



Главное:

- Качественные облигации обновляют рекорды доходности. Облигации Дании с 10 летним сроком – почти 1% годовых, Германия – 1.25%. Это результат «балансовой рецессии» и продолжающегося бегства в качественные активы.

Накануне:

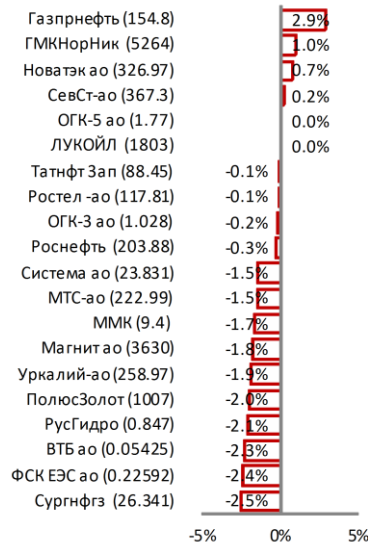
Вчера утром фондовые рынки были в положительном настроении, что комментатор Bloomberg связывал с неожиданным понижением процентной ставки центробанком Ю. Кореи. Днем акции по всему миру провалились, и Bloomberg опять объяснил это ставкой в Корее. Курьезно, что и рост и падение можно объяснять одной новостью. Итогом стали минусы -0.8% по ММВБ (в середине дня -1.9%), -0.5% по S&P500 (до -1.2% днем), -1.06% STOXX Europe 600 (-1.4%).

Нам не очень понятно, почему вчера днем прошел провал, который был отыгран ночью, так что сегодня российские акции должны открыться примерно на 0.5%-0.7% выше. Вероятно, это просто стихия, результат совпадения отдельных продаж, работы высокочастотных трейдеров. Журналисты любят фондовые рынки за то, что на них всегда есть какие-то движения, несмотря на то, что большинство из этих колебания оказываются пустыми и ничего не значащими долгосрочно. Сейчас Bloomberg объясняет провал разочарованием после публикации протокола заседания ФРС (Fed Minutes), из которого кто-то усмотрел меньшую вероятность QE3.

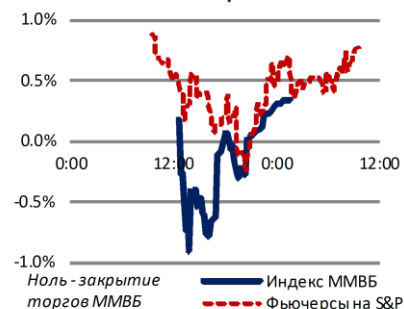
Есть заметных тенденций вчера – снижение курса евро к доллару, 1.22 \$/€ сейчас. Это минимум с 2010 года (тогда в июне было 1.19 \$/€), когда впервые встал вопрос с европейскими долгами. Вчера мы пытались объяснить колебания валюты процентными ставками (разницей между двухлетними свопами) ЕЦБ и ФРС и сегодня мы повторяем график (см. след. стр.). Когда денежная политика в Еврозоне ожидалась более жёсткой, чем в США, тогда курс евро идет вверх по отношению к доллару. И наоборот. Вот и сейчас, после смены Ж.К.Трише на М.Драги на посту ЕЦБ денежная политика ЕЦБ заметно помягчела и это совпадает с падением евро.

Есть соблазн объяснить колебания курса движениями капитала между Европой и США исключительно на ставках. Но это, видимо, неудовлетворительное объяснение. Капитал может перемешаться на разнице ставок. Как и сама денежная политика ЕЦБ и ФРС не является чем-то «экзогенным», а связана с экономикой.

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Correlation is not causation, корреляция не означает причинно следственную связь. Похоже, причина колебаний кроется в экономике. Мы предлагаем следующую интерпретацию движений евро и доллара, связанную с динамикой экономики.

Когда в США «лопнул» пузырь и начался «credit crunch» стало ясно, что в этой экономике проблемы. Европа продолжала держать ставки довольно высокими, поскольку ЕЦБ не видел надобности смягчать денежную политику до краха Lehman. Тогда из США, возможного «эпицентра» кризиса начал сбегать капитал, что привело к рекордному обвалу доллара вплоть до 1.6 \$/€.

Когда случился крах Lehman оказалось, что нигде не безопасно, и в США, как и в Европе, устремились потоки на идею «бегства за качеством». Провал экономики в Европе оказался значительным и ЕЦБ начал снижать ставки вслед за ФРС. Колебания 2009 года были значительными, но это нормально для кризисных времен.

После начала восстановления мировой экономики начался кризис европейских долгов. ЕЦБ отреагировал некоторым снижением ставок, противостоя экономическому шоку, и курс евро показал минимум на 1.19 \$/€.

Затем ЕЦБ начал свою странную политику борьбы с инфляцией и поднимал ставки до 2011 года. Это совпало с ростом евро, но и европейская экономика тогда чувствовала себя сравнительно неплохо.

Обострение проблемы долгов началось с конца лета и начала осени 2011 года, рецессия поразила периферию, а затем, сердцевину. ЕЦБ начал снижать ставки пытаясь смягчить удар, но делал это постепенно. И только в этом месяце ставки в Еврозоне «обнулились» после доведения нижней границы – депозитов в ЕЦБ – до нулевого уровня доходности.

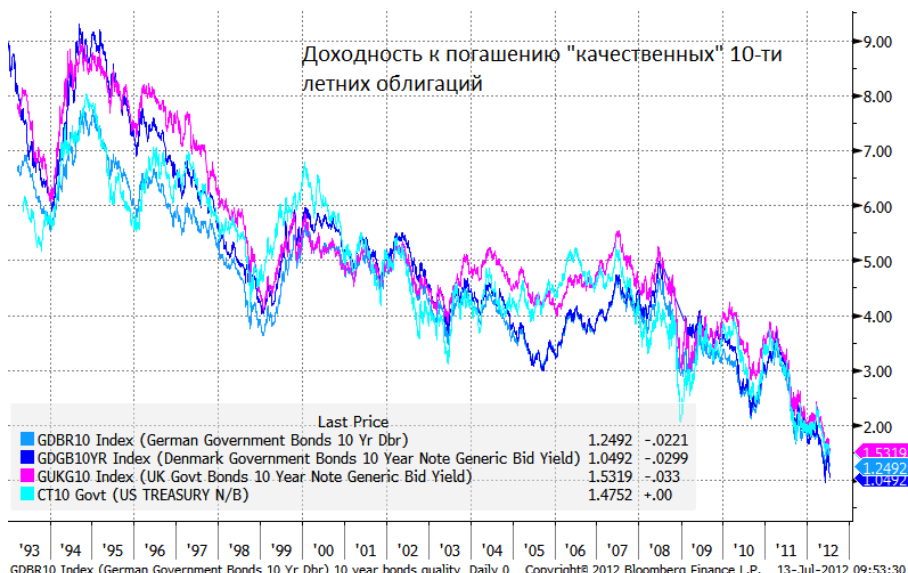
Все последние годы мы считали доллар более дешевой валютой и ожидали его роста к евро (см. сравнение паритета покупательной способности и курса слева). Сейчас мы не можем выделить на этом основании ни евро, ни доллар, они равноценны. Однако есть шанс, что давление на курс евро останется, чем способствует продолжающийся кризис в Европе. Он обещает быть долгим, а ставки в Еврозоне на годы могут



застрять около нуля. Позиции США тоже блеклые, но выглядят лучше. Поэтому доллар предпочтительней.

Другая важная тенденция вчера – продолжающееся падение «безрисковых» длинных ставок.

Слева на графике показаны изменения десятка стран с высоким кредитным качеством – установлен рекорд. Обратим внимание, что практически все развитые центробанки мира сейчас таргетируют инфляцию на уровне 2%, так что наблюдающиеся номинальные ставки десятка имеют отрицательную реальную доходность.



По нашему мнению это - проявление «балансовой рецессии», довольно редкой ситуации в мировой экономике, когда есть избыток сбережений. В норме сбережения приходят в равновесие с финансовыми дефицитами (потреблением в долг) других через процентную ставку (экономисты говорят: «рынок расчищается»). При достижении нулевых (или около нулевых) ставок это может перестать работать. Деньги и облигации превращаются в абсолютные субституты. Это крайне плохая ситуация, потому, что сбережения, т.е. отказ одних от потребления, не превращаются в траты в долг других. Экономика из-за этого начинает падать, поскольку на каждом витке круговорота происходит потеря дохода («тезаврация»).

Сейчас, когда есть кризис, произошло сильное расслоение заемщиков по кредитному качеству. Испания или Италия с трудом занимаю, зато Дания, Германия, США или Великобритания могут занимать под отрицательную доходность. Фактически, инвесторы готовы доплачивать потерей покупательной способности за то, чтобы быть в безопасности.

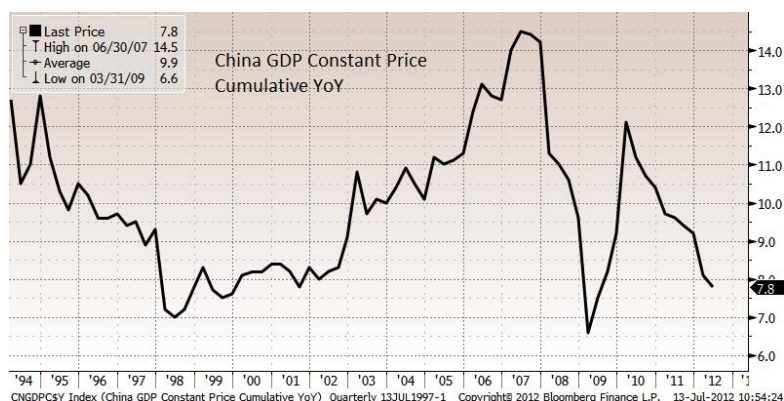
Разрешить эту ситуацию может увеличение инфляции с целью вытолкнуть экономических агентов из денег в траты. Инфляция будет создавать штраф для такого поведения. Второе что нужно – увеличивать дефициты бюджетов (даже не траты, а именно дефициты), которые смогут абсорбировать неиспользуемый частным сектором пул сбережений и превратить их в расходы. Это поддержит уровень агрегатного спроса.

Но проблема в том, что идея дефицитов сейчас непопулярна, идея лечить долг еще большим долгом кажется (напрасно) абсурдной. А повышение инфляции не может быть реализовано из-за политического давления.

Итог – не слишком радостные ожидания по экономике развитых стран. Мы не думаем, что начнется новая «великая депрессия», но бурный рост ВВП в ближайшие время вряд ли состоится.

Интересное и важное:

- Китай опубликовал оценку ВВП 2-го квартала, составившую 7.8% по ВВП. Это минимум с 2009 года. И это объясняет слабые рынки сырьевых товаров, наблюдающиеся с конца 2011 года, включая снизившиеся цены на нефть.
- Вчера прошли конкурсы на частоты LTE (4G). Как и следовало ожидать, победителем стала «большая тройка» сотовых операторов и «Ростелеком». По условиям конкурса первые сети должны быть запущены не позднее 1 июня 2013 года. «МТС», которая уже развернула LTE в Москве, запустит 4G в августе-сентябре 2012 года. Сети 4G дают возможность получить широкополосный доступ в интернет, поэтому вряд ли кабельные операторы смогут активно расти и наращивать выручку.
- «РБК Daily» со ссылкой на The Financial Times пишет, что мировые горнорудные компании намерены избавиться от алмазодобывающих и алюминиевых активов. Для BHP, Vale и Rio Tinto эти активы являются непрофильными и были приобретены несколько лет назад, когда на сырьевых рынках был бум. Сейчас они не приносят должной прибыли из-за низких цен на сырье.
- Совет директоров «Норникеля» одобрил погашение 10% квазиказначейских акций. Для этого будет ликвидирована «дочка» Norilsk Nickel Investments, на балансе которой находятся эти бумаги. В ходе ликвидации бумаги просто перейдут в собственность «Норникеля» и станут казначейскими. Впоследствии они будут погашены. В результате доля «Русала» в «Норникеле» достигнет 27,9% (сейчас 25,1%), «Интеррос» - 31,2% (сейчас 28,1%). Данная схема ликвидации казначейского пакета не предполагает каких-либо ofert со стороны «Норникеля» и «Интерроса», который перешагнет рубеж в 30%.
- Минфин либерализовал российский рынок госдолга. Теперь новые выпуски ОФЗ будут размещаться на общих условиях, а не на отдельной секции госбумаг, доступ к которой ограничен.



Местное:

- «Экс Авто» может построить в Камской долине до шести новых автоцентров. Автоцентры будут располагаться на площадке в 6 га, которая находится в собственности автодилера.

Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

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

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

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

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

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

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

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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

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