



Вкратце:

- Standard & Poor's 500 вчера ночью закрылся +1.5%, лучший дневной результат с января, наметив очередной «отскок» в страхах перед «сворачиванием» QE.
- Наш прогноз: в июне турбулентность на проблеме «сворачивания» завершится. Стопы сделок carry-trades практически исполнены, изменения позиций уже во многом произошли, угрозы системного кризиса нет.
- Есть первые жертвы турбулентности на рынках. Биржа ММВБ сообщает о неисполненных сделках двухстороннего репо на 6,5 млрд. от двух участников. По слухам может быть еще больше на подходе.

Комментарий:

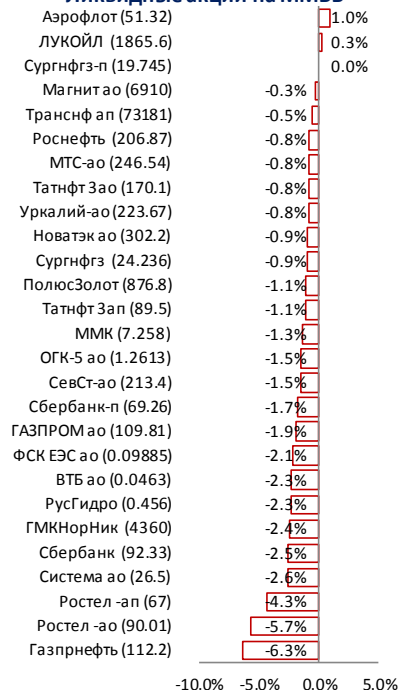
Российские акции вчера с открытия упали, падение доходило до минус 2.4%, но дневной результат оказался минус 1.5% по ММВБ. Сейчас ММВБ на 12.5% ниже закрытия 2012 года.

С 12:00 Перми, начала торгов акциями на ММВБ до закрытия США ближайший фьючерс на S&P500 вырос на 2.6% - что отражает смену настроений. Сегодня российские акции ожидает открытие с разрывом («гэпом») вверх, примерно на 1%.

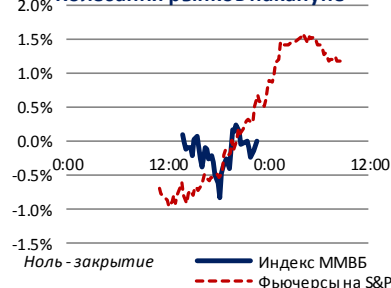
Бен Бернанке 22 мая заявил, что ФРС может рассмотреть постепенное сворачивание QE, в течение 2 ближайших собраний FOMC (проходят каждые 1.5 мес., т.е. осенью). В ответ на это произошёл резкий рост доходностей облигаций по широкому спектру и валют развивающихся стран, что отражает закрытие сделок carry-trades.

Мы интерпретируем происходящее так. Во многих развитых странах проводится политика нулевых ставок. Финансовые посредники, хедж-фонды и банки всегда практиковали и будут практиковать сделки carry-trades, как межвалютные, так и «внутри доходности». Отчасти, это стандартная функция финансовой системы — «трансформировать

Ликвидные акции на ММВБ



Колебания рынков накануне



ликвидность» и «трансформировать дюрацию».

Заняв под почти нулевые ставки в долларовой зоне или евро, деньги вкладывались в облигации с низким кредитным качеством (high yield или «junk») или в облигации в других валютах с высокими ставками. А высокие ставки после кризиса сохранились в развивающихся странах, включая Россию.

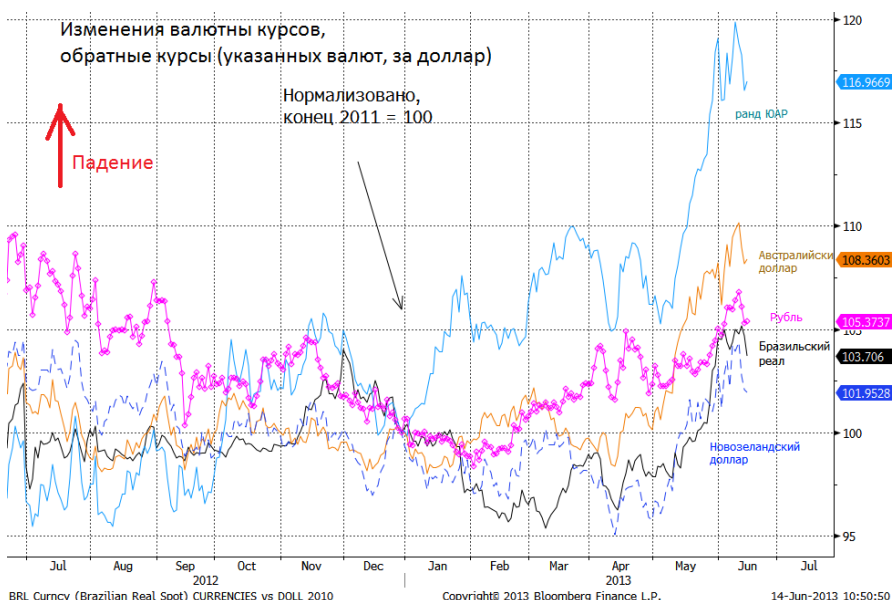
Сделки carry-trades являются стандартной стратегией портфельного управления, но она чревата потенциальными убытками. В случае межвалютного carry убытки могут вызвать неблагоприятные движения курса. В случае покупки рискованных облигаций может случиться падение цены рискованных бумаг (т.е. «расширение спредов»), а также прямые дефолты.

Чтобы избежать разрастания убытков участники практикуют «стопы». Одно из последствий «наводнения ликвидностью» QE стало разрастание объема таких сделок. Обсуждение возможности «сворачивания» привело к лавинообразному срабатыванию «стопов» у участников. Закрытие сделок carry одними приводило к неблагоприятным изменениям курса и цен облигаций (как показано выше), что заставляло продавать других. Отсюда мы видим одновременный провал рубля к доллару и цен ОФЗ, южно-африканского ранда и новозеландского «киви» (NZD). Все это валюты и активы стран-получателей притока капиталов из США.

Отчасти случившееся в мае-июне похоже на то, что происходило в 2007 и 2008 годах, когда краткосрочное финансирование с денежных рынков направлялось в ипотечные сабпрайм облигации (через кондуиты/SPV или хеджфонды). Когда толпа бежит из одного из классов активов или валюты, ее цена падает, поскольку нет достаточного спроса со стороны покупателей.

Однако есть разница, случившееся сейчас «раскручивание» сделок carry не приведет к кризису. В 2007 году у рынков произошло резкое осознание, что класс сабпрайм-ипотечных облигаций утратил стоимость. В случае с валютами или облигациями развитых стран такого не случилось. Поэтому наша гипотеза – в июне пыль от «сворачивания» уляжется, и рынки начнут успокаиваться. Провал валют, как и провал ОФЗ вновь создали благоприятную почву для игры в carry-trades и этот поток снова возобновиться.

Проблема «сворачивания» нам пока не кажется актуальной. Нулевые ставки будут оставаться таковыми еще долго, предположительно, до 2015-2016 года в США и еще дольше в Еврозоне.



Падение российских акций не укладывается в историю с carry. Предположительно, сработал эффект, когда убытки по одним позициям (carry) закрываются продажами других активов (акции). В этом смысле падение российских акций было не оправданным и в ближайшие дни можно ожидать некоторого восстановления.

Разное:

- Турбулентность на рынках привела к **краху пары российских компаний**. Биржа ММВБ сообщает (<http://rts.micex.ru/n3370/?nt=101>):

«ООО "ИК "Финансовая система" не исполнило обязательства по сделкам двустороннего РЕПО на сумму 2,3 млрд. руб. Кроме того, по состоянию на 11 июня 2013 г. объем сделок РЕПО данного участника, по которым срок исполнения ещё не наступил, составляет 482 млн. руб.

ЗАО ИК "Брокерский дом АЛМАЗ" не исполнило обязательства по двусторонним сделкам РЕПО на сумму 711 млн. руб. Кроме того, по состоянию на 11 июня 2013 г. объем сделок РЕПО данного участника, по которым срок исполнения ещё не наступил, составляет 3,03 млрд. руб.».

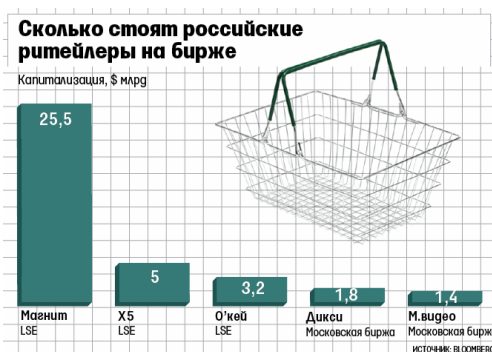
Итого, примерно 6.5 млрд. рублей, на форумах пишут, что могут всплыть кверху брюхом еще несколько компаний. Мы не знаем, почему эти компании не исполнили обязательства и предлагаем две версии.

1) «Проигрались», более вероятный сценарий. Эти компании также использовали «пирамиды» РЕПО для вложения в облигации, а может, даже, в акции. Сворачивание сделок carry в мире привело к провалу цен российских акций и облигаций в РФ. В случае если рычаг слишком большой, даже небольшое падение облигаций может привести к катастрофическим потерям.

2) «Мошенничество», менее вероятно, но возможно. В случае РЕПО поставщик денег требует скидки (haircut) от рыночной цены актива, который поступает в залог. Предположим, это 15% в среднем (биржа пишет про 5%-18%). Итак, берем 100 млн. руб. и выдаем их в РЕПО, в обмен получаем активов на $\sim 115^1$ млн. руб. Эти активы продаем в рынок, получаем живые деньги, которые вновь отдаем в РЕПО. На втором шаге получаем активов еще больше на 15%. Повторив эту схему несколько раз можно вывести деньги и сбежать с ними.

Общий вывод: ММВБ надо поскорее запускать в реальную работу систему с трехсторонним РЕПО, которая снимет контрагентские риски.

- «Лента» продолжает готовиться к IPO. «Ведомости» сегодня пишут, что объем размещения составит не менее \$1 млрд. при оцениваемой капитализации в \$4-5 млрд., исходя из мультипликаторов EV/EBITDA в районе 9-12. В этом случае компания окажется на 2 или 3 месте по капитализации в России среди ритейлеров (см. график). Подготовкой к размещению займутся JPMorgan Chase & Co., Credit Suisse Group AG, «ВТБ



¹ Мы упрощаем. На самом деле даже больше $1/(1-15\%) - 1 = 17.6\%$

капитал», Deutsche Bank AG и UBS AG. См. об этом также обзор от 2 апреля 2013 г.

- **Российский ИТ холдинг IBS выводит дочку на IPO.** Планируется продать порядка 12,5% акций Luxoft. Однако организаторы размещения будут иметь опцион на продажу ещё 1,87% в случае высокого спроса. Исходя из оценки одной акции в \$16-18, компания оценивается в \$521-586 млн. Выручка Luxoft в 2012 г. составила \$314 млн., чистая прибыль \$37,5 млн. Компания предоставляет широкий спектр услуг в области консалтинга и ИТ решений.

Конъюнктура:

Индекс PTC



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.