

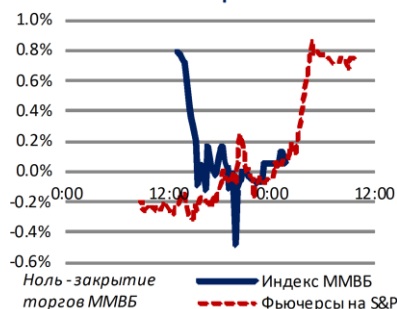


## Рынки накануне:

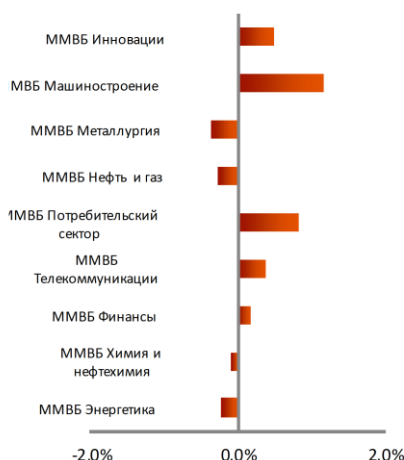
## Лидеры изменений на ММВБ



## Рынки после закрытия ММВБ



## Динамика отраслевых индексов



За прошлую неделю индекс S&P500 вырос на 1.4%, коснувшись посткризисного апрельского пика. На момент написания этого текста ближайший фьючерс E-Mini на S&P500 поднялся на +0.6% с закрытия пятницы. Так что американские акции откроются на максимальных уровнях с 2008 года. S&P500 взлетел на +26% с минимума октября. Американские инвесторы уже не особо боятся «второй волны с эпицентром в Европе».

За прошлую неделю немецкий DAX поднялся на 2.3% - это уровень начала августа, до апрельского пика расти еще 10%. Тогда как с минимумов сентября прирост составил +38% (!).

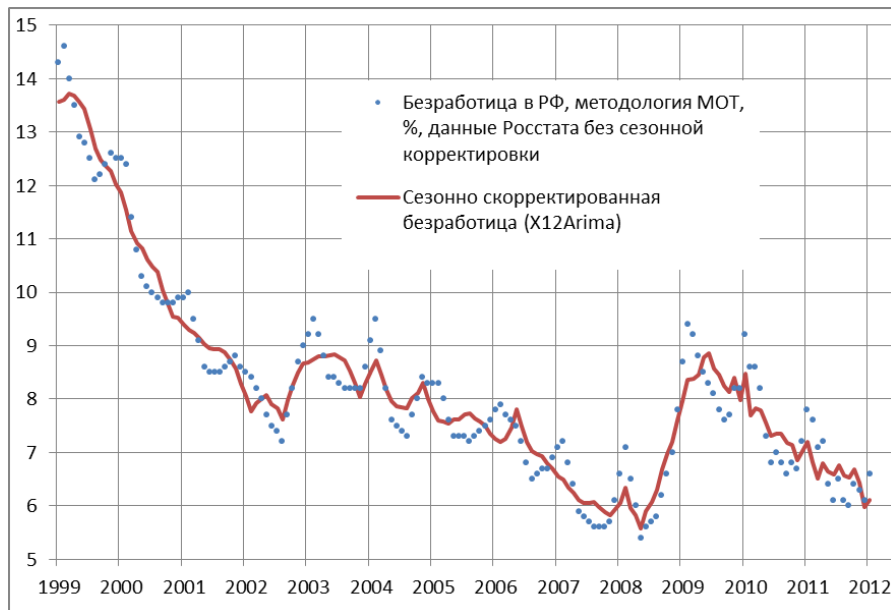
Российский ММВБ за неделю поднялся на +2.9%, это примерно +25% со дна октября. До апрельского максимума нужно вырасти еще на +18%. Восстановление российских акций идет откровенно хуже, чем подъем развивающихся рынков. Что говорит это отставание?

Если вторая волна маловероятна, то Россия должна бы начать догонять остальные индексы, исправляя «рыночную ошибку». Можно вспомнить об обычной дешевизне акций с ее средним  $p/e=5$  — одним из самых низких значений в мире, когда развивающиеся рынки торгуются раза в два дороже  $p/e=10$ .

Можно пытаться искать специфические российские рациональные объяснения. Выборы — очевидный кандидат для объяснения неудовлетворительной динамики, особенно, если вспомнить провал декабря российских акций на протестах. Извечный «фактор» — нефть, очевидно, не подходит. Из-за напряженности с Ираном Brent торгуется на \$121/баррель. Остается еще специфическая «не модность» российских акций, но это сродни аргументу «рыночной ошибки», см. выше.

В пятницу Ангела Меркель дала понять, что поддерживает выделение денег Греции. Сегодня министры финансов Еврозоны должны собраться в Брюсселе (начало в 6-30 пермского) и одобрить выделение второго пакета помощи на €130 млрд. (вместе с первым на €109 общая цифра ~€240 млрд.). Так что история с Грецией разрешается вполне мирно.

	Последнее значение	За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	График за 30 дней
<strong>Мировые рынки</strong>						
Индекс РТС	1653	-0.2%	10.5%	-11.5%	19.7%	
Индекс ММВБ	1569	-0.1%	5.2%	-7.2%	11.9%	
S&P 500	1361	0.2%	3.5%	1.4%	8.2%	
Dow Jones	12950	0.4%	1.8%	4.5%	6.0%	
Nikkei	9513	1.4%	8.5%	-12.3%	12.5%	
FTSE 100	5905	0.3%	3.1%	-2.9%	6.0%	
DAX	6848	1.4%	6.9%	-7.8%	16.1%	
Shanghai Composite	2378	0.9%	2.6%	-18.0%	8.1%	
<strong>Товарные рынки</strong>						
Нефть	121.1	1.3%	10.2%	18.1%	12.8%	
Никель	19625	-1.4%	0.5%	-31.1%	4.9%	
Медь	8175	-1.5%	-0.3%	-16.6%	7.6%	
Золото	1736	0.8%	4.4%	24.9%	10.1%	
Серебро	33.6	1.2%	6.6%	2.5%	19.2%	
<strong>Валютные рынки</strong>						
EUR/USD	1.32	0.5%	2.2%	-3.4%	2.0%	
RUB/USD	29.81	0.4%	5.1%	-2.2%	7.8%	
RUB/EUR	39.42	-0.1%	2.8%	1.2%	5.7%	



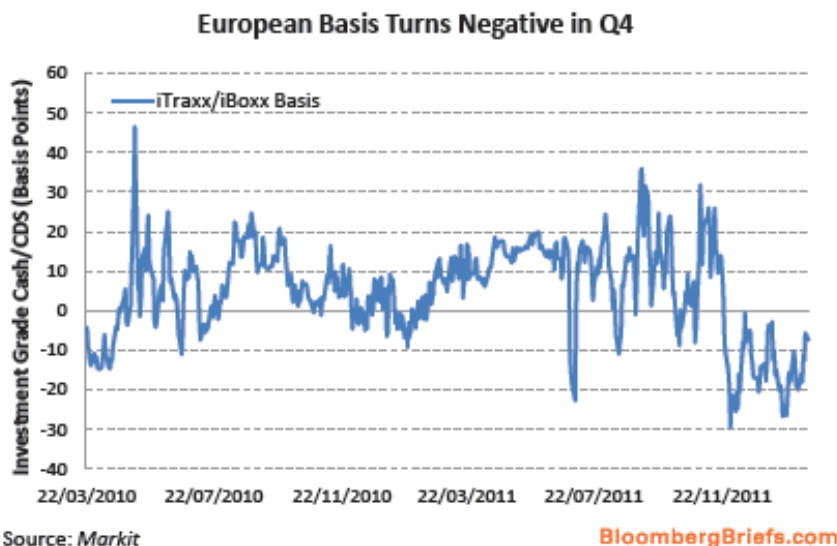
В конце прошлой недели Росстат опубликовал ряд цифр января, включая безработицу. В СМИ рассуждают о том, что она «неожиданно выросла». Слева на графике точками мы показываем данные без сезонной корректировки (далее: NSA – non-seasonally adjusted), так как их дает Росстат. Сплошная линия показывает график сезонно-скорректированного показателя (далее: SA – seasonally adjusted). Нетрудно заметить, что в начале года безработица NSA традиционно растет. Зато летом безработица ниже. Сплошная линия SA безработицы не показывает никакого заметного роста, рынок труда в России остается узким и

соответствует наилучшим уровням перед кризисом.

Интересно заметить, что есть несоответствие истории про «спираль зарплаты-цены» (объясняющей кривую Филипса, когда падение безработицы приводит к росту инфляции). Согласно этой идее мы должны были бы наблюдать ускорение инфляции из-за того, что работники начинали бы требовать больших зарплат. Они легко могли бы хлопнуть дверью, поскольку найти новую работу с низкой безработицей нетрудно. Но этого не наблюдается – безработица декабря (12-ти месячная и заодно за весь 2011 год) была минимальной – 6.1%. (мы пока не готовы ссылаться на чудесные цифры инфляции января-января в 4.2% как адекватные, это

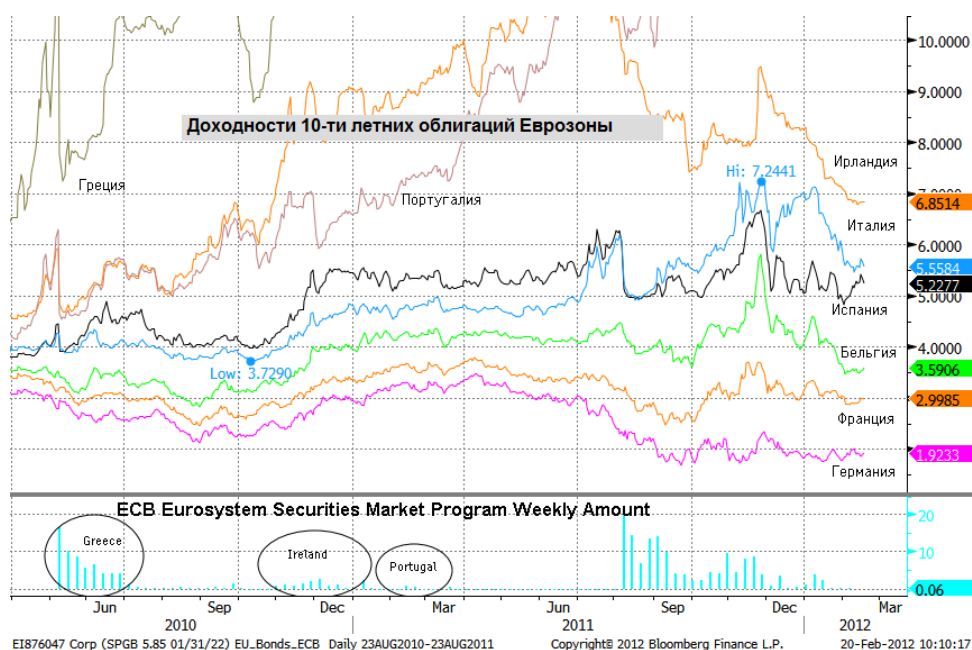
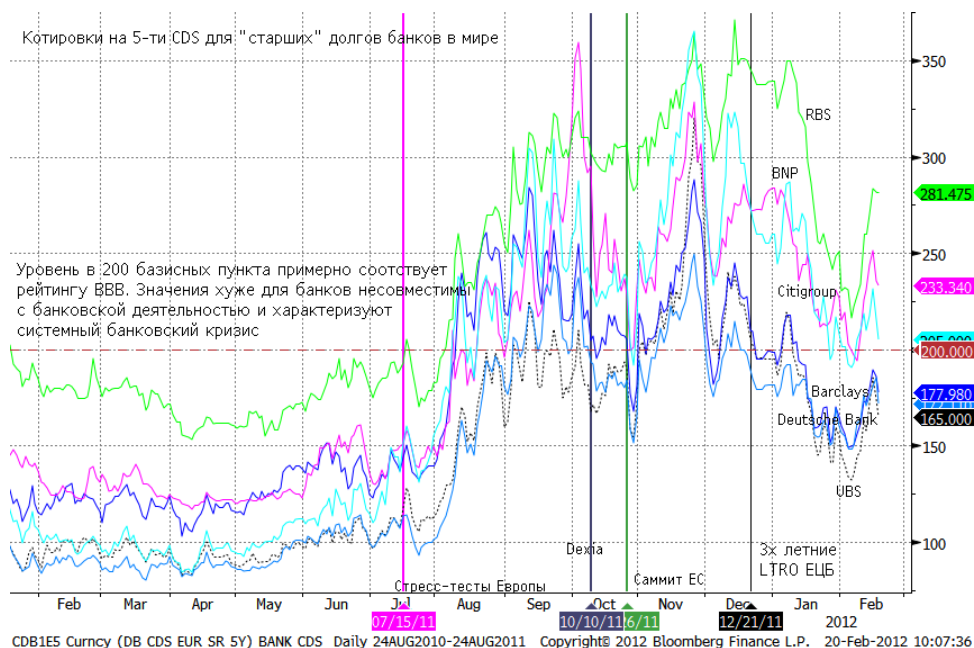
следствие политических решений не индексировать тарифы в начале года). Несмотря на традиционный пессимизм комментаторов, Россия показывает сравнительно неплохой экономический рост с низкой безработицей и заметно падающей инфляцией.

Вот есть вопрос – кто продает свопы на кредитный дефолт (CDS)? Это же асимметричная ставка, если будет дефолт продавец CDS несет большие потери – номинал минус восстановительная стоимость (recovery rate). Тогда как получает сравнительно небольшие суммы, измеряемые в базисных пунктах.



Ответ крайне простой – продавец свопов на кредитный дефолт практически не несет никакого риска. Как это? Продавцами CDS выступают инвестиционные банки, которые при этом хеджируются, занимая облигации объекта («reference entity») и продавая их в рынок. Проще говоря, занимают «короткую позицию» или «шортят» облигации. Если дело пойдет к дефолту, цены данных облигаций упадут, и продавец получит прибыль, которую потом передаст покупателю CDS. Почти никакого риска. Такой деятельностью занимаются инвестиционные банки. Они в чем-то похожи на коммерческие банки, которые принимают депозиты и продают

их дальше на рынок, оставляя себе небольшую разницу – процентную маржу. Инвестиционные банки берут какие-то финансовые инструменты, переупаковывая их, и продают клиентам в измененном виде. Это разные

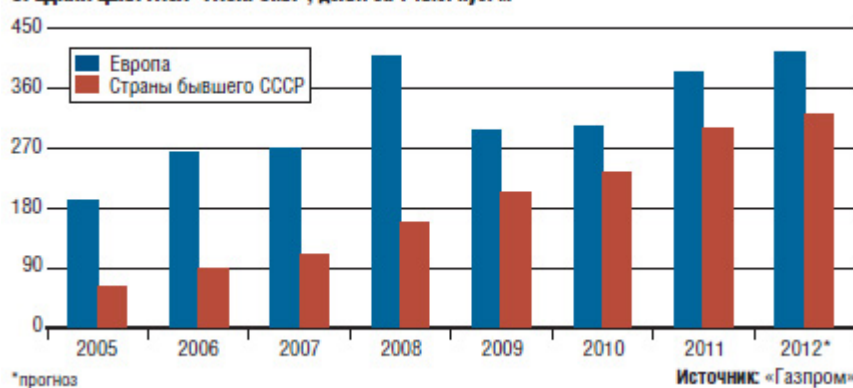


деривативы: свопы, структурные продукты, прочее. При этом оставляя себе небольшую комиссию. CDS – это одно из направлений такой деятельности.

На графике выше мы приводим изменение «базиса» между ценами облигаций и CDS. Несколько инвестиционных банков - Credit Suisse Group AG, Goldman Sachs Group и Citigroup Inc. сообщили об убытках своих подразделений по торговле на инструментах фиксированной доходности в последнем квартале. Он связан с тем, что цены CDS упали сильнее, чем выросли цены облигаций, по которым они заняли «шорт». «Базис» (разница между ставками CDS и доходностями облигаций) стал отрицательным. В результате инвестбанки должны были показать убыток в виде несоответствия динамики своих активов и пассивов.

Следует заметить, что этот убыток, видимо, является временным, а инвестбанки не несут слишком большого риска по подобному рода сделкам. В отличие от страховщика AIG, который выписывал непокрытые страховки CDS на второсортную американскую ипотеку.

СРЕДНЯЯ ЦЕНА ГАЗА «ГАЗПРОМА», долл. за 1 тыс. куб. м



• «Газпром» пошел на уступки в отношении цены на газ для нескольких крупнейших европейских потребителей, в том числе GDF Suez и Wingas. «Газпром» согласился снизить контрактные цены на 10% в виду сохраняющегося разрыва между спот-ценой и контрактными ценами на газ. Так средняя спотовая цена за минувший год на британской площадке составила около \$323 за тыс. куб. м. против

\$475 за тыс. куб. метров у «Газпрома». Цена на газ с учетом скидки для

европейских клиентов составит \$415 за тыс. куб. м. Мы предполагаем, что «Газпром» пойдет на уступки и в отношении остальных потребителей, имеющих альтернативные источники газа, для сохранения объемов экспорта в Европу.

- «Мечел» приостановил производство на четырех из пяти заводов в связи с недостатком сырья, вызванным изоляцией предприятий от транспортных артерий из-за обильных снегопадов и аномальных морозов. Приостановка не отразится на годовых планах компании по объему производства и не приведет к ухудшению финансового состояния «Мечела». Напротив, дефицит продукции может оказать услугу «Мечелу» и привести к небольшому всплеску цен.
- Представители ММВБ-РТС предлагают ввести специальные бенчмарки для оценки эффективности управления пенсионными деньгами. Эталонные портфели будут варьироваться от консервативного (100% - инструменты с фиксированной доходностью) до агрессивного (60% - облигации и 40% - акции) в зависимости от выбранной стратегии управляющей компании. Данное нововведение сопряжено с рисками для управляющих в области того, что не все инвестиционные декларации типизированы под соотношение 100/0 или 60/40. В результате будет некорректным сравнивать пенсионные бенчмарки, установленные биржей, с полученной управляющими доходностью, но объяснить это клиентам НПФ представляется затруднительным.
- «Газпром» - материнская компания «Газпром энергохолдинга» и «Ренова», контролирующая «КЭС-Холдинг», подписали в июле 2011 г. соглашение об объединении энергоактивов на базе «Газпром энергохолдинг». Первый дедлайн истек в конце года, тогда обе стороны решили продлить соглашение до 1 квартала 2012 г. Предполагалось, что в объединенной компании «Газпрому» будет принадлежать не более 75% минус одна акция, «Ренове» - не менее 25% плюс одна акция. В сегодняшнем номере «Ведомостей» пишут, что сделка затянулась из-за огромных долгов «КЭС-Холдинга», на балансе которого в ходе последней аудиторской проверки обнаружили задолженность на сумму 130 млрд. руб. С учетом внутренних долгов КЭСа перед «Реновой», общая задолженность соизмерима со стоимостью всей компании – на уровне 160 млрд. руб. «Газпром» считает сделку невыгодной и оценивает КЭС в 32 млрд. руб.

## Местное

---

- «Коммерсантъ» пишет, что спортивно-развлекательный комплекс «Жемчужина» (ул. Газеты «Звезда», 46) выставлен на продажу по цене 250 млн. руб. Комплекс включает бассейн, боулинг, кафе и тренажерный зал общей площадью в 2633,7 кв. м. Цена за 1 кв. м. составляет 95 тыс., что наш взгляд кажется завышенной оценкой.
- В минувшую субботу в г. Перми состоялся митинг в поддержку кандидата в президенты В.В. Путина. Число участников варьируется от 2 до 3 тыс. человек по разным информационным источникам.

# Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



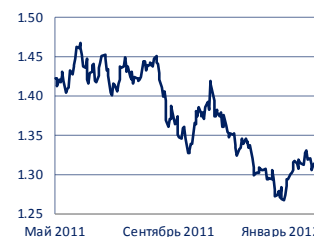
EUROSTOXX 50



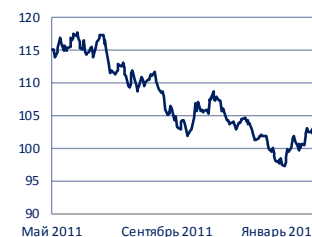
Курс RUB/USD



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.