

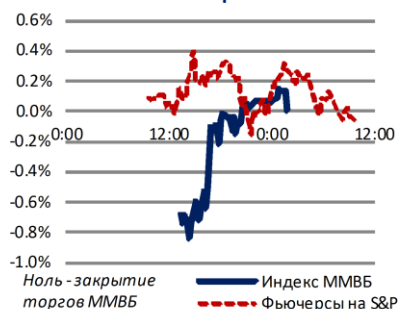


## Рынки накануне:

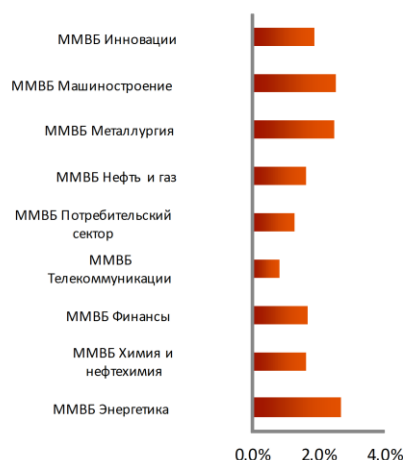
## Лидеры изменений на ММВБ



## Рынки после закрытия ММВБ



## Динамика отраслевых индексов

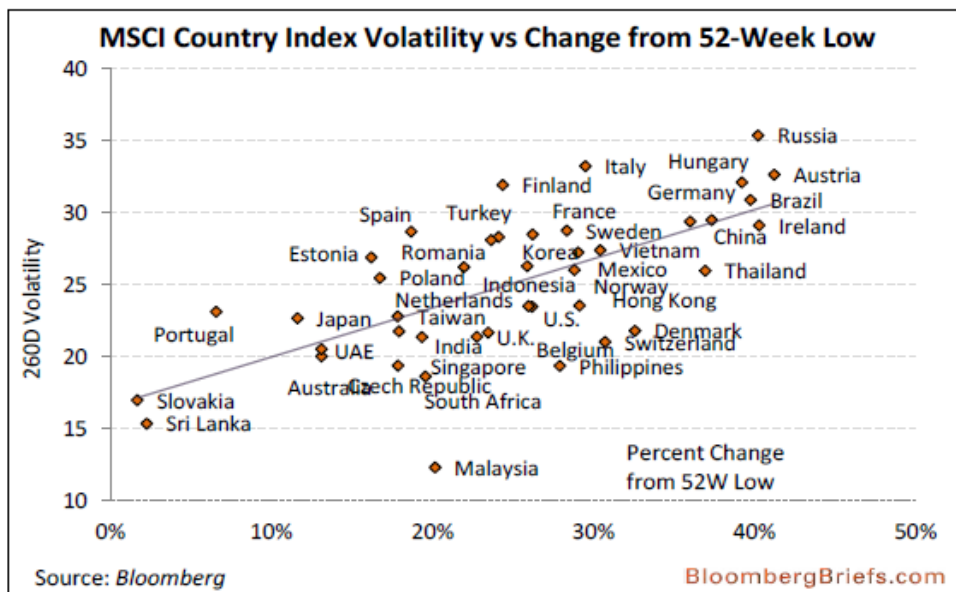


Индекс ММВБ отыграл падение прошлой недели, поднявшись за вчера на 2.3%. Отечественные акции находятся на максимальном уровне с начала августа. Но до пика апреля нужно вырасти еще на 20%. Российский фондовый рынок – один из самых волатильных в мире (см. далее в тексте). Сначала лидировал в падении, теперь в росте. Можно ожидать, что это свойство сохранится. Если мир продолжит выходить из кризиса, российские акции будут опережать в движении вверх. Фундаментальные факторы способствуют - среднее значение P/E\_2012 индекса ММВБ равно 6-ти, притом что у аналогов в других развивающихся странах это около 9-12. Похожие значения около 6-ти только у постдефолтной Аргентины и еще Пакистана. Дешевле по P/E только неликвидная Украина и перенасыщенный банковскими акциями Кипр.

Европа и США вчера выросли лишь на доли процента после принятия парламентариями Греции необходимых законов, открывающих двери второму «бейлауту». Выделение ее будет обсуждаться завтра, 15 февраля министрами финансов Еврозоны.

Сегодня ночью Moody's снизила рейтинги 6-и странам Испании A1->A3, Италии A2->A3, Португалии Ba2->Ba3, а также Словакии, Словении и Мальте. Даны негативные прогнозы Франции и Великобритании, которые пока имеют высшую ступень Aaa. Это почти не повлияло на рынки. Рынки осознают, что рейтинговые агентства находятся далеко позади рынка в своих суждениях. Достаточно посмотреть на котировки CDS или доходности по суверенным облигациям, как все станет ясно. Влияние рейтинговых агентств стало большим в 90-е и 2000-е после принятия мер по регулированию достаточности капитала банков «Базель-2». Необходимые резервы банками вычислялись на основе рейтинга. Сейчас идет обратный тренд - закат роли рейтинговых агентств. Принимаемый «Базель-3» не будет опираться на формальные рейтинги в той же мере. Европейский регулятор ЕБА в ноябрьских стресс-тестах считал резервы на данных от ISDA (ассоциации деривативов), хотя еще в июле 2011 г. полагался на рейтинги.

	Последнее значение	За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	График за 30 дней
<strong>Мировые рынки</strong>						
Индекс РТС	1648	0.1%	13.9%	-12.3%	19.3%	
Индекс ММВБ	1559	2.3%	6.6%	-8.7%	11.2%	
S&P 500	1352	0.7%	4.9%	1.5%	7.5%	
Dow Jones	12874	0.6%	3.6%	4.9%	5.4%	
Nikkei	9011	0.1%	6.0%	-16.0%	6.6%	
FTSE 100	5906	0.9%	4.8%	-2.5%	6.0%	
DAX	6738	0.7%	9.7%	-8.9%	14.2%	
Shanghai Composite	2338	-0.6%	4.2%	-19.4%	6.3%	
<strong>Товарные рынки</strong>						
Нефть	117.2	-0.6%	6.1%	13.7%	9.1%	
Никель	20555	-0.7%	4.9%	-27.4%	9.9%	
Медь	8425	-0.7%	5.3%	-15.4%	10.9%	
Золото	1718	-0.3%	5.1%	25.8%	9.0%	
Серебро	33.6	-0.1%	13.1%	9.9%	19.1%	
<strong>Валютные рынки</strong>						
EUR/USD	1.32	-0.3%	3.9%	-2.4%	1.6%	
RUB/USD	29.94	-0.3%	5.8%	-2.2%	7.3%	
RUB/EUR	39.48	0.0%	1.7%	0.1%	5.5%	

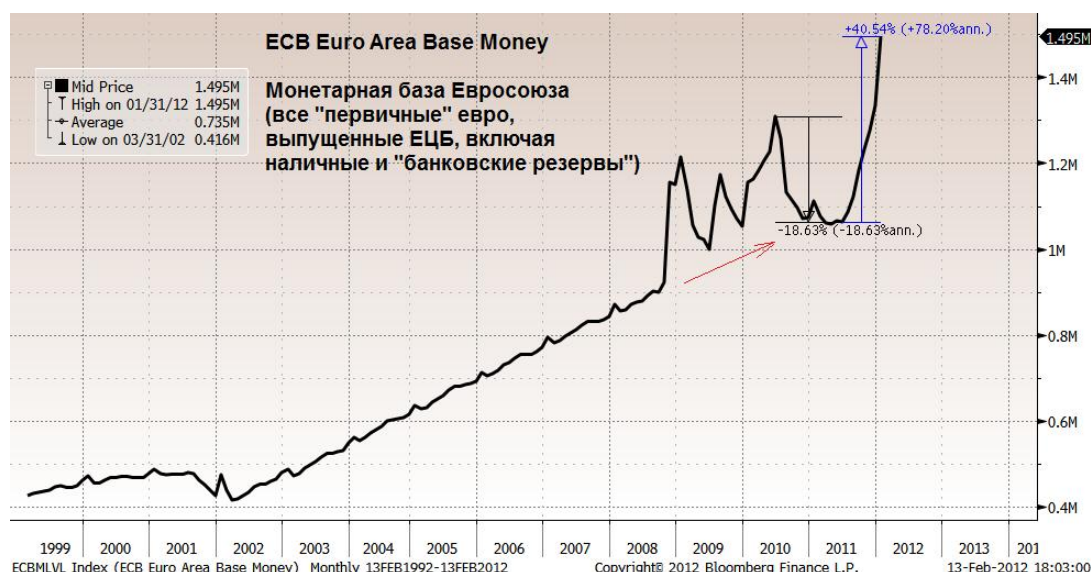


«Блумберг» опубликовал график, иллюстрирующий утверждение, что российский рынок один из самых волатильных в мире. По оси ОУ отложена собственно волатильность (дневные данные, последние 260 дней в годовом выражении), по оси ОХ насколько вырос рынок от минимумов, зафиксированных за последние 52 недели (как и 260 торговых дней это примерно год). Россия в верхнем правом угле, это говорит, что соответствующий страновой индекс MSCI (они

все долларové) и колеблется больше, и «отскочил» выше в абсолютном выражении. «Русские горки» – так в англоязычной среде называют то, что мы называем «американскими горками».

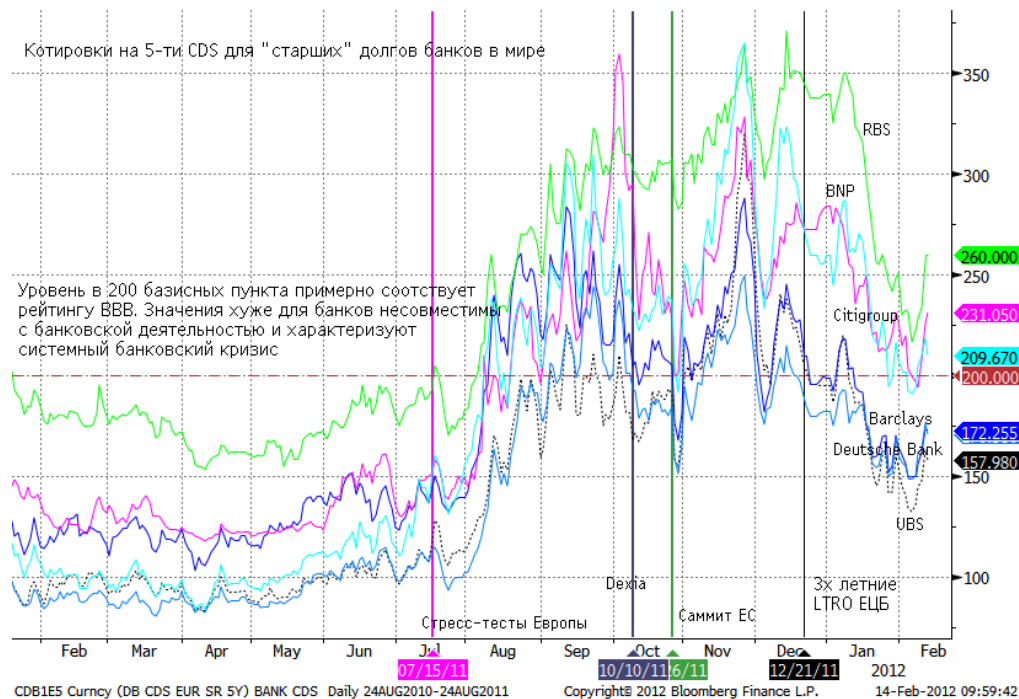
Какие выводы можно сделать из этого? 1) Инвесторы боятся волатильности, в формальных финансах волатильность («сигма») часто используется как мера риска. Это может объяснять дисконт присущий российским акциям к своим «аналогам», если считать по мультипликатору р/е. 2) Если ожидается восстановление после кризиса, то Россия, похоже, собирается лидировать в «отскоке». Это вполне соответствует теории. Изучавшие финансы могут вспомнить модель CML – “capital market line”, где большая сигма означает большую доходность. 3) Мы призываем не путать краткосрочную волатильность с долгосрочной. Институционалы имеют слишком короткий горизонт (их меряют поквартально, ежегодно) и для них российский фондовый рынок слишком крут. Долгосрочные инвесторы могут закрыть глаза на избыточные колебания, за что в итоге они должны получить

награду – большую длинную доходность.



График, отражающий действия ЕЦБ в кризис. После 2008 года монетарные власти Европы пытались вернуть денежную базу на свой исторический тренд, но каждый раз им приходилось «допечатывать» снова. Кризис – это время, когда банки стараются держать больше ликвидных резервов

(часть денежной базы), чем обычно. Напряженность 2011 года может объясняться очередным изъятием «лишних», по мнению ЕЦБ, евро. Но в итоге, ему пришлось вернуться к прежней экспансионистской денежной политике. Что и оказало столь положительное влияние в начале 2012 г.

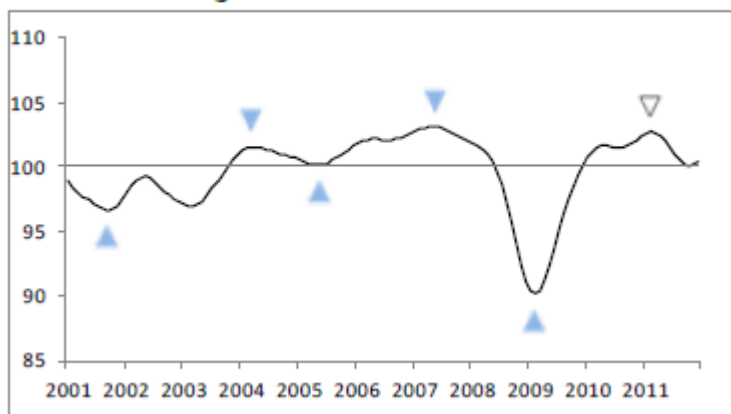


- Традиционный график движения CDS на старшие (не субординированные) долги банков. В последние дни котировки вновь начали повышаться. Мы полагали, что это отчасти связано с голосованием Греции и обусловленным им выделением помощи от ЕС. Принятие законов в выходные страной почему-то пока не привело к снижению котировок CDS банков. Мы пока полагаем, что это временное, спекулятивное движение, не меняющее общий тренд. Тем не менее, мы продолжаем пристально следить за CDS – важнейший

индикатор кризиса (нужно также учитывать, что CDS не слишком ликвидный рынок, поскольку он не внебиржевой и приведенные котировки являются индикативными).

- «Ведомости» пишут, что «Алроса» рассматривает возможность провести IPO в этом или следующем году. Планируется, что Росимущество и минимущество Якутии продадут поровну по 7% принадлежавших им акций не менее чем за \$1 млрд. или по цене 29 руб. за акцию. Таким образом, стоимость всей компании оценивается на уровне \$7,1 млрд. и торгуется с мультипликатором P/E 2011=4,5. Для сравнения мировой аналог «Алросы» - De Beers - торгуется с P/E = 6,3. Компания дешевая по сравнению с аналогами и в ходе частичной приватизации может выручить более \$1 млрд.

### Positive change in momentum in the OECD area



- Согласно исследованию Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), опережающий индикатор OECD вырос до отметки 100,4 пункта по сравнению с долгосрочным средним значением в 100 пунктов. Рост преимущественно обеспечен американской и японской экономиками. Россия и Индия также показывают улучшение показателя деловой активности. В еврозоне и Бразилии падение экономической активности продолжается, но с более низкими темпами. Данные из отчета ОЭСР свидетельствуют о восстановлении мировой экономики и дезавуируют распространенные слухи о

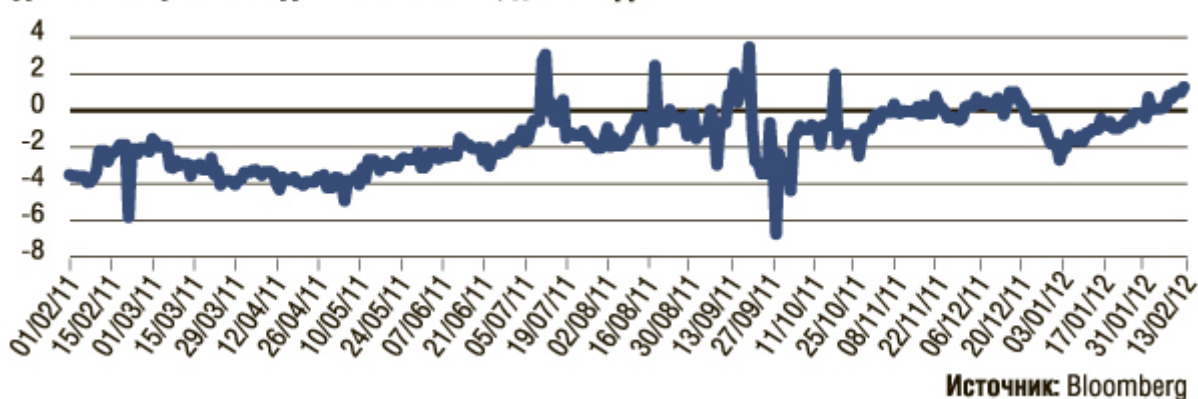
второй волне, что согласуется с результатами опросов за январь JP Morgan и HSBC на markiteconomics.com.

- Крупнейший мировой лидер по добыче золота - Barrick Gold - намерен выйти из капитала британской Highland Gold, продав свой 20,4% пакет акций. Barrick Gold свое решение обосновывает тем, что инвестиция в Highland непрофильна и не соответствует стратегии компании. Представитель Millhouse Джон Манн в беседе с Reuters заметил, что Р. Абрамович, уже владея 40% Highland Gold через Millhouse, заинтересован в

покупке части 20% доли Barrick. Доля будет продаваться постепенно, чтобы не вызвать обвала котировок.

- Со вчерашнего дня биржа ММВБ-РТС начала предоставлять доступ к торгам валютой всем желающим. Всего за первый день объем клиентских операций составил 68 млрд. рублей или около 9% от оборота. Пока не все банки готовы предоставлять своим клиентам доступ к торгам, однако со временем популярность валютной секции будет возрастать. Однако в текущих реалиях, вряд ли банки смогут потеснить форекс-конторы, которые «позволяют торговать» валютой.
- Минфин освободит эмитентов евробондов от доначислений налога на прибыль с купонных выплат. Окончательное решение пока не принято. Как пишут «Ведомости», оно будет объявлено до конца недели. Напомним, что Минфин посчитал SPV-компании, которые являются формальными эмитентами еврооблигаций, не конечными получателями процентных доходов, поэтому с процентных платежей в их адрес необходимо взимать налог на прибыль. Это вызвало обеспокоенность российских эмитентов, которые заимствуют за рубежом путем выпуска еврооблигаций через SPV.
- Совладелец «Аэрофлота» А. Лебедев выдвигает известного борца за права миноритарных акционеров А. Навального в совет директоров компании. Структурам А. Лебедева принадлежит 15% акций авиаперевозчика, поэтому у А. Навального есть шансы попасть в совет директоров. Как комментирует сам А. Навальный, в случае избрания он будет независимым директором и уже имеет представление о том, чем будет заниматься на этом посту.
- Нефть марки Urals в Европе на протяжении двух недель торгуется дороже марки Brent. Это связано с опасениями относительно поставок нефти из Ирана: в случае прекращения поставок нефти из этой страны Европе придется покупать больше российской нефти. Кроме того, из-за штормов закрыт порт в Новороссийске (февральский план по поставкам под угрозой срыва) и замерзло Каспийское море (могут быть задержки с поставкой казахской нефти). Однако премия Urals к Brent вряд ли сохранится в течение длительного периода, из-за более высокого качества в среднесрочной перспективе последняя должна стоить дороже.

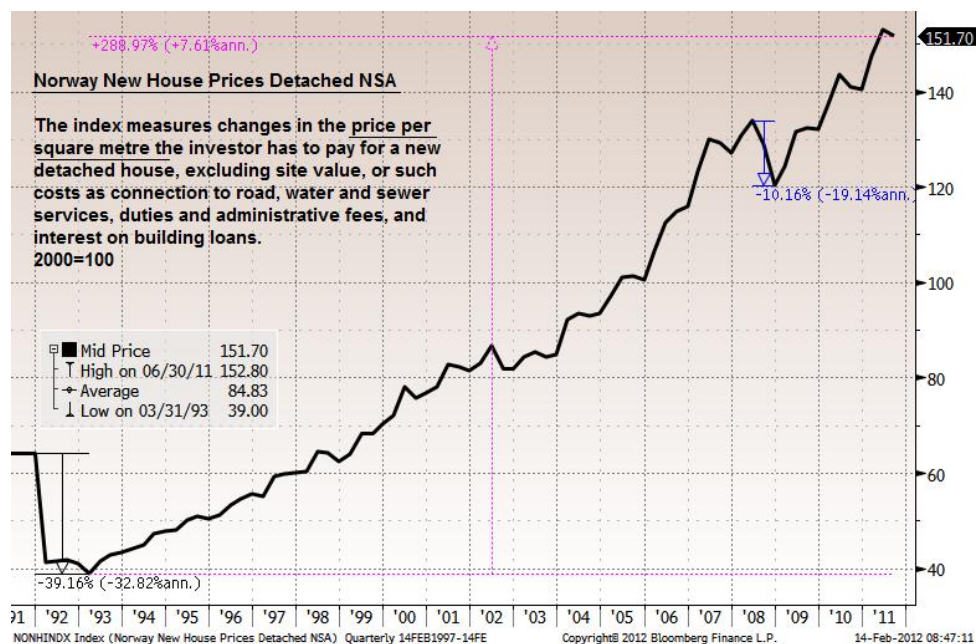
**ДИФФЕРЕНЦИАЛ МЕЖДУ URALS И BRENT, долл./барр.**



- В Норвегии жилищный бум. Финансовый регулятор обеспокоился сильным ростом ипотечного кредитования и ростом цен на недвижимость. Как комментирует Р. Шиллер, Норвегия оказалась во власти раздувающегося «пузыря» цен на недвижимость. МВФ также выразил озабоченность относительно кредитования и рынка жилья. Центробанк Норвегии прогнозирует, что объем частных долгов в этом году вырастет на 204% по отношению к располагаемым доходам. Такое положение вещей сравнимо с уровнем примерно в 150%, который наблюдался в 1980 году —

перед тем, как в Норвегии лопнул первый жилищный «пузырь», и цены на жилье обрушились на 40%. Это толкнуло экономику Норвегии в рецессию и вызвало банковский кризис в 1990-х годах.

Ниже мы приводим график динамики цен на новое жилье в Норвегии. С 1993 по 2011 гг. стоимость одного квадратного метра нового жилья выросла в 3,9 раза или на 7,6% в год в номинальном выражении. Инфляция в Норвегии составляла ровно 2% годовых за это время (таргетирование инфляции в действии). Соответственно, реальный рост цен недвижимости с минимума 93 по 2011 составил 2.7 раз, или 5.6% годовых в реальном выражении.



## Местное

- Арбитражный суд Пермского края ввел в отношении ЗАО «Управляющая компания «Перспектива» процедуру наблюдения по иску от банка «ВТБ». Компания являлась поручителем по кредиту на 40 млн. рублей, предоставленным банком в 2007 году «Корпорации «Перспектива» (позже она была переименована в «Перспективу-Девелопмент»). В отношении последней введено внешнее управление, сумма реестровой кредиторской задолженности составляет 837 млн. рублей.
- УК «ЭКС» намерена продать земельный участок в 6,5 га в Тольятти, который был приобретен в 2008 году под строительство торгово-развлекательного центра. По словам представителя компании, они хотели бы вернуть средства, инвестированные в покупку участка и в разработку проекта, однако осознают, что вряд ли это получится. Похоже, что «ЭКС» будет с убытком продавать этот участок.
- Business-class публикует данные по работе банков на территории Пермского края. Так, за прошлый год корпоративный кредитный портфель банков вырос на 36,7% до 190 млрд. рублей. Лидером по корпоративному кредитованию является «Сбербанк», на которого приходится 70% всех кредитов. Объем кредитов населению вырос на 31,6% до 80 млрд. рублей. Депозитный портфель банков также увеличился. Так, за прошлый год объем депозитов физических лиц вырос на 17% до 138 млрд. рублей. А вот юридические лица нарастили депозиты на 35,8% до 38,3 млрд. рублей.

# Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



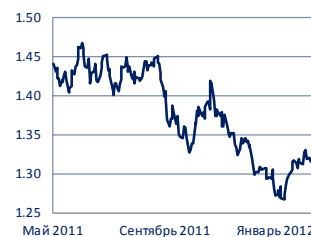
EUROSTOXX 50



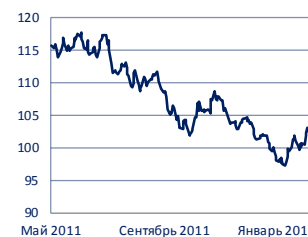
Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

## КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15

тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69

[www.p-fondy.ru](http://www.p-fondy.ru)

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, [edward@pfc.ru](mailto:edward@pfc.ru)

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto:tidivi@pfc.ru)

Матвеев Эдуард Вениаминович

Рахимов Денис Владимирович

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

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.