



Главное:

- Судьба недавно введенной в РФ политики «таргетирования инфляции» под угрозой. Минфин и Минэкономразвития ранее отметились высказываниями, что политика Центробанка тормозит экономический рост. Вчера президент В. Путин высказался в том же ключе. Могут быть рассмотрены меры монетарного и фискального свойства, чтобы поддержать рост ВВП. Возникает реальная угроза свернуть «таргетирование инфляции», как была «похерена» реформа электроэнергетики или пенсионная реформа. И это угроза для прогноза на быстрое снижение инфляции. Также не стоит ожидать сохранения снижения ставок в «дальнем конце» кривой доходности (длинные ОФЗ под риском).
- Московская биржа (ММВБ-РТС) планирует IPO в Лондоне и Москве уже в феврале размером в \$1 млрд., и оценкой всей биржи в \$4 млрд., сообщают источники Блумберг.
- Fitch понижает рейтинг ВТБ на том основании, что банк не может рассчитывать на поддержку правительства.

Накануне

Вчерашние изменения фондовых рынков уложились в сотые доли процента: S&P 500 +0.02%, STOXX Europe 600 0.02%, индекс ММВБ - 0.03%. Обсуждать это несерьезно.

Рубль все там же, 30.30/\$. Данные Центробанка о «факторах формирования ликвидности» говорят, что интервенции на этой неделе прекратились.

«Потолок долга» продолжает обсуждаться, но особых новостей нет. Напомним суть вопроса. Конгресс принимает дефицитный бюджет, обязывающий Минфин США занимать. Также Конгресс утверждает лимит, выше которого Минфину нельзя занимать, это и есть «потолок». Второй закон явно избыточен, и по-хорошему его следовало бы отменить, как и предлагает Обама. Но для республиканцев, имеющих большинство в нижней палате, «потолок долга» дает рычаг для получения уступок по другим направлениям. А именно, республиканцы хотят заставить демократов пойти на сокращения расходов. В ответ Обама использует слово «шантаж» и эпитеты, что не будет торговаться с «приставленным к голове американского народа пистолетом». Отчасти он прав.

На решение этого вопроса остается около 1-1.5 месяцев, примерно с 15 февраля по 1 марта «экстренные» возможности финансирования Минфина США закончатся. Если решения не будет принято, то Минфину придется сократить расходы, до уровня

Ликвидные акции на ММВБ

Магнит ао (5359,6)	4,9%
ФСК ЕЭС ао (0,21503)	4,8%
РусГидро (0,7866)	2,9%
Сбербанк-п (72,1)	0,8%
ММК (11,188)	0,8%
ОГК-5 ао (1,722)	0,7%
ВТБ ао (0,05771)	0,5%
МТС-ао (247,89)	0,5%
Сургнфгз-п (20,87)	0,5%
ГМКНорник (5980)	0,4%
Сургнфгз (28,13)	0,4%
Система ао (24,915)	0,3%
ПолюсЗолот (992)	0,3%
Ростел -ап (90,51)	0,2%
Сбербанк (99,97)	0,1%
Татнфт Зап (105,11)	0,1%
ЛУКОЙЛ (2007,6)	0,1%
Газпрнефть (142,59)	-0,2%
Татнфт Зао (216,86)	-0,2%
Трансф ап (67395)	-0,2%
Уркалий-ао (227,81)	-0,6%
СевСт-ао (389,3)	-0,8%
Ростел -ао (120,67)	-0,8%
ГАЗПРОМ ао (146,42)	-0,9%
Роснефть (261,56)	-1,0%
Аэрофлот (48,34)	-2,2%
Новатэк ао (331,41)	-2,3%

-5% 0% 5% 10%

Рынки после закрытия ММВБ



доходов. А их доля в расходах сейчас около 76%. Общее урезание расходов будет около 6% от ВВП (поскольку федеральный бюджет – порядка 20% от ВВП). Указанные 6% - это в 1.5 раза больше, чем «фискальный обрыв» размером в 4%, который с таким трудом пытались предотвратить.

Если «фискальный обрыв» предполагал падение ВВП США примерно в 1.5-2%, то экстремальный сценарий «потолка долга» может по аналогии предполагать падение ВВП США примерно в 3%. Это не так тяжело как в 2008/2009 году, но все равно неприятно.

Можно прикинуть реакцию американских акций на нерешенный «потолок долга». В ходе финансового кризиса 2007-2009 гг. американский фондовый рынок упал примерно на 50%. Оценки «фискального обрыва» от МВФ предполагали падение на 20%. Если долг в США упрется в твердый «потолок долга», и будет рецессия, то по аналогии спад акций может составить порядка 25-30%. Можно предположить также, что российские акции, как более экстремальные, могут упасть на 40-50%.

Все это, повторимся, лишь негативный сценарий, вероятность которого низка. Сейчас наиболее вероятно, что политики США договорятся в самый последний момент (т.е. вторая половина февраля). Республиканцы, настаивая на шантаже, рискуют потерять электорат, и вряд ли будут упорствовать до последнего.

Встает вопрос о том, какова **судьба монетарной и фискальной политики РФ**. Вчера В. Путин на совещании заявил следующее: *"Настораживает скачущая динамика экономических показателей в течение года. Окончательных цифр за декабрь пока нет, возможно, они окажутся более обнадеживающими, но результаты ноября вселяют определенное беспокойство"*. В похожем ключе высказывался вчера Медведев, который хочет, чтобы экономика РФ росла 5-6%, притом что текущие прогнозы предполагают чуть ниже 4%, а в конце 2012 года рост замедлился до уровня около 3%.

Газета «Ведомости» интерпретирует это в том смысле, что могут быть запущены механизмы монетарного и фискального стимулирования. Иными словами правительство будет «печатать» и запускать дефицит бюджета. Нам не удалось найти других подтверждений, что это серьезные мысли в правительстве, вероятно, это собственная и неверная интерпретация. Тем не менее, мы видим угрозу в том, что правительство может свернуть с пути «таргетирование инфляции», и вернуться к «денежной накачке». Прецеденты, когда правительство РФ передумывало, имеются в большом количестве, включая пенсионные накопления, администрирование соцналога или реформу электроэнергетики.



Только вчера после заседания Центробанка казалось, что появились факторы к повышению процентных ставок в стране (потому, что Центробанк считает, что инфляционное давление растет). Но после вчерашнего дня появляются шансы, что Центробанк вынудят снижать ставки и «печатать рубли». Это будет влиять на ставки в стране. Интересно, что вчера о необходимости смягчения денежной политики высказался Минфин: его глава Силуанов видит “все основания” для снижения ставок.

Почти все экономисты считают, что это монетарная экспансия вряд ли способна влиять на долгосрочный экономический рост. «Печатание» способно вызывать только «рефляцию» - *временное* оживление и-за первоначального роста номинального спроса. Затем экономические агенты распознают «обман», переставляют цены выше, что и есть инфляция. Монетарная экспансия способна предотвращать экономический спад, она считается желательной во время экономического спада (но не всегда, например, она контрпродуктивна при гиперинфляции). Но сейчас в России нет экономического спада или высокой безработицы, а есть только замедление роста.

Во вчерашнем выступлении президента Путина были положительные стороны. Он сказал, что волатильность рубля его не беспокоит. *"Колебания на глобальных рынках, прежде всего, сказались на волатильности российского финансового и валютного рынков. Курс рубля в течение года постоянно менялся. Однако такое положение дел стало для нас уже привычным ... Колебание курса позволяет в высокой степени изолировать ситуацию в реальном секторе экономики от действий финансовых спекулянтов"*.

Здесь мы поддерживаем Путина, свободный курс рубля необходим при открытых рынках капитала, если страна хочет проводить независимую денежную политику и снижать инфляцию. Волатильность курса – хорошая прививка против того, чтобы население и бизнес продолжало играть против валюты своей страны.

Так что вчера Путин послал противоречивый сигнал – с одной стороны он поддерживает (курс) текущую политику Центробанка и не собирается вмешиваться. С другой стороны возникает шанс, что политика установления ставок будет формироваться президентом и правительством. Так, США проходили подобное в 70-е, и у них была высокая инфляция.

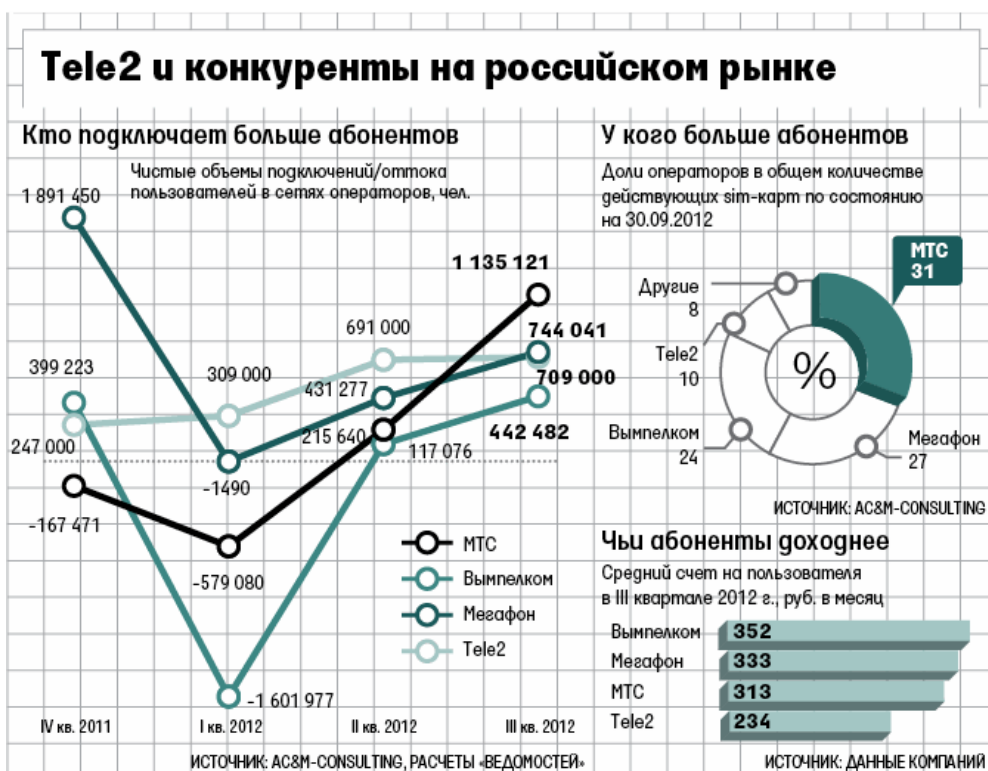
Разное:

- Fitch понизило прогноз в отношении ВТБ до «негативного» со «стабильного», уровень «BBB». Соображения – «в отличие от более системно значимого Сбербанка и ВЭБа, выступающего в роли уполномоченного правительства РФ, ВТБ имеет меньше шансов на получение господдержки в среднесрочной перспективе». Сейчас ВТБ имеет собственный капитал в \$21.5 млрд., после вычета пустоты гудвила показатель Tangible Common Equity опускается до

\$17,1 млрд. Капитализация \$19.9 млрд. Так что $P/TangibleBV=1.16$. Мы видим умеренные перспективы роста акций банка ВТБ, оценивая «справедливое» значение порядка 6-7 копеек.

- **«Мечел»** продолжает попытки по консолидации акций **Ванинского порта**. Вслед за приобретением государственной доли в размере 73,3% обыкновенных акций (55% уставного капитала), «Мечел» предложил Еп+ О. Дерипаски продать ему 28,1% обыкновенных акций (21,6% уставного капитала). Исходя из суммы, которую компания заплатила государству, этот пакет может обойтись в 4,5 млрд. руб. и весь порт ~28 млрд. руб. ($P/E_{2012}=140$). «Мечел» должен сделать оферту миноритариям порта в течение 35 дней с 29 декабря (подведение итогов аукциона). Если в течение этого периода «Мечелу» удастся увеличить свой пакет до 95% голосующих акций за счет акций Еп+, то «Мечел» сможет принудительно выкупить долю у оставшихся миноритариев. Покупка Ванинского порта позволит «Мечелу» выйти на Азиатско-Тихоокеанский регион, что в купе с запуском Эльгинского месторождения, распродажей непрофильных активов и восстановлением мировой экономики может привести к улучшению финансового состояния компании и росту котировок. «Мечел» перегружен долгами и критиковался за покупку новых активов. Но компания заявляет, что покупает активы под каких-то партнеров, которые профинансируют эту покупку.

- **Tele2** может продать свой российский бизнес **Garsdale A. Усманова**, который выступит в качестве посредника и разделит бизнес между «Мегафоном», «МТС» и «Вымпелкомом». Слухи о том, что Tele2 может продать свой российский бизнес, начали циркулировать еще год назад из-за отсутствия лицензий на запуск 3G или 4G. По предварительным



оценкам, российское подразделение может стоить от **\$2,6 до \$4 млрд.** ($P/E_{2012}=7,4-11,4$), что выглядит вполне адекватно по сравнению с аналогами. Tele2, будучи одним из крупных игроков на рынке мобильной связи в стандарте GSM с лицензией в 40 регионах и 22 млн. абонентами, действительно представляет интерес для «Мегафона», «МТС» и «Вымпелкома». Tele2 создавал противовес «большой тройке», и его продажа изменит

диспозицию на рынке мобильной связи, позволит снизить конкуренцию и повысит прибыльность отрасли. В этом смысле продажа «Теле-2» умеренно благоприятна для акций МТС или Мегафона.

- М. Прохоров ведет переговоры с «Газпромом» о продаже **«Квадры» («ТГК-4»)** его дочке - **«Мосэнерго»**. Прохоров приобрел 50,3% «ОГК-4» в 2008 г. за 26 млрд. руб., что в 6 раз ниже текущих котировок. Это вторая попытка, предпринятая предпринимателем избавиться от энергоактива, после сорвавшейся сделки с «Интер РАО». «Мосэнерго» может купить «Квадру» с небольшой премией к текущим котировкам. На рынке электроэнергии наблюдается тенденция к консолидации энергоактивов госкомпаниями, вслед за «Квадрой» и остальные ОГК и ТГК могут присоединиться к крупным холдингам вроде «Газпрома», «Интер РАО» и др. В «Ведомостях» сегодня приводится комментарий, что Прохоров не купил бы этот актив, если бы знал, как правительство будет реформировать отрасль.

Местное:

- **Холдинг «РИАЛ»** Ю. Борисовца планирует реализовать **два жилищных проекта**: на Вышке-2 в Мотовилихинском районе на ул. Ивана Франко, 37 на участке в 4,7 га и в Кировском районе на пересечении ул. Батумской и Байкальской на участке площадью в 1 га. Оба проекта предполагают строительство жилого комплекса. В Коммерсанте по этому поводу есть комментарий, что сейчас на рынке жилья особым спросом пользуются одно- и двухкомнатные квартиры с площадью 30-35 кв. м. и 44- 48 кв. м., соответственно.



Конъюнктура:

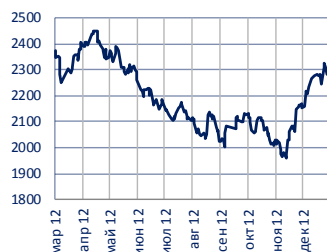
Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



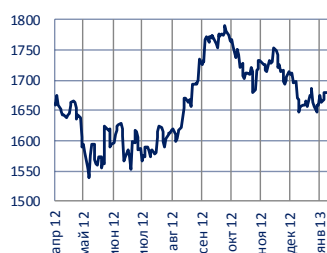
JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



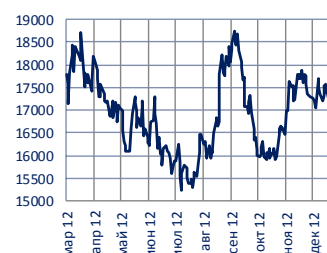
Золото, \$/Oz



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



Никель, \$/тонна



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, cmp@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.