



Вкратце:

- Циклы долговых рынков: “Carry-trades UnWinding” -> “Carry-trades Winding back” и так далее...
Началась вторая фаза, благоприятствующая обратному росту рискованных облигаций, валют развивающихся стран. Идея: случившееся падение было избыточным.
- С этим должны продолжить расти рынки акций, предположительно, компенсировав случившееся падение с цен 22 мая. Для этого S&P 500 надо вырасти на ~2-3%, а индексу ММВБ ~9%.
- Заседания комитета по ставкам (FOMC) ФРС всегда важны для рынков, но начинающееся сегодня 2-хдневное заседание вносит интригу по поводу «QE tapering».
 - Итоги заседания FOMC в полночь на 20-е, сопровождаемые пресс-конференцией Бернанке 00:30 по Перми. Так что четверг – день «реакции на Бернанке»
 - Также интересен «minutes» (протокол) этого заседания, опубликуют в полночь на 12 июля по Перми.
- Президент Путин не поддержал требование заставить ЦБ РФ отвечать за экономический рост. Угроза инфляционной политики снята. Однако после августа, возможно, что Минфин будет зачислять в Резервный фонд иностранную валюту, что, по мнению правительства, может способствовать некоторому ослаблению рубля (мы сомневаемся в этом).

Ликвидные акции на ММВБ

Татнефть Зао (185)	6.3%
Новатэк ао (332.5)	5.7%
Ростел -ао (96.5)	4.6%
Татнефть Зап (95.99)	4.3%
Ростел -ап (71.19)	3.2%
СевСт-ао (227.1)	3.0%
РусГидро (0.4982)	2.9%
Магнит ао (7300)	2.7%
Сбербанк-п (72)	2.3%
Роснефть (215.65)	2.3%
Сургутнефтегаз (24.712)	2.1%
Сбербанк (95.64)	2.1%
ФСК ЕЭС ао (0.10565)	1.9%
ГМК Норникель (4670)	1.7%
Сургутнефтегаз-п (19.75)	1.7%
ГАЗПРОМ ао (111.42)	1.5%
ЛУКОЙЛ (1883.7)	1.3%
Транснефть ао (73345)	0.6%
МТС-ао (253.23)	0.5%
ВТБ ао (0.04804)	0.5%
Система ао (26.411)	0.5%
Аэрофлот (53.61)	0.3%
ОГК-5 ао (1.2986)	0.2%
Газпромнефть (112.61)	0.1%
ПолюсЗолот (858.9)	0.0%
ММК (7.275)	-0.1%
Уралкалий-ао (223)	-0.3%

Комментарий:

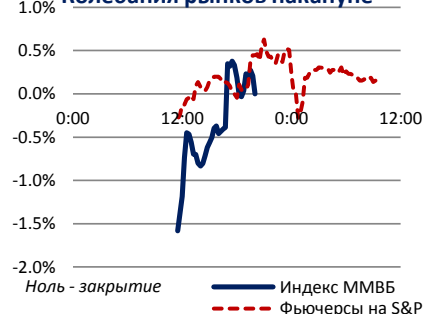
Taper¹/carry. Понедельник продолжил рост пятницы в рискованных активах. STOXX Europe 600 +0.74%, индекс ММВБ +1.99%, S&P 500 +0,75%.

Потоки carry-trades развернулись на 180 градусов и потекли обратно в рискованные облигации и валюты. Рубль в понедельник достигал 31.5/\$, хотя еще 4 торговых дня назад превышал 32.5/\$. По курсу рубля уже отыграно 2/3 случившегося с 22 мая падения.

Спекулянты играют против спекулянтов. Те, кто «резали позиции carry по стопам» (извиняемся за жаргон), поняли, что их надули, поэтому побежали обратно. Наверняка нашли «умные» спекулянты, сыгравшие против толпы «резавшей позиции» в рискованных валютах и облигациях. Пока нет фундаментальных изменений для сворачивания подобных позиций (см. вчерашний обзор).

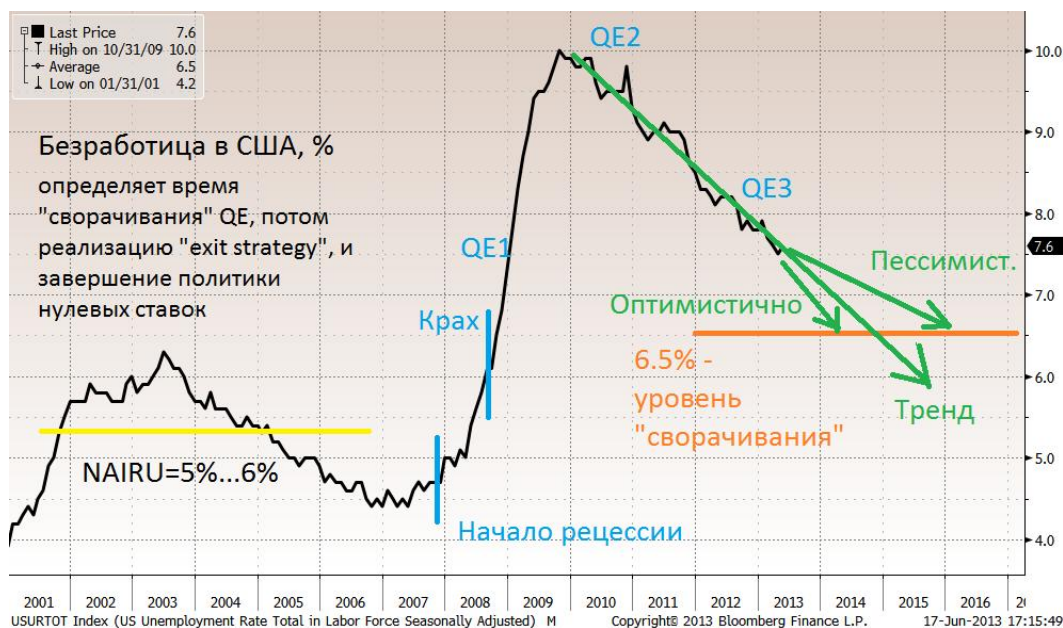
¹ Есть целый ряд английских финансовых терминов, которые нам трудно перевести на русский. Новомодное слово «taper» ['teɪpə] используется ФРС для описания процесса постепенного снижения объемов QE. Словарь дает следующие значения: 1. Конус, шпиль 2. конусообразный, сужающийся к одному концу 3. (тж. taper away, taper off) 1) сходить на конус; сужаться; убывать по конусу

Колесания рынков накануне



Политика нулевых ставок и QE, проводимая центральными банками США, Японии, Великобритании и, отчасти, ЕЦБ как раз имеет целью подстегнуть сделки carry-trades. Цель вытеснить экономических агентов из «номинальных активов» (деньги и госбумаги) и покупать рискованные активы (облигации реального сектора, расширять кредит, покупать акции). Цель – снизить стоимость денег относительно инструментов сбережения, «реальных активов», заставить потреблять, нежели накапливать («тезаврировать») деньги.

Эта политика еще сохранится долго. Как долго? ФРС явно обуславливает это безработицей, и каждый может экстраполировать тенденции в этом рынке и определить время завершения нынешнего формата денежной политики. Мы предлагаем несколько вариантов.



Risk-on/Risk-off. Вы можете спросить: причем тут фондовые рынки? Как разворачивание сделок carry может быть повинно в 12% провале индекса MMBV?

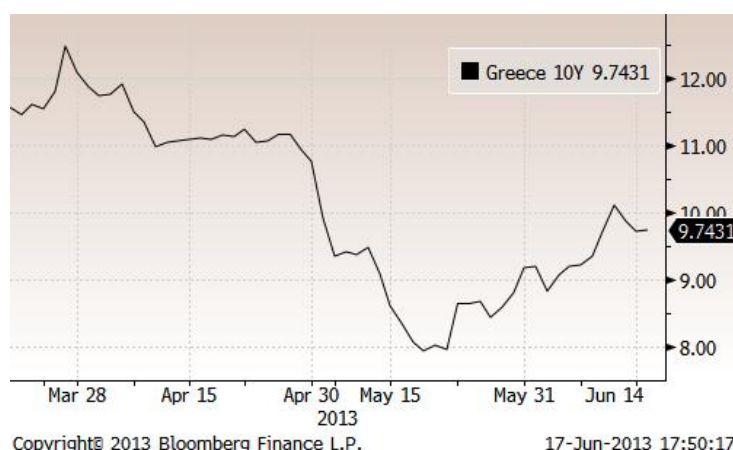
Инвесторы в акциях крайне пугливы и чувствительны к риску. В период восстановления явно выделялись периоды отвращения к риску (risk off на жаргоне) и периоды, когда участники чувствовали улучшения и бросались покупать акции и рискованные облигации (risk on).

Реагирование фондовых инвесторов на сигналы с долговых рынков уже в крови. Становится страшно, когда падают облигации. Когда доходность греческих облигаций взлетает с 7.5% (уровня близкого к «критическому» 7%, означающим возврат доверия рынка) до 10%.

Внешне это выглядит как развал рынков, события наподобие 2007-2008 или 2011-2012.

Но на деле это не предвестники нового системного кризиса, поскольку не наблюдается реального ухудшения кредитного качества долгов (ипотеки или госдолгов еврозоны). Объемы кэрри-трейдов сейчас не настолько большие и вряд ли приведут к маржин-коллам. Что крайне важно – они не приведут к потерям в банковской системе, чреватой бегством вкладчиков.

Итак, последние 4 недели были периодом risk-off. Сейчас начался период risk-on. Неплохо было бы научиться угадывать время провалов.

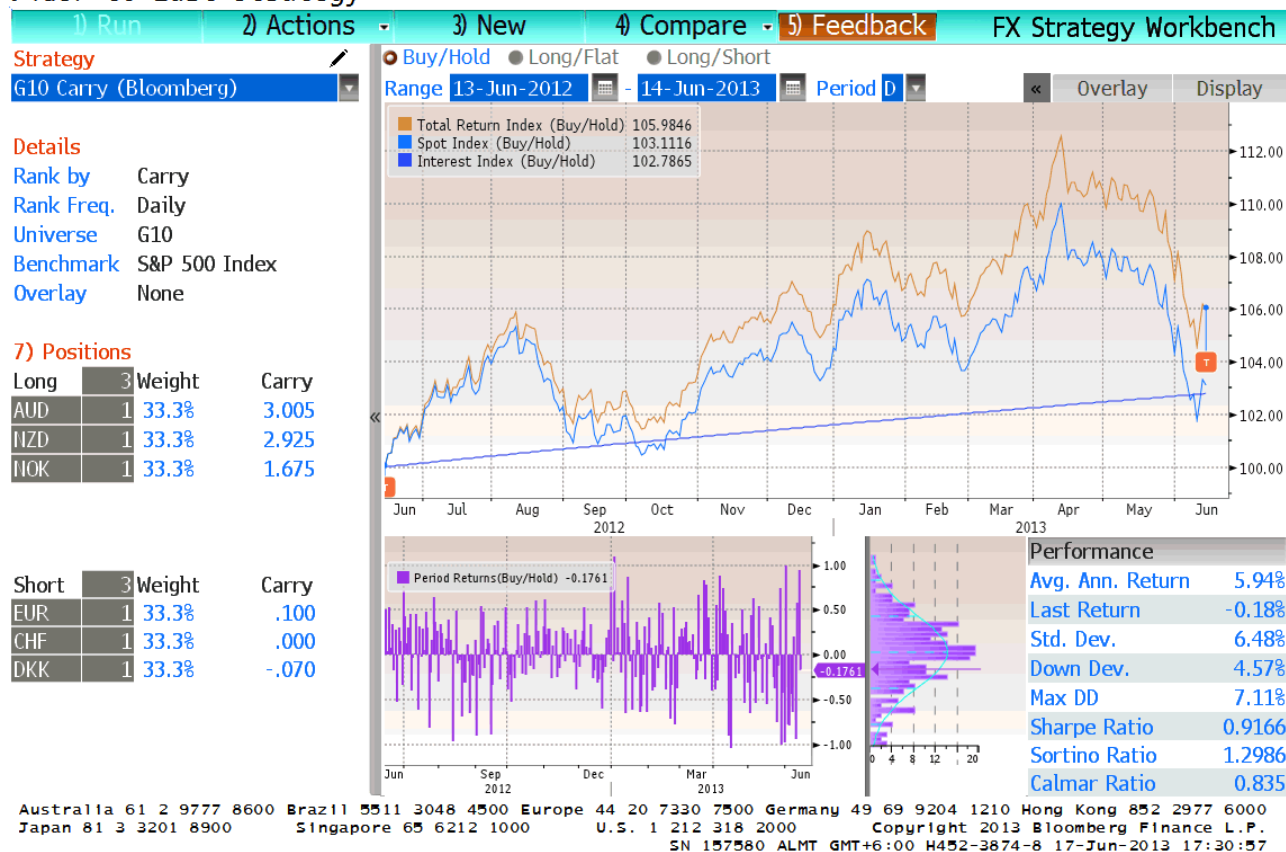


Но на рынках рискованных активов гораздо легче прогнозировать, что будет рост после провала, чем предсказать провал после роста.

Разное:

- В последние дни мы много пишем про carry-trades, и предлагаем взглянуть на то, как это выглядит в действительности.

9<G0> to Edit Strategy



Это скриншот функции «Блумберг» **FXSW**, реализованный на валютах G10 за последний год. Источниками капитала в текущей ситуации служат евро, франк, датская крона, вкладываются в австралийский и новозеландский доллары, а также норвежскую крону. Результат: 5.94% годовых (неплохо по сравнению с почти нулевыми ставками), стандартное отклонение 6.5% (риск). Коэффициент Шарпа неплохой 0.92. График показывает составляющие, где разница в процентах (прямая линия) дает 2.8%, а остаток дают курсовые разницы (синяя линия). Вместе эти составляющие дают совокупную доходность (total return). Симуляция «Блумберг» не содержит комиссионных, но они должны быть незначительными. График позволяет оценить волатильность валютного «кэрри» - повышенная доходность без риска не дается. До майского провала стратегия давала 10%-12% в абсолютном выражении.

- Вчера прошло совещание у президента РФ, где не было поддержано предложение правительства о наделении Центробанка наряду с правительством ответственностью за экономический рост. Об этом заявил в интервью «Блумберг» министр финансов РФ Антон Силуанов: *«Даже сейчас - в условиях снижения роста - понятна абсурдность этого предложения: Центробанк не будет осуществлять*

количественное ослабление, что приведет к росту инфляции».

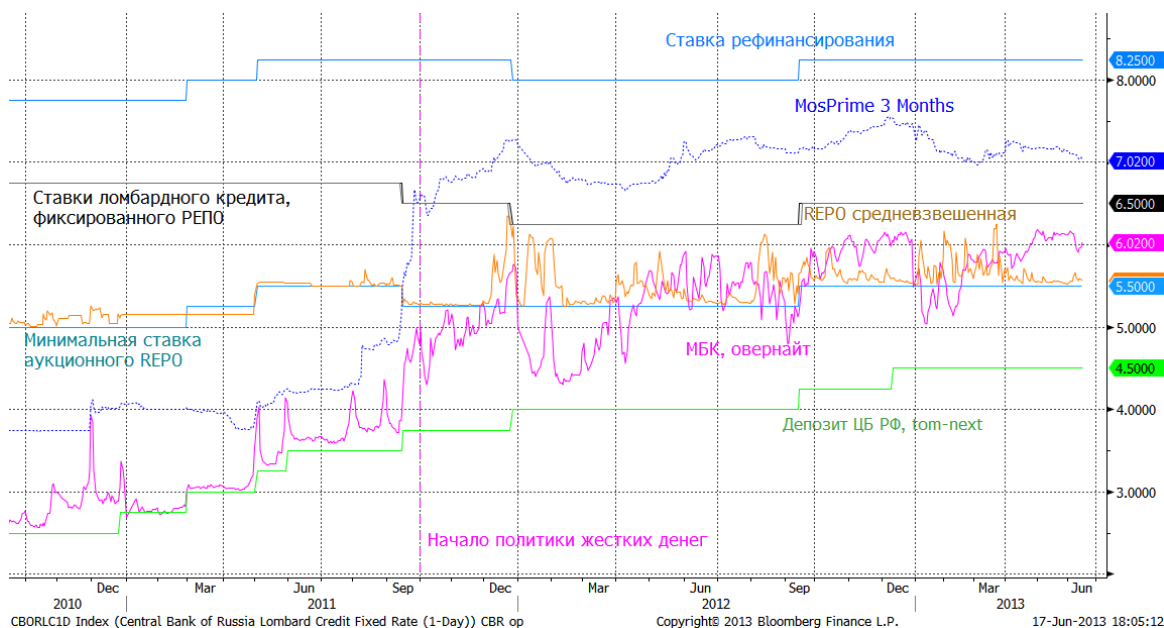
В качестве меры для стимулирования роста и пополнения бюджета рассматривалось ослабление рубля. «На курс можно повлиять только когда задействуют рыночные механизмы, когда, например, Минфин участвует в покупке валюты на рынке», заявил Силуанов. Минфин договорился с ЦБ, чтобы направлять в Резервный фонд нефтегазовые доходы в виде иностранной валюты, а не рубля, как это происходит сейчас. Эта операция «может ослабить курс на 1-2 рубля» и использование такого механизма может начаться уже в августе, сказал министр финансов.

Выводы: 1) Мы сомневаемся в том, что Минфину удастся заметно влиять на курс рубля. Размеры профицитов бюджета сейчас стали низкими, поток денег в Резервный фонд незначительным, чтобы влиять на курс. 2) Мы приветствуем намерение Минфина проводить интервенции на валютном рынке.

Если бы мы пошли на демонстрацию с требованиями к Центробанку, мы бы могли написать «руки прочь от рубля». Попытки Центробанка удерживать и регулировать курс рубля слишком дорого обошлись России. Удерживание курса слабым, скупка огромных резервов была основным источником инфляции (резервы скуплены за счет эмиссии). Доверие к рублю подорвано и потребуется много времени, чтобы россияне начали доверять рублевым контрактам, не опасаясь внезапной вспышки инфляции. Сбережения россиян делаются в непроизводительной форме, включая наличный доллар (т.е. не превращаются в фабрики, заводы или построенное в кредит жилье). Большой отток частного капитала из страны – следствие недоверия к рублю и рублевой финансовой системе.

- Помощник президента Эльвира Набиуллина через неделю возглавит Центробанк. Первое заседание СД с ее участием - в начале июля.

Вот так выглядит денежная политика на текущий момент. Высокие ставки удерживаются примерно на одном уровне с осени 2011. МБК в последние пару месяцев находится на 6% - одном из самых высоких значений за это время.

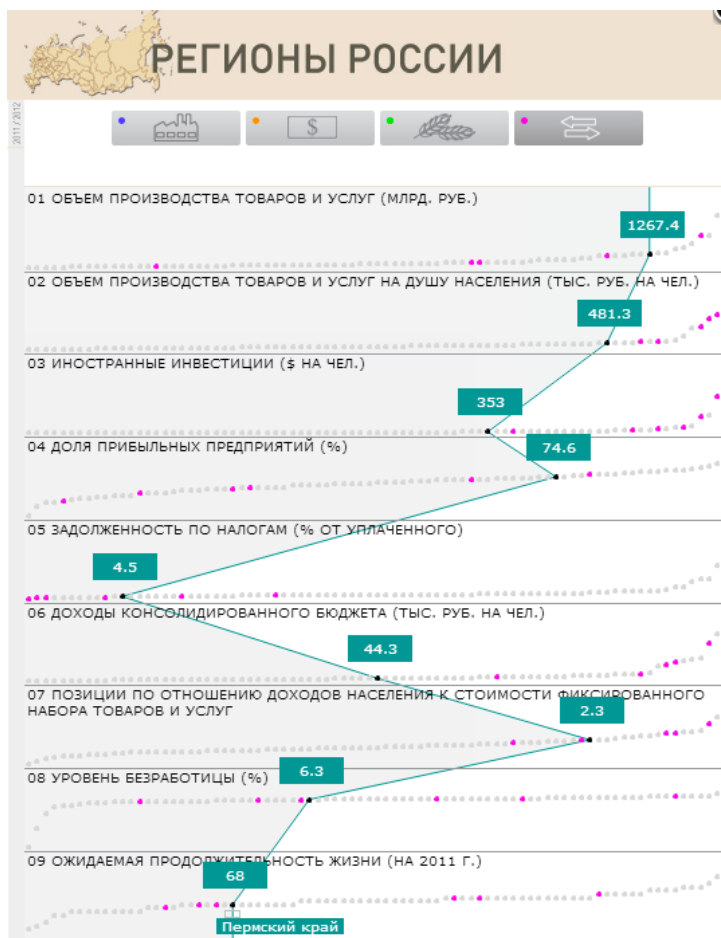


- **Акции «Полиметалл» снова будут торговаться в России.** С 17 по 19 июня организатор размещения «Сбербанк CIB» будет собирать заявки, а 20 июня акции поступят в обращение. Коридор цен составит 200-500 руб. за акцию. Заявки объемом до 50 млн. руб. будут удовлетворяться в приоритетном порядке. Размер продаваемого пакета не разглашается. Бумаги «Полиметалл» станут первыми акциями иностранной компании (хоть и формально иностранной), допущенными к торгам на Московской бирже. На данный момент головная структура компании Polymetal торгуется лишь на Лондонской бирже, где недавно она была исключена из индекса FTSE-100 из-за слишком низкой капитализации.

Местное:

- Газета «Известия» на своем сайте сделала интерактивную графику, позволяющую сравнивать регионы. Справа показан скриншот с данными по Пермскому краю. Край большой по размерам, поэтому находится на верхних позициях по производству товаров и услуг (ВРП). В пересчете на душу населения он находится примерно на средних позициях. Плохо выглядит ожидаемая продолжительность жизни – 68 лет.

Ист.: <http://izvestia.ru/news/551813>



Конъюнктура:

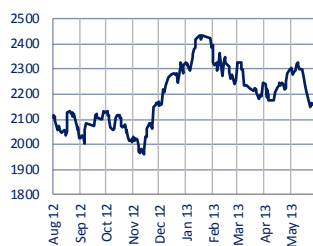
Индекс РТС



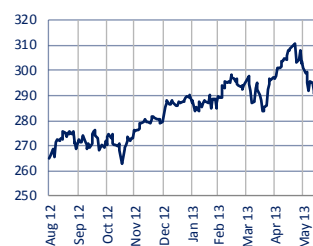
S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



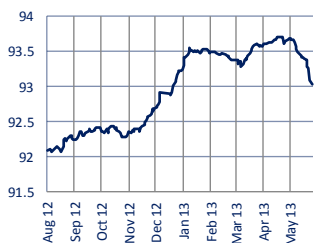
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614000, г. Пермь, ул. Монастырская, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович
Генеральный директор
тел. (342) 210-59-91, cmp@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

Вельяминова Катерина Сергеевна
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, velyaminova@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.