



### Коротко:

- Охота за доходностью продолжается. Греческие 10-ки «пробили» 8% годовых, даже несмотря на рост доходности безрисковой компоненты по немецким 10-кам (1.16% 2 мая - > 1.37% годовых сейчас)
- Весна 2013 года – это время самых низких ставок на развитых рынках?

### Развернуто:

STOXX Europe 600 +0.34%, очередной посткризисный максимум. S&P500 почти не изменился, минус 0.07% находится на исторических максимумах. ММВБ +0.36% - максимум этой недели (шутка).

Штаты растут уже 4 года, с минимума 2009 года рынок акций вырос почти в 2.5 раза. После такого ралли не избежать разговоров о коррекции, и она обязательно будет. Вот только мало кому удастся угадать точное время ее начала.

Писать сегодня особо не о чем. Поэтому обсудим основную интригу текущего момента – уровень ставок. Ниже показан график, отражающий диапазон колебания ставок за последние 20 лет и их текущее значение. Ставки почти по всем инструментам находятся на минимуме, и это выглядит устрашающе.

Недавно У.Баффет, возглавляющий Berkshire Hathaway, заявил Блумберг ТВ, что ему “жаль” инвесторов, вкладывающихся в корпоративные облигации с настолько низкой доходностью. Отчасти ему вторит Билл Гросс из PIMCO (Pacific Investment Management Co.), объявивший в Twitter, фаза “бычьего” рынка на рынке облигаций, длившаяся 3 десятилетия (!) завершилась 29 апреля.

Оба этих заявления подразумевают скорое падение рынков облигаций. Сейчас 10-ти летние облигации США торгуются на уровне 2% годовых, а немецкие 10-ки на 1.37%. Цели центробанков по инфляции в 2% означают нулевую и отрицательную реальную доходность.

Это не соответствует рациональным теориям о том, что инвесторы должны требовать компенсацию за отложенное потребление. В такой парадигме инвесторы должны выбрать больше потребления и меньше сбережения, что уменьшит предложения инвестиционных ресурсов и ставки придут к норме.

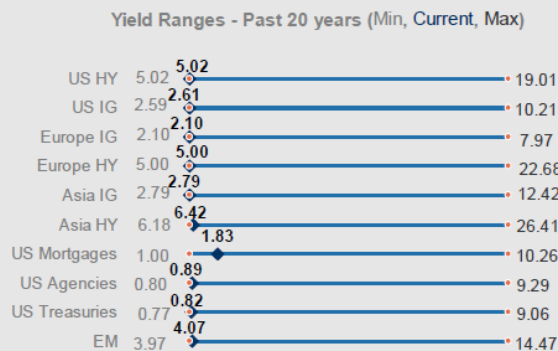
#### Ликвидные акции на ММВБ

ОГК-5 ао (1.3399)	10.7%
ВТБ ао (0.04648)	3.3%
Магнит ао (7294.6)	2.9%
Трансфин ао (67937)	1.7%
РусГидро (0.541)	1.6%
Сбербанк-п (77.3)	1.4%
Сбербанк (106.65)	1.4%
ГАЗПРОМ ао (126.4)	0.7%
ММК (7.544)	0.7%
Газпромнефть (128.12)	0.0%
ЛУКОЙЛ (2025.1)	0.0%
Новатэк ао (305.02)	-0.1%
Ростел -ао (113.9)	-0.1%
Роснефть (219.3)	-0.1%
Уралкалий-ао (226.19)	-0.3%
ФСК ЕЭС ао (0.1258)	-0.3%
Система ао (26.899)	-0.4%
Татнефть Зап (98.7)	-0.4%
ПолусЗолот (953.3)	-0.7%
МТС-ао (261.94)	-0.8%
Ростел -ап (79.11)	-0.8%
СевСт-ао (266.4)	-0.9%
Татнефть Зап (200.02)	-0.9%
ГМК Норник (4613)	-1.1%
Сургутнефтегаз (26.125)	-1.1%
Аэрофлот (49.66)	-1.1%
Сургутнефтегаз-п (19.784)	-2.5%

#### Колебания рынков накануне



#### Yields at All Time Lows Across the Board



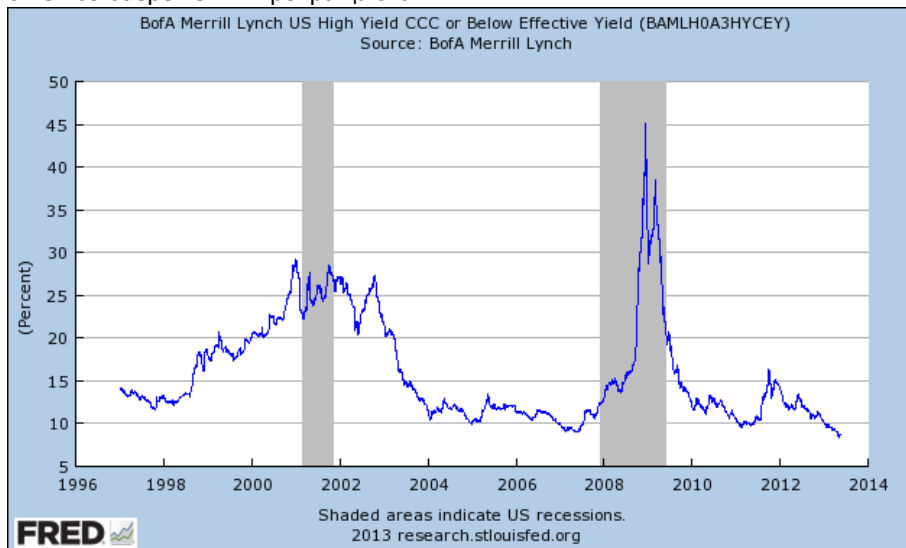
Source: Morgan Stanley Research, the Yield Book

Note: EUR IG since 1999, EUR HY since 2003, Asia IG/HY since 1996.

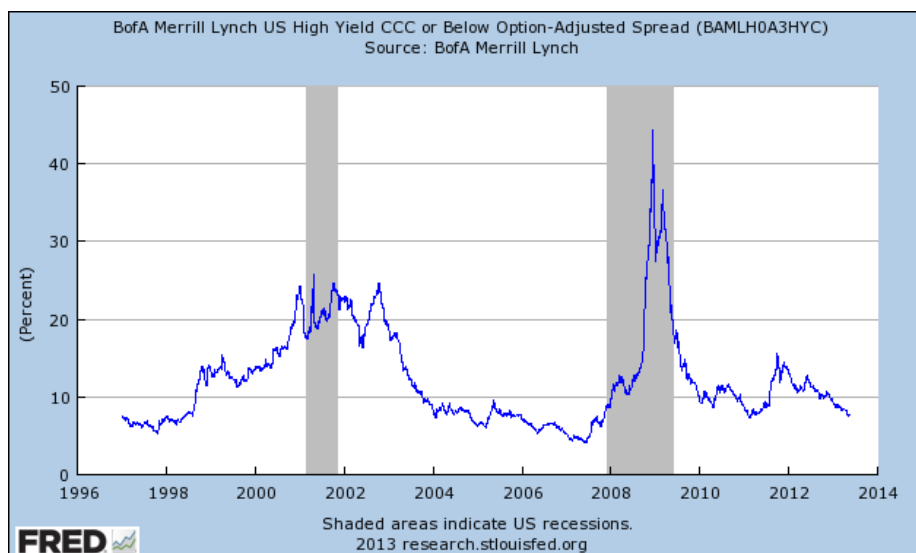
Неплохая идея, однако, существуют другие факторы, включая заниженный после кризиса спрос на кредит. Ставка на рынке это результат не только спроса и предложения, в конце концов.

Кризис – это время когда возникает «парадокс сбережений» Кейнса. Люди из предосторожности отказываются от потребления в пользу накопления (опасаясь увольнения, банки боятся набега вкладчиков, компании копят деньги для возврата долгов или покупки дешевеющих активов). Фискальный стимул потому и работает, что может задействовать избыточные сбережения, на которых нет достаточного частного спроса и потому в кризис не все сбережения превращаются в траты. Снижение ставок Центробанками преследует целью вытолкнуть из режима накопления и заставить тратить.

В такой части объяснений, нулевые и отрицательные ставки – это возможное и нормальное состояние для кризиса и ненормальное для обычного состояния экономики. Остается ответить на вопрос, когда же экономика начнет расти, а экономические агенты выйдут из окопов и начнут свободно тратить.



Справа показана пара связанных графиков. Первый отражает абсолютную доходность самых рискованных облигаций в США с рейтингом «CCC» или ниже. Эта доходность на минимуме за обозримую историю. Компании с худшим кредитным качеством могут занять крайне дешево, но, наверняка, желания занимать у них нет. Другой график отражает (скорректированный на опционы) спрэд этих же заемщиков к безрисковой доходности. Спрэд довольно низкий, хотя и не находится на минимуме.



Интересно, что пока на развитых рынках ставки находятся на минимумах, в России они переживают максимум. Статистика Центробанка (см. мониторинг ставок <http://cbr.ru/statistics/?Prtid=avgprocstav>) говорит о том, что рублевые ставки немного пошли вниз. Это соответствует нашим ожиданиям. Россия будет находится в контртренде. В мире ставки, вероятно, будут плавно расти в обозримые годы, а в России – снижаться.

## Разное:

- **Зреет скандал вокруг компании Apple.** Конгресс США обвиняет компанию в минимизации миллиардов налогов на \$44 млрд. (это примерно нынешняя годовая прибыль компании) с 2009 по 2012 гг. за счет дыр в законодательстве и использовании двух ирландских «дочек», которые технически не являются налоговыми резидентами ни одной из стран. Заглянуть в этот 40-страничный документ можно по ссылке:

[http://levin.senate.gov/download/exhibit1a\\_profitshiftingmemo\\_apple](http://levin.senate.gov/download/exhibit1a_profitshiftingmemo_apple)

Сейчас компания хранит больше \$102 млрд. в оффшорах и, если репатрирует эти деньги, ей придется заплатить налог по ставкам Штатов (всего «кэш» компании: \$145 млрд.). Недавно Apple заняла деньги на рынках, чтобы выплатить дивиденды, что заставило обратить внимание на проблему оффшорных юрисдикций и стало поводом для разбирательств. Сегодня в Сенате пройдут слушания, куда придет CEO (Тим Кук) и CFO компании. Несмотря на скандал, вчера акции выросли на 2%. Вряд ли компания будет как-то наказана (и вряд ли она нарушила закон). Причина еще и в том, что Apple - это икона Америки в части дизайна, инноваций и успеха.

- Несмотря на то, что кризис был вызван пузырем недвижимости, это не останавливает рост цен жилья в отдельных странах. Так, Китай, похоже, скоро опять начнет ставить препоны на пути роста цен. Вчера вышли статистики Китая сообщили, что в апреле цены росли в 68 городах из 70. (см. [www.stats.gov.cn/english/pressrelease/t20130520\\_402897737.htm](http://www.stats.gov.cn/english/pressrelease/t20130520_402897737.htm))

Справа показан график стоимости недвижимости в Великобритании, который продолжает восхождение. Блумберг по этому поводу дает следующий комментарий:

«Скороварка лондонского рынка недвижимости с каждым месяцем года выбрасывает все больше пара, - написал руководитель Rightmove Майлз Шипсайд. Для тех, у кого есть деньги, по-прежнему открыто много возможностей для займов, несмотря на кредитный кризис, и это способствует ралли цен на лондонском рынке». Центром бума недвижимости Великобритании является Лондон. Мы видели сообщения, что сейчас в этом городе больше кранов, чем во всей Англии. А также сообщения, что больше половины недвижимости в Лондоне покупается иностранцами, которые, похоже, являются истинной причиной бума.



- **На Московской бирже будут обращаться американские депозитарные расписки (ADR) Qiwi.** Вчера они были допущены к торгам в секторе РИИ. Котировки и расчёты при этом будут осуществляться в рублях. 3

---

мая 2013 г. компания, управляющая системой моментальных платежей, разместилась на NASDAQ, в результате чего была оценена в \$884 млн. Основной проблемой при размещении российском рынке является ограниченный круг инвесторов, в результате чего многие из компаний, работающих в России, предпочитают выходить на IPO в Лондоне или США. Теперь это не будет ущемлять местный рынок. Дилемма, возникающая при приватизации госкомпаний: поддержать российских фондовый рынок или привлечь больше средств, тоже теперь отойдет на второй план – депозитарные расписки можно будет просто размещать на нескольких биржах.

- **Металлурги теряют прибыль.** За I квартал отчиталась «Северсталь». Чистая прибыль составила \$44 млн., что в 10 раз ниже, чем в прошлом году. Выручка снизилась на 9,7%, до \$3,3 млрд., EBITDA на 25%, до \$425 млн. Ранее за первые 3 месяца 2013 года отчиталась «НЛМК», чистая прибыль которой упала 78%, до \$38 млн., выручка упала на 8%, до \$2,8 млрд., EBITDA на 26%, до \$336 млн. В обоих случаях результат оказался ниже консенсус-прогноза. Причина проста – низкие цены на сталь из-за избытка мощностей в мире. Тем не менее, «Северсталь» и «НЛМК» благодаря доступу к дешёвой железной руде являются одними из наиболее эффективных производств в мире, что позволит им пережить отраслевой спад без накопления существенных долгов и получения убытков. Поэтому мы рекомендуем по мере снижения их котировок постепенно покупать их акции – в перспективе нескольких лет наиболее дорогие производители свернут производство и рынок восстановится.

## Напоследок:

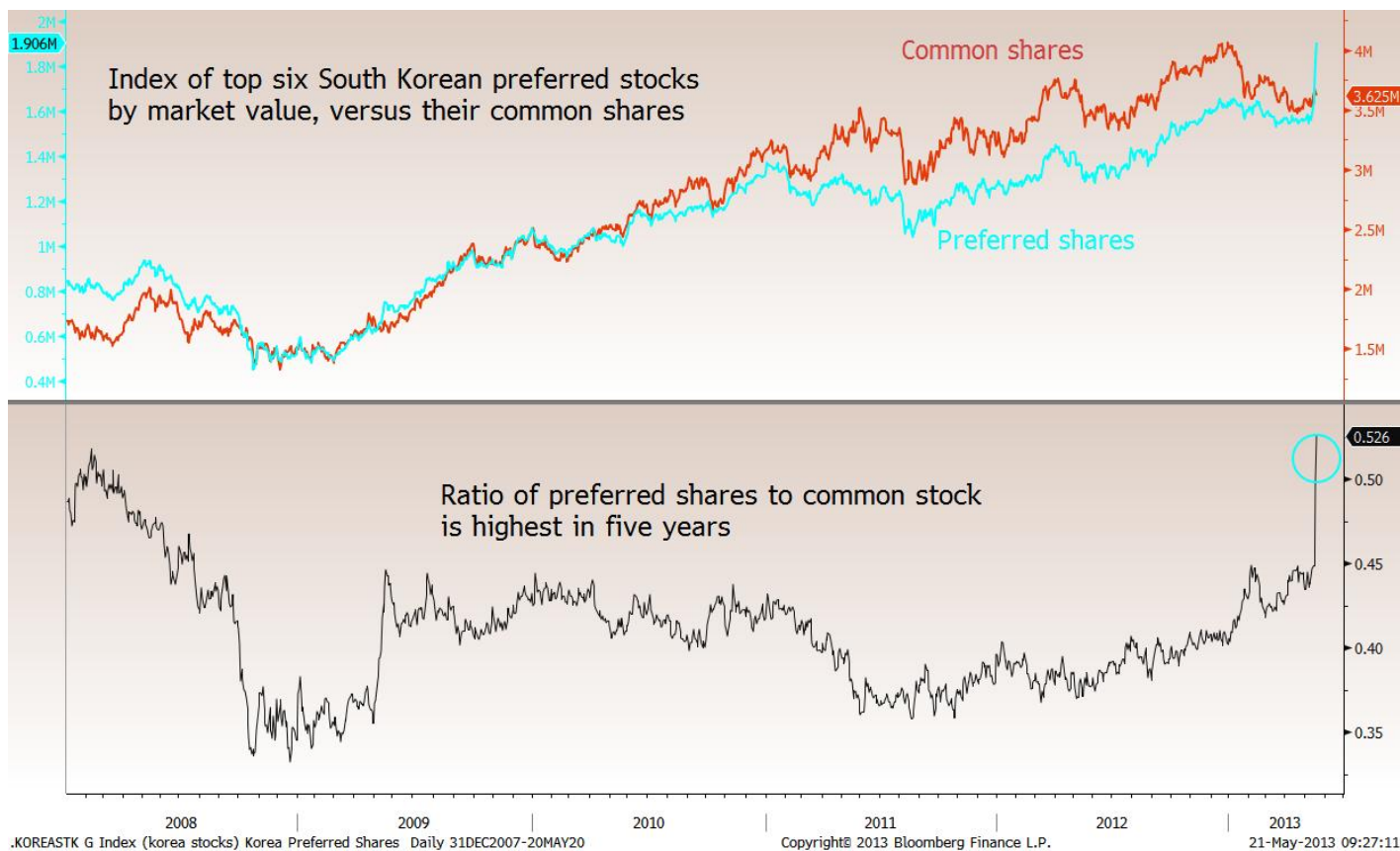
---

- В Корею резко растут привилегированные акции из-за планируемого изменения законодательства. Ниже показан «график дня» Блумберг, отражающий 6 привилегированных акций, включающих Samsung, Hyundai. В следующем месяце будет рассматриваться законодательство предложенное президентом страны, улучшающее прозрачность корпораций и защиту прав акционеров. Привилегированные акции без голосующих прав будут ограничены в капитале.

Что с того? В России также есть привилегированные акции, которые имеют крайне странный статус и не понятно, зачем они вообще были выпущены. В некоторых случаях они используются как инструмент передела собственности (например, давняя история с Московским НПЗ). В некоторых случаях основные акционеры выплачивают себе крупные дивиденды, а держателям «префов» – мизерные (Сыктывкарский ЛПК).

Предположительно, Чубайс ввел привилегированные акции, чтобы позволить рабочим участвовать в капитале компаний, но лишил их механизма давить на руководство. Но эта идея оказалась неверной. По хорошему, если есть идея построить действительно «международный финансовый центр» в России, следует улучшать защиту миноритариев, включая «префы». Если бы мы определяли власть, мы бы ликвидировали «префы» как класс, по крайней мере, эпохи приватизации.

Конечно, российские «префы» это проблема второго плана по сравнению с другими вопросами и проблемами российского финансового рынка.



# Конъюнктура:

Индекс PTC



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



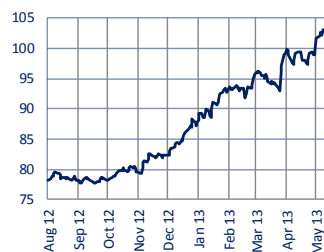
Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



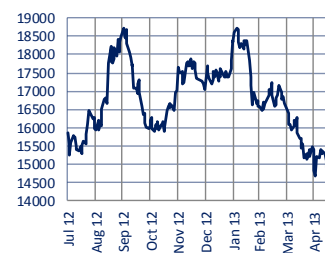
Золото, \$/Oz



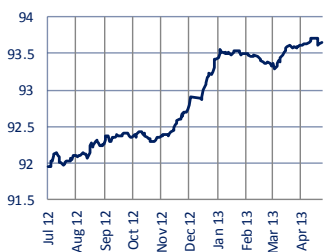
Доходность гос.облг. РФ, ср.взвеш., %



Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



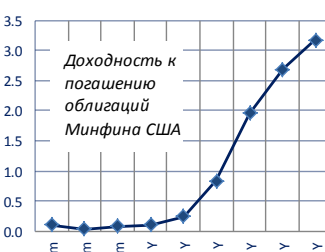
Moody's Bond Indices Corporate BAA



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](mailto:cmp@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.