большая часть резервов, способно компенсировать это падение.

## **Возможные меры по стабилизации ситуации**

Для преодоления системного кризиса Еврозоне необходимы структурные реформы, которые должны проводить европейские политики, однако справиться с кризисными ситуациями в европейском финансовом секторе будут ЕЦБ и запускаем в июле Европейский стабилизационный механизм (ESM).

**ЕЦБ и набор антикризисных инструментов.** На первый взгляд ЕЦБ обладает широким перечнем инструментов для поддержания банков и периферийных стран: от снижения базовой ставки (сейчас 1%) до расширения своего баланса путем долгосрочных операций по рефинансированию (LTRO) и скупки активов (SMP).

**Такие последствия как инфляция и ухудшение качества активов сдерживают ЕЦБ.** Действия ЕЦБ по поддержанию европейской финансовой системы ограничены с одной стороны воздействием данных операций на инфляцию, а с другой их влиянием на собственную финансовую устойчивость. В условиях спада экономики Еврозоны инфляционное давление будет невысоким даже при проведении активной стимулирующей политики со стороны ЕЦБ.

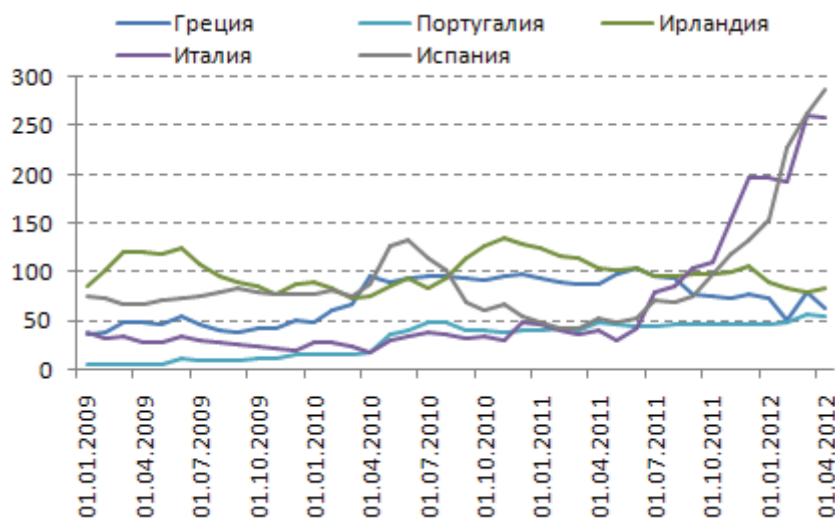
**Но в текущей ситуации эти доводы не столь весомы.** В условиях спада экономики преобладают скорее дефляционные процессы, а с точки зрения финансовой устойчивости ЕЦБ обладает значительным запасом прочности. Во-первых, капитал и резервы ЕЦБ составляют €85.5 млрд., а во-вторых у ЕЦБ есть счет переоценки активов почти на €400 млрд. Это в значительной степени развязывает руки ЕЦБ.

**ЕЦБ поддерживает европейскую финансовую систему, но эффект будет краткосрочным.** Несмотря на то, что мы считаем, что ЕЦБ может и будет поддерживать европейскую финансовую систему, в том числе банковскую систему и госсектор проблемных стран, на наш взгляд такая помощь окажет лишь краткосрочный положительный эффект, так как проблема экономик периферийных стран не в нехватке ликвидности, а в низкой конкурентоспособности и высоком уровне долга.

*За последний год роль ЕЦБ изменилась с гаранта стабильности цен на спасители последней инстанции*

*Запас прочности у ЕЦБ пока высок*

**Чистые заимствования от ЕЦБ, млрд.€**



Источник: ЕЦБ

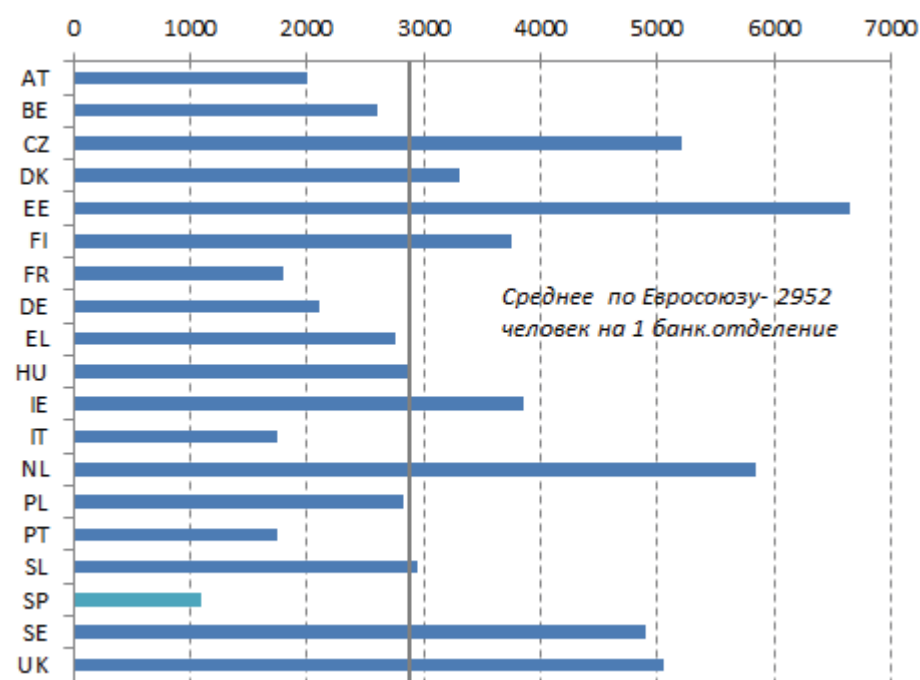
**В этом году ЕЦБ вероятно еще раз пойдет на новый раунд предоставления ликвидности.** На наш взгляд, в течение этого года ЕЦБ может пойти как на снижение процентной ставки, так и на новый раунд выдачи долгосрочных кредитов европейским банкам, в случае ухудшения обстановки

**В июле будет запущен €500 миллиардный стабилизационный фонд.** Также организация финансирования дефицитных бюджетов и рекапитализации крупных банков может быть организована через ESM (European Stability Mechanism), который начнет функционировать уже в июле общий объем фондирования, по которому может составить €500 млрд.

## Ситуация в Испании

**Серьезные проблемы в банковском секторе.** Снижение ВВП, вызванное сокращением госрасходов и кредитным кризисом, и серьезный спад на рынке недвижимости отрицательным образом сказываются на состоянии дел испанских банков. Комбинация высокой долговой нагрузки частного сектора (около 170% ВВП) и значительный вес падающего строительного сектора на балансах испанских банков (около 35% ВВП) вызывают серьезное беспокойство за качество их активов. Проблемы с привлечением финансирования уже привели к тому, что 11% активов банковской системы (316 млрд. евро) финансируется при помощи ЕЦБ.

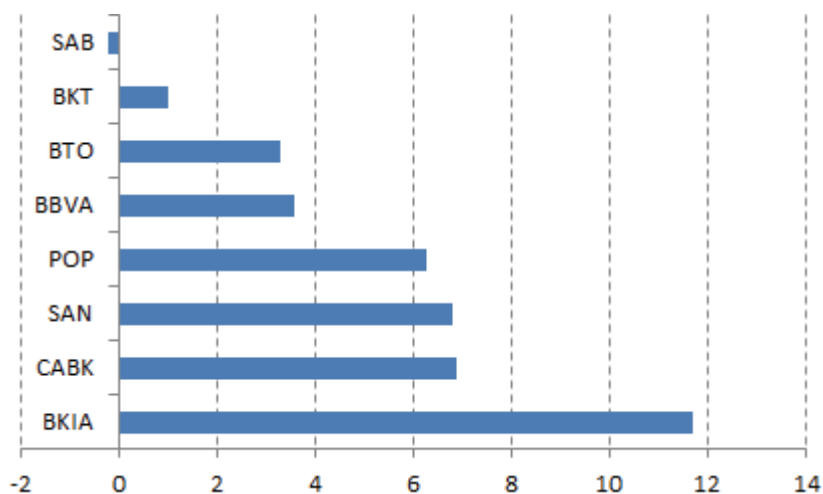
### Количество человек на 1 банковское отделение



*Испания занимает первое место по распространенности банковских отделений, что свидетельствует не только о развитии сектора, но и о его малой эффективности.*

**Государство спасает банки.** В мае за помощью к государству обратился третий по величине банк страны Bankia SA. Испания намерена дополнительно влить в капитал банка 19 млрд. евро (1.8% ВВП), что сопоставима с объемом всей помощи банковскому сектору страны с 2010 года. Спасение банковской системы Испании может обойтись властям в дополнительные 30 миллиардов евро (2.9% ВВП) сверх 19 миллиардов евро, за которыми обратилась группа Bankia. Основная часть средств из общей этих средств пойдет на спасение региональных банков (CatalunyaCaixa, Novagalicia и BancodeValencia).

**Дополнительная потребность в капитале, млрд.евро**



Источник: данные банков, расчеты Прайм Марк

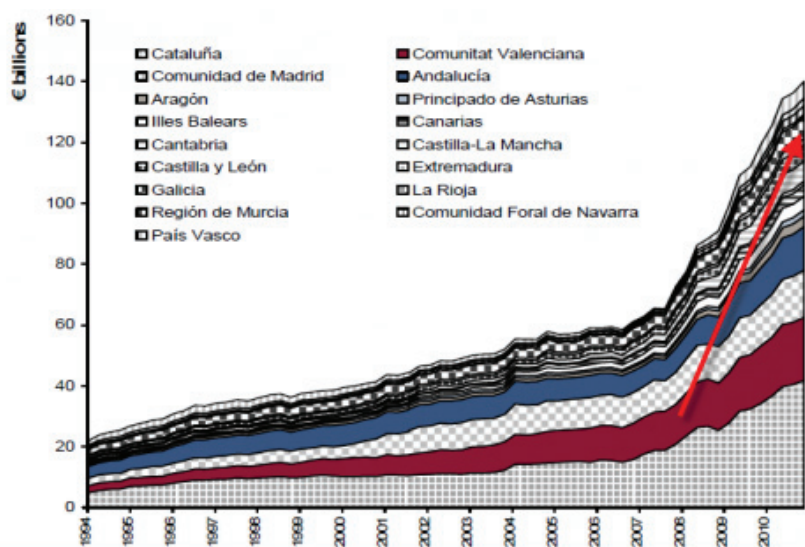
**Ожидаемые убытки и дополнительно необходимый капитал крупнейшим испанским банкам**

	Банки								Всего
	SAN	BBVA	POP	SAB	BKT	CABK	BKIA	BTO	
<b>Проблемные активы, млрд.евро</b>	33.4	28.3	30.9	38.3	1.6	36.6	40.6	10.7	220.4
% от активов	14%	12%	23%	28%	4%	15%	20%	14%	16%
Уровень дефолта	81%	83%	78%	86%	74%	75%	76%	84%	80%
Ожидаемые убытки	15.4	12.2	13.6	17.3	0.6	14.4	16.8	5.0	95.3
% от активов	6.6%	5.0%	10.3%	12.7%	1.4%	5.9%	8.4%	6.6%	7.1%
<b>Другие активы, млрд.евро</b>	201.6	214.5	101.2	98.1	42.3	207.2	160.4	64.7	1090
% от активов	86%	88%	77%	72%	96%	85%	80%	86%	84%
Уровень дефолта	12%	10%	13%	12%	9%	10%	11%	12%	11%
Ожидаемые убытки	12.5	10.8	6.6	5.85	1.7	10.7	7.8	3.9	59.9
% от активов	5%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	5%	5%
<b>Всего активов</b>	235	242.8	132.1	136.4	43.9	243.8	201.1	75.4	1311
Уровень дефолта	22%	19%	28%	33%	12%	20%	24%	22%	23%
Ожидаемые убытки	27.9	23	20.2	23.15	2.3	25.1	24.6	8.9	155
- Сформированные резервы	17.0	16.7	14.6	25.4	1.2	19.2	16.1	5.2	115
Непокрытые убытки	10.9	6.3	5.6	-2.25	1.1	5.9	8.5	3.7	39.8

Источник: данные банков, расчеты Прайм Марк

**Еще одной проблемой Испании является высокая задолженность регионов.** Совокупная задолженность 17 автономных областей Испании составляет 13% ВВП. С 2006г. долг областей с €60 до €140 млрд. (\$175 миллиардов). Наиболее проблемными с точки зрения долга регионами являются Каталония и Валенсия. При этом значительная часть регионального долга (более 22 млрд. евро) должна быть погашена в течение ближайших двух лет. Из них примерно половину приходится на облигации, а другая половина на кредиты, предоставленные испанскими банками.

#### Долги испанских регионов, млрд. евро



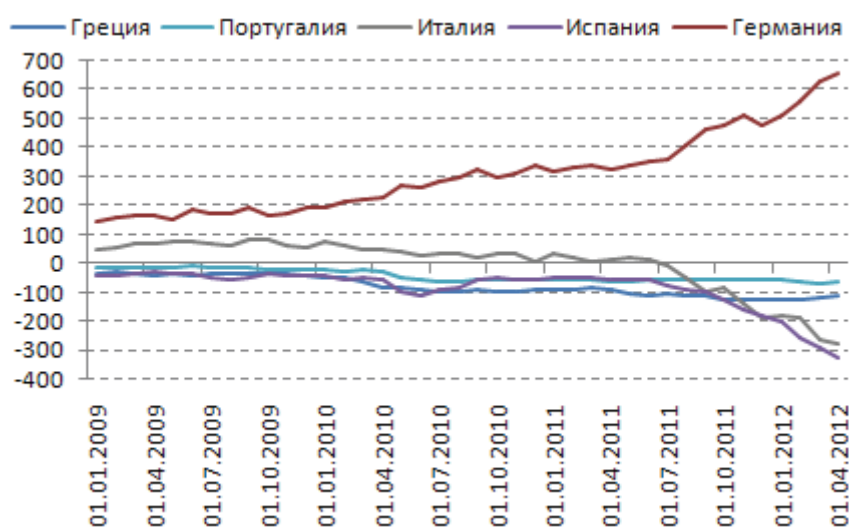
Source: Credit Suisse, Bank of Spain

Сейчас правительство пытается разработать план, который обеспечит 17 регионам страны доступ к рынкам капитала. Доходность погашаемых в 2013 году облигаций Каталонии, крупнейшего и наиболее обремененного долгами региона, 13 июня достигла 13%, тогда как ставки по сопоставимым госбумагам Испании составляют 6.7%.

**Дефицит бюджета, растущая стоимость заимствований, затраты на финансирование банковской системы значительно увеличат госдолг Испании.** Ожидается, что в 2012г. он составит около 80% ВВП, по сравнению с 68.5% в прошлом году. Испания уже привлекла более 50% от общего объема необходимого финансирования в этом году. Тем не менее, до конца 2014г. общая потребность Испании в фондировании может составить 350 млрд. (33% ВВП) из которых 75 млрд. пойдет на рекапитализацию банков и оставшаяся часть на покрытие дефицита бюджета и рефинансирование долга. Позиция Еврокомиссии схожа с позицией испанских властей. Согласно их точке зрения, прямая рекапитализация банков позволит ослабить связь между банками и правительствами, а также устранил риск разползания долговых проблем, когда страны оказываются в тяжелом экономическом положении по вине отдельных финансовых институтов.

**Для рекапитализации банков, вероятно, будут использоваться средства фонда FROB и ESM.** FROB (Fund for Orderly Bank Restructuring) был создан в 2009г. для поддержания и реструктуризации испанских банков. Объем фонда составляет €42 млрд., из которых €27 млрд. пока не задействованы. Конечно, средств этого фонда не хватит для удовлетворения потребности испанских банков в финансировании, поэтому правительство Испании обратилось за помощью к Брюсселю в вопросе выделения €100 млрд. с целью финансирования проблемных испанских банков через FROB. Наиболее вероятно, что средства будут выделяться через действующие европейские стабилизационные фонды.

#### Межбанковские платежные балансы стран Еврозоны, млрд. евро



**Испанские банки  
сейчас как никогда  
ранее зависят от  
внешнего  
финансирования.**

Источник: Банк международных расчетов

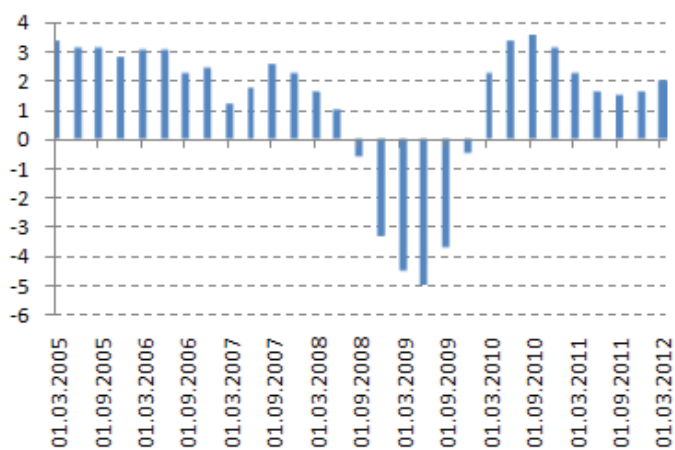
В конечном итоге план докапитализации и реструктуризации банков потребует разработать для всей системы еврозоны. По оценке агентства Fitch на конец 2011 г., 29-ти системообразующим финансовым институтам мира (G-SIFI), общий объем активов которых составляет \$47 трлн., для удовлетворения требованиям Третьего Базельского соглашения необходимо увеличить свой базовый капитал в совокупности на \$566 млрд.

## Экономика США

В первом квартале американская экономика выросла на 2.0% год к году и на 1.9% кв.-к-кв. Темпы роста увеличились по сравнению со 2П 2011г. Консенсус прогноз на рост ВВП США в 2012г. составляет 2.3%, однако, скорее всего, он будет пересмотрен в сторону понижения. Экономика растет во многом благодаря росту потребительских расходов (+1.8% год-к-году в 1кв.) и восстановлению промышленности. Темп роста промышленного производства за 4мес.2012г. составил 4.5%, при этом загрузка мощностей в апреле была максимальной с апреля 2008г. и составила 79.2%.

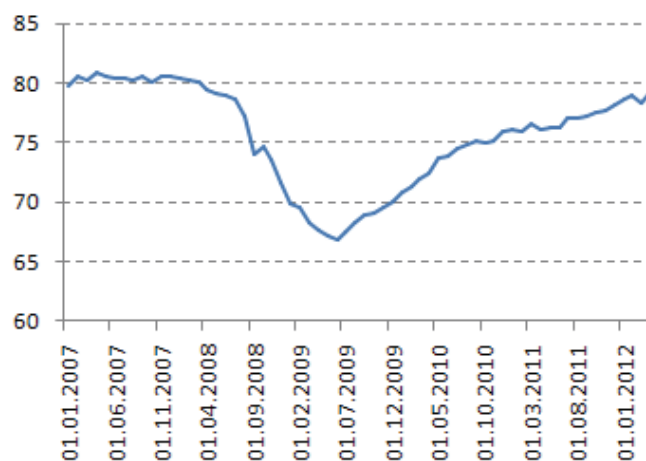
**Темпы роста  
экономики США  
замедляются**

### Динамика реального ВВП, год к году %



Источник: Министерство торговли США

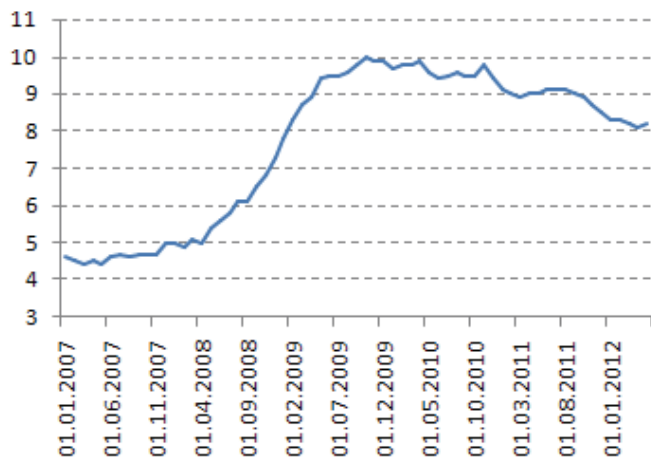
### Загрузка мощностей, %



Источник: Министерство торговли США

**Ситуация на рынке труда после последовательного улучшения с сентября 2011г. начала ухудшаться.** В мае 2012г. было создано минимальное количество рабочих мест с лета 2011г. (69 тыс. против ожидавшихся 150 тыс.), и увеличился уровень безработицы до 8.2%, по сравнению с 8.1% в апреле. Стоит отметить, что снижение уровня безработицы носит во многом технический характер за счет снижения общего уровня рабочей силы. Те, кто слишком долго не может найти работу, просто выпадает из расчета этого показателя. Количество заявок по пособию по безработице продолжает оставаться на уровне 370-390 тыс. в неделю. По прогнозам ФРС, уровень безработицы в стране в текущем году составит 7.9%, в то время как консенсус-прогноз составляет 8.1%.

**Уровень безработицы, %**



Источник: Министерство труда США

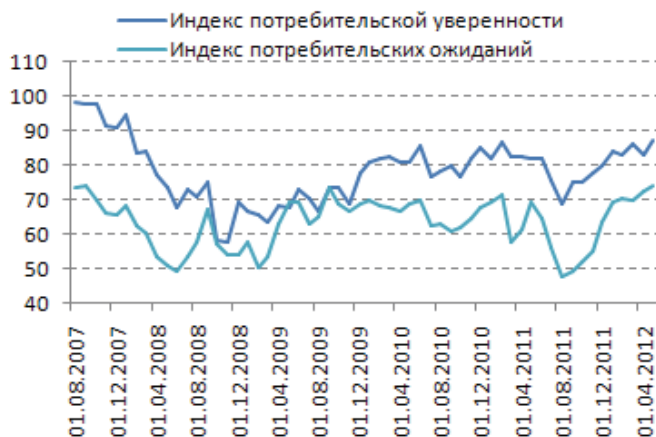
**Количество обращений за пособием по безработице, тыс.шт.**



Источник: Министерство труда США

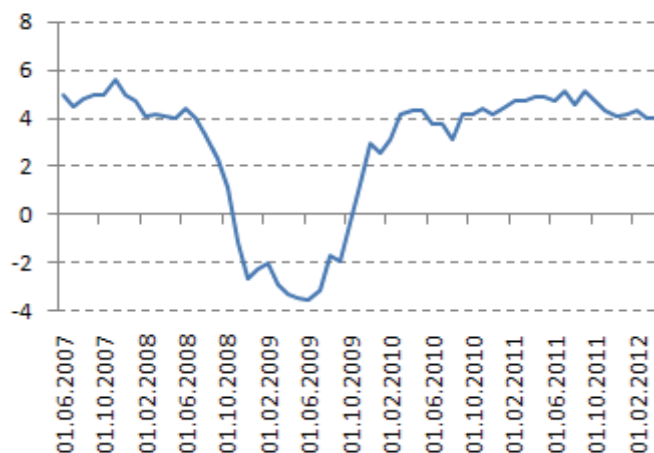
**Уровень ожиданий и уверенности американских потребителей находятся на многолетних максимумах.** Индекс потребительских ожиданий и уверенности составили в мае 74.3 и 87.2 пункта соответственно, что является максимальным показателем почти за пять последних лет. Потребительские расходы растут довольно высокими темпами на уровне 4% год-к-году.

**Уровень потребительской уверенности**



Источник: ConferenceBoard, University of Michigan

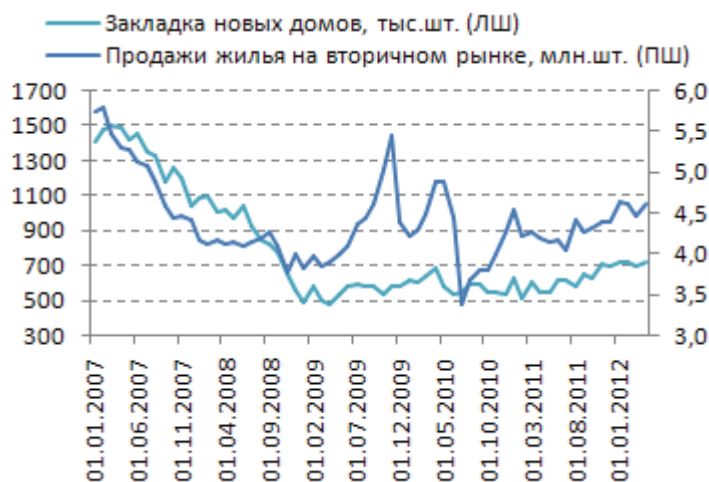
**Темп роста потребительских расходов, %**



Источник: Бюро экономического анализа США

**Рынок недвижимости США начал восстанавливаться.** Растет как строительство, так и продажи домов. За 4мес. 2012г. объем продаж на первичном и вторичном рынке вырос на 15% и 6.4% год-к-году, соответственно, а объем строительства вырос на 24% год-к-году. Однако цены на недвижимость продолжают снижаться и достигли уровня начала 2003г.

### Продажи и строительство новых домов в США



Источник: Бюро переписи населения

*Стагнация на рынке жилья продолжается, однако с рынка уже начинают приходить позитивные сигналы*

### Изменение цен на недвижимость в США, год к году

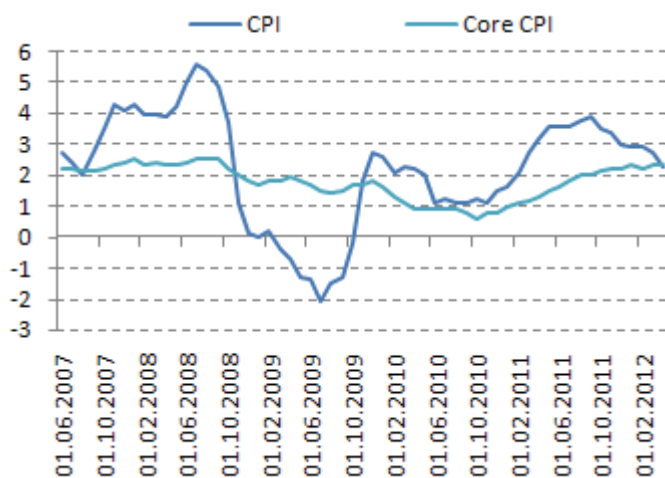


Источник: Case-Shiller

*Цены на недвижимость продолжают снижаться*

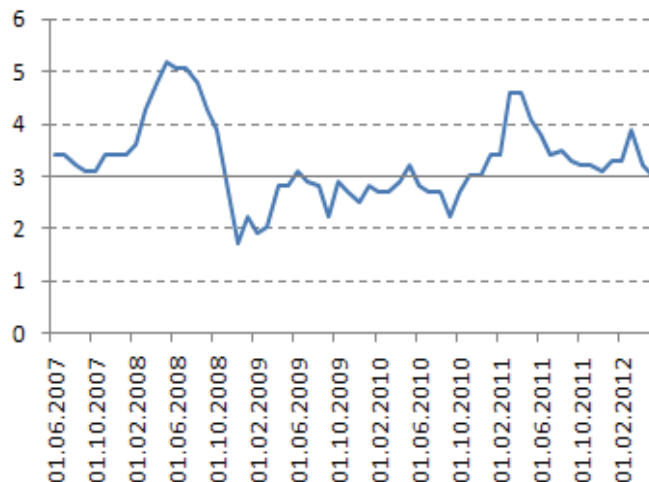
**Инфляция снижается.** Темп роста потребительских цен последовательно снижается с сентября 2011г. В мае он составил 1.7% год-к-году, что ниже целевого уровня ФРС (2%) впервые за 16 месяцев. Темп роста цен производителей также заметно снизился до 1.9% год-к-году, что стало минимальным значением с октября 2009г. ФРС прогнозирует, что по итогам года индекс CPI и CoreCPI составят 1.95% и 1.90% соответственно. Инфляционные ожидания сейчас находятся на минимуме с 2010г. на уровне 3%.

**Индекс потребительских цен, %**



Источник: Министерство труда США

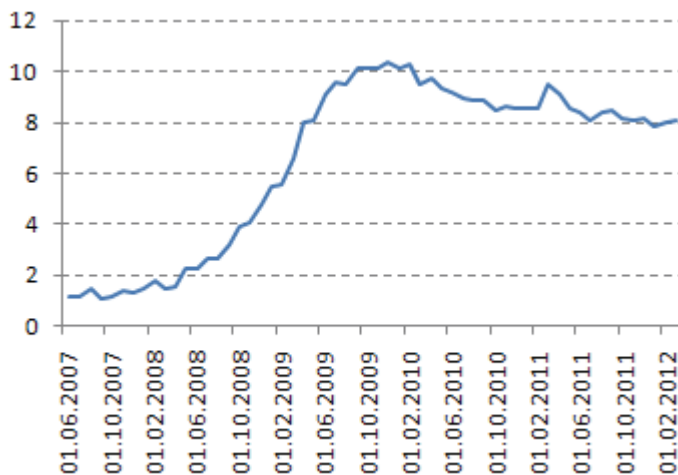
**Инфляционные ожидания на 1 год, %**



Источник: Мичиганский университет

**Федеральный бюджет США продолжает сводиться с большим дефицитом.** В 1 кв.2012г. в годовом выражении он составил 8% ВВП. Всего за 5 лет соотношение госдолга к ВВП США выросло с 63% до 99%.

**Дефицит гос. бюджета США, % от ВВП**



Источник: Министерство торговли США

**Расходы фед.бюджета США, млрд.\$ в месяц**



Источник: Министерство торговли США

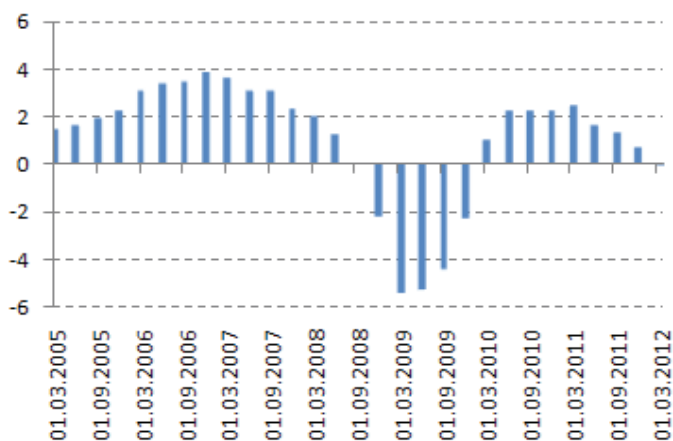
**Выборы в США также могут повлиять на динамику экономических индикаторов.** В США всерьез начались предвыборные дебаты между действующим президентом Барак Обамой и республиканским кандидатом Миттом Ромни. Особенно жестким, вероятно, будет противостояние по вопросам здравоохранения и экономики, в частности рынка труда. Не исключено, что для рынка это окажется благоприятным фактором, т. к. администрация президента США постарается обеспечить стимулирование экономики в степени, достаточной для возобновления роста. Аналогичной позиции придерживается и ФРС США. Однако 2013 год вполне может оказаться более трудным, поскольку следующей президентской администрации придется более серьезно заняться решением проблемы двойного дефицита. И здесь многое будет зависеть от способности как можно раньше предпринять жесткие действия.

### Экономика Еврозоны

Европейская экономика чудом избежала спада в первом квартале 2012г. Темпы роста квартал к кварталу составили 0% и -0.1% год-к-году. Пока экономику Еврозоны вытягивает экономика Германии, темп роста ВВП которой в 1 кв. 2012г. составил 1.7% год-к-году, в то время как в Италии, Испании и Греции ВВП снизился на 1.4%, 0.4% и 5.5% соответственно. Мы ждем дальнейшего ослабления европейской экономики во втором полугодии 2012г. на фоне спада деловой активности и проблем в банковском секторе.

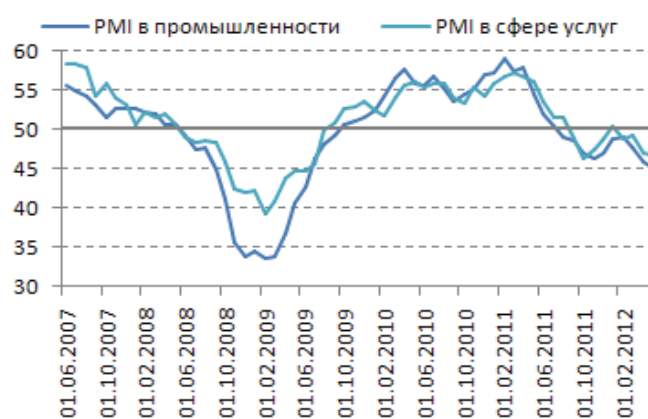
*Европейская экономика избежала рецессии благодаря Германии*

Темп роста ВВП Еврозоны, %



Источник: Евростат

Индексы PMI Еврозоны\*

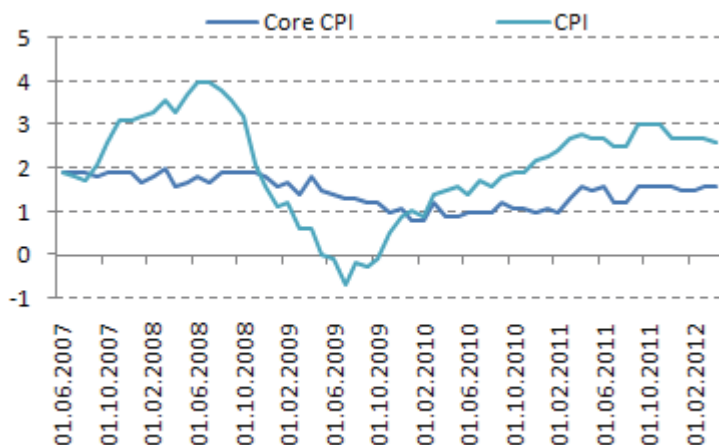


Источник: Markit

\* значение ниже 50 свидетельствует о замедлении деловой активности

Рост уровня потребительских цен в Европе остается стабильным на уровне 2.6-2.7% и 1.6% по Core CPI. Мы ожидаем, снижение индекса CPI во втором полугодии этого года на фоне углубления рецессии.

### Инфляция в Еврозоне, % год к году

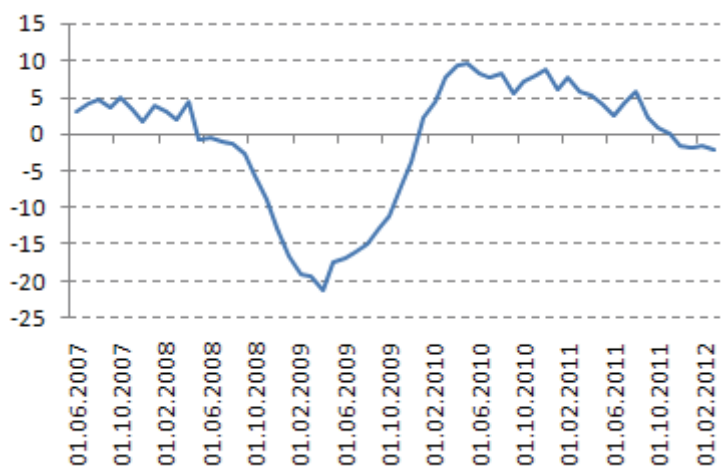


*Темп роста цен  
стабилизировался*

Источник: Евростат

Промышленное производство в Еврозоне снижается на фоне разрастания долгового кризиса. Сворачивание кредитование и снижение потребительских расходов отрицательным образом сказывается на загрузке производственных мощностей.

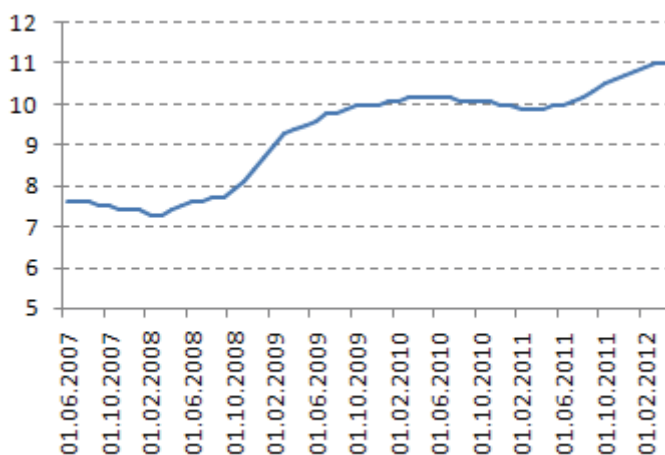
### Промышленное производство в Еврозоне, % год к году



Источник: Евростат

Уровень безработицы в Еврозоне достиг 11% в марте-апреле 2012г., что стало максимальным значением этого показателя за всю историю валютного союза. Наиболее высокий уровень безработицы наблюдается в Испании (24.4%), Греции (22.6%), Португалии (14.9%) и Ирландии (14.3%).

**Уровень безработицы в Еврозоне, %**



*Уровень безработицы находится на историческом максимуме*

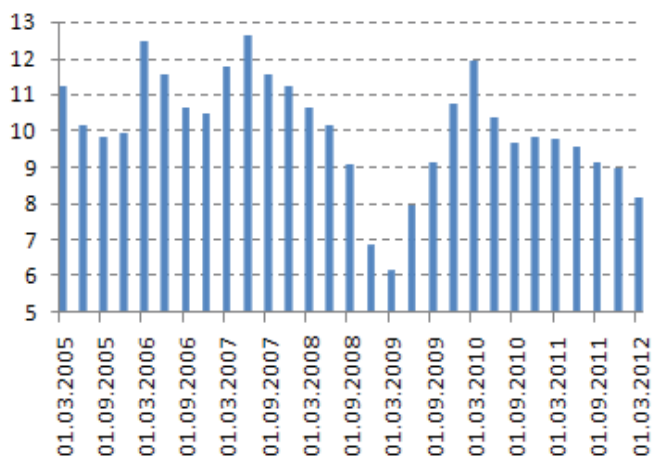
Источник: Евростат

## Экономика Китая

Рост ВВП Китая в 1 кв. 2012г. составил 8.1%, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что стало самым низким показателем с 2009г. Темп роста промышленного производства в апреле снизился до 9.3% год к году, что также является минимальным значением с 2009г. Официальный прогноз по росту ВВП Поднебесной в этом году составляет 7.5%, таким образом, в последующие кварталы ожидается дальнейшее охлаждение китайской экономики. Проблемы европейской экономики, которая является одним из ключевых рынков сбыта китайских товаров, негативным образом сказывается на росте китайской экономики.

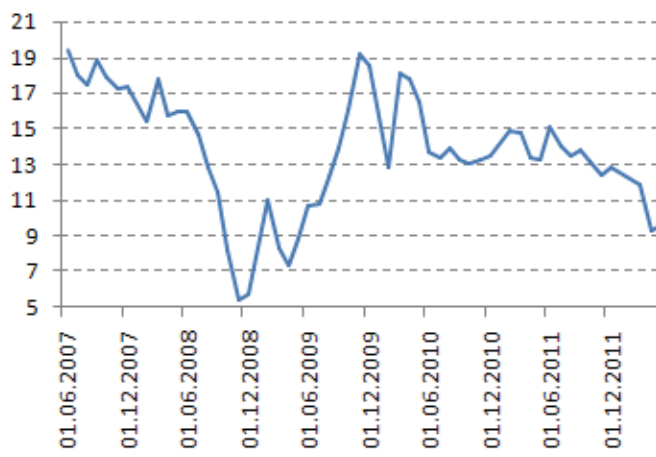
*Китайская экономика продолжает расти высокими темпами, однако темпы роста ощутимо замедлились*

Темп роста квартального ВВП, % год-к-году



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

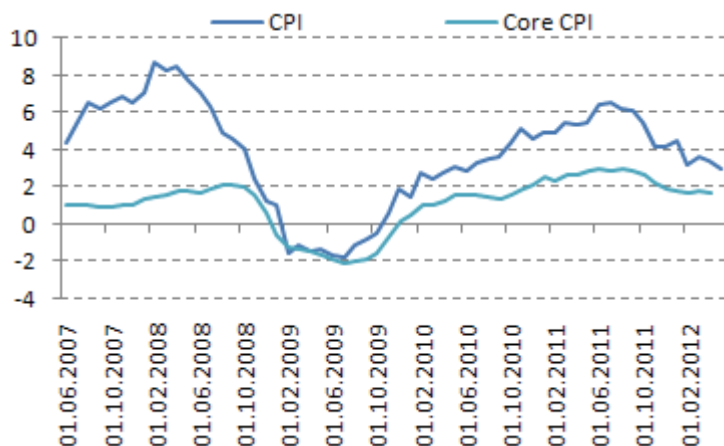
Темп роста промышленного производства, %



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

Инфляция в апреле составила 3.4% год-к-году, что является минимальным значением за последние два года. Непродовольственная инфляция также снизилась до 1.7%. Замедление инфляции развязывает руки монетарным и фискальным органам Китая в отношении возможности применения стимулов для оживления экономического роста. Так Народный Банк Китая снизил в этом году норму резервирования на 1% до 20% для крупных банков, и мы ожидаем, что снижение этого показателя продолжится.

### Уровень инфляции в Китае



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

В ответ на замедления экономического роста и снижение инфляции монетарные власти начали ослабление монетарной политики. Вслед за снижением нормы резервирования, Народный Банк Китая объявил о снижении ставки по годовым кредитам на 25 б.п. до 6.31%.

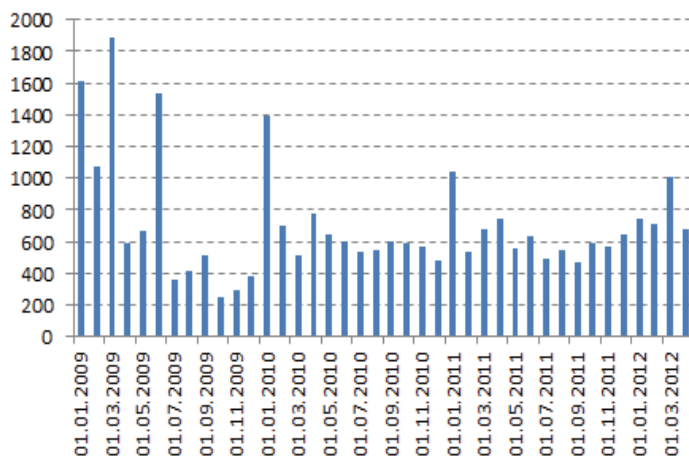
### Норма резервирования и ставка Народного Банка Китая



Источник: Народный Банк Китая

**Объем выданных кредитов почти не растет, несмотря на стимулы властей.** Объем новых выданных кредитов в Китае за 4 мес. 2012г. вырос всего на 5% и составил 3.14 трлн. юаней по сравнению с 3 трлн. за аналогичный период прошлого года.

### Объем новых кредитов, млрд. юаней



Источник: Народный Банк Китая

После достижения своих минимальных значений 1 мая 2012г. курс доллара по отношению к юаню начал расти. Мы считаем, что китайские власти не пойдут на укрепление юаня к доллару в условиях, когда доллар укрепляется ко всем остальным валютам, так как это очень негативно отражается на китайском экспорте. Укрепление юаня на наш взгляд более вероятно при слабом долларе. При этом мы ожидаем, что при росте курсе доллара юань потеряет меньше, чем другие валюты развивающихся и большинства развитых стран.

### Курс \$/юань



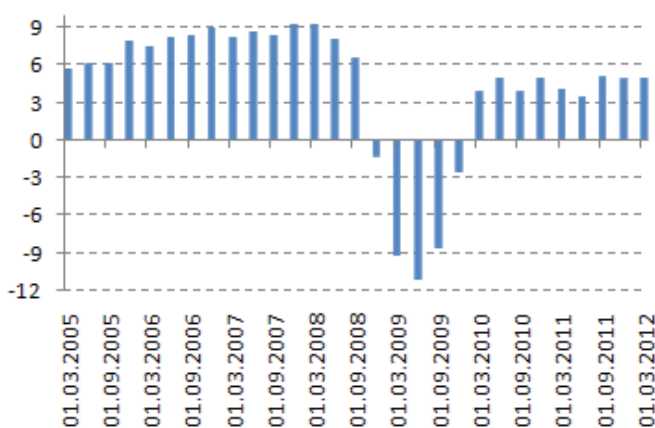
Источник: Bloomberg

## Экономика России

ВВП в первом квартале 2012 г. значительно вырос – на 4.9% в годовом выражении, превысив показатели за IV кв. 2011 г. (+4.8% год к году) и 2011 г. в целом (+4.3%). Главными факторами роста стали двузначное увеличение инвестиций в основной капитал в начале года и высокие объемы потребления на фоне высоких бюджетных расходов по социальным статьям и рекордно низкой инфляции потребительских цен.

После высоких темпов роста первого квартала экономическая активность весной начала снижаться. Так, темп роста ВВП в апреле замедлился до 3.7% с 3.9% в марте. Снижение в апреле обусловлено спадом промышленности и инвестиций на фоне ухудшения ситуации на внешних рынках. Темп роста промышленного производства составил 2% и 1.3% в марте и апреле соответственно, опустившись до 30 месячного минимума.

### Динамика ВВП, %



Источник: Росстат

### Динамика промышленного производства



Источник: Росстат

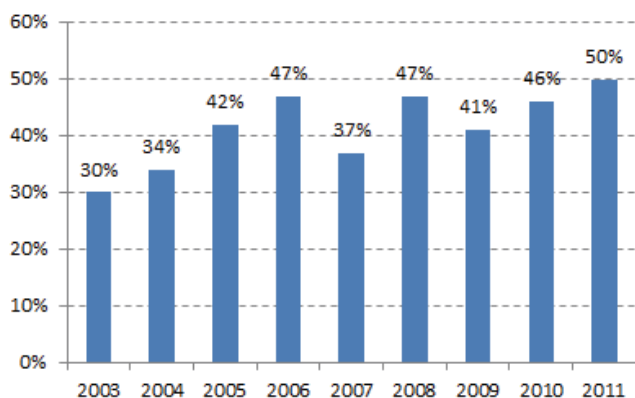
Индекс интенсивности выпуска базовых отраслей (производство, строительство, грузоперевозки, торговля, сельское хозяйство), который рассчитывает Высшая школа экономики (ВШЭ), показывает снижение четвертый месяц подряд. Подобная картина столь длительного падения за последние 12 лет наблюдалась только в 2008г.: с августа и до января 2009г. Однако если в 2008г. речь шла о спаде, то сейчас речь идет скорее о замедлении экономической активности.

**Промышленный сектор сейчас в меньшей степени подвержен отрицательному воздействию экономического кризиса.** В настоящее время из-за вялого спроса в промышленном секторе нет больших запасов, которые спровоцировали его спад в 2008г. В мае, по данным опросов промышленников, проведенных Институтом Гайдара, прогнозы спроса опустились до 29-месячного минимума, продажи стагнировали. В случае повторения мирового кризиса спад ВВП России будет гораздо меньше, чем в 2009г., так как отсутствует явный перегрев экономики, а ушедший в относительно свободное плавание рубль должен смягчить падение.

**Более подготовлен к негативному сценарию и банковский сектор.** Текущий рост банковского кредитования опирается, главным образом, на финансирование со стороны Центрального банка, а не на рост депозитов или внешних заимствований, и значит, угрозы резкого снижения пассивов для банковской системы нет.

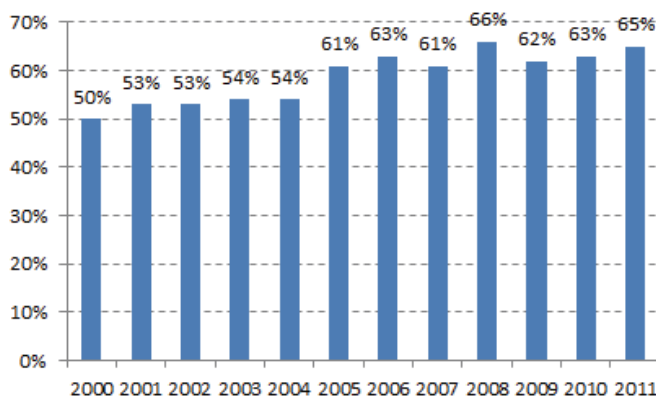
**Но вот зависимость российской экономики от цен на нефть за прошедшие четыре года только усилилась.** В наибольшей степени это касается бюджета. Увеличение доли нефтегазовых доходов и рост бюджетных обязательств привели к тому, что значение нефтегазовый структурный дефицит бюджета вот уже более трех лет устойчиво держится на уровне выше 10% ВВП и с учетом принятых обязательств не может быть сокращено в ближайшие годы. Имеющийся объем Резервного фонда не позволит продержаться год даже при очень умеренном снижении цен на нефть до 80 долларов за баррель, а исполнение всех принятых обязательств федерального бюджета возможно лишь при ежегодном росте цен на нефть на 8–9 долларов за баррель.

**Доля нефтегазовых доходов в структуре бюджета**



Источник: МинФин, расчеты Прайм Марк

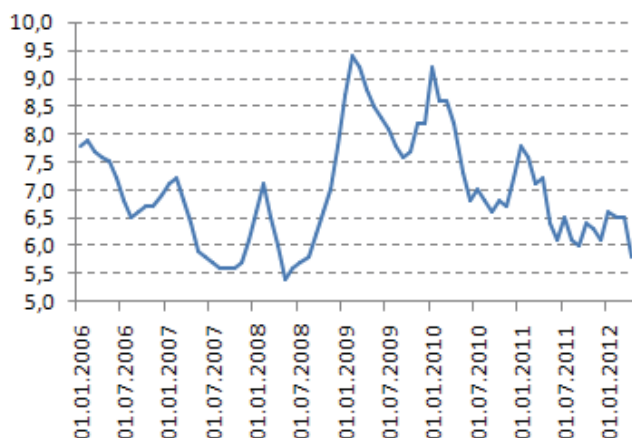
**Доли нефтегазовой выручки в структуре экспорта**



Источник: МинФин, расчеты Прайм Марк

**Рекордно низкая безработица – 5.8%** (показатель с поправкой на сезонность – ниже уровней лета 2008г.), как мы полагаем, будет стимулировать потребительский спрос, а учитывая уверенный рост реальных зарплат в 1П (на уровне 11%), усиливает риск повышения цен во второй половине года.

**Уровень безработицы, % год-к-году**



Источник: Росстат

**Темп роста реальных заработных плат, % год-к-году**



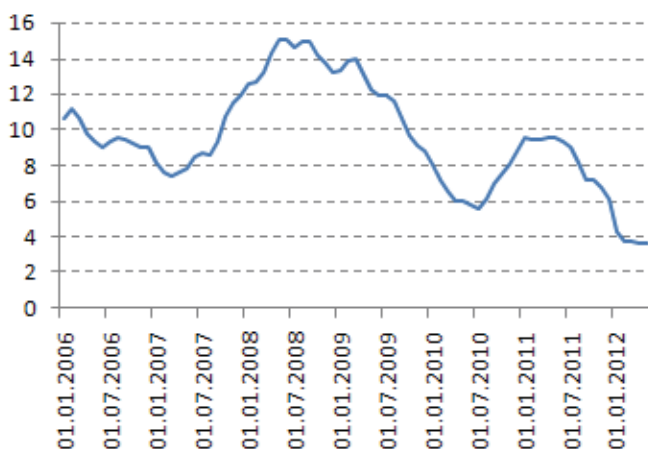
Источник: Росстат

**В прошлом месяце годовая инфляция в России оказалась одной из самых низких среди стран БРИК.** Снизившись в апреле-мае до 3.6%, российский ИПЦ еще плотнее приблизился к показателю инфляции Китая (3.4%), и был заметно ниже инфляции в Бразилии (5.10%) и Индии (7.23%). В апреле-мае годовая инфляция достигла очередного рекорда, который, по-видимому, станет в этом году последним.

**Инфляция начнет расти во втором полугодии.** Росту инфляции во втором полугодии способствует факторы как со стороны спроса: рост занятости и увеличение заработной платы, так и со стороны предложения: ослабление рубля, повышение цен на бензин и рост тарифов естественных монополий (с 1 июля).

**Вероятно, ЦБ РФ продолжит воздерживаться от изменения процентных ставок** и проигнорирует наблюдаемое замедление роста промышленного производства, учитывая значительный риск ускорения инфляции во второй половине года на фоне резкого ослабления рубля относительно доллара, роста тарифов естественных монополий и увеличения темпа роста розничного кредитования.

### Инфляция в годовом выражении, %



Источник: Росстат

**Ситуация с рублевой ликвидностью в мае ухудшилась.** Ставки на межбанковском рынке продолжают расти. В мае ставки по кредитам Overnight и трехмесячным кредитам подскочили до 6.4% и 7.2% соответственно.

### Динамика ставок на межбанковском рынке



Источник: ЦБ РФ

*Ставки на межбанке  
продолжают расти.*

На сегодняшний день главным инструментом рефинансирования в арсенале ЦБ РФ являются аукционы РЕПО (на конец мая задолженность банков перед ЦБ РФ по этим операциям составила 1.1 трлн руб.), и в значительно меньшей степени используются кредиты, обеспеченные нерыночными инструментами (344 млрд руб.). В мае к перечню активов, которые могут использоваться в качестве залога по операциям РЕПО, регулятор добавил акции «голубых фишек», с учетом которых ЦБ может предоставить банкам дополнительные 300 млрд. руб.

Ослабление присутствия ЦБ на валютном рынке привело к значительной просадке рубля в мае. После 10%-го снижения к бивалютной корзине в мае, в июне рубль отыграл часть потерь (+3%). Ввиду роста госрасходов и консервативной фискальной политики мы считаем, что рубль будет крайне чувствителен к изменению экспортной выручки, которая формируется во многом под влиянием цен на нефть, за счет чего любое значимое снижение стоимости нефти будет сопровождаться падением курса рубля для уровня необходимого для балансировки бюджета.

#### Динамика бивалютной корзины



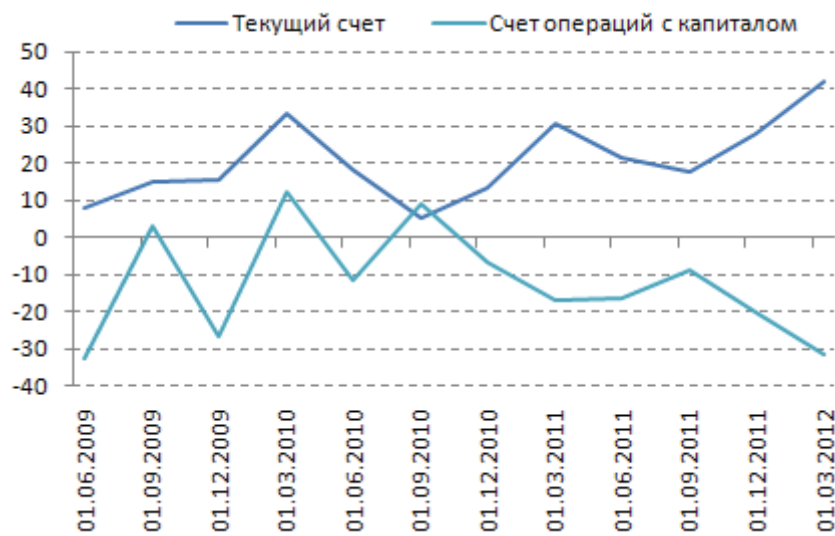
*Рубль в мае резко подешевел и вернулся к уровням начала года.*

Источник: ЦБ РФ

**Чистый отток частного капитала замедлился, но остался значительным.** По данным Банка России, в январе–апреле он составил \$42 млрд. Таким образом, если судить по официальным данным за 1 кв.12, в апреле он должен был замедлиться до \$6.9 млрд. Отток капитала продолжает оказывать давление на рубль, помогая Банку России сдерживать инфляционные риски.

*За последние 3.5 года отток капитала из России составил \$255 млрд.*

#### Динамика статей платежного баланса, млрд.\$



Источник: ЦБ РФ

*Последние два года отток капитала почти зеркально отражает счет текущих операций платежного баланса.*

**Высокие цены на нефть привели к значительному профициту торгового баланса, однако в дальнейшем ситуация может ухудшиться.** Положительное сальдо торгового баланса за 4 мес. 2012г. составило почти \$80 млрд., что почти в два раза превышает отток капитала по счету операций с капиталом. Сальдо торгового баланса постепенно снижалось с начала года с 20.7 млрд. в январе до 19.1 млрд. в апреле. Мы ожидаем дальнейшего сокращения сальдо торгового баланса на фоне снижения стоимости цен на нефть.

**Торговый баланс, млрд. \$**



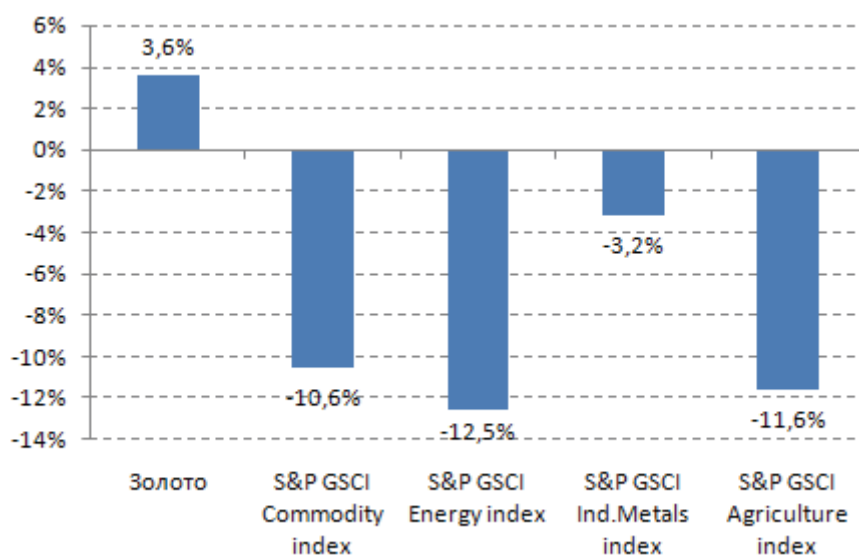
*Темп роста импорта  
вернулся к  
докризисным  
значениям*

Источник: ФТС

## Товарные рынки

С начала года почти все commodities, кроме золота, показали снижение стоимости. Наибольшее снижение продемонстрировали цены на энергоносители и продовольственные товары. Небольшое снижение стоимости показали также промышленные металлы, что вызвано главным образом их значительной коррекцией осенью 2011г.

### Доходность с начала года различных товарных активов\*



\* на 13.06.2012

Источник: Bloomberg

## Нефть

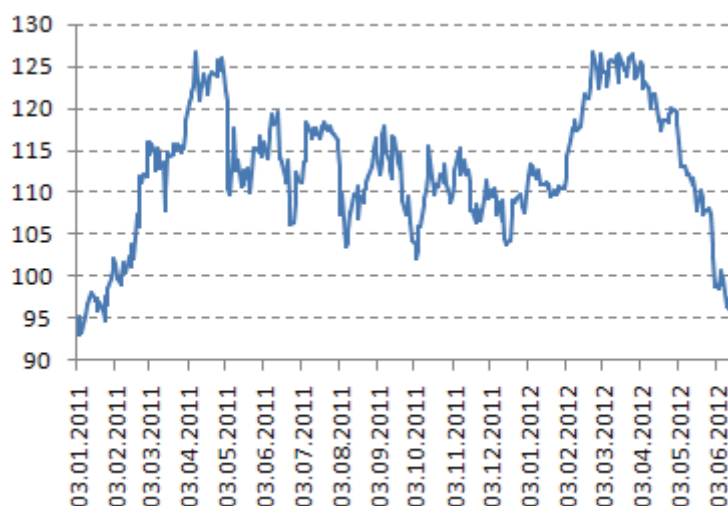
Цены на нефть по-прежнему испытывают на себе все большее давление со стороны роста американских и мировых поставок, в то же время спрос пока не окреп и прогноз негативен на фоне политической неопределенности в Европе и замедления роста китайской экономики. Мы ожидаем, что слабые фундаментальные показатели и европейские страхи будут способствовать снижению цен на нефть Brent до \$90 за баррель в ближайшие месяцы, поскольку отток спекулятивного капитала продолжается. Некоторую поддержку цены смогут найти, если напряженность вокруг Ирана снова усилится.

**Иран согласился дать доступ инспекторам ООН к своим ядерным объектам.** Генеральный директор МАГАТЭ ЮкияАmano в конце мая нанес неожиданный визит в Иран. В опубликованных вчера комментариях по итогам визита в Тегеран г-н Аманосообщил о достижении соглашения относительно структурированного плана, в рамках которого МАГАТЭ сможет исследовать вопрос о предположительной военной направленности иранской ядерной программы.поездка г-на Аmano и последующие комментарии свидетельствуют о том, что в настоящий момент стороны могут быть ближе к достижению соглашения, чем когда-либо с момента начала обогащения урана Ираном в 2006 г.

**Насущная потребность Ирана в настоящий момент – смягчение санкций, весьма болезненных для страны.** Мы сомневаемся, что предложения Ирана по сотрудничеству с МАГАТЭ будут достаточны для немедленного смягчения существующих санкций или отказа от новых санкций/эмбарго, которые должны вступить в силу в конце июня – начале июля. Вместе с тем в перспективе мы не исключаем достижение такого соглашения, если иранские предложения будут подкреплены другими значительными шагами, такими как прекращение обогащения урана на площадке Фордоу, вывоз обогащенного материала, особенно 20%-гокомпонента, за пределы Ирана и расширение прав доступа МАГАТЭ к площадкам в рамках Дополнительного протокола.

**Пока переговоры не привели к достижению соглашений и санкции в отношении Ирана со стороны западных стран будут сохранены.** Следующий раунд переговоров между шестёркой международных посредников и Ираном пройдёт в Москве 18-19 июня, в ходе которого стать ясным пойдут ли западные страны на смягчение санкций, если Иран пойдёт на определенные уступки, либо последует их дальнейшее ужесточение.

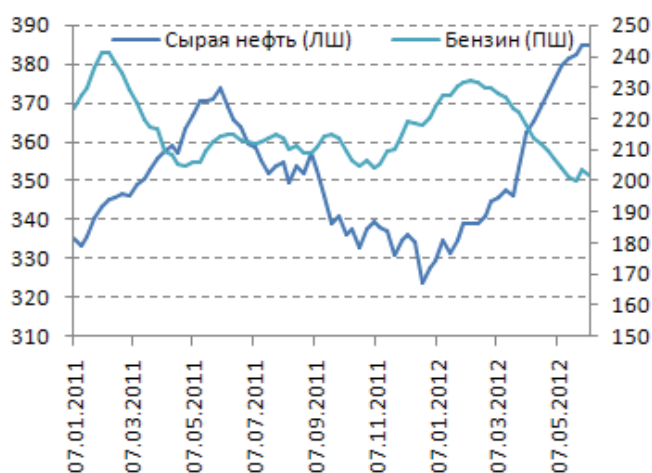
#### Цена нефти марки Brent, \$ за баррель



Источник: Bloomberg

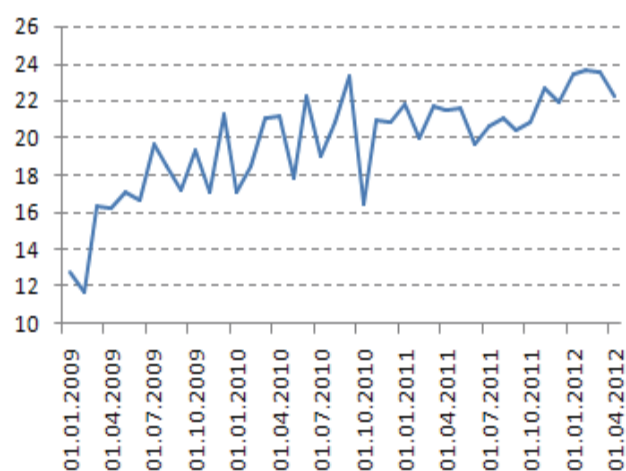
**Запасы нефти в США достигли 21-летнего максимума.** 11 мая коммерческие запасы нефти в США достигли 381.5 млн баррелей, что составляет максимальный уровень с 1990 года и лишь немного отстает от исторического максимума. Запасы нефти в районе Кушинга также выросли до рекордных высот – 45.1 млнбарр. Причина такого взлета все та же – речь по-прежнему идет о росте производства в Северной Дакоте и Канаде, в то время как потребление нефтепродуктов остается слабым. В феврале спрос на бензин сократился до 15-летнего минимума.

#### Запасы нефти и бензина в США



Источник: Bloomberg

#### Импорт нефти в Китай, млн. т.



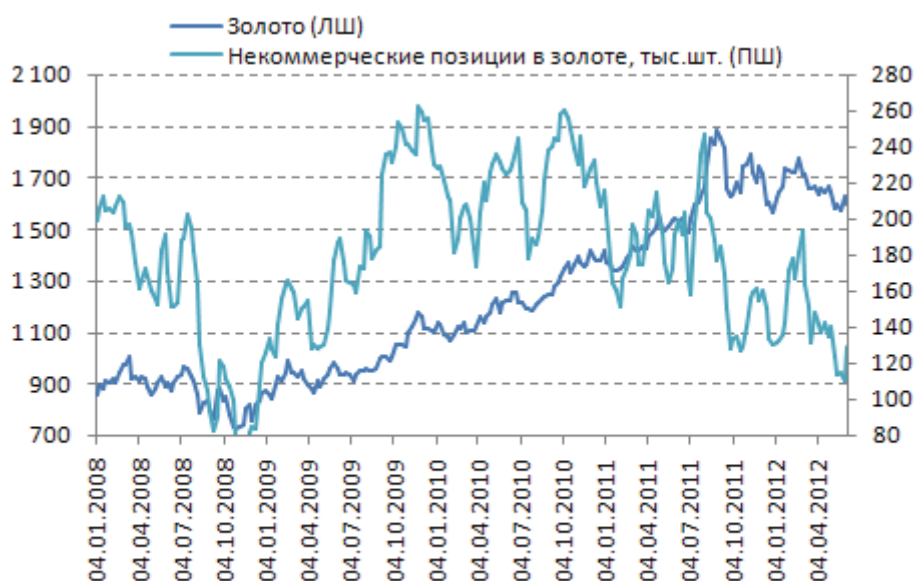
Источник: Bloomberg

**Ослабление китайского спроса.** В последние годы львиная доля роста потребления нефти в мире приходилась на Китай. В 1К12 рекордно высокий объем импорта нефти в Китай (более 23.5 млн т в среднем за месяц) стал причиной усиления активности на спот-рынке. Высокий объем импорта в Китай может быть обусловлен очередным этапом пополнения стратегических резервов, потому что сильный спрос по-прежнему выглядит немного искусственно. Однако в апреле импорт нефти в Китай сократился на 5.5%, потому что пополнение стратегических запасов, вероятно, на данный момент завершено.

## Золото

Золото пока показывает лучшую динамику среди драгоценных металлов, опережая как серебро, так и металлы платиновой группы, однако в абсолютном выражении динамика не кажется столь впечатляющей. С начала года цена унции золота в долларовом выражении почти не изменилась. Основной причиной такой тенденции является снижение интереса инвесторов к желтому металлу. Так спекулятивные позиции золота находится на минимальных отметках с коллапса Lehman Brothers (сентябрь 2008г.) на фоне укрепления американского доллара.

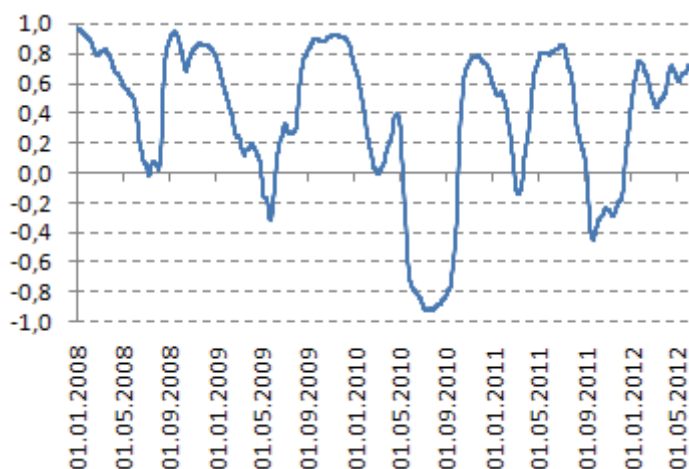
### Цена на золото и спекулятивные позиции в золоте



Источник: Bloomberg

Корреляция между ценой на золото и курсом евро/доллар в последние месяцы находится на максимальном уровне, что приводит к высокой чувствительности золота на ослабление евро по отношению к доллару на негативных новостях из Еврозоны. Такая динамика вызвана отсутствием роста спроса на золотые ETF в последние месяцы и сокращению позиций в золоте некоторых крупных игроков, например фонд Полсона сократил свои вложения в крупнейший золотой ETF SPDR Gold Trusty на 15% в 4 кв. 2011г.

**Корреляция между золотом и курсом евро/доллар**



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

**Золото привлекательно с фундаментальной точки зрения.** Основным фактором сдерживающим рост стоимости золота мы считаем укрепление курса доллара вызванного опасениями по поводу исхода выборов в Греции и дальнейшего развития событий в еврозоне. Тем не менее, фундаментально в условиях отрицательных реальных процентных ставок, структурных дефицитов в экономике США и увеличением спроса на золото со стороны ЦБ развивающихся стран золото должно дорожать.

## Российский долговой рынок

### Россия с точки зрения кредитного качества

**Темпы роста экономики.** В течение 2000-2008гг. темпы роста российского ВВП составили в среднем 7% год-к-году. Послерезкого спада в 2009г. (-7.9% ВВП) в течение 2010-2011г. Темпы роста ВВП стабилизировались на уровне 4.3%, что гораздо выше темпа роста экономики развитых стран и на уровне развивающихся стран, но без структурных реформ более высокие темпы роста вряд ли достижимы.

**Сильный баланс бюджета...** За счет консервативной бюджетной политики (в течение 2000-2008гг. ежегодный бюджетный профицит составил 4.4% ВВП) и растущих цен на энергоносители Россия смогла значительно сократить госдолг с 90% ВВП в начале 2000-х до 10% ВВП на конец года, при этом внешний госдолг составляет всего 3% ВВП. В 2011г. бюджет был снова сверстан с профицитом на уровне 0.8% ВВП. На 2012-2014гг. правительство прогнозирует дефицит бюджета на уровне 0.7-1.6% при ценах на нефть около \$100 за баррель.

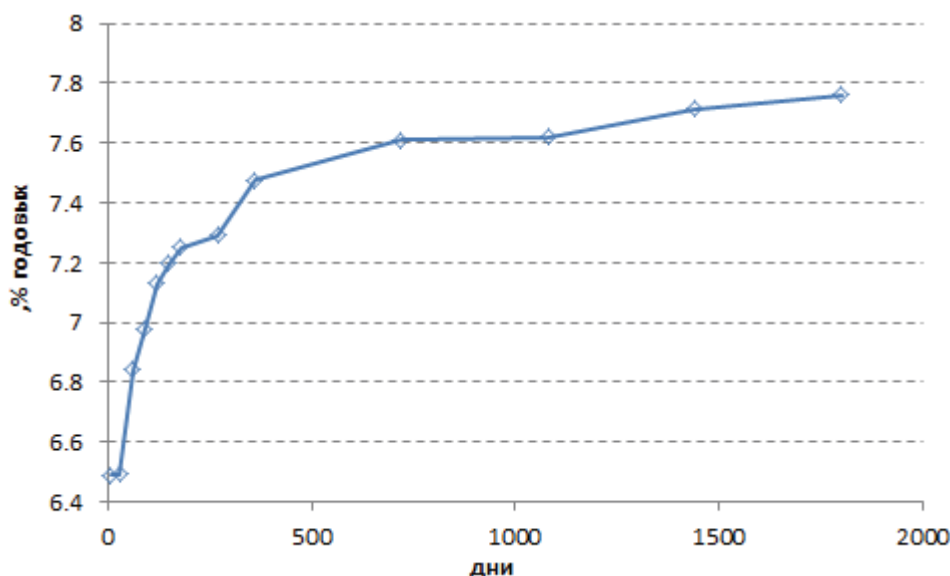
**... и счета текущих операций.** Благодаря тому, что Россия является одним из крупнейших мировых экспортеров сырьевых товаров ежегодный профицит счета текущих операций в течение 2000-2011гг. составил в среднем 8.5% ВВП. Государство использовало двойной профицит бюджета и торгового баланса для наращивания золотовалютных резервов, которые сейчас составляют более \$500 млрд. ЗВР почти полностью покрывают внешний долг российских заемщиков (\$565 млрд.) и более чем в два раза превышают внешний долг РФ и квазисуверенных заемщиков (\$220 млрд.).

**Низкая долговая нагрузка.** Совокупный госдолг России (внутренний+внешний) составляет 12% ВВП и является минимальным среди развивающихся стран. Золотовалютные резервы превышают внешний долг более чем в 10 раз, а совокупный в 2.5 раза.

**Рублевые облигации дешевы.** Если доходности в долларах и евро находятся на абсолютных минимумах, то рублевые ставки значительно выше, чем были до кризиса, и это при том, что инфляция в РФ никогда не была ниже, чем сейчас.

**Однако высокая рублевая доходность почти полностью нивелируется стоимостью NDF и валютных свопов.** Более высокая рублевая доходность по сравнению с доходностью российских евробондов, почти полностью нивелируется стоимостью хеджирования валютной позиции. За счет чего во многих случаях доходность по евробондам выглядит более привлекательно.

### Кривая NDF \$/рубль



Источник: Bloomberg

**Спред российского долга остается широким.** Спред России'30 к 10-летним Treasuries в последнее время балансирует в районе 250 б.п., что на 100–125 б.п. шире уровня первой половины 2011г., то есть периода, предшествовавшего распродаже августа-октября. Кредитное качество правительства РФ остается очень высоким, и в дополнение к этому после серии распродаж российский долг продолжает торговаться с расширенным спредом – как по историческим меркам, так и относительно сопоставимых стран вроде Бразилии или Мексики.

### Спред к UST и доходность Россия 30



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

**Разница в доходности между сопоставимыми облигациями России, Бразилии и Мексики**



*Несмотря на одинаковый рейтинг, российские облигации все еще торгуются со значительным дисконтом к Бразилии и Мексике. Мы ожидаем сокращения данного спреда в среднесрочной перспективе.*

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

**Высокое кредитное качество эмитентов.** Кредитное качество основных российских эмитентов, среди которых выделяется правительство РФ, связанные с ним компании, нефтегазовый сектор, а также крупные банки, большинство из которых уже несколько лет пребывают в постоянной готовности к новым вызовам на внешних рынках, что исключает дефолт абсолютного большинства имен на рынке даже в случае долгого периода низких нефтяных цен. Как внешний, так и внутренний рынок облигаций РФ, находятся сейчас на ценовых уровнях, которые ранее наблюдались только в первой половине 2010г.

Внешний фон свидетельствует о наличии существенных рисков, однако облигации крайне привлекательны для таких случаев, и, если в большинстве развитых стран возможность иметь фиксированный доход стоит сейчас очень дорого, то в России цена за риск на наш взгляд является вполне адекватной.

**Наиболее оптимальной стратегией на наш взгляд является покупка надежных российских еврооблигаций с короткой дюрацией и увеличение портфеля за счет кредитного рычага при значительной просадке рынка для улучшения доходности портфеля.**

## Российский фондовый рынок

### Причины дешевизны российских акций

#### Премия/(дисконт) акций, входящих в индекс РТС

	2012	2013
P/E (развитые рынки)	-28%	-26%
P/E (развивающиеся рынки)	13%	12%
EV/EBITDA (развитые рынки)	-36%	-35%
EV/EBITDA (развивающиеся рынки)	-26%	-25%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Основным источником дисконта России по отношению к остальным рынкам помимо пресловутой коррупции и низкой защищенности инвесторов составляет крайне высокая зависимость России от мировой конъюнктуры на сырьевые товары, которые по определению считаются высокоциклическими.

Последние годы страна живет за счет роста доходов от сырьевого экспорта, без особых успехов в реформировании промышленности и экономики, и поэтому премия за риск в оценке российских компаний весьма велика, несмотря на стабильный бюджет и относительно высокие показатели экономического роста. По этой причине российские компании, ориентированные на внутренний рынок, оцениваются в среднем с 26%-м дисконтом к аналогам с развивающихся рынков по коэффициенту P/E 2013. На это не влияют даже более высокие ожидаемые темпы роста прибыли российских компаний в следующем году: 17% против 10% у аналогов с развивающихся рынков.

**Воспоминания 2008 года напоминают инвесторам об осторожности.** В мае 2008г. индекс РТС достиг исторического максимума 2500 пунктов, но уже спустя семь месяцев на фоне финансового кризиса и снижения цен на нефть упал до 500 пунктов (-80%).

**Россия сама по себе очень привлекательна с инвестиционной точки зрения.** Низкий уровень долга, большие золотовалютные резервы, завершение периода политической неопределенности, неплохая финансовая отчетность компаний и значительный дисконт к аналогам с развивающихся рынков. Все это формирует очень интересную инвестиционную историю.

**Тем не менее, все эти факторы не учитываются в полной мере инвесторами, пока сохраняется угроза значительного замедления глобального роста.** Инвесторы полагают, что, как и в 2008 году, последствия для России спада мировой экономики могут быть крайне негативными. Пока этого не произошло, но для большинства глобальных инвесторов это весомая причина избегать высоких рисков, пока не прояснятся перспективы мировой экономики.

**Приватизация – противоречивые сигналы.** Хотя правительство назвало приватизацию одним из своих главных приоритетов, планы создания нового государственного гиганта под эгидой Роснефтегаза создают обратное впечатление. Помимо 10.7% акций Газпрома и 75% доли в Роснефти, Роснефтегаз может получить госдоли в электроэнергетических компаниях, а затем консолидировать Зарубежнефть и Транснефть. Объектами поглощения также могут стать ТНК-ВР. Энергораспределительные активы – Национальная сетевая компания, созданная в результате поглощения Холдинга МРСК Федеральной сетевой компанией, могут также войти в состав новой гигантской структуры.

**Проблемы европейской экономики негативно влияют на российскую.** Европа остается крупнейшим торговым партнером России. В 2011 г. на долю этого региона пришлось примерно 52% российского экспорта. Падение производства в обрабатывающем секторе еврозоны наносит ущерб российским экспортерам и может создавать давление на прибыли компаний. Так, судя по апрельским данным, Газпром уже сократил экспорт в Европу на 10%. Руководство концерна предупредило, что представленный ранее компанией прогноз по объему экспорта газа в Европу на нынешний год будет пересмотрен в сторону снижения. В случае дальнейшего углубления европейской рецессии эта тенденция коснется и других российских экспортеров.

**Российские акции являются на наш взгляд одной из лучших ставок на улучшение мировой конъюнктуры.** Высокая бета российского рынка обеспечит российским акциям наибольший выигрыш в случае возвращения у инвесторов аппетита к риску, который, на наш взгляд, вполне возможен в результате действий мировых ЦБ по вливанию дополнительной ликвидности в ближайшее время.

#### Премия/(дисконт) акций, входящих в индекс РТС

	2012	2013
P/E (индекс РТС)	6.3	5.5
P/E (индекс РТС без нефтегаз.сектора)	8.1	6.3
EV/EBITDA (индекс РТС)	3.8	3.4
EV/EBITDA (индекс РТС без нефтегаз.сектора)	4.4	3.5

#### Консенсус прогноз по P/E

	2012	2013
Развитые рынки	11.8	10.5
Развивающиеся рынки	9.9	8.7
Бразилия	9.3	7.9
Индия	12.8	11.1
Китай	10.3	8.8
США	12.7	11.3
Европа	10.1	8.9
Япония	12.9	12.0

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Прайм Марк Управление Активами

Россия, Москва, Пресненская наб. 10,  
“Башня на набережной” блок С, 4 этаж  
Тел/факс: +7 (495) 989-77-52

E-mail: [info@prime-mark.com](mailto:info@prime-mark.com)

Web: [www.prime-mark.com](http://www.prime-mark.com)

### Аналитики:

Ленар Хафизов

[l.hafizov@prime-mark.com](mailto:l.hafizov@prime-mark.com)

Артур Нафиков

[a.nafikov@prime-mark.com](mailto:a.nafikov@prime-mark.com)

Яна Бородина

[y.borodina@prime-mark.com](mailto:y.borodina@prime-mark.com)

### Управляющие:

Андрей Сахаров

[a.sakharov@prime-mark.com](mailto:a.sakharov@prime-mark.com)

Илья Мозговой

[i.mozgovoy@prime-mark.com](mailto:i.mozgovoy@prime-mark.com)

Константин Куш

[k.kusch@prime-mark.com](mailto:k.kusch@prime-mark.com)

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежит воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.