



Коротко:

- Финансовые рынки в понедельник «плюсовали» на разрешении кипрского вопроса. Под конец торгов резко ушли вниз на комментарии главы Еврогруппы и голландского министра финансов Й.Дейсселблума, что Кипр был «водоразделом» и теперь станет «моделью» разрешения банковских кризисов. Итак, Евросоюз не собирается тратить деньги налогоплательщиков, будет запускать потери частных инвесторов в банки, включая держателей депозитов. Комментарий чреват запуском новой волны бегства капиталов с «периферийных» банков в «сердцевину». Банковские акции UniCredit, Intesa Sanpaolo, Société Générale обвалились по 6%.
- Банки Кипра выйдут с каникул в четверг. Исход денег из банков страны ожидаем. Потому будут введены ограничения на движение капитала. К «подстрижке» денег россиян добавляется «заморозка».
- Возможно, зреет еще один скандал не на руку имиджу России и стоимости ее акций: смерть Березовского не была естественной – удушение, но «ничего не указывает на борьбу».

Ликвидные акции на ММВБ

Сургнфгз-п (20.946)	2.2%
МТС-ао (276.79)	2.1%
Роснефть (241.59)	1.7%
Ростел -ао (121)	0.6%
Ростел -ап (90.6)	0.3%
Трансф ап (66366)	0.0%
Сбербанк (98.7)	-0.7%
Магнит ао (5726)	-0.7%
Татнфт Зап (105.26)	-0.7%
Система ао (26.1)	-0.8%
Сбербанк-п (73.3)	-0.8%
ЛУКОЙЛ (1923)	-1.0%
Газпрнефть (134.7)	-1.1%
ГАЗПРОМ ао (138.6)	-1.1%
Татнфт Зао (197.17)	-1.2%
Уркалий-ао (227.01)	-1.2%
Новатэк ао (309.48)	-1.3%
Сургнфгз (26.809)	-1.6%
СевСт-ао (296.7)	-1.8%
ВТБ ао (0.05029)	-1.8%
ПолюсЗолот (1079.6)	-1.9%
ГМКНорНик (5055)	-2.0%
ММК (8.581)	-2.1%
РусГидро (0.614)	-2.2%
Аэрофлот (51.11)	-2.7%
ФСК ЕЭС ао (0.15599)	-3.3%
ОГК-5 ао (1.5195)	-3.5%

-5% 0% 5%

Развернуто:

Финансовые рынки вчера росли в начале торгов, индекс S&P500 приближался к историческим максимумам. Вечером случился резкий разворот, когда вышло интервью главы Еврогруппы (министров финансов ЕС) Йеруна Дейсселблума, что *"кипрская модель" может стать образцом для решения проблем с банками в будущем.* (см. video.ft.com/v/2252647874001)

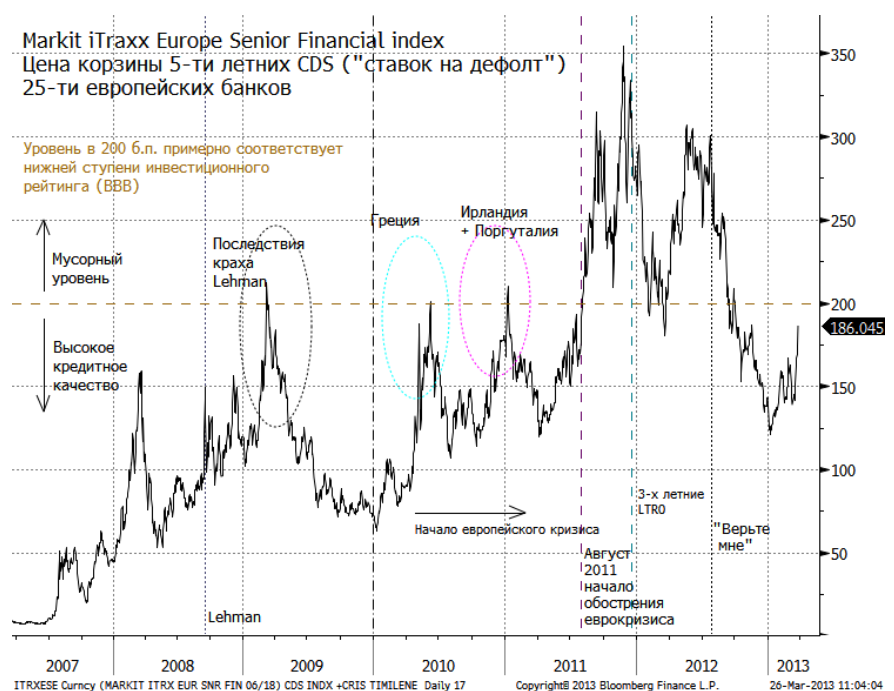
Стало ясно, что «подстрижка» депозитов, не была разовым событием и знаменует новый тренд. Соответственно, в банках «периферии» может повториться история с «подстрижкой» вкладов, соответственно.

Отношение к такому повороту политики ЕС двоякое. С точки зрения базовых принципов и в долгосрочной перспективе, это хорошо. Угроза «пострижки»

Markit iTraxx Europe Senior Financial index

Цена корзины 5-ти летних CDS ("ставок на дефолт") 25-ти европейских банков

Уровень в 200 б.п. примерно соответствует нижней ступени инвестиционного рейтинга (BBB)



решает вопрос «морального риска»¹ в банковской системе.

До последнего времени инвесторы в банках чувствовали себя безопасно. Это касается держателей депозитов в крупных банках и облигаций, включая субординированные. Они знали, что правительства боятся развала банковской системы, поэтому выделяют деньги, если у банков начнутся проблемы. Это ключевой вопрос проблемы TBTF «too big to fail». Соответственно, инвесторы больших банков могли расслабиться и не контролировать банки и как они ведут свою деятельность.

Теперь ситуация меняется, и это порождает большие краткосрочные риски. Мы уже писали, что Кипр с его долей в 0.2+% в ВВП Еврозоны и сравнительно небольшим размером банковской системы не может спровоцировать кризис. Но мы боялись эффекта заражения, нового раунда бегства капиталов с периферии, которое остановилось недавно, только осенью. Комментарий главы Еврогруппы, увы, способен запустить новый раунд проблем стран GIPSI. Возникает риск для нашего прогноза, что «еврокризис закончен». Ближайшие пару недель покажут, склоняются ли рынки вновь к «плохому эквилибриуму»².

Итоги дня: S&P500 минус 0.3% (и минус 0.8% с максимума днем). STOXX Europe 600 также минус 0.3%. Индекс ММВБ минус 0.4%, это новый минимум с декабря, а с январского пика откат уже приближается к 9%.

На предыдущей странице показана «температура кризиса» (цена корзины CDS 25 европейских банков), и вчера она подскочила до максимумов с ноября. Реакция рынка облигаций стран GIPSI пока



¹ «моральный риск» от англ. «moral hazard» – это не слишком удачное словосочетание, которым экономисты обозначают проблему нежелательного поведения застрахованного лица. Например, застрахованный КАСКО начинает менее ответственно ездить и парковаться, зная, что за все платит страховая. «Франшиза» (неполное покрытие страхового случая) создает некоторую боль от потерь и смягчает проблему «морального риска».

² О проблеме множественных равновесных состояний в банковской системе см. модель Дайамонда-Дибвига 1983, утверждавшей, что банковская система к «длинными» активами и короткими депозитами неустойчива.

en.wikipedia.org/wiki/Diamond%E2%80%93Dybvig_model

Аналитическая статья Гуриева и Цивинского из РЭШ на эту же тему есть в «Ведомостях» сегодня, см «Ratio economica: Простое неправильное решение».

www.vedomosti.ru/newspaper/article/420741/prostoe_nepravilnoe_reshenie

ограничена (справа).

Для самого Кипра кризис экономики только начинается. Страна вошла в режим строгой экономии, плюс, лишилась основного экспортного сектора – услуг банковской системы. Кипр ожидает депрессия, растущая безработица. На лентах новостей полно спекуляций, что помощь Евросоюза не последняя, понадобятся еще деньги.

Сегодня Кипр собирается закончить банковские каникулы для большинства банков, за исключением первых двух. Поскольку ожидается бегство вкладчиков, будут введены ограничения на движение капитала (вопреки политике Евросоюза, запрещающей барьеры для капитала). Пример Исландии показывает, что подобные ограничения могут действовать много лет. Так что российские капиталы претерпят не только «подстрижку», но и будут заморожены еще какое-то время.

В европейском кризисе из раза в раз повторяется один и тот же сценарий. Еврозона выделяет помощь в обмен на сокращения бюджета. Политики «периферийной» страны требуют большего, поскольку электорат недоволен. «Сердцевина» настаивает, «периферийная» страна угрожает всеобщим развалом/ дефолтом/ выходом из зоны Евро. Финансовые рынки уходят в пике. Под конец политикам «периферийной» страны приходит понимание, что с деньгами Евросоюза все-же лучше, чем без них и ситуация разрешается.

Показательно, что на переговорах в выходные кипрский президент угрожал выходом из зоны евро, своей отставкой, но в конце согласился с требованиями ЕС и МВФ. Можно сравнить с поведением ребенка, выторговывающего у родителя больше прав и удовольствий криком и обещаниями вести себя неадекватно. Проблема только в том, что мы знаем случаи, когда антикризисные мероприятия МВФ в ряде развивающихся стран заканчивались крахом, так что жесткость позиции дающего имеет свои ограничения. Россия в 1998 или Аргентина в 2001 пошли на дефолт и отказались следовать рецептам МВФ.

Неприятность для российских капиталов в том, что к «пострижке» добавляется «заморозка» вкладов в ходе введения ограничений на движение капитала из страны. Несмотря на то, что в четверг банковские каникулы завершаться, свободно пользоваться деньгами будет нельзя.

Разное:

- Вчера на Московской бирже начались торги в режиме T+2, который предполагает оплату и поставку бумаг через два дня после заключения сделки. Объем торгов составил 2,1 млрд. рублей, для сравнения, в основной секции оборот по акциям составил 29,2 млрд. рублей. Заметим, что из-за ряда организационных проблем, не все брокеры предоставляют доступ к T+2: биржа сообщает, что в первый день в торгах приняли участие 27 компаний. Пока к торгам в этом режиме допущены 15

акций и 34 выпуска ОФЗ, до конца года биржа намерена перевести торговлю в режиме T+2 все ценные бумаги.

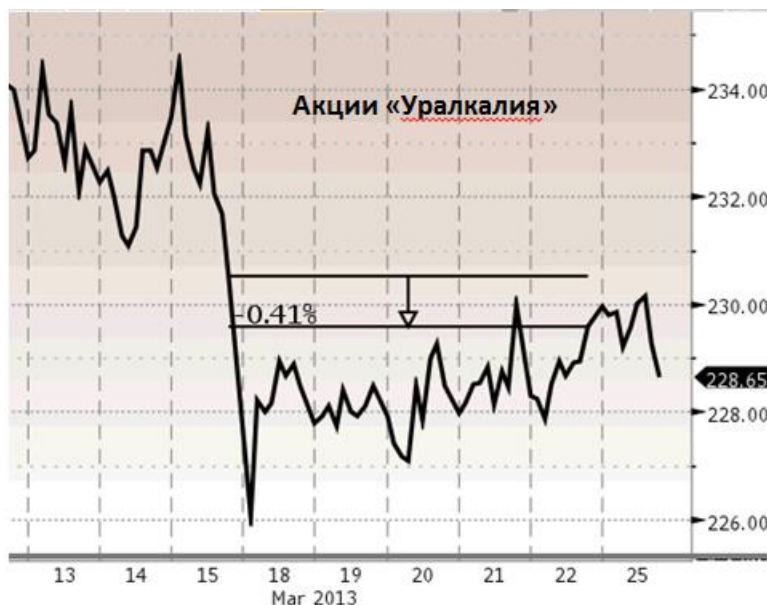
- Таблица ниже дает сводку о том, как долго продолжались банковские каникулы в истории в прошлом. Кипр был на каникулах прошлую неделю и откроется только в четверг. С его 8 днями – Кипр выходит на рекорд. Источник - газета Guardian.

Location	Dates	Bank holidays	Nber of days	Deposit restrictions
US	Q4 1932	Individual banks or State levels bank H	Varied	number of months
US	Feb-33	13 States	Varied	na
US	01-Mar-33	5 States	Varied	na
US	02-Mar-33	13 Sates	Varied	na
US	03-Mar-33	9 States	Varied	na
US	04-Mar-33	19 States	Varied	na
US	06-Mar-33	Across the US	4	na
Austria	Jul-33	Credit Anstalt	2	na
Argentina	01-Jan-89	8 bank hols during first 1/2 of year	4	36
Argentina	31-Dec-01		5	120
Ecuador	03-Aug-99		5	12
Uruguay	2002		5	6
Brazil	1990			29
Latvia	Dec-08			on a single bank

- Вчера появились новости о том, что «Холдинг МРСК» переименовали в «Российские сети». Также меняется и структура холдинга – происходит объединение «Холдинга МРСК» и «ФСК». Текущая система корпоративного управления неэффективна. На базе «Холдинга МРСК» создается управляющая компания для сетей, а «ФСК» интегрируется в ее контур в качестве дочки. Такая реорганизация, по мнению Минэнерго, наиболее экономически выгодная и наименее затратная. Государство почти полностью выходит из капитала «ФСК», оставляя за собой 1 акцию. В уставный капитал «Российских сетей» перейдет 79,55% акций «ФСК». Полностью завершить процесс консолидации электросетевых активов ведомство рассчитывает к 27 июня.

Местное:

- На фоне роста напряженности на рынке, индуцированного ситуацией вокруг Кипра, «Уралкалий» возобновил программу buy-back в целях поддержания котировок. После сообщения о Кипре 18 марта котировки GDR обвалились на 2%. За минувшую неделю компания потратила почти \$19 млн. на покупку 2,55 собственных акций. В результате падение бумаг за период 18-22 марта было не таким значительным минус 0,41%. Под программу buy-back зарезервировано еще порядка \$1,6 млрд.



Напоследок:

- Пол Кругман дал интервью «Вестям-финанс» (www.vestifinance.ru/articles/25354), где говорит, что причиной большинства кризисов были «бесконтрольные банкиры», и что лучшим предвестником беды является «большой приток иностранных денег в страну». Это включает не только Грецию, но последний кризис США. В этой стране, говорит Кругман «появился огромный пузырь на рынке жилой недвижимости, который подпитывали иностранные деньги. Ущерб был смягчен тем фактом, что страна заимствовала в своей собственной валюте, но несмотря на это данный кризис все равно считается худшим с 1930-х годов».

Кругман, фактически, оправдывает введение ограничений на движение капитала, и это идет вопреки доминирующему мнению, что барьеры на пути движения капитала вредят:

«В первые несколько десятилетий после Второй мировой войны ограничения на трансграничные денежные потоки считались хорошей политикой, она была более или менее универсальна в бедных странах, а также осуществлялась и в более богатых странах. Великобритания, например, ограничивала зарубежные инвестиции резидентов до 1979 года, а другие развитые страны поддерживали ограничения еще в 1980-х годах. Даже Соединенные Штаты ограничивали потоки капитала в 1960-е годы.

Со временем, однако, эти ограничения вышли из моды. В какой-то степени это произошло из-за расходов, которых требует контроль над капиталом: нужны дополнительные документы, а значит, и бумажная работа; также он затрудняет хозяйственную деятельность, а традиционный экономический анализ говорит о том, что этот контроль может негативно влиять на экономический рост (однако это влияние очень трудно увидеть в цифрах). Также отказ от ограничений стал результатом распространения идеологии свободного рынка, мнения о том, что если финансовые рынки хотят переводить деньги через границы, то у них, должно быть, есть на то веская причина, и чиновники не должны стоять у них на пути.

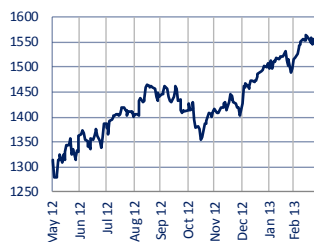
В результате к странам, которые стремились ограничить потоки капитала, например Малайзия (она ввела контроль над потоками капитала в 1998 году), относились почти как к изгоям. Конечно, ведь они должны быть наказаны за отказ от благ для рынка! Но на самом деле, хоть это и трудно принять идеологам, но на неограниченное движение капитала все больше смотрят как на неудавшийся эксперимент.»

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



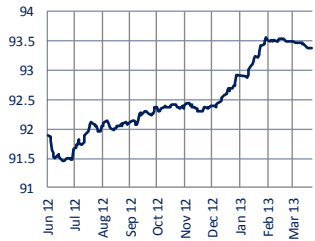
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



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, 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.