



Коротко:

- Спекуляции о предстоящем сворачивании QE запустили волну закрытия «carry-trade», как межвалютных, так и внутри кривой доходности – это причина волатильности прошлой недели.

Развернуто:

Индекс ММВБ минус 1%, одно из минимальных закрытий, уровень июня 2012. STOXX Europe 600 минус 0,8%, минимум с начала мая. США ночью росли, S&P 500 +0.6%.

К потерям на рынках акций не привыкать, но май оказался необычным месяцем из-за падения цен облигаций и валют развивающихся стран. Основным движущим механизмом падения, похоже, стали спекулятивные капиталы, закрывающие позиции «carry-trade»¹

Занятие таких позиций означает покупку доходного актива в долг. Прибыль образуется из-за разницы в доходности фондирования и размещения.

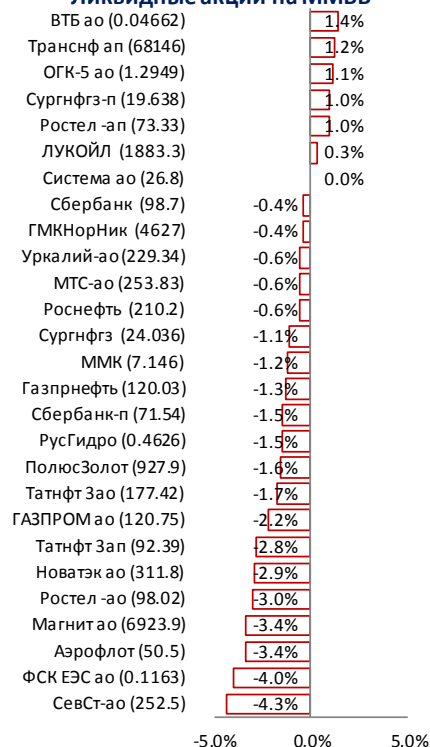
Наиболее простой пример – это «carry-trade» «внутри кривой доходности». Сейчас можно фондироваться на денежном рынке под ставки около 0.3% (LIBOR, REPO) и вложиться в 30-ти летние казначейские облигации под 3.3%. Разница составляет 3% в год – чистый заработок «внутри кривой».

Но такой доход несет в себе риск. Если 30-ти летние облигации упадут в цене, то у спекулянта возникнет убыток. Предположим, что ФРС начала повышать ставки и довела их до «нормальных» 4% (в иллюстративных целях, предположим, что это случилось мгновенно). Пусть 30-ти летние облигации стали торговаться под 5.5%. Дюрация 30-ти леток США составляет 20 лет, изменение доходности 2.2%, означает падение цены на $2.2\% \times 20 = 44\%$ (!) (на самом деле, чуть меньше, мы пренебрегаем «выпуклостью»/convexity). Текущий доход от carry-trades сократился до $(5.5\% - 4\%) = 1.5\%$ и потребуются много времени, чтобы перекрыть столь большой убыток.

Однако типично длинные облигации имеют большую доходность, чем короткие. Это означает, что в среднем «carry-trade» «внутри кривой доходности» имеет положительную прибыль, без особых затрат капитала (длинный конец служит обеспечением для привлечения фондирования на коротком конце). В такой позиции говорится, что инвестор, «собирает временную премию» (capture term premium). В среднем, она положительная, но есть риск просадок, подобных описанных выше.

¹ Мы не можем нормально перевести эту фразу. Википедия корректно указывает, что, на русском нет общепринятого перевода.

Ликвидные акции на ММВБ



Колебания рынков накануне



Банки также «собирают временную премию». Про банковскую систему обычно говорится², что она занимается «трансформацией сроков погашения» (Maturity transformation). Краткосрочные, текущие и отзывающиеся депозиты превращаются в долгосрочные неликвидные займы реальному сектору. Эта функция банков дает положительный вклад - ликвидность. Но в кризис это же приводит к «негативным экстерналиям» - экономическому спаду, когда возникают «набеги на банки»,

и посредническая функция работает как обычно.

Инвестор, фондирующийся на коротком конце, как и банковская отрасль, может вкладываться не только в безрисковые облигации, но и

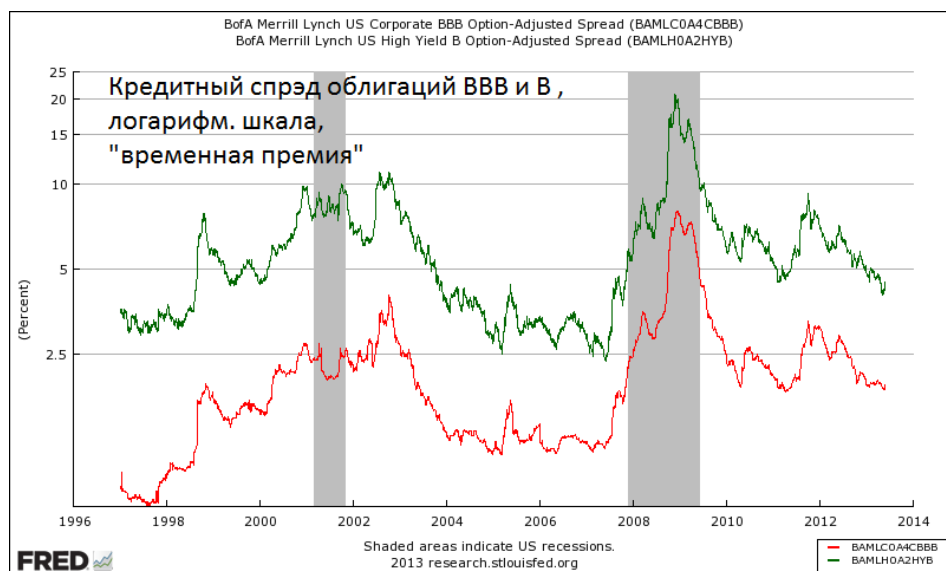
рискованные, включающие «кредитную премию». В таком случае можно сказать, что такой инвестор «собирает» как «временную», так и «премию кредитного спреда» (credit spread premium). Он связывается уже с двумя видами риска, и в случае проблем в экономике может получить катастрофические убытки из-за дефолтов.

Чаще всего, когда говорят о «carry-trade» подразумевают межвалютный вид таких сделок. Так, американский инвестор может фондироваться на долларовом денежном рынке (под 0.3%) и вложиться в российские длинные ОФЗ (порядка 7%).

Выгода будет возникать из-за «временной премии», «премии за риск дефолта РФ», риска изменения валютного курса.

При «межвалютном carry-trade» помогает эмпирический факт – как правило, валюты с более высокими ставками дорожают по сравнению с валютами с низкими ставками. Причин для этого несколько. Низкие ставки обычно ассоциируются со

стимулирующей денежной политикой центрбанка страны, которая провоцируется слабой экономикой. Валюта слабой экономики обычно снижается, а сильной – растет. Очевидная причина – движение

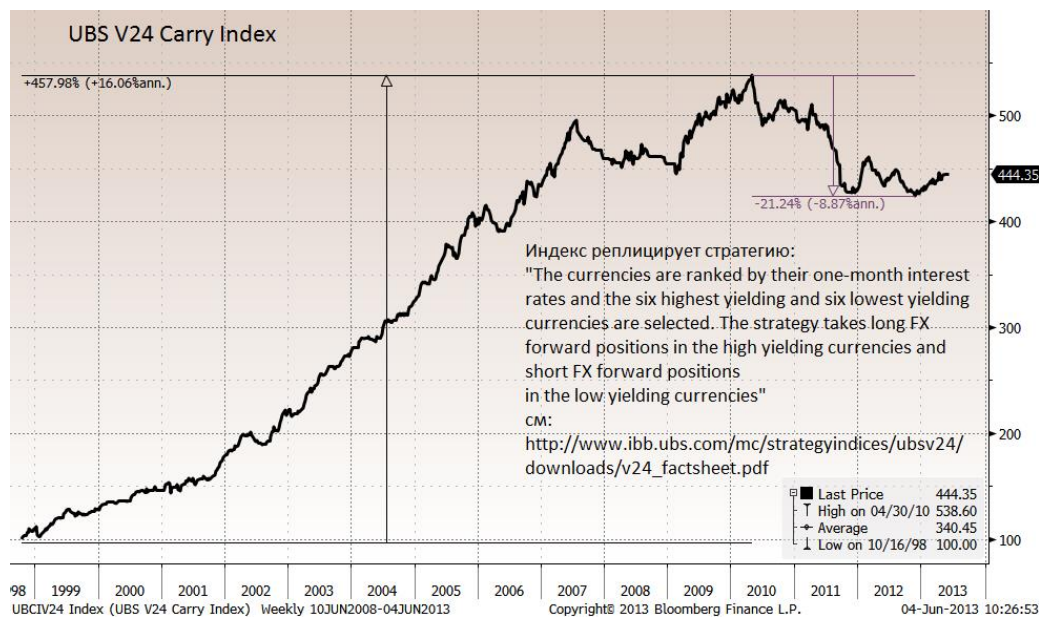


капитала, который стремится в страны с хорошей экономикой и с большими ставками.

Бизнес-цикл в разных странах происходит неравномерно, ставки в разных странах движутся неравномерно.

Поэтому возможности для межвалютного carry trades всегда есть.

Индекс «UBS V24 Carry» справа показывает какова могла бы быть доходность от этой стратегии, включающей 24



мировых валюты, предполагающей что каждый месяц в валютах с низкими ставками занимают деньги (т.е. эти валюты «шортят», по ним открываются короткие позиции), и вкладываются в валюты с наивысшими ставками (их «берут в лонг», открываются длинные позиции). Межвалютная стратегия «Carry» не обходится без риска. На графике видны провалы 2007-2008, 2010-2011 гг.

Источником фондирования для указанных выше стратегий «carry» были развитые страны, где центробанки продолжают «печатать». Низкие ставки, «охота за доходностью» создали ситуацию переполненности или избытка такого рода спекуляций (overcrowding). Переполненность какой либо часто возникает когда какая-либо стратегия приносит прибыль. Переполненность означает риск обратного разворачивания сделок, чреватого резкими колебаниями цен. Примером может быть июль-август 2007 год. До этого времени позиции carry накопились в subprime – ипотеке. Разворот этих сделок обвалили цены, после чего рухнули хедж фонды Beak-Sterns и начался «недостаток кредита» (credit crunch).

Итак, пару недель назад возникли разговоры о возможном сворачивании QE («Fed tapering»). Следом за ним должно против повышение ставок (в США – где-то в 2015-2016 гг.). На рынках что возникли опасения, что сделки «carry» могут начать приносить убытки. Чтобы не попасть на них, некоторые участники могли решить свернуть их заблаговременно. Это означает, что продавались валюты с высокой доходностью, «длинный конец» облигаций, облигации с «кредитным спрэдом» и это происходило на прошлой неделе. Продажи одних вызывали убытки у других, которые могли начать «исполнять стопы», т.е. также закрывать позиции. Падение рубля, длинных ОФЗ – отчасти может отражать этот процесс.

В статье Mohamed El-Erian, главы PIMCO на блоге FTAlphaville³, случившееся на прошлой неделе определяется как «атака рынка на позиции carry» (market assault on carry positions). Объяснения чуть сложнее, чем мы дали, но суть примерно та же. Уменьшилась уверенность игроков в наличии волны ликвидности, как и устойчивости роста экономики, что вызвало частичное закрытие «carry».

Акции в меньшей степени подходят для «carry», поскольку не приносят постоянного дохода и слишком волатильны. Однако вполне возможны «вторичные волны», когда убытки по одним позициям заставляют фиксировать прибыли по акциям. Также разговоры о сворачивании QE снижают уверенность в скором выходе из кризиса. Подбивается прямолинейная идея «напечатанные доллары идут в акции».

Негативным сигналом в этом направлении вчера стала публикация индекса уверенности в США – промышленный ISM за май составил 49 – ниже «водораздела» в 50.

Мы не готовы сделать однозначные выводы. Причин для нового краха не видно. Однако волатильность на рынках пока останется большой. Будет повышенное внимание к выходящей статистике и сообщениям от представителей ФРС. В эту пятницу в США выйдет «job report» (безработица, создание рабочих мест), который сейчас приобретает большое значение.



Местное:

- «Уралкалий» привлек пятилетний синдицированный кредит на \$1 млрд. под ставку Libor+2.15%. Как сообщает компания, средства будут направлены на финансирование текущей деятельности. На наш взгляд, большая часть этой суммы будет распределена среди акционеров через выплату дивидендов и buy-back. Так, для выплаты дивидендов по итогам 2012 года потребуется порядка \$350 млн., а объем программы buy-back составляет \$1,64 млрд. из которых освоено \$560 млн. Кроме того, недавно «Уралкалий» заявил о своей готовности рассмотреть выкуп 2,88% своих акций у «Акрона» (по текущим котировкам стоимость этого пакета составляет \$610 млн.). Учитывая, что на конец года на счетах «Уралкалия» находилось порядка \$50 млн., сама компания работает с недозагрузкой, плюс еще надо финансировать разработку Половодовского участка, без привлечения заемных ресурсов не обойтись. Ранее «Уралкалий» уже привлек \$650 млн., разместив пятилетние евробонды.

3

<http://ftalphaville.ft.com/2013/06/03/1522932/el-erian-a-more-differentiated-yet-expanded-market-assault-on-carry/>

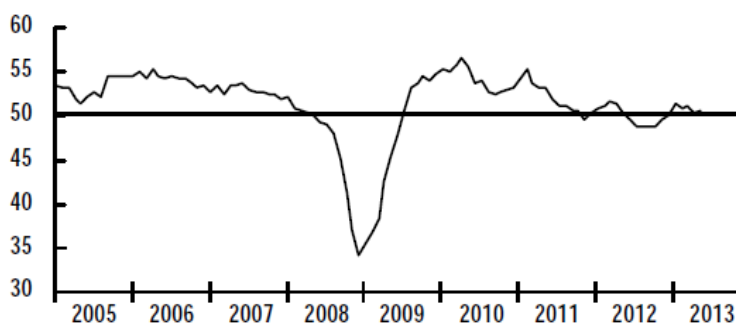
Напоследок:

Сегодня продолжилась публикация финальных оценок промышленных PMI по России, Еврозоне и глобальной экономике.

- Глобальный промышленный индекс JPMorgan Global Manufacturing PMI в мае слегка поднялся до 50,6 с апрельских 50,4 пунктов. (справа на рис.) Эти цифры указывают на рост деловой активности в обрабатывающих отраслях в целом по миру. Хотя темпы развития существенно снизились за последние годы, что обусловлено европейским банковским кризисом и замедлением экономического роста в крупнейших мировых экономиках США и Китая. В комментариях к записке на markiteconomics.com отмечено, что позитивным моментом является рост новых заказов, что при сохранении темпов позволит разогнать мировой экономический рост по итогам первого полугодия.
- Справа синей линией представлена динамика промышленного PMI по Еврозоне. Экономика оживает, о чем свидетельствуют данные по индексу. PMI вырос до 48,3 п., что является 15-месячным максимумом с 2012 г. Хотя экономика и продолжает сокращаться, но темпы снижения значительно снизились. Все страны сделали в мае рывок вверх, особенно Испания и Греция. Таким образом, сектор промышленности в Еврозоне стабилизируется, последствия банковского кризиса в Еврозоне постепенно нивелируются. Согласно индикатору, темпы снижения экономики Еврозоны во втором квартале составят 0,2% q/q.
- Наконец, на последнем графике представлено изменение опережающего промышленного индикатора PMI по России. Деловая активность в обрабатывающих отраслях в середине второго квартала практически не изменилась. Индекс постепенно приближается к водоразделу в 50 пунктов, показав в мае 50,4 балла. Производство продолжает постепенно терять темпы роста. Зато растут новые экспортные заказы, «структурно двигатели

JPMorgan Global Manufacturing PMI

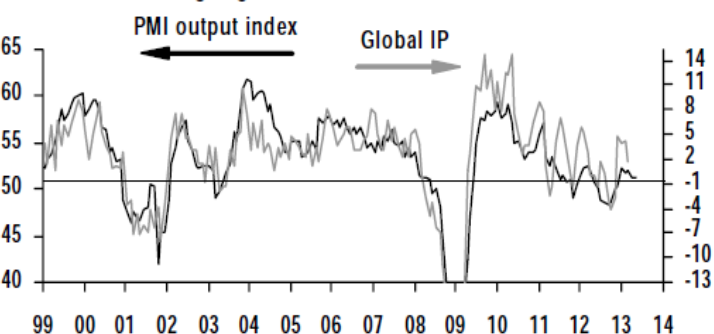
DI, sa



Global manufacturing output

DI, sa

%3m, saar



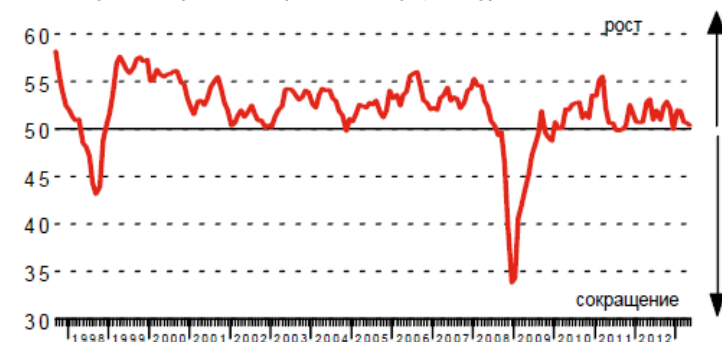
Eurozone Manufacturing PMI, sa, 50 = no change



Исторические данные

PMI обрабатывающих отраслей России Банка HSBC

50 = нет перемен по сравнению с прошлым месяцем, сез.корр.



Источник: Markit, HSBC.

роста переключились с товаров народного потребления на инвестиционные товары с проявлением многочисленных признаков слабости в промежуточных товарах", отмечает главный экономист HSBC по России и странам СНГ Александр Морозов.

Конъюнктура:

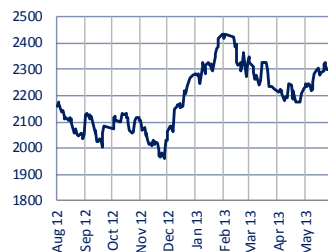
Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



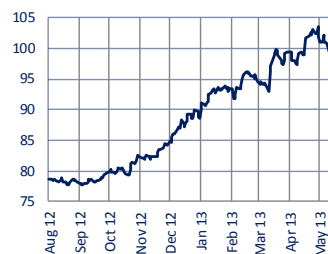
Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



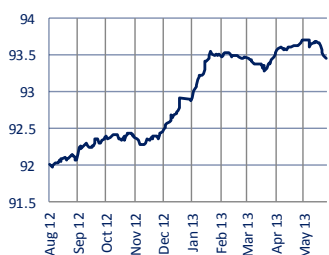
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



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, cmr@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.