



## Главное:

- Три центральных банка вчера смягчили денежную политику:
  - ЕЦБ снизил ставку с 1% до рекордных за его историю 0.75%
  - Банк Китая сделал второй шаг (предыдущий был 8 июня) по снижению ставок после монетарной жесткости 2011-2012 гг.
  - Банк Англии расширяет объем QE, пытаясь смягчить депрессивный эффект вызванный сокращениями дефицита правительством Осборна.

## Накануне:

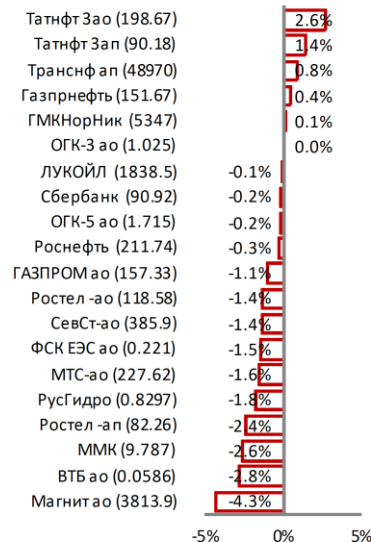
Вчера был волатильный день, хотя изменения по дню невелики. STOXX Europe 600 минус 0.16% (размах внутри дня мин.- макс. 1.5%), индекс ММВБ минус 0.6% (1.9%), S&P500 -0.5%.

Важнейшими событиями вчера стали действия Центробанков, утром вышли новости от банка Китая о втором шаге по снижению ставки. Затем Банк Англии (17-00 пермского) объявил о расширении программы покупки активов на рынке («печатания денег»). После (в 17-45) ЕЦБ снизил базовую ставку с 1% до 0.75%. Как пишет Bloomberg, отрицательная реакция рынков была вызвана «разочарованием» рынков, связанную с тем, что шаги окажутся недостаточными, чтобы подстегнуть экономический рост. Очень вероятно, что ФРС летом-осенью пойдет на третий раунд «количественного смягчения» (QE), что должно завершить картину повсеместной монетарной мягкости.

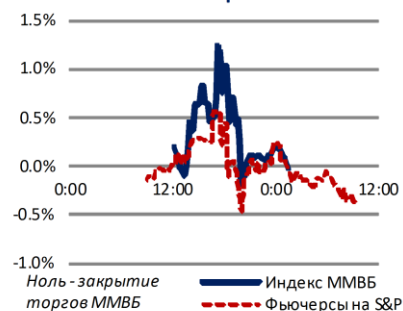
Смягчение денежной политики является следствием слабой мировой экономики. Ситуацию неплохо иллюстрируют графики по общемировому индексу уверенности бизнеса, которые были опубликованы вчера британской Markit Economics. Рассчитываемый ими индекс уверенности JPMorgan Global PMI Output находится почти на отметке в 50 пунктов, разделяющей рост от падения. Это же характеризует самые низкие темпы мирового роста за последние три года, то есть с 2009.

Вполне предсказуемо сообщается о падении экономики в 4-х больших странах Евросоюза – Германии, Франции, Италии и Испании (см. вчерашний обзор), снижение темпов роста происходит в США, Китае, Великобритании и России. Япония опять впала в рецессию. «Светлым пятном» называются Индия (максимум за 4 месяца) и Бразилия (которая вышла из спада, который был в мае)

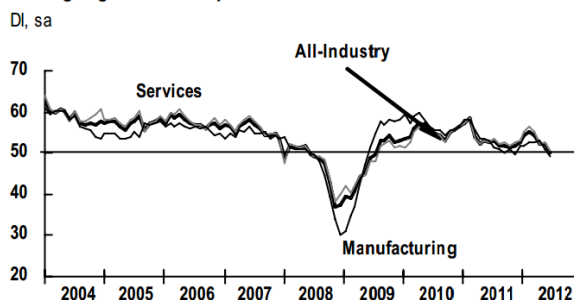
### Лидеры изменений на ММВБ



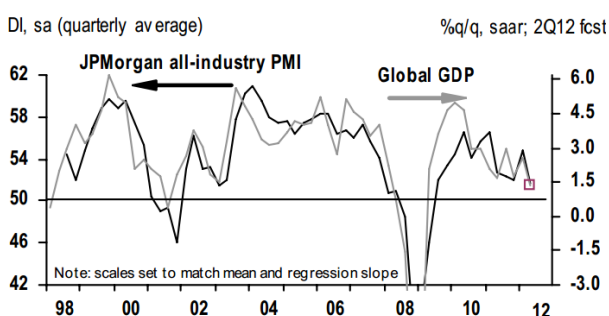
### Рынки после закрытия ММВБ



### JPMorgan global PMI output



### Global activity indicators



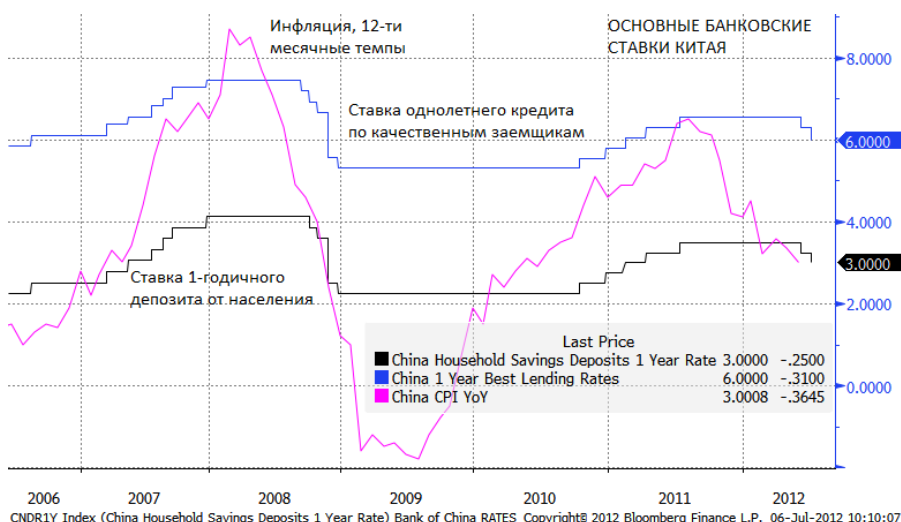
На днях мы опубликовали Стратегию, ежеквартальную записку, дающую наше видение ситуации и прогноз (ее можно запросить в клиентском отделе). Мы приведем некоторые идеи оттуда.

Схема справа показывает идею «потери дохода» (income leakage) в случае, когда неудовлетворительно работают финансовые посредники, а именно банки (1). В этом случае экономика становится депрессивной. Другой случай (2) – это ситуация «балансовой рецессии», когда в экономике есть недостаточный спрос на кредит из-за перекредитованности частного сектора, плохих ожиданий.

Схема имеет целью показать, как финансовые рынки, перераспределяют доход в обществе. Сбережения (или «финансовые профициты») возникают, когда некто не хочет тратить полученные им доходы сейчас и предпочитает их сберечь. В экономике, по другую сторону финансовых рынков, должен найтись кто-то, кто хочет взять эти средства в долг (тогда он имеет «финансовые дефициты»). Если по дороге от финансовых профицитов к финансовым дефицитам происходит поломка, то сбережения не превращаются в траты и экономика падает.

Большую роль при этом играет Центробанк, который может добавить или убрать часть кредита с рынка. Мы предлагаем аналогию – реку, куда втекают сбережения, на выходе реки есть потребители ресурсов, а центробанк может убрать или добавить воды в среднем течении. В Китае, через повышенные ставки правительство смогло 1) забрать часть кредита, 2) снизить спрос на кредит. Сейчас инфляционное давление спало, и можно приступать к снижению инфляции. Мы не испытываем

### Схема функционирования экономики



беспокойства по поводу Китая, предположительно в 2013 году экономика страны выйдет на темпы роста порядка 7% в год, что соответствует цели правительства.

Куда важнее политика ЕЦБ. Еврозона (как и США и Великобритания) находится в состоянии «ловушки ликвидности», поскольку ставки уже близки к нулю. Вчерашнее снижение с 1% до 0.75% не слишком принципиально (ставки EONIA куда ниже). Мы полагаем, что развитый мир находится еще и в состоянии «балансовой рецессии», а именно имеет недостаточный спрос на кредит. Возникает ситуация, когда в экономике слишком много сбережений (финансовых профицитов), которые не полностью используются. И это напрямую ведет к «потере дохода», сбережения не превращаются в траты.

Даже низкие ставки кредита не подвигают экономических агентов на то, чтобы брать в долг. И это поддерживает экономику в рецессию. Политика ЕЦБ/ФРС/Банка Англии по «печатанию» и другим программам QE/LTRO может снизить стоимость кредита для некоторых дополнительных групп заемщиков. Также эта политика усиливает инфляционные ожидания и заставляет меньше сберегать, то есть больше тратить тех агентов, у которых есть финансовые профициты.

Лучший выход из балансовой рецессии – увеличение дефицита бюджета (не трат и не доходов, именно – дефицита). Тогда правительство может забрать часть неиспользуемых сбережений с финансового рынка и превратить их в траты, коль скоро частный сектор это отказывается делать. Вместо этого мы видим всеобщую программу сокращений по обе стороны Атлантики.

Великобритания уже получила спад в 1-м квартале 2012, собирается получить его и во втором. Политика банка Англии вряд ли может сильно исправить политику правительства консерваторов.

Еврозона считает, что решение проблемы долга в аскетичности, всеобщей бережливости. Это неверное решение, которое будет удерживать экономику Европы в состоянии хронического низкого выпуска, и давить на периферийные страны. Так, Германия вчера похвасталась, что ожидаемый дефицит бюджета страны в 2012 году будет 0.5% от ВВП и в последующие годы не будет превышать этой цифры.

Ну и очень большие вопросы вызывает приближающийся «финансовый обрыв» в США, начиная с октября нового 2013 фискального года дефицит должен быть сокращен примерно с 8% до 4% от ВВП. С точки зрения балансовой рецессии, если правительство США могло частично превращать избыточные финансовые дефициты в траты, то скоро будет делать это в меньших объемах. Очень вероятна рецессия в США в 1-й половине 2013.

Каков итог? Ставки в развитых странах будут низкими (избыток сбережений), экономика депрессивной. Большого оптимизма на фондовых рынках мы тоже не ожидаем. Увы.

## Интересное и важное:

---

- «РБК Daily» сегодня пишет, что пенсионные деньги пойдут на строительство муниципального жилья. Для этого госкорпорация «Фонд содействия реформированию ЖКХ» выпустит облигации, который купит ВЭБ. Данная схема использования пенсионных денег вызывает ряд вопросов. Самый главный из них – под какую доходность будут размещаться средства. Если ставки будут ниже рыночных, то в этом случае могут пострадать пенсионеры. Также есть опасения относительно возвратности средств – сможет ли потом эмитент погасить номинал, правда, госгарантии снимут этот вопрос.
- «ЛУКОЙЛ» планирует построить нефтепродуктовод от Нижегородского НПЗ в Москву мощностью в 2 млн. тонн. Протяженность трубопровода составит 500 км, инвестиции оцениваются в \$500 млн. По словам В. Алекперова, данный трубопровод решит проблемы снабжения Москвы топливом и снизит логистические затраты «ЛУКОЙЛа» по этому направлению. Сейчас московский регион обеспечивают топливом три НПЗ (Московский, Ярославский и Рязанский), но их мощностей уже не хватает.
- Президентская комиссия по ТЭК на следующей неделе может рассмотреть вопрос вхождения «Роснефтегаза» в капитал «Русгидро». Как пишет «Коммерсант», на первом этапе «Роснефтегаз» выкупит допэмиссию «Русгидро» на 85 млрд. рублей и получит блокпакет. На втором этапе будет запущена сделка по обмену активами между «Интер РАО» и «Русгидро», которая была согласована в 2011 году, но еще не завершилась. Так, «Интер РАО» отдаст «Русгидро» пакет в «Иркутскэнерго» и принадлежащие холдингу акции «Русгидро», взамен она получит собственные акции и доплату в 31 млрд. рублей.


## Местное:

---

- «Уралкалий» во втором квартале 2012 года по сравнению с прошлым годом увеличил выпуск хлористого калия на 11,5% до 2,9 млн. тонн. Однако если смотреть на полугодовые данные, то падение производства составило 7,7% до 4,8 млн. тонн. Это связано с негативной ситуацией на рынке калийных удобрений – потребители снижают объемы закупки, в то время как производители только наращивают мощности по выпуску. Как пишет по этому поводу Bloomberg со ссылкой на индийские СМИ, Индия может отложить импорт нового калия до конца этого года. Так, Индия обычно импортирует около 6 млн. тонн калия в год, но на этот год она хочет закупить около 4 млн. тонн. Учитывая, что в стране накопилось 1,3 млн. тонн хлористого калия, Индия вряд ли существенно увеличит закупки удобрений.

## Напоследок:

Дефолты на рынке облигаций продолжают. Ниже представлен список бумаг, по которым были допущены дефолты с начала года:

<u>Бумага</u>	<u>Объем эмиссии</u>	<u>Валюта</u>	<u>Вид обязательства</u>	<u>Плановая дата исполнения обязательства</u>	<u>Дата исполнения в рамках технического</u>	<u>Статус</u>	<u>Объем неисполненного обязательства</u>
 <a href="#">МГ Групп, 04</a>	1 800 000 000	RUR	Купон	18.06.2012	25.06.2012	Дефолт	60 156 000
 <a href="#">МГ Групп, 04</a>	1 800 000 000	RUR	Погашение	17.06.2012	17.07.2012	Технически й дефолт	39 600 000
 <a href="#">РИАТО, 01</a>	507 500 000	RUR	Погашение	04.06.2012	04.07.2012	Дефолт	130 650 000
 <a href="#">МОСМАРТ ФИНАНС, 01</a>	2 000 000 000	RUR	Погашение	12.04.2012	12.05.2012	Дефолт	25 860 000
 <a href="#">МОСМАРТ ФИНАНС, 01</a>	2 000 000 000	RUR	Купон	12.04.2012	19.04.2012	Дефолт	2 793
 <a href="#">МГ Групп, 04</a>	1 800 000 000	RUR	Купон	17.03.2012	24.03.2012	Дефолт	61 182 000
 <a href="#">МГ Групп, 04</a>	1 800 000 000	RUR	Погашение	17.03.2012	16.04.2012	Дефолт	39 600 000
 <a href="#">НОК, 03</a>	1 000 000 000	RUR	Купон	28.02.2012	06.03.2012	Дефолт	13 313 439
 <a href="#">Рыбинский кабельный завод, 01</a>	1 000 000 000	RUR	Купон	28.02.2012	06.03.2012	Дефолт	2 295
 <a href="#">Рыбинский кабельный завод, 01</a>	1 000 000 000	RUR	Погашение	28.02.2012	29.03.2012	Дефолт	229 514 000
 <a href="#">М-ИНДУСТРИЯ, 2</a>	1 500 000 000	RUR	Купон	11.01.2012	18.01.2012	Дефолт	80 200 000
 <a href="#">Нутринвестхолдинг, 02</a>	1 320 000 000	RUR	Купон	31.12.2011	07.01.2012	Дефолт	9 500 628
 <a href="#">Нутринвестхолдинг, 02</a>	1 320 000 000	RUR	Погашение	31.12.2011	30.01.2012	Дефолт	19 468 500
 <a href="#">АМТ БАНК (Россия), 2011 (LPN)</a>	100 000 000	USD	Погашение	21.12.2011	20.01.2012	Дефолт	31 447 800

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

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

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

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

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