



## Главное:

- Комитет по открытым рынкам ФРС не изменил денежную политику, но «склоняется» к дополнительному смягчению. Оно случится осенью.
- В 17-45 пермского времени – оглашение результатов заседания ЕЦБ. Совсем не обязательно, что сегодня возникнет ясность с обещаниями Драги. Но даже если карты не будут раскрыты, не обязательно, что это «разочарует» рынки.

## Накануне:

Идет неделя центробанков. Больших движений нет, отчасти «летнее затишье», но по большей мере выжидание. STOXX Europe 600 +0.5%, S&P500 упал на 0.3%. Российский индекс ММВБ +0.3%, и в это же время индекс РТС упал на 0.17%. Разница – опять в курсе рубля к доллару – 32.5 сейчас (+0.6% за день). Рубль понизился, несмотря на сравнительно дорогую нефть. Брент торгуется около \$106/баррель, это вблизи максимумов за последние пару месяцев.

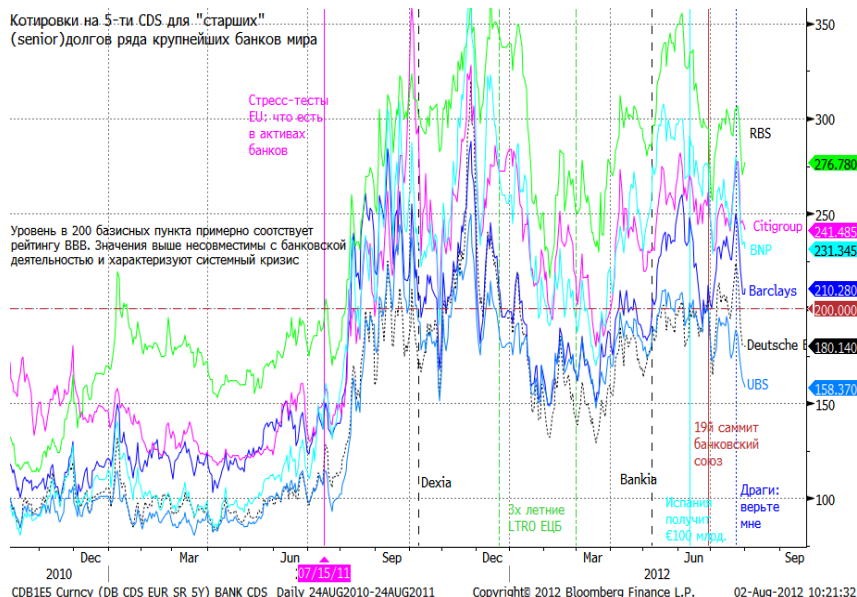
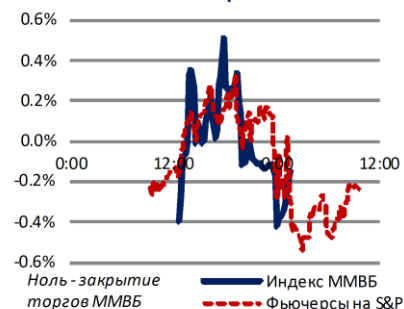
Вчера ФРС не стал менять денежную политику, заявив, что увеличит стимул, если экономический рост будет ухудшаться. «ФРС пасанул», «ничего нового не сказали». Но мы вчера приводили данные опроса «Блумберг» – QE-3 ожидало мало человек, да и реакция рынков вряд ли соответствует слову «разочарование». Рынки продолжает держать интрига Марио Драги, на словах «верьте мне». Считается, что она должна будет проявиться сегодня на заседании управляющих ЕЦБ (17-45 пермского).

Некоторые полагают, что если сегодня конкретики не появится, то это «разочарует» рынки. Но мы сомневаемся в этом. Даже если ЕЦБ не скажет что-то новое, слова Драги продолжают удерживать рынки от обвала. Заседание управляющих ЕЦБ – хороший повод раскрыть карты. Главы центробанков знают, насколько важны слова, они вряд ли будут давать пустые обещания. Так что обвала мы не ждем. По крайней мере, не сейчас. Котировки CDS банков (справа), говорят, что Драги успокоил рынки куда сильнее, чем выделение банкам Испании €100 млрд. на рекапитализацию.

### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ



## Вопросы и ответы по ЕЦБ

увидим ли мы большую базуку или это будет трубка для стрельбы горохом

Мы (отчасти вольно) перевели статью из блога о центральных банках газеты FT

(см. <http://blogs.ft.com/money-supply/2012/07/31/ecb-ga-will-we-see-a-big-bazooka-or-pea-shooter-on-thursday/>)

Кажется, что стало более солнечно в еврозоне со снижением ставок заимствования Испании и Италии. Идут ли тучи снова?

*Не совсем так. Большая картина не изменилась значительно. Как бы ни было, последние данные по безработице и уверенности (или ее недостатку) предполагают, что перспективы роста ухудшаются.*

*Тем не менее, это были вполне приличные дни для суверенных облигаций. Ставки заимствования Италии и Испании упали на комментариях, сделанных Марио Драги, президентом ЕЦБ, которые предполагают, что центробанк резко нарастит антикризисный ответ на грядущем заседании в четверг.*

Что за магические слова?

*Слова, которые заставили подпрыгнуть от радости рынки и некоторых политиков Европы, таковы: «В рамках нашего мандата, ЕЦБ готов сделать все, что потребуется, чтобы сохранить евро. И верьте мне, этого будет достаточно». Значимая часть «верьте мне, этого будет достаточно» - это что-то новое.*

Что-то не звучит как-то значимо.

*Нет, это значимо когда слова исходят от главы института с монопольным правом печатать евро.*

Однако это все болтовня. Сделает ли Драги что-то на самом деле?

*В управлении центральными банками нюансы значат много, а комментарии редко бывают непродуманными. Мистер Драги вряд ли бы выступил с риторикой, если бы не имел действительные намерения как-то изменить политику ЕЦБ.*

Например?

*Есть целый ряд возможностей.*

*Комментарий Драги подразумевает, что ЕЦБ собирается противостоять риску обменных курсов (то есть, что активы больше не будут номинированы в евро), свойственному недавнему росту ставок заимствования правительств.*

*Комментарий также подчеркивает озабоченность ЕЦБ, что недавнее сокращение процентных ставок обошло стороной заемщиков в периферийных странах, таких как Италия и Испания.*

*Некоторые думают, что за словами Драги скрывается трюк с небольшими покупками облигаций. Но есть и ряд других мер, которые смогут оказаться куда более эффективными.*

*Одна из экстремальных возможностей для ЕЦБ будет установление лимита разницы между стоимостью*



заимствования Германии, с одной стороны, и других периферийных стран, таких как Италия и Испания, с другой. Это «пут Драги» на доходности периферийных облигаций. Это могут быть объединённые усилия с European Financial Stability Facility, «временным брандмауэром» евроблока.

Еще одна потенциально более значимая возможность, но маловероятная в ближайшее время, это выдача банковской лицензии фонду European Stability Mechanism, перманентному «бейлаутному» фонду еврозоны. Это умножит мощность по покупке облигаций ESM в несколько раз по сравнению с текущим лимитом в €500bn, смягчая страхи, что евроблок имеет недостаточные ресурсы для противодействия ухудшающимся условиям заимствования Испании и Италии.

Однако мистер Драги в четверг может и не объявить о каких-либо мерах, изменяющих правила игры.

Почему?

Немецкий Бундесбанк на прошлой неделе вновь подтвердил свои возражения к большому объему покупок облигаций и выдаче банковской лицензии. Мистер Драги будет встречаться с Йенсом Вайдманном, президентом Бундесбанка, перед заседанием. Так что Бундесбанк может оказать свое влияние в этом вопросе.

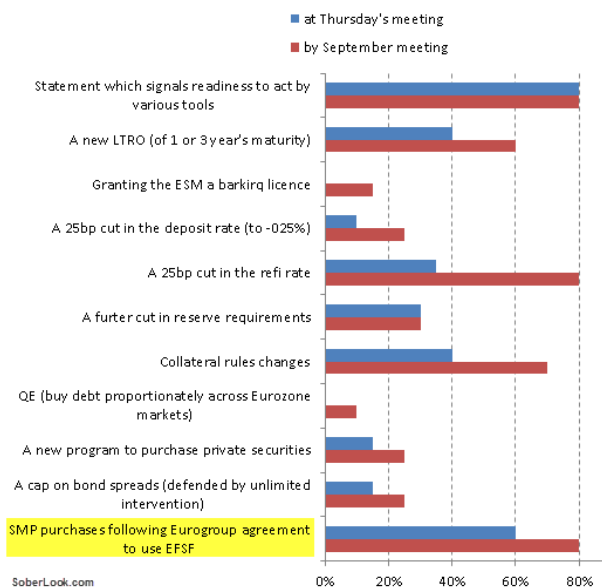
Помимо этого ЕЦБ также намеревается давить на правительства, призывая их к действию.

Итак, что мы увидим в конце недели, большую базуку или трубка для стрельбы горохом (кивнем шляпой Полу Мортимьер-ли из BNP Paribas)?

Трудно сказать.

Даже если управляющий совет ЕЦБ не будет готов ввести в бой большую базуку, мы можем увидеть маленькие шаги, такие как смягчение залоговых правил или намеки на грядущие в будущем сокращения ставок или более радикальную программу покупки облигаций.

Но если это все, что Супер Марио может предложить, рынки будут разочарованы. [КОНЕЦ ПЕРЕВОДА]



Графики на этой странице показывает ожидания от сегодняшнего и сентябрьского заседания ЕЦБ.

Справа – опрос «Голдман Сакс», проведенный 1 августа, смотри:

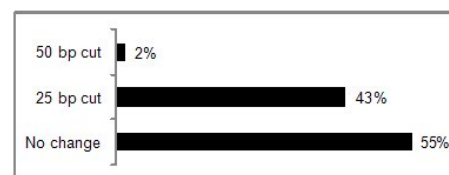
<http://soberlook.com/2012/08/goldmans-investor-survey-of-ecbs.html>

Слева – внутренний опрос Barclays Capital

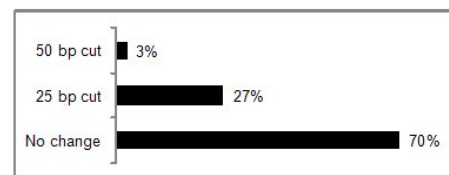
<http://soberlook.com/2012/08/possible-policy-actions-by-ecb.html>

Как понятно из графиков Barclays, ЕЦБ может отложить принятие решений еще на 1.5 месяца. Так что «развязка» вряд ли обязана состояться сегодня.

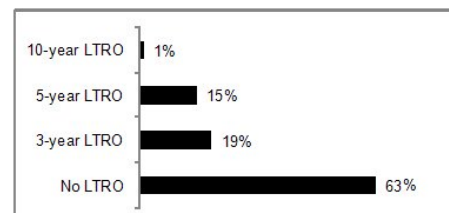
1. What is your expectation about a possible change in the refinancing rate?



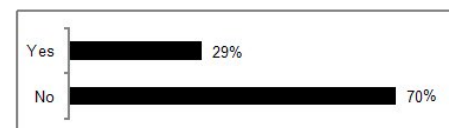
2. What is your expectation about a possible change in the deposit rate?



3. Do you anticipate the ECB will announce?



4. Do you anticipate the ECB will announce purchases of private sector bonds?

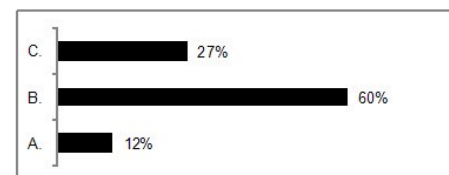


5. Do you expect that the ECB will re-engage in purchases of government bonds?

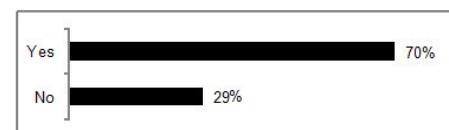
A. No

B. Yes, but only in support of the EFSF primary purchases if Spain or Italy sign a Memorandum of Understanding

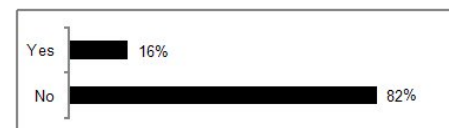
C. Yes, regardless of Spain or Italy signing a Memorandum of Understanding. The ECB will buy sovereign bonds to tackle concerns around convertibility issues and/or to restore the functioning of the monetary policy transmission channel



6. Do you expect the ECB will relax collateral rules?



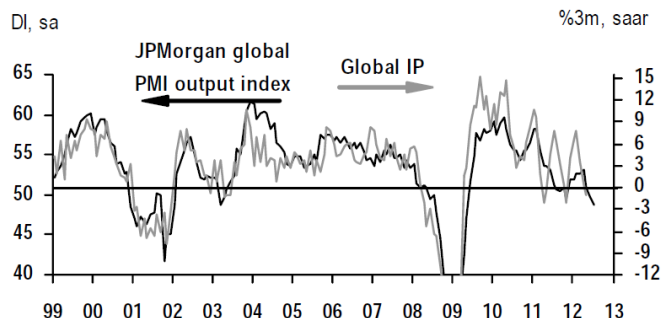
7. Do you expect the ECB to guarantee the interbank market?



## Интересное и важное:

- Данные по глобальному индикатору Global All-Industry Output Index привнесли разочарование на рынок. Индекс опустился до 48,4 пунктов, продолжая указывать на падение мировой экономики второй месяц подряд. Европа остается ахиллесовой пятой, хотя Бразилия, США и большая часть Азии, будучи прежде драйверами роста, также демонстрируют вялую динамику. Слабый спрос на фоне продолжающегося накопления запасов толкает мировой промышленный сектор к еще более глубокому сжатию в начале третьего квартала 2012 г. В последнем обзоре МВФ понизил прогнозные оценки роста мировой экономики до 3,5%. Мы полагаем, что низкие темпы развития мировой экономики надолго. Европейская проблема с долгами будет разрешаться еще длительное время, мы не ожидаем больших кризисных эффектов, но и существенного роста экономики мира и финансовых рынков также не планируется.
- Минэнерго предложило еще один способ реанимации падающей добычи нефти в Западной Сибири. Напомним, в мае правительство предложило ввести дифференцированный НДС для месторождений с трудноизвлекаемыми ресурсами нефти с рядом условий. Под эти ограничения на сегодня попадает 100 месторождений, что по оценкам участников составляет примерно 4% производства нефти в нашей стране. Минэнерго, чтобы увеличить число льготников, предложило применять льготы не к месторождениям в целом, а для отдельных залежей нефти. Так, эта инициатива может обеспечить прирост добычи на 325 млн. т нефти на ближайшие 20 лет.
- В правительстве продолжают обсуждать будущее пенсионной системы. Самая жесткая позиция у Минтруда – это сокращение или даже отмена накопительной части, что означает возврат к распределительной системе. Однако предложения Минтруда не решают проблему дисбаланса в пенсионной системе (через несколько лет из-за старения населения вновь возникнет дефицит в ПФР). На это указывает Минфин, который предлагает сохранить накопительную часть и стимулировать более поздний выход на пенсию. Есть средняя позиция, которая предполагает возможность выбрать, участвовать в накопительной системе или нет. Напомним, что проект стратегии развития пенсионной системы должен быть представлен 1 октября 2012 года.
- «Роснефть» впервые за много лет получила убыток по МСФО за второй квартал 2012 года в размере 8 млрд. рублей. Убыток во многом обусловлен курсовыми разнищами: падение курса рубля

Global manufacturing output



Global Manufacturing PMI™ Summary

50 = no change on previous month.

	Jun	Jul	Change	Summary, rate of change
Global PMI	49.1	48.4	–	Contracting, faster rate
Output	49.6	48.9	–	Contracting, faster rate
New Orders	48.1	47.2	–	Contracting, faster rate
Input Prices	44.8	44.5	–	Falling, faster rate
Employment	51.0	49.5	–	Falling, change of direction



теперь приносит убытки, так как отчетность номинирована в рублях, а не в долларах как раньше. Операционная прибыль (она без учета курсовых разниц) сократилась почти в три раза до 36 млрд. рублей из-за отмены льгот по Ванкорскому месторождению.

Если посмотреть на акции компании, то они ведут себя хуже, чем ближайший конкурент – «ЛУКОЙЛ» (см. график соотношения «ЛУКОЙЛ»/«Роснефть», он находится на максимумах за последние три года). Причин несколько, но самая главная из них – возможная консолидация «Роснефтью» 50% «ТНК-ВР», причем на невыгодных для себя условиях. Сделка будет иметь и политическую подоплеку, поэтому «Роснефть» может заплатить существенную премию за этот пакет.



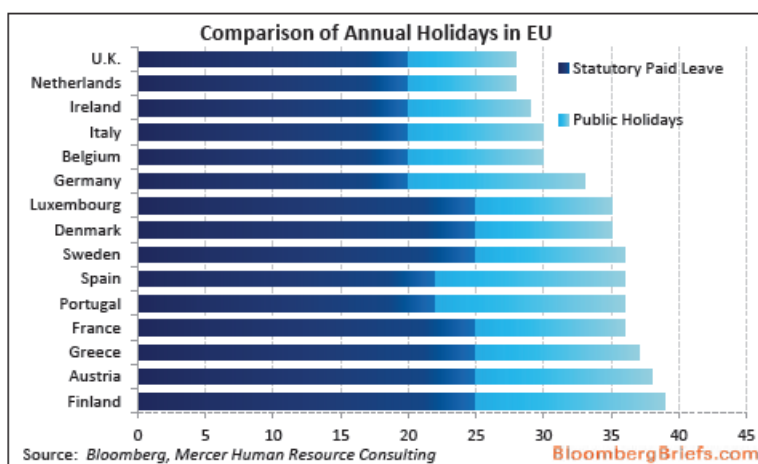
- ФАС предлагает допустить частные компании к шельфовым проектам. Но ограничения полностью не отменяются, правительство по предложению Минобороны и ФСБ сможет ограничить участие компаний в шельфовых проектах, если в ее капитале присутствуют иностранные инвесторы. Напомним, что сейчас монополия на шельф принадлежит госкомпаниям, то есть «Роснефти» и «Газпрому».

## Местное:

- «Уралкалий» завершил реорганизацию, присоединив «Камскую горную компанию». Теперь «Уралкалий» может начать переоформление лицензии на Половодовское месторождение на себя.
- Арбитражный суд Пермского края возобновил рассмотрение иска «ЛУКОЙЛ-ПНОС» к УФАС. Напомним, что в прошлом году антимонопольщики оштрафовали «ЛУКОЙЛ-ПНОС» на 133,55 млн. рублей за завышение цен на нефтепродукты. Однако нефтяники не согласны с этим и решением и обратились в суд.
- Национальное объединение строителей назвало Пермь лучшим городом России с точки зрения информационной открытости госорганов и организаций, с которыми взаимодействует застройщик в процессе строительства многоквартирного дома.

## Напоследок:

- Справа картинка из «Блумберга», сравнивающая дни отдыха за год в странах Евросоюза, включая минимальный отпуск (темно-синие столбцы) и государственные праздники (голубые столбцы). Среднее значение отпуска 33.7 дней по 12 крупнейшим странам. Это включает в среднем 11.5 дней государственных выходных. Работники в Великобритании имеют право на оплачиваемый отпуск, минимум 28 дней. Греция и Испания имеют 37 и 36 дней, соответственно.



В России отдых составляет минимум 4 недели или 28 календарных дней. Без учета выходных оплачиваемый отпуск тянет на 20 рабочих дней отпуска. К ним следует добавить 11 дней общегосударственных праздников, что вместе дает 31 день. Это ставит Россию на место между Бельгией с 30 днями и Германией с 33-мя.

# Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&amp;P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



# ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15  
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69  
www.p-fondy.ru

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Матвеев Эдуард Вениаминович  
Генеральный директор  
тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович  
Начальник аналитического отдела  
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович  
Главный специалист по работе с VIP-клиентами  
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

## ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.