



## Коротко:

- Правительство собирается поднять лимиты страхования вкладов до 1 млн. руб., но изменить налоговые льготы: уменьшить их в недвижимости и депозитах, ввести в акциях. Дума может принять изменения в законы осенью.
- Вчера прошло заседание ЕЦБ, ставки не изменены. Из заявлений следует, что ЕЦБ технически готов к отрицательным ставкам (налог на резервы банков в ЕЦБ). Много критики, что «Супер Марио» (Драги) ничего не делает, несмотря на свои обещания (whatever it takes).
- «Уралкалий» теперь не только выкупает акции у портфельных инвесторов из free-float, но и основных владельцев. Муцоев продает блок 6.4% на \$1.3 млрд. самой компании.
- Сегодня вечером статистики США опубликуют отчет о состоянии рынка труда в мае (безработица, payrolls), способны добавить волатильности.

## Развернуто:

Вчера днем сохранялось уныние на рынках рискованных активов. Индекс ММВБ упал на 0.7%, и показал минимум с лета прошлого года. Европа по STOXX Europe 600 упала на 1.2%.

Ночью ситуация развернулась, и S&P 500 закрылся +0.8% (см. график фьючерса справа). Интересно, что американские акции по S&P 500 до сих пор не смогли показать коррекцию больше 4%. С максимального закрытия 22 мая по 5 июня снижение составило 3.6%. Американские акции растут почти постоянно с осени, без просадок больше 4%, отражая ментальность «покупай на просадках (buy on dips)». Сегодня европейские рынки ожидает положительное открытие.

Идея «сведения на нет» продолжает будоражить умы. Глава JP Morgan Chase Джейми Даймон заявил: «Нам всем стоит ожидать нормализации процентных ставок. Процесс возвращения к нормальным ставкам будет пугающим и, можно сказать, волатильным» А затем добавил: «Я буду следить за каждым словом представителей ФРС» (цитаты по Блумберг). В комментариях видели сообщения, что впереди ждет будет неровный процесс перехода от роста, основанного на ликвидности к росту, основанному на «фундаменталиях» (fundamentals).

Страх отражает настроения, которые стали распространяться по рынкам после майского намека Бернанке, что следует готовиться к сведению QE на «нет».

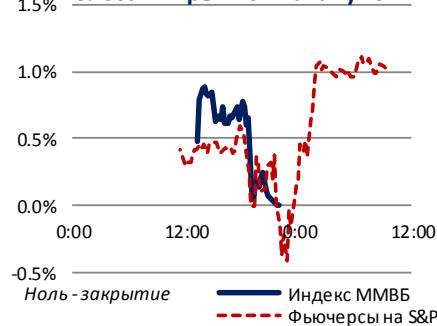
Сворачивание сейчас напрямую влияет на сделки кэрри-трейд, но падение цен связанных с ними активов будет иметь последствия для экономики. Так, рост ставок по американской ипотеке означает меньшую поддержку на рынке жилья и меньший «агрегатный спрос».

## Ликвидные акции на ММВБ

Трансф ап (72900)	4.5%
Сбербанк-п (72.23)	2.2%
МТС-ао (254.58)	1.8%
ММК (7.31)	0.9%
ПолусЗолот (914.7)	0.9%
Аэрофлот (52.45)	0.7%
Уралкалий-ао (232.5)	0.5%
ГМКНорНик (4565)	0.0%
Роснефть (208.55)	-0.2%
Система ао (27.05)	-0.2%
Сургнфгз (23.6)	-0.6%
ЛУКОЙЛ (1868)	-0.6%
Сбербанк (96.8)	-0.7%
Сургнфгз-п (19.498)	-0.9%
Газпрнефть (119.13)	-0.9%
ГАЗПРОМ ао (116.98)	-1.1%
Магнит ао (6857)	-1.1%
ОГК-5 ао (1.2705)	-1.1%
ВТБ ао (0.0466)	-1.2%
Новатэк ао (301.5)	-1.6%
Татнфт Зап (89.75)	-1.9%
ФСК ЕЭС ао (0.1012)	-1.9%
РусГидро (0.4617)	-2.0%
Ростел -ао (97.79)	-2.3%
Ростел -ап (70)	-2.8%
Татнфт Зао (170.25)	-3.2%
СевСт-ао (234.1)	-5.1%

-10.0% -5.0% 0.0% 5.0%

## Колебания рынков накануне



Происходящее в мае-июне падение японского фондового рынка и укрепление йены (см. график) отчасти подрывает психологическую связь, что QE обязательно способствует вздуванию цен активов. С начала обсуждения возможности более инфляционной политики банка Японии индекс Nikkei 225 вырос на 85%. Сейчас он упал почти на 20%, и еще немного, и растеряет половину случившегося роста. Несмотря на то, что «QE на стероидах» в Японии продолжается, поведение японских акций дезавуирует один из аргументов случившегося роста американских акций.



## Вкратце:

- Правительство собирается повысить размер вкладов в банках, подпадающих под страхование АСВ с 700 тыс. руб. до 1 млн. руб. Законопроект уже согласован ведомствами, летом его Дума принять не успеет, и реальные сроки его введения – осень или начало следующего года.
  - страхование вкладов стало стандартом де-факто в банковских системах стран после Великой Депрессии. США ввели систему гарантий по вкладам в рамках Нового курса, чтобы предотвратить бегство вкладчиков.
  - в стиле «одно лечим, другое калечим» - страхование вкладов имеет негативные стороны. Одна из них – это неявная субсидия банковской отрасли за счет потенциального и реального расходования денег налогоплательщиков (т.е. всего общества). Банки получают возможность привлекать вклады дешевле, поскольку эти деньги получают государственную гарантию, становятся «безрисковыми», позволяя банкам экономить на процентах. Отчасти это искажает «игровое поле» финансовых рынков в пользу банков.
  - страхование вкладов - это один из элементов «страховочной системы» (safety net) для банков, что приводит к проблемам «морального риска»<sup>1</sup>. Банковская система имеет немного собственного капитала и инвестирует чужие деньги. В случае выигрыша владельцы банков и менеджеры получают выгоды (дивиденды и бонусы), а в случае проигрыша потери закрывает налогоплательщик (Центробанки - через субсидии низкими савками, правительство –

<sup>1</sup> Моральный риск - словосочетание, которое неудачно звучит на английском (moral hazard), но на русском языке его калька совсем плоха. Это термин означает ситуацию, когда застрахованный лишается стимула вести себя ответственно, становится беспечным, начинает больше рисковать. Например, когда владелец КАСКО начинает парковаться как попало, поскольку сколы на бампере будут покрыты за чужой счет.

через рекапитализацию).

- Поле действительно искажено. Например, нам, как управляющим на рынке ценных бумаг, сейчас трудно конкурировать с банками. Во-первых, проценты по депозитам не облагаются налогом, и сопоставимая ставка купона по облигациям должна быть выше на  $1/(1-13\%)=1.149\%$ , чем по вкладам банков. Например, 10% депозиту соответствует доходность облигации 11.49%. Во вторых, депозиты страхуются государством, а вложения в облигации – нет, так что облигации должны давать еще больше, чтобы компенсировать эту разницу в рисках. Эффективно это отталкивает от УК почти всех частных клиентов в пользу банков.

- Сегодня в Ведомостях есть сообщение, что правительство намеревается отчасти нивелировать описанную в предыдущем абзаце разницу. Со ссылкой на неназванные источники сообщается, что Минфин подготовил законопроект, расширяющий налоги для физлиц. Будут ограничены льготы по недвижимости и депозитам и расширены для тех, кто инвестирует в акции. Детали пока не известны. Спекулятивные операции, то есть частые купи-продажи, видимо, не попадают. Под льготы попадает держание. Вычет обещается быть не малым – 9 млн. рублей за три года владения акциями. Закон намереваются провести осенью через Думу.

- В журнале The Economist появилась интерактивная статистика по рынку жилья США.

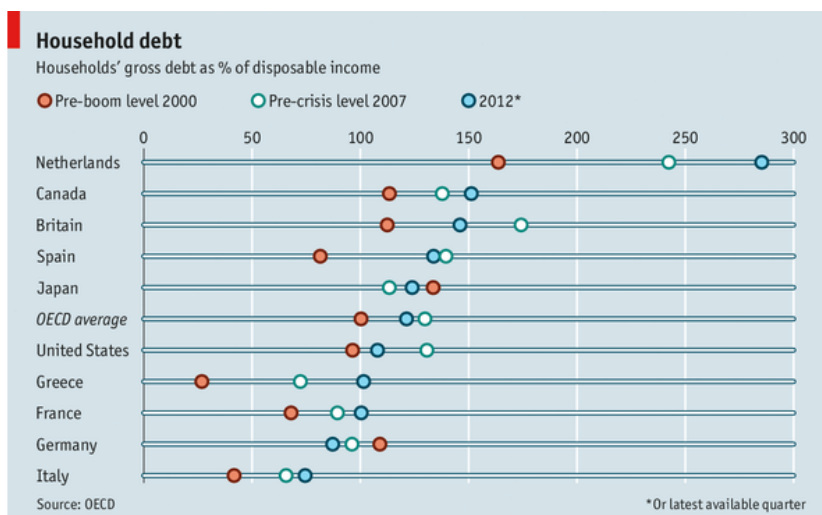
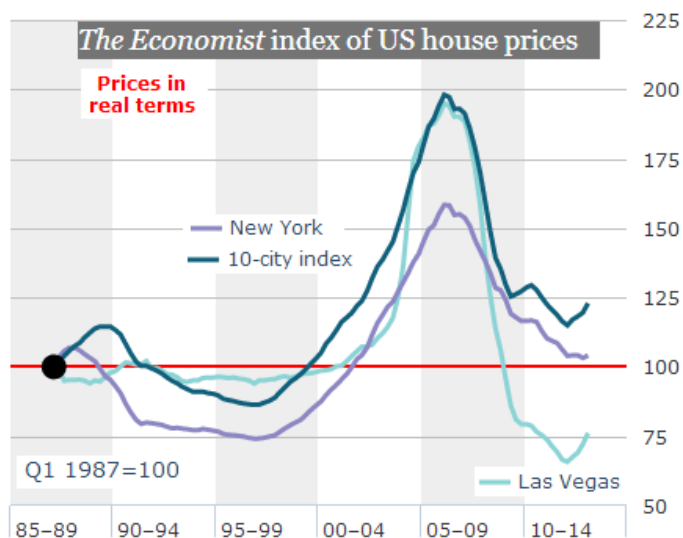
[www.economist.com/blogs/graphicdetail/2013/06/us-house-prices](http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2013/06/us-house-prices). «The

verdict: in most markets houses are near or above their long-run values, but none looks bubbly. Price rises in Phoenix, Tampa and Miami have restored values only to their long-run averages. In Las Vegas they are still below that long-run average. Many things could trip up the housing recovery, from stalling job growth to higher mortgage rates; at the moment, a bursting bubble is not one of them»

- Есть другая интерактивная и графическая информация, см. [www.economist.com/blogs/graphicdetail](http://www.economist.com/blogs/graphicdetail).

Справа даем сводку по самым перегруженным долгами домохозяйствам среди стран ОЭСР. Нидерланды на первом месте, благодаря особенностям налогообложения закладных и популярности закладных, где выплачиваются только проценты (кому интересна эта тема, см. [ftalphaville.ft.com/2013/03/28/1441892/home-sweet-tax-shield-how-the-dutch-do-property/](http://ftalphaville.ft.com/2013/03/28/1441892/home-sweet-tax-shield-how-the-dutch-do-property/))

- Совет директоров «ТНК-ВР Холдинга» (ТБХ) рекомендовал не выплачивать дивиденды по итогам 2012 г. Эта новость привела к



---

падению котировок на 5,2% по привилегированным акциям. До перехода под контроль «Роснефти» «ТНК-ВР» считалась самой щедрой компанией по отношению к своим акционерам. Очевидно, что смена собственника оказала негативное влияние на ТБХ из-за отсутствия защиты прав миноритариев, которые владеют всего 15% ТБХ. Подобно рода решения ухудшает инвестиционный климат в стране и снижают и без того анемичный спрос инвесторов на отечественные акции. «Роснефть» объясняет свое решение тем, что госкомпания стала владельцем ТБХ с марта 2013 г., и ответственность «стартует» с этой даты. Кроме этого, планируется создание комитета по работе с миноритарными акционерами ТБХ, где будут учитываться предложения и рекомендации миноритариев.

Резюме: инвесторы потеряли интерес к акциям ТБХ, и самым правильным решением будет выкуп акций у миноритариев не согласных со сделкой.

## Местное:

---

- **«Уралкалий» выкупает 6,43% своих акций у депутата Госдумы З. Муцоева.** Стоимость сделки оценивается в \$1,3 млрд., что предполагает 6,2% дисконт к цене закрытия на 4 июня. Свое решение Муцоев объясняет «политической карьерой» в виду принятия нового закона, запрещающего владеть иностранными счетами госслужащим. «Уралкалий» уверяет, что выкупленный пакет акций будут погашен и намерен увеличить **free-float до 50%**. Компания, несмотря на покупку достаточно крупного пакета акций, продолжит выкупать бумаги с рынка в целях поддержания котировок.

# Конъюнктура:

Индекс РТС



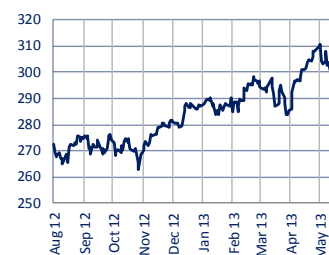
S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



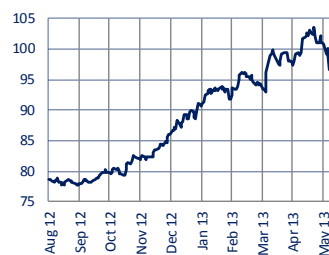
Курс USDRUB



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](mailto:cmr@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)

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