

Авторы отчета:

Беленькая Ольга, аналитик по макроэкономике и финансовому сектору, belenkayao@sovlink.ru

Комментарий по итогам саммита ЕС

Основные итоги –

- 1) договоренность с частными кредиторами о списании 50% номинальной стоимости греческих облигаций (100 млрд евро) с целью снижения соотношения долг/ВВП до 120% к 2020 г., расширение второй программы поддержки Греции до 2014 г. со 100 до 130 млрд евро. Программа и детали реструктуризации должны быть согласованы до конца года, обмен облигаций на новые стартует в начале 2012 г.
- 2) принципиальное решение об увеличении EFSF в 4-5 раз, до 1 трлн евро (конкретизация механизма отложена до ноября), ведутся переговоры с внешними потенциальными инвесторами (прежде всего, с Китаем).
- 3) согласование плана рекапитализации европейских банков на 106 млрд евро до середины 2012 г.
- 4) декларация необходимости механизма гарантий для обеспечения банков доступом к среднесрочному фондированию с тем, чтобы избежать сокращения кредитования экономики (банковским регуляторам поручено разработать предложения).

Дополнительный позитив - МВФ одобрил предоставление Греции шестого транша кредита на 8 млрд евро (одобрение ЕС было получено ранее, окончательное решение за Еврогруппой 7-8 ноября), а ISDA заявила, что пока не считает реструктуризацию «кредитным событием», при котором у инвесторов возникает право требовать исполнения страховых контрактов от дефолта (CDS), однако определит свою позицию после документального оформления предложения о реструктуризации.

На наш взгляд, достижение конкретных договоренностей по столь сложным для согласования вопросам является безусловным прогрессом, снижающим общие риски неконтролируемого развития кризиса еврозоны, по крайней мере на ближайшие пару месяцев. Однако реакция рынков представляется избыточно оптимистичной, учитывая, что даже после принятия плана сохраняются значительные риски:

- 1) Реструктуризация затрагивает большое количество частных кредиторов, согласие которых на «добровольную» реструктуризацию не гарантировано; к тому же рейтинговые агентства могут оценить ее как дефолт (Fitch сообщил об этом в пятницу), что может сделать греческие облигации непригодными для рефинансирования в ЕЦБ и вызвать дополнительное давление на рынке.
- 2) Рекапитализация банков на 106 млрд евро может оказаться недостаточной, поскольку потребность в капитале (целевое значение капитала 1-го уровня – 9%) определяется исходя из рыночной оценки вложений в суверенные облигации на 30.09.11. Однако и вложения в суверенные активы не гарантированы от дальнейшего обесценения, и потенциальные потери банков не ограничиваются вложениями в гособлигации, а включают и кредиты частному сектору Греции (и другим проблемным странам), часть из которых окажется невозвратной из-за неплатежеспособности государств.
- 3) Поскольку привлечь частный капитал для рекапитализации при текущих рыночных условиях малореально, банки могут добиваться выполнения требований по достаточности капитала за счет сокращения активов – портфелей ценных бумаг (давление на рынок) и кредитов (углубление кризиса в экономике).
- 4) Механизмы финансирования расширения EFSF до 1 трлн евро не ясны. Из рассматриваемых двух опций (гарантирование рисков первых 20-30% потерь по новым облигациям еврозоны и/или создание SPV для выкупа проблемных облигаций еврозоны за счет ресурсов внешних инвесторов) первая не предполагает «живых» денег и повышает уязвимость максимального кредитного рейтинга стран-доноров EFSF (в первую очередь Франции), а

вторая зависит от желания внешних инвесторов финансировать спасение Европы (участие МВФ пока официально не предусмотрено, Китай и Япония ждут деталей плана)

- 5) Доверие к механизмам гарантирования потерь инвесторов по суверенным долгам может быть подорвано фактом жесткой реструктуризации греческого долга – по форме добровольной, по существу – вынужденной.
- 6) Даже расширенных ресурсов фонда может оказаться недостаточно для предотвращения дефолта Италии, которая рассматривается рынками сейчас как потенциально следующая жертва долгового кризиса. Долг страны близок к 2 трлн евро, соотношение долг/ВВП на уровне 120%, а предложенные правительством меры по ускорению экономических реформ (повышение пенсионного возраста до 67 лет с 2026 г., приватизация активов на 5 млрд евро в год, реформа рынка труда) выглядят недостаточно радикальными. Кроме того, правительство признает, что уже принятый летом план сокращения расходов на 60 млрд евро не приводит к снижению долговой нагрузки из-за стагнации экономики.
- 7) Основная проблема - сокращение бюджетных расходов европейских стран и возможный банковский делеверидж при слабом росте экономики ЕС, которая по ряду показателей уже находится на грани рецессии. В таких условиях ужесточение бюджетной политики, сокращение госрасходов, пенсий, зарплат, рабочих мест в госсекторе с одновременным повышением налогов грозит не улучшить соотношение долг/ВВП, а лишь ухудшить, что мы видели в этом году на примере Греции.

После мощного 3-х дневного роста, в пятницу рынки фиксировали прибыль перед выходными. Анализируя достигнутые договоренности, инвесторы обращали больше внимания на отсутствие деталей, риски реализации и достаточность принятых мер. В частности, аукцион по размещению гособлигаций Италии, где спрос оказался ниже объема размещения, а доходности немного выросли по отношению к предыдущему размещению, показал, что доверие рынков еще далеко до полного восстановления.

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

ООО «СОВЛИНК»

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2011г., ООО «СОВЛИНК». Содержащаяся в настоящем Аналитическом отчете информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «СОВЛИНК» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «СОВЛИНК» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться к ООО «СОВЛИНК» за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что прогнозы в отношении будущих планов эмитентов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться в течение времени. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «СОВЛИНК» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.