



## Вкратце:

- Идет обратная волна: облигации восстанавливаются, фондовые рынки корректируются. За вчерашний день Bloomberg European 500 +1.74%, S&P 500 +1%, индекс ММВБ +1.76%.
- Рубль пока не спешит восстанавливаться, 32.92/\$ сейчас.
- Премьер Д.Медведев вчера заявил, что правительство думает об отказе от идеи равнодоходности цен на газ. Рынок почти не верил в эту идею, так что большого сюрприза нет. Еще одно свидетельство непоследовательности властей, отхода от либеральных принципов и указание на риски инвестиций в российский фондовый рынок.

## Комментарий:

Случившееся в мае-июне - это было закрытие спекулятивных сделок кэрри-трейд (carry-trade unwind).

- Такая стратегия в среднем прибыльна, она привлекала и будет привлекать капитал. Под кэрри понимают целый ряд операций, предполагающих использование «рычага».

Это фондирование «в коротком конце» и вложение в «длинный конец» кривой доходности, что позволяет «собирать» «временную премию» (term premium).

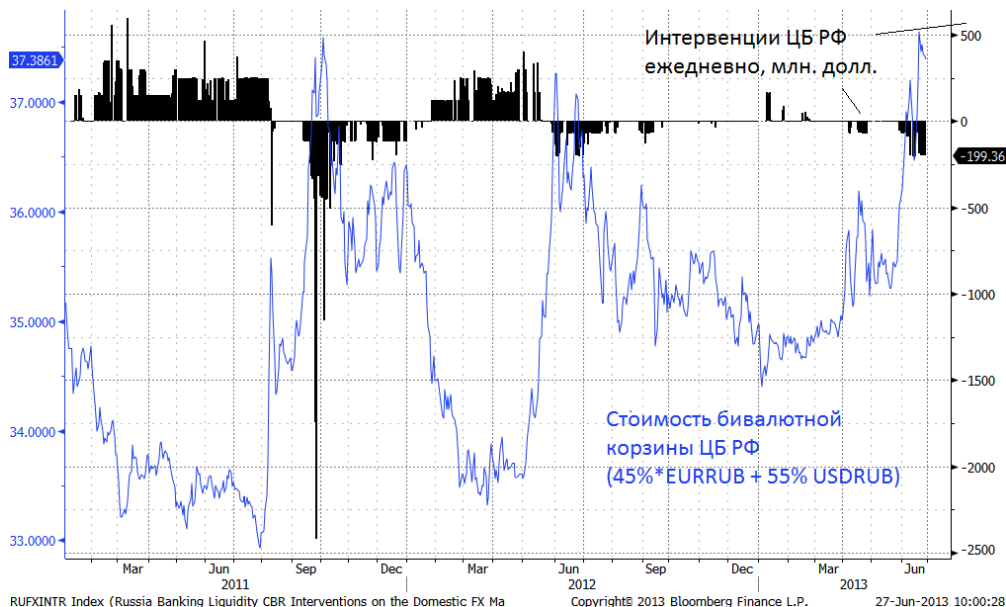
Если вместо безрисковых облигаций покупать рискованные (корпоративные или ипотечные), то инвестор «собирает» еще и «кредитную премию» (credit premium, состоящую из «спрэда дефолта» минус потери от невозвратов).

Заем в валютах с низкими ставками и размещение в валютах с высокими — это «валютный кэрри» (currency carry). Доход возникает от разницы процентов и тенденции укрепления валют с высокими ставками.

- Повышенная доходность не возникает на пустом месте и чревата рисками. Иногда стратегии кэрри оборачиваются убытками. Чтобы избежать их участники ставят «стопы», чему способствует также

## Ликвидные акции на ММВБ

Система ао (28.6)	5.9%
МТС-ао (259.42)	3.6%
Сбербанк (92.51)	3.3%
Сургнфгз (25.703)	3.2%
ЛУКОЙЛ (1866.7)	2.8%
ВТБ ао (0.0492)	2.8%
Сбербанк-п (69.76)	2.5%
Магнит ао (7100)	2.0%
ММК (7.674)	2.0%
ГМК Норник (4685)	2.0%
Аэрофлот (55.3)	2.0%
Сургнфгз-п (20.301)	1.5%
Газпромнефть (117.62)	1.4%
ГАЗПРОМ ао (110.05)	1.4%
Новатэк ао (347)	1.4%
Татнефть Зао (188.39)	1.0%
РусГидро (0.497)	0.3%
Уралкалий-ао (222.76)	0.3%
ПолюсЗолот (826.9)	0.0%
Трансф ап (71501)	0.0%
СевСт-ао (210)	-0.2%
ОГК-5 ао (1.286)	-0.2%
Ростел-ао (88.25)	-0.6%
ФСК ЕЭС ао (0.10439)	-0.7%
Татнефть Зап (95)	-0.7%
Роснефть (228.5)	-1.2%
Ростел-ап (70.8)	-1.5%



В настоящее время границы бивалютной корзины составляют 31,7–38,7 (верхняя на 1.5 руб. выше текущей)

Тем не менее, ЦБ РФ продает по \$200 млн. ежедневно

---

краткосрочная структура оценивания качества управления. Прибыль нужно показывать ежеквартально, ежегодно, в худшем случае за три года, иначе есть риск быть уволенным. Просадка крайне нежелательна.

- Намеки председателя ФРС Бернанке о «сворачивании» запустили волну срабатывания стопов, закрытия сделок кэрри-трейд. Это причина обвала рискованных облигаций широкого спектра, а также валют, у которых были высокие ставки. Побочный эффект – снижение фондовых рынков, чувствительных буквально ко всему, несмотря на то, что кэрри их напрямую не касался.

- Этот обвал отчасти сродни краху 2008 года и даже европейскому долговому кризису. Финансовая система в целом и банки в частности занимаются «трансформацией ликвидности» (имеют ликвидные обязательства и менее ликвидные активы). Также они занимаются «трансформацией дюрации» (близкая по смыслу идея, фактически и есть «кэрри»: занимают на коротке и размещают в более длинные обязательства). В «трансформациях» есть положительные для общества вещи – они делают кредитные рынки ликвидными и, похоже, ускоряют экономический рост. Но это же чревато крахами, когда изъятия или угроза изъятия краткосрочных долгов вызывают массовый сброс длинных обязательств.

- Обычно такое происходит, когда на финансовых рынках возникает массовое осознание возросшего кредитного риска. В 2008 году это была некачественная (subprime) ипотека. В 2010-2011 гг. возникли вопросы к устойчивости бюджетов PIIGS. Но сейчас, в 2013 году, такого вопроса не возникает.

- Подвергшиеся распродаже «корпораты», облигации развивающихся и развитых стран сохраняют свое кредитное качество. Упавшие валюты отражают только колебания конъюнктуры, но не обещают новых кризисов ни ЮАР, ни Австралии, ни России.

- Отсутствие «плохих долгов» делает текущее «раскручивание кэрри» тривиальным. Мы ожидали и ждем далее восстановления валют и облигаций. В последние дни мы заняли позиции на укрепление рубля и новый виток роста длинных ОФЗ. Побочный продукт – следует ожидать какого-то восстановления котировок акций. Кризиса не предвидится, время пока еще не пришло.

#### **Почему бывают кризисы?**

Есть сопутствующий вопрос: как их избежать?. Интересующимся рекомендуем книгу Анат Адманти и Мартина Хелвига «The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It» (2013).

Их идея заключается в том, что необходимо радикально повысить требования к капиталу в банковской отрасли. В настоящее время банки могут иметь рычаг порядка 1 к 30, означающий, что потери в 3% от активов приводят к полной потере капитала. В РФ рычаг заметно выше, чем развитых странах и составляет типично 1 к 10 (собственный капитал составляет порядка 10%). Но даже такой рычаг авторы считают низким.

Их идея – поднять требования к капиталу до драконовских 20-30%. Потребуется действительно огромные потери в банковской отрасли,

чтобы защитная подушка собственного капитала исчезла, и вкладчики начали терять деньги. Настолько небольшой рычаг банков будет означать, что у вкладчиков не появится стимула «бежать» из банков, изымать депозиты, поскольку потери будут почти невероятны. Итогом станет стабильность финансовой системы и отсутствие кризисов.

По мнению авторов, банкиры всячески противятся этому и выдвигают аргументы против. Цель книги – показать несостоятельность аргументов банкиров, поэтому название созвучно со сказкой Г.Х.Андерсона «Новая одежда короля» (также известной «Голый король»)

### Дискуссия про Базель-3

После кризиса разрабатывались новые нормы достаточности капитала в рамках «Базеля-3» (см. [ru.wikipedia.org/wiki/Базель III](http://ru.wikipedia.org/wiki/Базель_III)). Эти нормы остаются крайне низкими, и не решают проблему.

В Базеле-2 обыкновенные акции должны составлять 4.5% минимум от Risk-weighted asset. Если меньше – банк должен быть ликвидирован/рекапитализирован.

К этому добавляется «буфер консервации» в 2.5%, что доводит соотношение «Common equity»/RWA до 7%. Ниже этого значения нельзя платить дивиденды.

К ним может добавляться «дискреционный контрциклический буфер» еще в 2.5%, который может вводиться регулятором, доводящий «Common equity»/RWA до 9.5%.

При этом вводится «leverage ratio» = «Common equity»/Assets с минимальным значением в 3%. Последнее значение означает, что возможны банки с рычагом до 1 к 33, что несильно отличается от того что было до кризиса.

Упор на взвешивание по риску RWA (Risk-weighted asset) означает, что банкиры вновь смогут маскировать рискованные активы под безрисковые, чтобы снизить их вес и повысить рычаг. Это уже случилось с некачественной ипотекой получавшей рейтинг AAA (дающий нулевой вес при взвешивании). И это рискует повториться еще.

Концепцию RWA иногда расшифровывают как “Really Weird Accounting”. «Базель-3» не снимает вопросов, банки останутся перегруженными рычагом, оставляя возможности для повторения кризисов.

## Разное:

- **Ипотека в России продолжает двигаться к секьюритизации.** Вчера на бирже прошли большие обороты по Ипотечным сертификатам участия (ИСУ) УК "Коммершиал проперти траст" (<http://www.cptrust.ru/>). Похоже, эта компания была создана в августе 2012 г. именно под создание этого выпуска, объем ипотеки в котором составляет 3.88 млрд. руб.
- **Luxoft удачно разместилась.** Дочка российской IT компании IBS вчера завершила IPO на Нью-Йоркской бирже. За пакет в 12,5% инвесторы заплатили \$69.6 млн. Половину продала материнская компания, половину сама Luxoft. Цена бумаги установилась в середине коридора,

---

на уровне в \$17. Соответственно капитализация на данный момент (после первого дня торгов, когда цена выросла на 20%) составляет \$532 млн., дороже материнской IBS (\$406.8 млн.). По ценам размещения мультипликаторы следующие: P/S\_2012=1.77, P/E\_2012=14.8. См. также обзор от 14.06.13.

- **Правительство может отказаться от принципа равнодоходности цен на газ.** Он предполагает, что экспортные цены за вычетом всех издержек на транспортировку и хранение должны быть на уровне цен внутреннего рынка. С 2011 г. происходит постепенное выравнивание цен, однако теперь приоритетом для правительства становится экономический рост, которому мешает рост тарифов. Кроме того, «Газпром», который недополучит от отмены принципа порядка \$60 млрд. выручки за пять лет, уже сейчас уступает позиции на российском рынке «Новатэку» и «Роснефти», что ещё больше усугубляет его положение. Цены решено индексировать не выше, чем уровень инфляции предыдущего года. При достижении целевого уровня в 5% «Газпрому» вероятно придётся занимать, чтобы выполнить планы по инвестпрограмме и выплате дивидендов.

## Местное:

---

- **Пермское агентство ипотечного жилищного законодательства (ПАИЖК) избавляется от активов.** На продажу выставлен коттеджный посёлок «Златица», включающий дом для охраны, четыре готовых здания, столько же недостроенных, 15 участков от 6 до 15 соток и один участок в 1 га. Начальная стоимость 35 млн. руб. Аукцион пройдёт 10 июля. Продажа осуществляется в рамках стратегии нового руководства по сокращению издержек.

<http://www.kommersant.ru/doc/2220833>

# Конъюнктура:

Индекс PTC



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



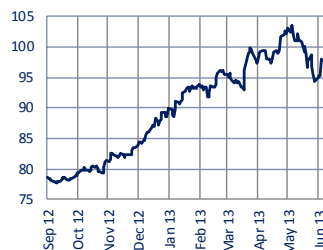
Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



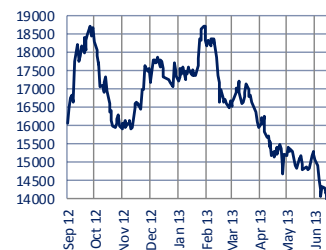
Нефть Brent, \$/барр.



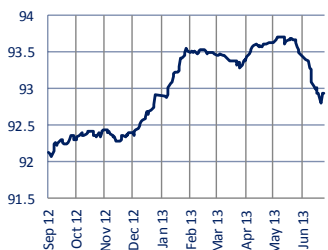
Золото, \$/Oz



Доходность 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



# 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.