



Главное:

- Рынки по-прежнему стоят, возможно, ждут завтрашнего «плана Драги». Понижение прогноза рейтинга ЕС от Moody's до «негативного» не оказало заметного влияния.

Накануне:

Рынки. Изменения по-прежнему небольшие. Индекс ММВБ - минус 0.2%, S&P500 - минус 0.1%. Европе не очень повезло, STOXX Europe 600 закрылся с потерями в 1.1%, потому что закрытие пришлось на период временного понижения рынков (см. график фьючерса на S&P500 справа).

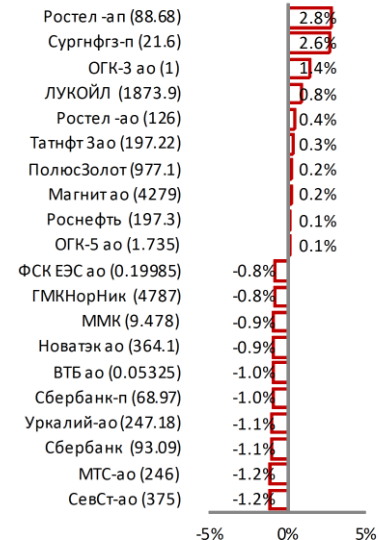
Вчера на рынки с самого утра влияли новости о понижении прогноза рейтинга от Moody's Евросоюзу. Еще в июле агентство дало «негативный» прогноз Нидерландам и Германии, тогда как Франции и Австрии отрицательный прогноз был дан в феврале.

Рынки находятся в состоянии ожидания действий после слов Драги «верьте мне», и завтра возможна развязка. Наш взгляд таков, что активизация роли ЕЦБ способна остановить кризис. Проблема банков в 1) ликвидности и 2) капитале (хотя обе вещи связаны). Это в точности так, как наводнение долларами позволило ФРС остановить системный банковский кризис и любые попытки бегства вкладчиков. Так и ЕЦБ, «напечатав» денег для периферии, прервет необходимость банкам GIPSI продавать активы в авральном режиме. При этом ЕЦБ собирается «печатать» евро через покупки коротких облигаций, что стабилизирует финансы. Общий вывод – повторения «Lehman moment» не будет. Но это не означает, что экономика ЕС сможет быстро встать на путь роста.

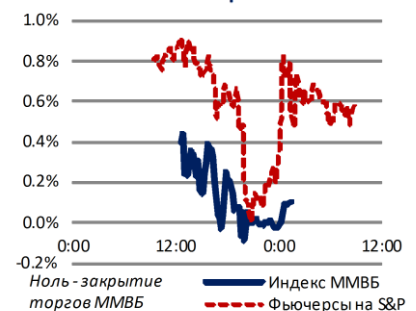
Инфляция. Сегодня Росстат опубликовал инфляцию, которая составила 5.9% за 12 месяцев, август-август. По формальным признакам это близко к верхней границе целевого значения ЦБ РФ на 2012 год составляющего 5-6%. В комментариях можно найти заявления, что инфляция в стране разгоняется, что она превысит цели ЦБ РФ и что будет больше 7% по итогам 2012 года.

Цифра под 7%, пожалуй, является

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



<HELP> for explanation.

<Menu> to Return

99 Chart		90 Histogram	Page 1/3		Economic Forecasts: Contributors		
Russia		Consumer Prices (YoY%)			Yearly Quarterly		
20) 2011 Actual		8.48	21) 2011 Forecast		8.50		
					2012	2013	2014
Median					5.00	6.40	5.80
Mean					5.20	6.36	5.89
Bloomberg Weighted Average					5.12	6.36	5.89
High					6.70	7.40	6.80
Low					4.60	5.50	5.00
Aug. Survey					5.00	6.40	5.80
Jul. Survey					5.00	6.30	5.90
Contributors (23)		As of	2012		2013	2014	
1) Alfa Bank		08/16	6.70		6.50	-	-
2) Danske Bank		08/16	6.50		6.90	5.90	-
3) Raiffeisen Zentralbank Österreich		08/16	6.50		6.80	6.80	-
4) ING Group		08/16	5.40		6.80	6.60	-
5) DekaBank Deutsche Girozentrale		08/16	5.30		6.30	-	-
6) Bank Gospodarki Żywnościowej		08/16	5.10		5.50	-	-
7) Citigroup		08/31	5.10		6.90	5.80	-
8) Goldman Sachs Group		08/16	5.10		6.10	-	-
9) Natixis		08/16	5.10		6.60	-	-
10) ABN Amro		08/16	5.00		6.00	-	-
11) BNP Paribas		08/16	5.00		7.10	-	-

перебором. На предыдущей странице представлен консенсус аналитиков (23 всего), который был собран «Блумберг» в середине августа. Максимальная ожидаемая инфляция 2012 года находится на 6.7%, тогда как медиана (среднее) и мода (наиболее часто встречающееся) находятся ближе к 5%. Так что 7% , возможно, перебор.

Терминология. Инфляция - это слово, которое в истории меняло значение. В самом начале оно означало просто эмиссию денег, уменьшение металлического содержания (с английского inflation – «надувание»). Затем, им стали обозначать феномен роста цен. Затем феномен пытались измерить ценовыми индексами, наиболее распространенный из которых это индекс потребительских цен (с фиксированными весами, придуман Ласпейерсом). Но как любое статистическое измерение, индекс имеет недостатки, включая погодные условия.

Битва за урожай 2012. В 2010 году лето было плохим, был неурожай, цены на продовольствие были высокими (помните, Россия запрещала экспорт пшеницы?).

Затем был 2011 г. с неплохим урожаем. Сейчас 2012-й, когда в США засуха, а в России погода тоже не очень. Пшеницы (как пишут) в стране будет собрано примерно на уровне потребления.

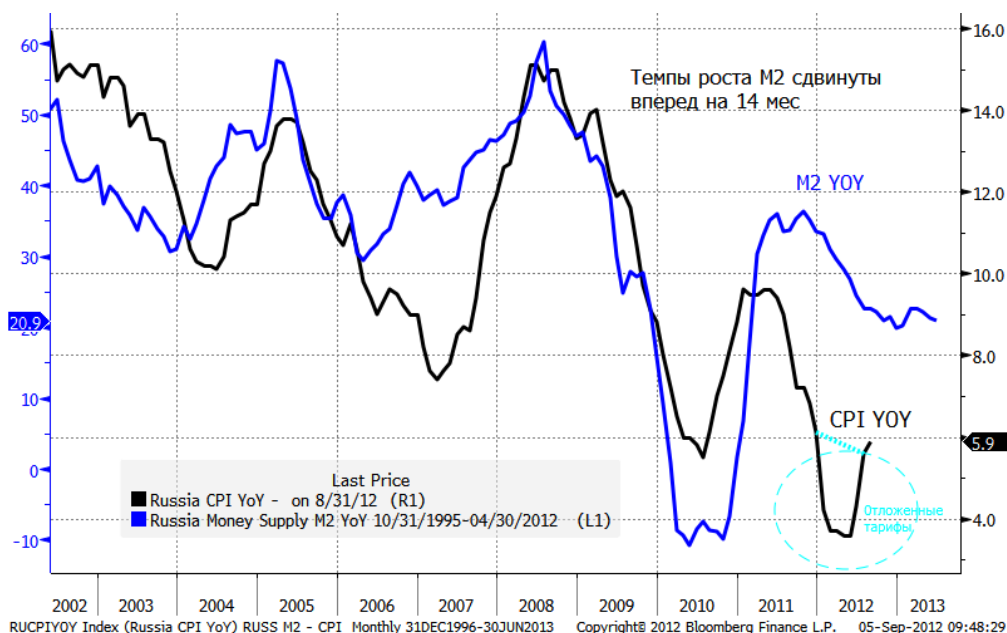
Итак, цены на продовольствие сейчас высокие, по сравнению с августом 2011 года, из-за влияния погодных условий. Из приведенных данных Росстата следует, что продовольствие лидирует в расчете индекса, темпы 6.5% превышают другие компоненты. Это временное явление, поскольку урожай в 2013 году, возможно, будет неплохим, и цены на «еду» упадут обратно (толкая индекс инфляции в августе 2013 года вниз, из-за «эффекта базы» нынешнего «дорогого» августа).

Обратите внимание на то, что «базовая инфляция» находится на 5.5%, что как раз соответствует середине цели ЦБ РФ.

Инфляция в РФ относительно неплохо прогнозировалась темпами роста денежного предложения (M2 справа сдвинут вперед на 14 месяцев). «Провал» темпов инфляции в начале 2012 года (обведено кружком)

Разбивка компонентов инфляции Росстатом

авг. 2012	к соответств. мес. прошлого года, %
=====	=====
Индекс потребительских цен	5.9%
Товары	5.9%
Продовольств. товары	6.5%
Прод. товары без плодо- овощной продукции	6.1%
Непродовольств. товары	5.3%
Услуги	6.2%
Базовый индекс потребительских цен	5.5%
=====	=====



является искусственным и связан с переносом сроков индексации тарифов в стране. Если соединить декабрь и июль, мы получим примерное представление, как двигалась бы инфляция без этого «предвыборного маневра». Общий вывод из этого – инфляция продолжит падать.

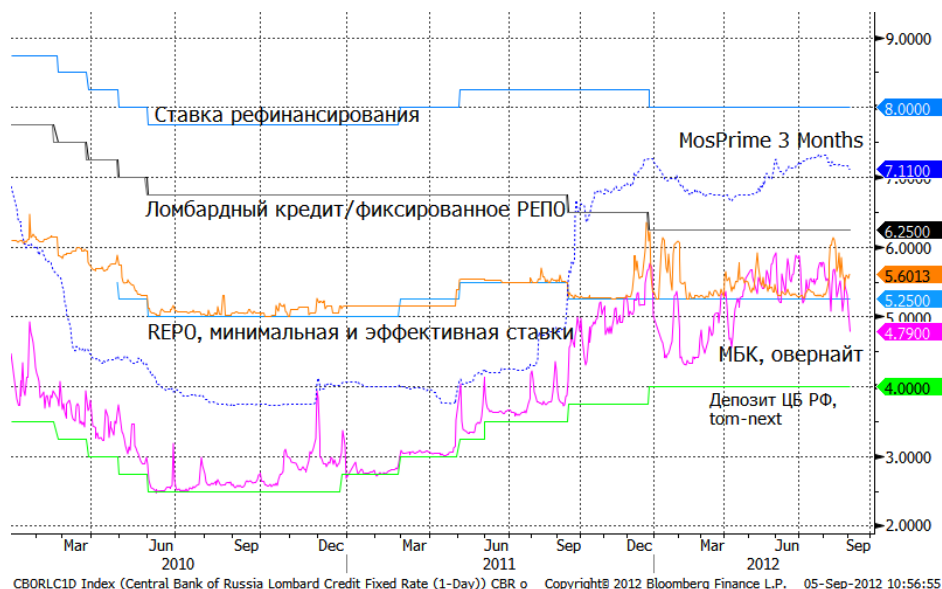
Наши предположения по инфляции в РФ

- Россия избавляется от большой инфляции. Если в 90-х рубль «печатали» для закрытия дефицита бюджета, затем, в 2000-х ЦБ скупал себе международные валютные резервы с помощью эмиссии, то сейчас ничего подобного не ожидается.
- Более того, с 2011 года ЦБ РФ официально приступил к «таргетированию инфляции». Это означает, что с инфляцией впервые борются всерьез и надолго. Опыт других стран показал, что это эффективная политика.
- Можно утверждать, что реально «таргетирование инфляции» началось со второй половины 2011 г., с момента, когда банки почувствовали «недостаток ликвидности». Так, что в этом режиме страна находится пока меньше года.

- Инфляция – сейчас важная составляющая, определяющая ставки в стране. Если инфляция будет расти (при низкой безработице), то ЦБ РФ будет повышать ставки.

- Инфляция сейчас растет. Но рост индекса цен нуждается в интерпретации, поскольку он может быть «не подлинным», не означающим нарастание инфляционного давления. Похоже, что именно так и происходит. Базовый индекс инфляции на 5.5% (он не включает цены углеводородов и продуктов питания, соответственно не подвержен влиянию погоды и нефтяной геополитики)

- Пока не известно, как ЦБ РФ будет себя вести в этой ситуации. У властей нет опыта, как и у аналитиков понимания. Вполне возможны «ошибки» монетарного регулирования.
- Эти ошибки связаны с тем, что в экономических рядах не накопилось достаточных данных для интерпретации (например, мы не знаем уровни «естественной безработицы» или NAIRU для РФ и вид функциональной зависимости «кривой Филипса»).
- Также монетарная политика имеет определенный лаг воздействия. Невысокая ликвидность (на которую жалуются банки после периода высокой ликвидности в 2010 г. и первом полугодии 2011 г.) означает растущие ставки. Ставки кредитов и депозитов поднялись только с начала 2012 года и должны тормозить экономическую активность в РФ, замедляя инфляцию.

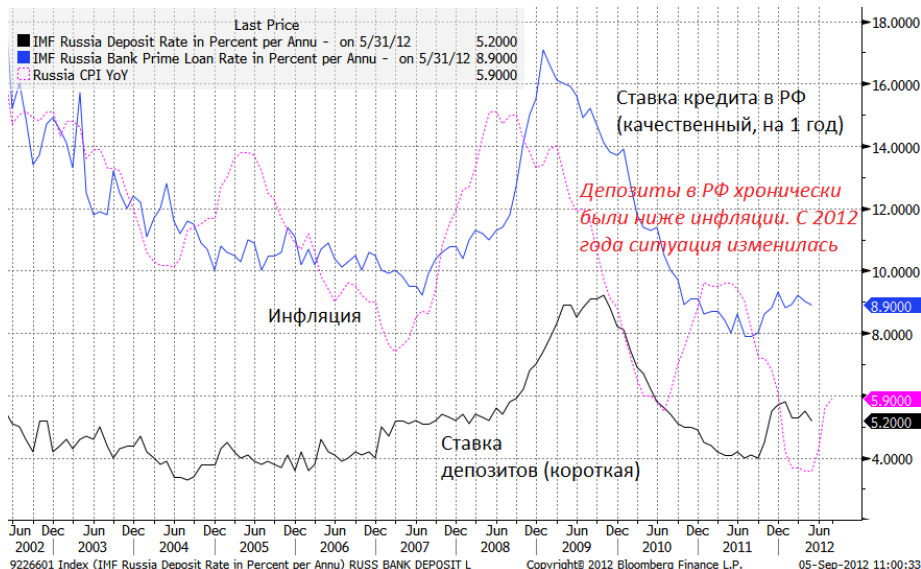


- Наше предложение – текущий уровень ставок ЦБ РФ адекватен сложившимся условиям и не должен приводить к росту инфляционного давления.

- Однако если в ближайшие два-три месяца с выходом новых данных по инфляции возникнет понимание, что цены продолжают разгоняться (особенно «базовая инфляция»), тогда ЦБ РФ может пойти на повышение ставок примерно на 0.5%.

- Мы уверены, что Россия побеждает инфляцию всерьез и надолго.

Страны, переживающие избавление от инфляции, показывают высокие реальные ставки кредитов и депозитов (из-за наличия «инфляционной премии», которая падает со временем). Сейчас впервые в истории РФ ставки рублевых депозитов (или облигаций) нам кажутся крайне привлекательными. Сейчас можно найти ставки порядка 10-12% для физлиц, что заметно и намного превышает ожидаемую инфляцию.



Сберегать в банках стало интересно.

- Инфляционные страны, где покупательная способность валюты имеет большую неопределенность, не могут иметь нормальной финансовой системы. Это потому, что номинальные многолетние контракты подвержены слишком большому риску. В инфляционных странах сбережения делаются в «реальных» активах, прежде всего, в недвижимости. Относительная популярность недвижимости в РФ была связана с монетарным беспорядком, но это время проходит. Мы ожидаем многолетнего тренда на падение популярности «инвестиций в недвижимость» (это не означает, что ее не будут покупать для того, чтобы жить в ней) и роста популярности банковских депозитов. Это инерционный процесс, население реагирует на прошлое и с запозданием.

- Как на этом можно заработать? Мы полагаем, что следует активно использовать рублевые инструменты с фиксированной доходностью. Так, при годовой рублевой ставке в 10% и условной долларовой ставке в 4% для паритета между рублевым и долларовым депозитом требуется 6% номинальная девальвация. То есть курс за 12 месяцев должен упасть с 32.3 до 34.24 руб./\$. Мы полагаем, что это перебор, курс в следующем году будет ближе к 31-32. Конечно, есть некоторые инвесторы, которые не хотят терпеть риск обменного курса рубля или собираются тратить в долларах – им лучше предпочесть долларовый депозит.

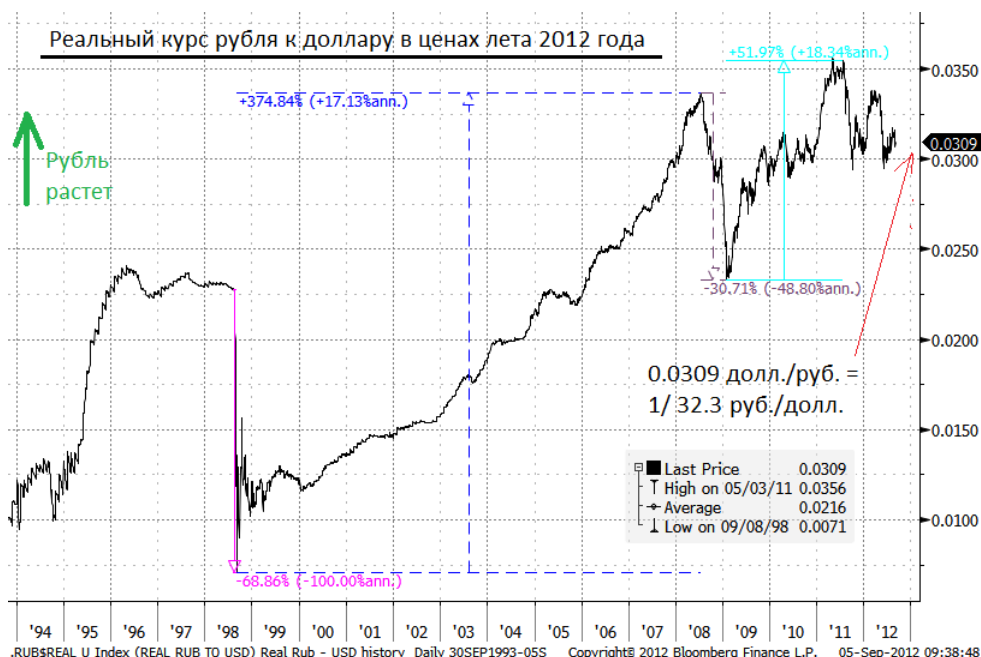
- Еще одна идея – следует покупать длинные облигации (с высокой дюрацией). Если рублевые ставки в РФ будут падать, подобные облигации будут расти в цене.

Интересное и важное:

• Справа мы показываем «настоящую» историю курса рубля к доллару. Это обычная история обменного курса, но скорректированная на покупательную способность рубля и доллара (через индексы инфляции). Мы также используем «прямой» курс, рассчитываемый в долларах за рубль. В таком расчете если рубль «растет», то индекс движется вверх.

Из истории следует, что реальный обменный курс рубля к доллару не слишком сильно изменился по сравнению с высотами показанными перед кризисом 2008 года, хотя и пережил провал примерно на 30% в 2009 году. Можно предполагать, что в отсутствие сильных изменений цен нефти (и движений капитала), реальный курс рубля будет оставаться примерно на текущем уровне. При ожидаемых на ближайшие годы темпах инфляции в РФ около 5%, и инфляции доллара в 2%, ежегодное падение номинального курса рубля должно быть около 3%, а это, около 1 рубля в год. Т.е. курс должен двигаться с 32 руб./\$ сейчас до 33 руб./\$ через год, 34 руб./\$ в 2014 г. Правда, это без учета возможного укрепления или ослабления (мы ожидаем небольшого укрепления со снижением темпов оттока частного капитала из РФ и даже, возможности, притока).

• Вчера сразу две российские компании анонсировали свои планы о выходе на IPO. «Мегафон» и «Промсвязьбанк» запросили у ФСФР разрешение на размещение глобальных депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже LSE. «Мегафон» намерен разместить свыше 123 млн. обыкновенных акций, что составляет 20% уставного капитала. Исходя из весенней оценки компании в \$20 млрд., «Мегафон» может привлечь на лондонской площадке до \$4 млрд. капитала. Среди акционеров, готовых продать свои пакеты акций, называются TeliSonera (10,6%) и дочка Megafon Investments (9,4%). Компания уже готова разместить свои бумаги, но ждет более благоприятную рыночную конъюнктуру. «Промсвязьбанк» вчера также сообщил о своих намерениях выйти на IPO с пакетом размером 352 млрд. акций или 25% уставного капитала. Предполагаемый объем средств, который сможет привлечь «Промсвязьбанк» оценивается чуть свыше 3,5 млрд. руб. Сами владельцы банка рассчитывают, что рынок оценит с коэффициентом в 2-2,5 от собственного капитала, но очевидно, что



на текущий момент на фоне высокой неопределенности ситуации в Европе и США, участники вряд ли захотят покупать дороже 1-1,5 капитала. Решение о проведении IPO вызвано, в первую очередь, текущей необходимостью увеличить размер капитала. Так, уровень достаточности капитала приближается к минимально допустимому уровню в 10% при текущих 10,28%, что препятствует нормальному развитию и является ключевой проблемой банка.

- Вчера состоялся аукцион по продаже 26,7% госпакета «Аппатита». В торгах приняли участие всего два претендента – основной акционер компании «Фосагро» и «Траст». «Коммерсантъ» сообщает, что «Траст» действовал в интересах «Фосагро», таким образом, страхуя ее на аукционе с самого начала. Саму процедуру организации торгов характеризуют как «крайне непрозрачную». Условия тендера не были объявлены заранее, организатор торгов BNP Paribas от комментариев отказался, ссылаясь на соглашение о конфиденциальности. Из деталей известно, что цена пакета осталась на уровне стартовой, что ниже на 30% рыночной стоимости. Изначально на госпакет также претендовали «Акрон», «Ренова» и «Уралхим», но постепенно вышли из гонки.

- Еврокомиссия начала расследование в отношении «Газпрома», который подозревается в монополизме в Центральной и Восточной Европе. Год назад Еврокомиссия провела проверки в европейских офисах «Газпрома» и пришла к выводу о начале формального производства. Так, Комиссия подозревает «Газпром» в препятствии диверсификации поставок газа, в разделении европейского рынка газа и в установлении несправедливых цен для своих клиентов с привязкой к ценам на нефть. Если вина концерна будет доказана, то ему грозит штраф до \$6 млрд. и пересмотр всей системы экспортных поставок газа. Сумма штрафа не такая критичная для компании, куда более серьезный ущерб для монополии может нанести пересмотр системы поставок, например, Еврокомиссия может потребовать отвязаться от нефтяных котировок в пользу спотовых цен. Но это самый худший вариант развития событий.

- Capital economics пишет, что появились слухи относительно того, что страны, входящие в МЭА, могут распечатать свои запасы нефти для стабилизации цен на сырье. Последний раз аналогичное решение было принято в конце июня 2011 года. Это привело к определенному снижению цен на нефть, которое впоследствии было отыграно. На наш взгляд, действия МЭА будут иметь только краткосрочный характер из-за ограниченности запасов нефти. Геополитика [опасения блокировки Ормузского пролива (через него



проходит 40% мирового экспорта нефти) и ужесточение санкций в отношении Ирана (эта страна добывает 3,5 млн. баррелей нефти в сутки, около 4% от мировой добычи)] сейчас играет куда более важную роль в формировании стоимости нефти.

- «Газпром» просит правительство освободить ряд проектов от НДС на газ. В их числе месторождения на востоке России, шельфовые проекты. Также концерн просит понижающие коэффициенты по НДС на газ, который идет на внутренний рынок. Однако МЭР против данных льгот. Как прокомментировал замминистра С. Беляков, «Газпром» не нуждается в дополнительных льготах по налогам. Скорее всего, никаких послаблений для концерна не будет.

Местное:

- Краевой суд признал торгово-офисный центр по адресу ул. Екатерининская, д. 105-107 самостроем. Как установил суд, строительство здания ведется с нарушением градостроительных норм, а у владельца участка отсутствует разрешение на строительство. Теперь городские власти намерены добиться сноса этого строения.
- Собственники пермского ипподрома – ООО «Конкур-Пермь» обратились к городским властям с просьбой сменить назначение земель на пригодную для жилой застройки. Как пишет «Коммерсант», это формальная просьба, получив отказ, компания намерена обратиться в суд.

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»

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Матвеев Эдуард Вениаминович
Генеральный директор
тел. (342) 210-59-91, edward@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

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.