



Вкратце:

- Волатильность уходит с рынков акций, как наблюдаемая, так и подразумеваемая ценами опционов.
Это новая реальность. Систематические риски исчезают, работа финансовых рынков в режиме risk on/ risk off прекращается.

Развернуто:

Российские акции внутри дня показали новый минимум в этом году, но «отскочили» обратно, закрывшись в плюсе. По итогам дня индекс ММВБ +0,14%, Bloomberg European 500 минус 0.4%, Штаты отдыхали.

История кризиса. Мы не можем найти значимых новостей, поэтому предлагаем еще раз окунуться в историю, разобраться, как проходили «набеги на банки» (bank runs), а также как он распространялся по миру. В следующей таблице показаны данные по финансированию иностранных банков американскими фондами денежного рынка из публикации Bloomberg Brief.

Справка: Денежные фонды США – это подвид «теневой банковской системы», которая собирает деньги, работает как банк, но не имеет банковской лицензии и, собственно, доступа к рефинансированию ФРС.

Эти фонды собирают средства и вкладывают их в очень короткие мало рискованные облигации (у которых нет или мало «процентного риска»), рынок РЕПО, коммерческих векселей или депозитов. Формально пайщик владеет акцией в этом фонде, но она больше похожа на текущий счет, поскольку позволяет расплачиваться средствами, размещенными в фонде. По сути, это текущий счет с доходностью текущих ставок «в коротком конце». В расчете денежного агрегата М1 счета денежных фондов рассматриваются как обычные текущие счета (или «чековые» счета, checking account).

Денежные фонды сыграли большую роль в развале финансовых рынков в 2008. После краха Lehman Brothers (15 цент.) старейший денежных фонд США «Reserve Primary Fund» вынужден был списать часть вложений в этот банк, и объявил о падении цены акции фонда ниже \$1 (в Штатах традиция измерять NAV денежного фонда \$1, за 37 лет существования этой индустрии было только 3 случая падения ниже \$1, а фонды денежного рынка считались безрисковыми

см. en.wikipedia.org/wiki/Money_market_fund#Breaking_the_buck).

После этого события начался «набег» на фонды денежного рынка, которые предоставляли краткосрочное финансирование финансовой системе и были важным вкладчиком на рынке

Ликвидные акции на ММВБ

ОГК-5 ао (1.7)	1.8%
ГАЗПРОМ ао (135.9)	1.4%
Сбербанк (106.23)	1.1%
Ростел -ао (118.94)	0.9%
Сбербанк-п (76.87)	0.8%
Новатэк ао (331.2)	0.4%
Сургнфгз-п (22.864)	0.4%
Ростел -ап (90.74)	0.2%
Трансф ап (69510)	0.2%
Татнфт Зап (111.85)	0.2%
Аэрофлот (58.7)	0.0%
ВТБ ао (0.05599)	0.0%
Магнит ао (5832)	0.0%
МТС-ао (264.51)	-0.2%
Газпромнефть (143.54)	-0.3%
ГМК Норник (5530)	-0.4%
ЛУКОЙЛ (1990.8)	-0.4%
ММК (10.234)	-0.5%
Роснефть (253.5)	-0.6%
Татнфт Зао (214.85)	-0.8%
Уркалий-ао (229.73)	-0.8%
Сургнфгз (30.139)	-0.9%
СевСт-ао (364.6)	-1.1%
ФСК ЕЭС ао (0.19793)	-1.5%
РусГидро (0.7008)	-1.8%
Система ао (26.15)	-2.1%
ПолюсЗолот (1115)	-2.1%



коммерческих векселей. Чтобы остановить бегство, Минфин США 19 сентября (через 4 дня после краха Lehman Brothers) был вынужден дать гарантии по вкладам денежных фондов, компенсируя потери.

В таблице справа показано, как изменились вложения американских денежных фондов за 1 год, каковы абсолютные цифры и процентные изменения. Таблица скомпилирована по данным 10 крупнейших фондов США, не является репрезентативной, но вполне отражает суть.

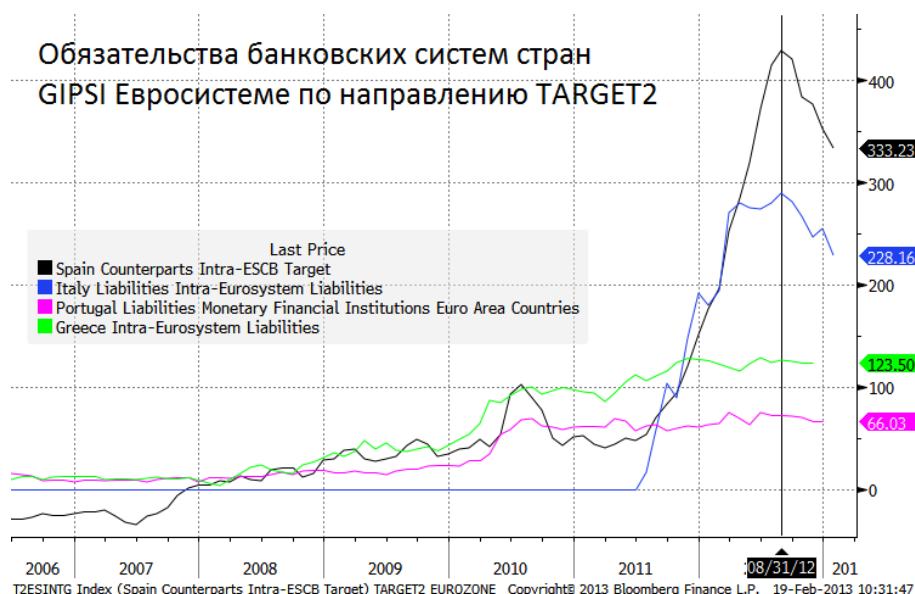
Весной 2012 года, когда кризис европейских долгов набирал обороты, фонды денежного рынка начали изымать средства не только с «периферии» Еврозоны, но и из «сердцевинных» стран. Банковская система Франции традиционно использовала большой объем долларового финансирования от американских денежных фондов, которые начали изымать средства (год назад цифра упала до \$8.78 млрд.). После окончания периода напряженности фондирование по этой части восстановилось до \$40+ млрд. Это показывает, что финансовая система действительно была на грани.

	JAN. 31	DEC. 31	1 YEAR AGO	1 MONTH CHANGE	1 MONTH % CHANGE	1 YEAR CHANGE	1 YEAR % CHANGE
Total French Banks	40,268	42,833	8,780	-2,565	-6%	31,488	359%
Total Dutch Banks	14,735	13,062	28,705	1,673	13%	-13,970	-49%
Total Swiss Banks	28,279	25,610	42,818	2,669	10%	-14,539	-34%
Total Swedish Banks	47,494	43,070	35,510	4,424	10%	11,984	34%
Total German Banks	19,163	17,671	15,185	1,492	8%	3,978	26%
Total Canadian Banks	71,410	72,556	59,001	-1,147	-2%	12,409	21%
Total Japanese Banks	81,609	82,828	50,597	-1,219	-1%	31,012	61%
Total British Banks	34,374	29,428	56,058	4,946	17%	-21,683	-39%
Total American Banks	51,076	53,932	45,978	-2,856	-5%	5,098	11%
Total Australian Banks	52,705	49,535	51,795	3,170	6%	910	2%

Source: Bloomberg MOUSE OVER ROWS TO SEE BANKS IN EACH COUNTRY

Bloomberg также утверждает, что банковские системы Британии и Швейцарии изменяют систему фондирования, все меньше полагаются на средства американских денежных фондов.

Набег на банки Еврозоны. Выпадающий кредит и отток средств из-за бегства вкладчиков был вынужден замещать ЕЦБ и справа мы приводим еще одну иллюстрацию того как это происходило. Это данные по одному из направлений фондирования – обязательства национальных систем по расчетам TARGET2 в Евросистеме.



В нормальное время это просто способ проведения платежей, но в кризис превратилось в источник рефинансирования банков национальными центробанками. Пик платежей пришелся на конец августа. Напомним, что в конце июля глава ЕЦБ сказал, что «сделает все что нужно», и в начале сентября ЕЦБ официально принял программу OMTs, предполагающую выкуп суверенных

облигаций. После этого кризис пошел на спад и бегство вкладчиков прекратилось.

Снижение волатильности. В пятницу индекс VIX (который некоторые называют «индикатором страха») опустился до минимумов почти за 6 лет.

Этот индекс представляет собой среднее подразумеваемой волатильности ближайших опционов, продаваемых на акции из индекса S&P500 (шкала логарифмическая, чтобы лучше отразить колебания «внизу» и «вверху»)

Незнакомым с теорией оценки деривативов, можно указать, что данный индекс отражает ожидания рынка в отношении того, насколько изменчивы будут акции в будущем.

Волатильность всегда связана с кризисом и неопределенностью. Сейчас рынки успокоились, вошли в «нормальный» режим, ожидания катаклизмов исчезли. Но видимо, 5-6 лет страхов инвесторов оставили большой след. Некоторые рискованные активы, типа российских акций выглядят слишком рискованно, чтобы их покупать и устраивать новое ралли. Потребуется много времени, чтобы кризис забылся.

Проще говоря, страхи прошли, апатия осталась.



Разное:

- Рубль стоит в районе 30.1/\$, но Центробанк РФ сообщил, что купил 14 февраля (с расчётами 15 февраля) долларов на сумму 1,38 миллиарда рублей (\$46 млн.). До этого интервенции проходили в конце января. (см. <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=flikvid>)

У нас есть предположение, что где-то весной-летом Центробанк РФ может пойти на некоторые плановые интервенции для расширения денежной базы.

Сейчас денежная база в заметной мере формируется по операциям рефинансирования РЕПО и некоторые считают, что если так пойдет, то «залоговая база» банков закончится. Чтобы снизить зависимость от залогов, нужно «напечатать» некоторую сумму рублей, размером в доли триллиона рублей. Для этого Центробанк должен купить каких-то активов с рынка. Особо покупать нечего, размеры рынка облигаций ОФЗ мал. Поэтому остается валюта, доллары и евро.

Если наши предположения верны, то хорошее время для покупки – это весна или лето, что может совпасть с ожидаемым снижением ставок. Покупки валюты толкнут рубль вниз. В этой связи

повторяем наш прогноз на конец 2013 – 31 руб./\$, а текущее укрепление рубля мы продолжаем расценивать как временное.

- **ВЭБ** раскрыл **результаты управления пенсионными накоплениями** по итогам 2012 года. Управляющая компания обеспечила «молчунам» доходность в размере 9,21% годовых – максимум за последние три года. Доходность консервативного портфеля составила 8,47%, что также превышает темпы инфляции (6,6%). Рост доходности инвестиций во многом объясняется ростом доходности по инструментам с фиксированной доходностью в 2012 году и перераспределением части портфеля от гособлигаций в пользу корпоративных. В следующем году заканчиваются полномочия ВЭБа по управлению средствами «молчунов». В правительстве рассматривают возможность передачи ВЭБом своих функций новой структуре – Росфинагентству. В своем интервью телеканалу «Россия 24» глава ВЭБа В. Дмитриев заявил, что они готовы передать свои полномочия компании, которая способна обеспечить доходность выше текущей, что маловероятно. ВЭБ успешно справляется с возложенными на него задачами. Глава Минфина А. Силуанов также считает, что нет необходимости менять управляющую компанию, так как ВЭБ показывает неплохие результаты инвестирования пенсионных средств.
- **«Московская биржа»** хочет запустить торги **ETF (exchange traded funds)**. Допустить к ним планируется иностранные фонды. Эта мера должна повысить ликвидность на бирже, которая значительно упала в прошлом году (обороты упали на 44%). Также возможен запуск российского аналога ETF на российские индексы, которые позволят повысить точность следования фондов за бенчмарком (самим индексом). В случае принятия ряда поправок, иностранные ETF смогут покупать институциональные инвесторы, что может значительно повысить ликвидность российского рынка.

Местное:

- Пермский производитель картофеля **«Беяевка»** создаёт **СП** с краснокамским «Тружеником». «Беяевка», продающая продукцию под брендом «Пермская картошка», хочет построить предприятие по переработке картофеля. Продукция будет поставляться в виде упакованных и очищенных картофелин или ломтиков в заведения общепита. Производство будет запущено в течение месяца. Интерес подобное предложение может вызвать у ресторанных сетей, потребляющих картофель в больших количествах – покупка полуфабриката позволит высвободить часть работников.

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



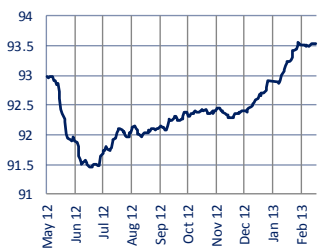
Доходность гос.облг. РФ, ср.взвеш., %



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, 614990, 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, cmr@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.