



Вкратце:

- Текущая ситуация: «QE tapering» спровоцировал 4-х недельный провал рынков облигаций. В конце прошлой недели появились признаки стабилизации. Коррекция облигаций на закрытии “carry-trades”, похоже, закончена
- Об этом также говорит укрепление валют против доллара. Рубль касался 31.6/\$ в пятницу (31.8/\$ сейчас, против пика 32.52/\$ во вторник).
- Правительство сворачивает программу приватизации. Госкапитализм продолжает цвести в РФ

Комментарий:

Итоги пятницы: Европа в небольшом плюсе, +0.2% по STOXX 600. Индекс ММВБ +1.4%, в обычной экстремальной манере, после преувеличенного по сравнению с мировыми рынками падения следует ускоренный рост.

S&P 500 закрылся минус 0.6%, однако затем фьючерсы отыграли этот провал, так что торги в Штатах можно считать нейтральными. Азия сейчас растет на доли процента, положительные настроения на рынках сохраняются.

За последние 4 недели (см. на примере индекса ММВБ ниже) прошло заметное снижение рынков рискованных активов. Оно было спровоцировано намеками Б.Бернанке на возможность начала сворачивания QE где-то начиная с осени, что было немного раньше, чем предполагал консенсус. Сворачивание не означает повышение ставок, но эффект на рынках оказался заметным (см. график доходности облигаций класса «В» на следующей странице).

Причиной резкого снижения стало закрытие спекулятивных сделок carry-trades.

Они представляют собой займы на денежных рынках развитых стран с нулевыми ставками и размещение их в доходных, но рискованных активах, включающих себя рискованные корпоративные облигации, ипотеку, инструменты фиксированной доходности в других валютных зонах, включая рублевые.

Такая стратегия инвестиций не является новой, но она набрала популярность в последние годы из-за крайне

Ликвидные акции на ММВБ

| | |
|----------------------|-------|
| ГМКНорник (4590) | 4.7% |
| Аэрофлот (53.46) | 4.3% |
| Магнит ао (7105) | 4.0% |
| Новатэк ао (314.5) | 3.9% |
| Татнфт Зао (173.97) | 3.3% |
| РусГидро (0.484) | 3.2% |
| ВТБ ао (0.04781) | 2.8% |
| Татнфт Зап (92) | 2.8% |
| ОГК-5 ао (1.2965) | 2.8% |
| Сбербанк (93.7) | 2.1% |
| СевСт-ао (220.6) | 2.1% |
| Трансф ап (72939) | 1.9% |
| Сбербанк-п (70.4) | 1.8% |
| МТС-ао (251.9) | 1.5% |
| ПолюсЗолот (858.7) | 1.4% |
| Роснефть (210.87) | 1.0% |
| ЛУКОЙЛ (1859) | 0.9% |
| Уркалий-ао (223.75) | 0.5% |
| Сургнфгз-п (19.427) | 0.4% |
| Ростел-ап (69) | 0.2% |
| ММК (7.285) | 0.0% |
| ГАЗПРОМ ао (109.8) | -0.1% |
| Сургнфгз (24.205) | -0.1% |
| Газпрнефть (112.54) | -0.2% |
| ФСК ЕЭС ао (0.10365) | -0.2% |
| Система ао (26.289) | -0.4% |
| Ростел-ао (92.27) | -1.3% |



низких ставок в безрисковых инструментах. В итоге, возникла перенасыщенность (overcrowding). Слова Бернанке 22 мая привели к закрытию сделок особо осторожными, что вызвало первоначальный провал цен этих рискованных активов. Потом у других участников посрабатывали «стопы», что привело к лавинообразному процессу закрытия позиций carry-trades (в английском используют слово «unwinding»).

Процесс закрытия продолжался порядка 2-4 недель, и в конце прошлой недели наметились признаки стабилизации. Есть три причины для этого.

1) Объем «стопов» ограничен, большая часть из них уже должна была сработать. При этом вряд ли рычаг на рынках достиг слишком больших значений, чтобы перерасти в маржин-коллы (как это было в 2007-2008 гг.). Хотя какие-то жертвы этого процесса имеются. В пятницу мы писали про две российские брокерские компании, которые не смогли исполнить «вторую ногу» РЕПО суммой на 6.5 млрд., вероятно, потому, что заигрались в пирамидообразные схемы на рынке облигаций.



2) Сохраняются фундаментальные причины играть в carry-trades. Ставки в основной долларовой зоне останутся нулевыми до 2015-2016 гг. Сворачивание QE не означает изъятие избыточной ликвидности (хотя и напоминает, что когда-то этот процесс произойдет). Так что с точки зрения фондирования, carry-trades пока выглядит безопасно.

3) Провал на рынках повысил привлекательность carry-trades с точки зрения размещения. Так, доходность облигаций класса «В» (см. график) провалилась до уровней осени 2012.



После провала кривая ставок ОФЗ перестала быть «плоской». Российские длинные ОФЗ вновь стали привлекательными не только для межвалютного carry-trades, но и с точки зрения фондирования на денежном рынке РФ (ставки в коротком конце около 6%, под ОФЗ можно фондироваться в ЦБ РФ, плюс, есть ожидания снижения ставок Набиуллиной).

Итак, наш вердикт: смелость вернется обратно организаторам спекуляций carry-trades, и вновь начнет поддерживать рынки рискованных активов. Провал на проблеме «сворачивания» («tapering») выглядит завершенным.

Отчасти эту идею подтверждает динамика рубля, который также падал на «стопах» межвалютного carry-trades, как и многие другие валюты. В пятницу рубль укрепился до уровней 31.8 руб./\$ (на прошлой неделе превышал 32.5 руб./\$). Интервенции ЦБ РФ за это время были

небольшими

(http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=flikvid&pid=idkp_br&sid=itm_5139).

На прошлой неделе ЦБ РФ продавал примерно по 6.5 млрд. рублей (порядка \$200 млн. в день), а с начала интервенций 31 мая потратил \$1.1 млрд. (или \$1.3 млрд., включая пятничные продажи, которые будут опубликованы позже сегодня).

Блумберг сообщает, что «ВТБ Капитал» ожидает дальнейшего укрепления, предположительно на 1.5-2%, указывая на поддержку. Правда, против этого есть прогноз Credit Suisse обещающего снижение рубля на 4.5% к доллару за 3 месяца до 33.50. Наш прогноз более спокойный – мы ожидаем, что рубль будет торговаться на 31+/\$ до конца года, с временными отклонениями на 1-1.5 рубля в обе стороны (диапазон 30-32 руб./\$). Рубль будет скорее укрепляться, чем падать в ближайшее время на возобновлении carry.

Ситуация на рынке акций заметно сложнее. Причины для этого в том, что на нем carry-trades если и возможны, то очень рискованные. У акций слишком большая волатильность, отсутствует явный «якорь стоимости» (как номинал у облигаций).

Провал российских акций за период беспокойства по поводу сворачивания был заметным (-12%, см. график на пред.стр.). И это не считая, заметного провала с максимумов начала года, и периода отставания в росте от развитых рынков.

Блумберг сообщает, что ВТБ-Капитал выпустил прогноз 20-30% ралли индекс РТС до конца 2013 года. Среди доводов, что он самый дешевый среди развивающихся рынков, что госкомпании должны увеличить платежи по дивидендам с 25% до 35% прибыли. Указывается что р/е ММВБ = 4.8, тогда как индийский S&P BSE Sensex на 12.9, бразильский Bovespa имеет 10.7, китайский Shanghai Composite 8.8.

Нужно сослаться на тот факт, что «всяк кулик свое болото хвалит» (sell-side брокеры и инвестбанки). Рост индекса ММВБ на 20% означает только лишь возврат на максимумы января 2013 г. Рост на 35% означает, что даже не будут достигнуты максимумы 2011 года. В этой связи прогноз ВТБ слишком смелым не назовешь, хотя он и выглядит правдоподобно.

Российские акции дешевы, хотя дешевизна превратилась в хроническую и концентрируется преимущественно в нефтегазе, где правила устанавливает государство. Последние тенденции правительства это использование госкомпаний для субсидирования экономики дешевым газом и электроэнергией означают, что прибыль компаний будет низкой. Правительство хочет, чтобы госкомпании наращивали инвестиции, поддерживая экономический рост, но при низкой отдаче капитала это «разрушает стоимость». Возникшая после кризиса напряженность бюджета означает, что НДС и экспортные пошлины не только не упадут, но и могут начать повышаться. В этой связи дешевизна нефтегаза и госкомпаний выглядит оправдано.

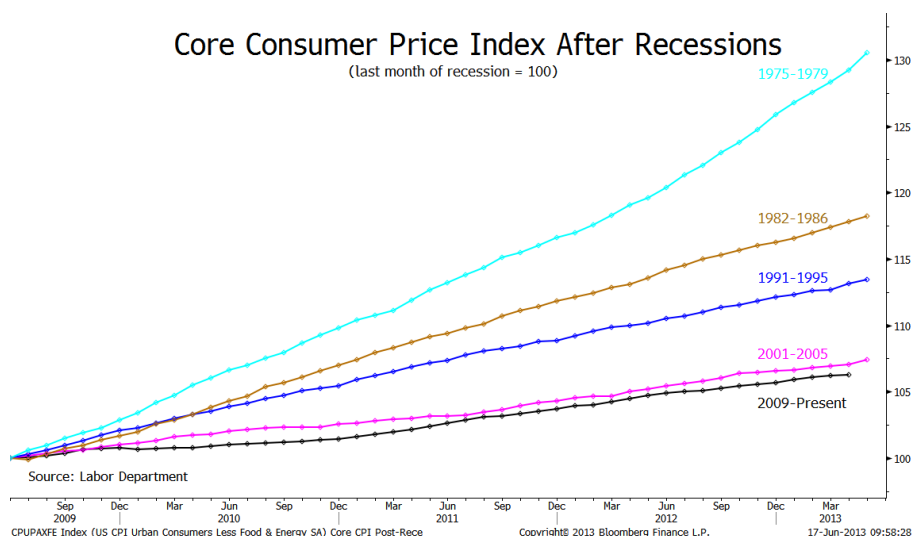
Мы не ждем большого ралли от российских акций, хотя какое-то восстановление выглядит оправдано.

Разное:

- Интерфакс сообщает, что Путин прислушался к просьбе Дерипаски об общественном контроле за инвестпрограммами монополий. Проект механизма должен появиться к 1 сентября, согласно данному президентом поручению. "Все наши крупные компании должны эти инвестпроекты сделать прозрачными, не только предпринимательское сообщество, а вообще каждый гражданин имеет право знать, куда и на

каких условиях вкладывает средства та или иная инфраструктурная монополия", - заявил В.Путин. В поручении уточняется, что в контроле должны участвовать потребители монополий. В тот же срок - к 1 сентября - должны быть готовы предложения правительства по ограничению роста тарифов естественных монополий. Мы считаем, что это неплохой шаг, поскольку сейчас крайне много претензий к инвестициям Газпрома (разные «потoki», эффективность которых сомнительна) или «Российских сетей» (бурно инвестирующих в сети на заемные деньги). Дьявол, как всегда, в деталях и не ясно насколько работоспособным окажется механизм.

- Ниже показан «график дня» из Блумберг, показывающий траектории роста цен по core CPI в США после выхода из рецессий. Текущая траектория (нижняя) самая слабая. Большая инфляция была бы желательна с точки зрения «балансовых эффектов», плюс, решала бы проблему нулевых ставок.
- **План приватизации вновь стал скромнее.** Обновлённый вариант должен быть рассмотрен 27 июня. По нему, в частности, росимущество предлагает не выходить из капитала «Роснефти», «Русгидро» и «Зарубежнефти», хотя раньше предполагалась постепенная продажа всего имеющегося пакета. Ранее И.Сечин также высказывался против продажи «Роснефти», аргументируя это тем, что компания, перестав быть государственной, не сможет работать на шельфе, а, значит, и сократит размер налоговых отчислений. Приватизация «Русгидро» может сказаться на инвестпрограмме, а «Зарубежнефть» - компания специального назначения. Также из «Россельхозбанка» и «Росагролизинга» планируется сделать институты развития. Полный перечень изменений представлен в таблице.



Что продаст государство

| АКТИВ | СКОЛЬКО У ГОСУДАРСТВА СЕЙЧАС, % УСТАВНОГО КАПИТАЛА | СКОЛЬКО ХОТЕЛИ ПРОДАВАТЬ (ДЕЙСТВУЮЩИЙ ПЛАН ПРИВАТИЗАЦИИ) | СКОЛЬКО БУДУТ ПРОДАВАТЬ (ПРОЕКТ НОВОГО ПЛАНА ПРИВАТИЗАЦИИ) |
|-----------------------------------|--|--|--|
| «Роснефть» | 69,5 | Полностью 2016 г. | Оставят 50,1% |
| «Руссигро» | 67,1 | Полностью к 2016 г. | Оставят 50,1% |
| «Транснефть» | 78,1 | 3,1% к 2016 г. | 3,1% к 2016 г. |
| «Зарубежнефть» | 100 | 100% к 2016 г. | 49,9% к 2020 г. |
| «ИНТЕР РАО» | 13,7 | Полностью к 2016 г. | Полностью к 2016 г. |
| «Совкомфлот» | 100 | 100% к 2016 г. | Полностью к 2016 г. |
| ВТБ | 60,9 | Полностью к 2016 г. | Оставят 50,1% |
| ОЗК | 50,1 | Полностью к 2014 г. | Полностью к 2016 г.* |
| «Росагролизинг» | 99,9 | Полностью к 2016 г. | - |
| «Россельхозбанк» | 100 | Полностью к 2016 г. | - |
| «Роснано» | 100 | 10% в 2012 г. | 100% к 2016 г. |
| РЖД | 100 | 24,9% до 2013 г. | 24,9% до 2016 г. |
| «Шереметьево» | 83% | Полностью к 2016 г. | Полностью к 2016 г.* |
| «Аэрофлот» | 51,2 | Полностью к 2016 г. | Полностью к 2016 г.* |
| «Аэропорт Внуково» | 74,7 | - | Полностью к 2016 г.* |
| «Международный аэропорт «Внуково» | 25 | - | Полностью к 2016 г.* |
| «Авиа-бизнес-терминал» | 26 | - | Полностью к 2016 г. |
| «Ростелеком» | Более 50,1% после объединения с «Связьинвестом» | - | Полностью к 2016 г.* |
| ОСК | 100 | 49,9% к 2016 г. | 24,9 % к 2017 г. |
| ОАК | 84,3 | 49,9% к 2016 г. | 49,9% до 2024 г. |
| «Алроса» | 50,9 | Полностью к 2016 г. | Полностью к 2016 г.* |

* ВОЗМОЖНА «ЩЕЛОТАЯ АНЦИЯ»

ИСТОЧНИК: «ВЕДОМОСТИ»

- Аргументы о необходимости создания институтов развития, о невозможности добычи на шельфе, конечно, могут быть приняты, но вызывают немало вопросов. В частности на нефтяные месторождения можно допустить всех – экономика от этого не пострадает, лишь госкомпания. Эффект от отсутствия «институтов развития» легко заменяется грамотной макроэкономической политикой, реальной борьбой с госмонополиями, и эффективным распределением субсидий по мере необходимости. Зато масштабное разгосударствление экономики однозначно положительно повлияет на столь отталкивающий российский бизнес-климат, инвестиции, притекающие после этого из-за границы, могут быть куда полезнее.
- ФК «Открытие» приобрело акции ГК «ПИК» в ходе SPO.** Выкуплен был пакет в размере 11,4% через офшор Otkritie Securities. Представитель «Открытия» заявил, что компания действует в интересах своих клиентов, одним из которых является «Нафта Москва» С.Керимова, доля которого без учёта этой части сократилась с 38,3 до 36%. Доля «ВТБ» упала с 8,9 до 6,6%, доля Gilt Partners с 19,99 до 14,9%, ещё около 1% было выкуплено топ-менеджментом (смотри также обзор от 30 мая 2013 г.) «Пик» показывает сейчас неплохие результаты: Выручка за 2012 г. выросла на 43%, до 66 млрд. руб., чистая прибыль без учёта обесценения в 1,5 раза, до 2,9 млрд. руб., операционный денежный поток до корректировки на оборотный капитал на 77%, до 11,5 млрд. руб., чистый долг сократился на 13,5%, до 38,2 млрд. руб.

Местное:

- Производственные мощности «Пермского моторного завода» могут быть перенесены в новый корпус,** об этом на днях сообщил министр промышленности Д. Мантуров. Сейчас рассматривается ряд площадок

для строительства новых корпусов. Проект будет разработан до сентября 2013 г. и предоставлен в федеральный минпромторг для принятия решения о предоставлении господдержки.

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.облг. 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.