

## Обзор рынков.

Четверг, 11 июля 2013

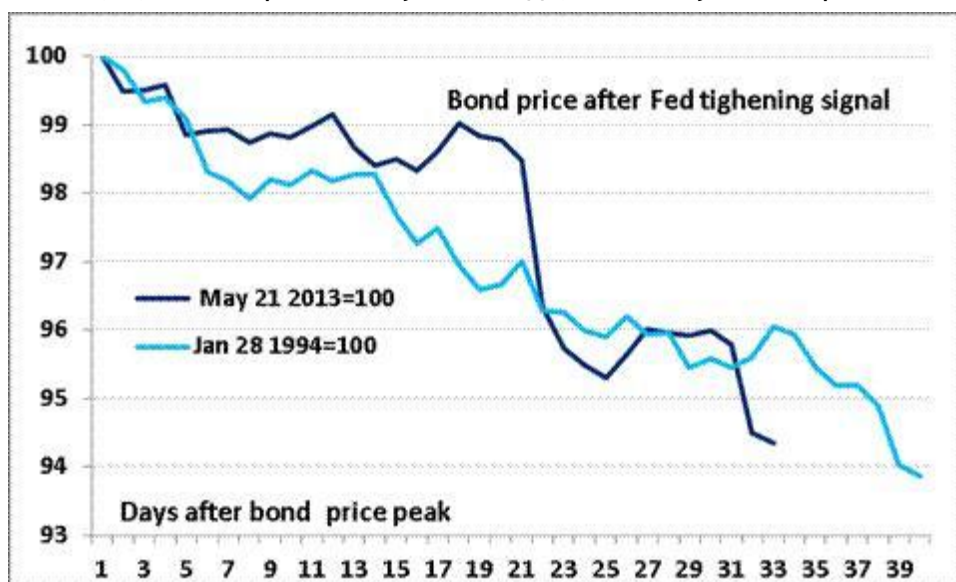
- Вот-вот на глобальном финансовом самолете погаснет табло, можно будет отстегнуть ремни. Зона турбулентности заканчивается, стопы по carry-trades по большей мере срезаны (см. далее). Но это не обязательно означает бурный рост всего и вся.
- [ФРС вчера опубликовала](#) протокол июньского заседания. Основная мысль: “сведение на нет” (tapering) QE должно зависеть от темпов создания рабочих мест. Реакция рынков на выход протоколов была умеренно положительной и ограниченной.
- Второй день подряд повторился сценарий резкого разового укрепления в первый час торгов ММВБ. Предположительно, такова тактика ЦБ РФ - разово выливать на рынок [\\$200 млн. ежедневных интервенций](#). Сейчас рубль 32.83/\$.



## Комментарий:

Фондовые рынки вчера почти не изменились. Standard & Poor's 500 +0.02%, STOXX Europe 600 +0.09%. Зато индекс ММВБ упал на 0.9%, что отчасти можно отнести на укрепление рубля (0.3%), что объясняет почему долларový РТС упал на 0.6%.

[Katie Martin \(журналист WSJ\) в твиттере](#) дает график из аналитики Citi, сравнивающий траектории падения облигаций 1994 года и провала 2013 года на сообщении ФРС о предстоящем уменьшении монетарного стимула. Траектории близки, и, если верить опыту 1994 года, новость уже отыграна.



В нашем представлении сворачивание carry trades должно быть очень ограниченным

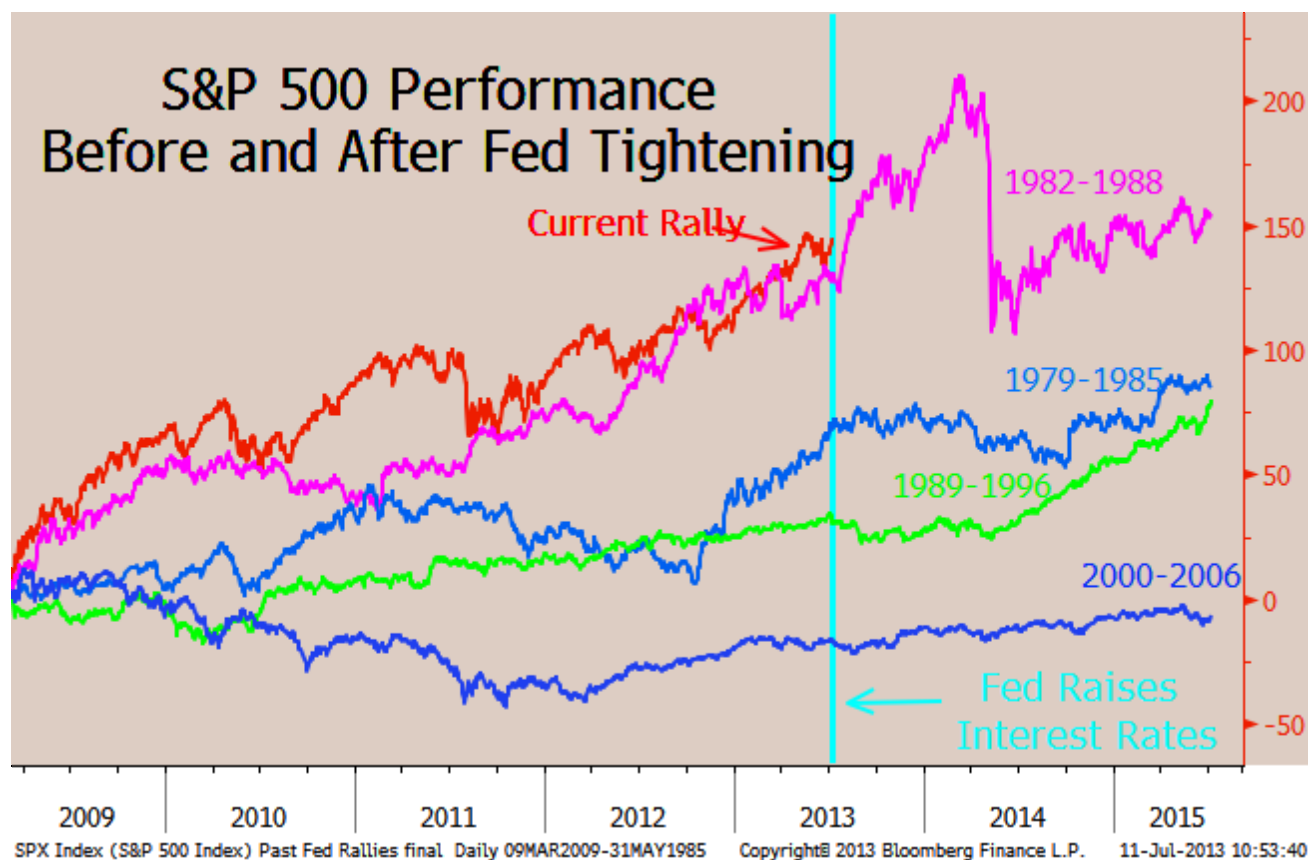
во времени и вряд ли оно должно перерасти в кризисы.

- Кризис ассоциируется с плохими долгами в банковской системе, которые возникают как следствие бурного роста какого-либо актива, в который был вовлечен кредитный капитал.
- После 2008 года можно подозревать рынок облигаций как объект, в который вложены краткосрочные кредитные деньги. И падение облигаций может вызывать ухудшение балансов некоторых банков. Однако 1) Кэрри внутри кривой доходности - это обычное занятие банков, оно было всегда и сохранится в будущем ([maturity transformation](#)). 2) Потенциал падения облигаций ограничен, поскольку у них есть явный “якорь стоимости” - номинал, конечно, кроме случаев дефолта. 3) Влияние ставок ограничено. “Корпораты” имеют низкую дюрацию, а гособлигации близки к безрисковым и не могут слишком долго падать.
- Под большим подозрением находится межвалютный кэрри и облигации развивающихся стран (валюты могут падать значительно). Но объемы спекулятивных позиций в валютах развивающихся стран кажутся небольшими.
- Ухудшение условий заимствований развивающихся стран, т.н. “sudden stop” потенциально может вызывать напряжение на инвестиционных рынках отдельных стран, слишком сильно зависящих от внешнего финансирования. Россия, напомним, имеет заметный размер корпоративного долга, больше 0.5 трлн. (примерно равный валютным резервам ЦБ РФ). Но опыт 2008 года показывает, что даже в жестких условиях нехватки кредита стране удалось удержаться от большого развала.

“Carrry trades unwinding” - неприятная штука. В 2007 году с него начался кредитный кризис (тоже как следствие повышение ставок ФРС). Но на этот раз краха не должно случиться. Предположительно, в течение пары недель турбулентность пройдет, и финансовые рынки войдут в более спокойную фазу. График выше дает даже меньше - всего одну неделю.

Вот еще один “график дня” от Bloomberg, на котором дается попытка понять, как рынок акций реагировал на повышение ставок. Заметим, что ФРС не собирается повышать ставки до 2015 года, но “QE tapering” можно считать некоторым эквивалентом этому.

График нельзя назвать убедительным доказательством тому, что рост должен прекратиться. На линии обозначенной 1982-1988 рост продолжался еще год, до тех пор пока не случился обвал 1987 года ([черный понедельник, когда Dow упал на 20%](#))



## FOMC minutes:

Не так много людей готовы читать протоколы заседания ФРС. Тем не менее, это важный документ, проливающий свет на то, как вершится денежная политика в долларовой зоне. Ее влияние крайне велико, она способна вытащить мировую экономику из депрессии или, напротив, вызывать кризисы в развивающихся странах. Мы предлагаем ознакомиться с небольшим фрагментом. Гугл-транслейт, с нашими правками. Предупреждаем, что [язык протокола](#) довольно специфический.

*“После встречи в сентябре некоторые участники стали более уверенными в устойчивости улучшений и перспективах на рынке труда, и поэтому считают, что корректировка в сторону снижения покупки активов является необходимой или скоро станет необходимой; они считают необходимым четко сообщить о намерении снизить темпы покупки уже в ближайшее время. Однако некоторые другие участники полагают, что такой подход, вероятно, ограничит гибкость Комитета в проведении политики покупки активов, обусловленных изменениями экономических условий, которые они считают ключевым элементом дизайна программы покупок. Другие были обеспокоены тем, что заявления о намерении снизить темпы покупки активов, даже если намерения будут обусловленными состоянием экономики и*

соответствующими ожиданиям Комитета, могут быть неправильно истолкованы, как сигнал приближающегося завершения экспансионной денежной политики, или даже будут расценены как первый шаг к выходу из режима стимулирующей денежной политики Комитета. Было высказано мнение, что любое заявление о покупке активов необходимо давать так, чтобы сделать ясным различие между решением о темпах покупок и решением, касающимся ставки по федеральным фондам.

Участники в целом согласились, что Комитет должен обеспечить дополнительную ясность о программе активов в относительно короткие сроки. Отдельные члены заявляют, что заявление после собрания может быть подходящим местом для предоставления дополнительной информации о том, что думает Комитет. Тем не менее, некоторые увидели потенциальные трудности в возможности кратко передать нужную информацию в заявлении по итогам собрания. Другие отметили необходимость того, чтобы любой новый язык заявления, использованный для обеспечения дополнительной информации о программе покупки активов, должен содержать четкое сообщение о других инструментах Комитета политики. По завершении обсуждения большинство участников считает, что председатель во время своей пресс-конференции по итогам собрания должен описать вероятную траекторию покупки активов на ближайшие кварталы и сделать упор на том, что это случится, только если экономические показатели будут соответствовать ожиданиям Комитета. Кроме того, он должен ясно заявить, что решение о покупке активов, как и другие инструменты денежной политики, будут по-прежнему зависеть от видений Комитетом экономических перспектив. Он также должен четко обозначить разницу между программой покупки активов и видением траектории целевой ставки федеральных фондов, сделав упор на том, что Комитет предполагает, что должно пройти много времени между окончанием покупки активов и временем, когда станет возможным начать повышать целевую ставку федеральных фондов.”

## Вкратце:

- «Роснефтегаз» выразил согласие на покупку почти 14% «Интер РАО» у Росимущества. План приватизации госкомпаний на 2014-2016 гг. предполагает продажу доли Росимущества в «Интер РАО» за исключением 9

акций, которые должны остаться у государства. Самому «Роснефтегазу» приобретаемый актив интересен с точки зрения обеспечения дешевой электроэнергией своей деятельности. Очевидно, что «Интер РАО» рассчитывал на иной сценарий сотрудничества, в частности, на проведение допэмиссии в пользу «Роснефтегаза», средства от которой направлены бы на финансирование дефицита инвестпрограммы. Сейчас сделку должен одобрить вице-премьер А. Дворкович.

- **«Фармстандарт»** планирует вывести на биржу выделяемый бизнес по производству безрецептурных препаратов. Об этом руководство компании сообщило в ходе телефонной конференции. Если 27 сентября реорганизация будет одобрена 75% акционеров, то бумаги новой компании будут размещены на Московской бирже. Новая компания будет создана на базе безрецептурного бизнеса и сингапурской Bever Pharmaceutical, производящей субстанции для арбидола и афобазола. Акции выделяемого бизнеса будут пропорционально разделены между акционерами «Фармстандарта». Безрецептурный бизнес обеспечивает холдингу 25% выручки или 12,7 млрд. руб. в 2012 г. и 35% прибыли - 4,5 млрд. руб.
- Вот так выглядят торги рублем. Похоже на действия ЦБ РФ.





## Конъюнктура:

Индекс РТС



S&amp;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 рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



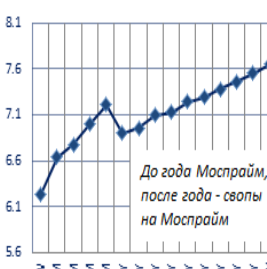
ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



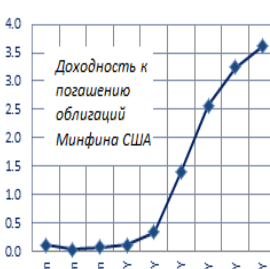
Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



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.