



Главное:

- Греция с трудом пытается выполнить требования «тройки», рискуя остаться без финансирования. Но шансы на мирный исход выглядят неплохими.
- Инфляционное таргетирование Центробанка и повышение ставок в сентябре встречает все больше критиков. К голосу замминистра экономического развития А. Клепача вчера присоединился глава «Сбербанка» Г. Греф. Это адекватное проявление дискуссии в России по поводу монетарной политики и важный тест, победим ли инфляцию.

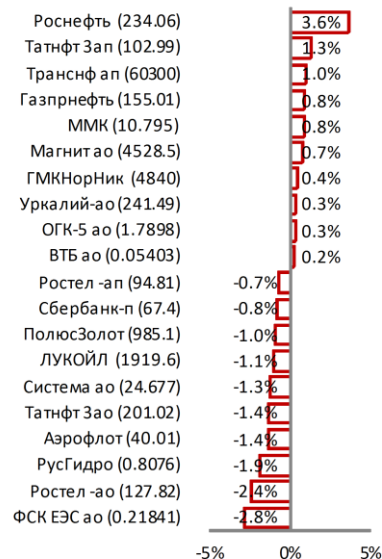
Накануне:

«Боковой тренд» продолжается, несмотря на снижение позавчера на новостях из Греции. STOXX Europe 600 +0.4%. ММВБ -0.2%, хотя днем был временный провал до -1.2%. S&P500 снизился на 0.3%. Но в момент написания записки фьючерсы на этот индекс торгуются +0.3%, так что у американцев тоже нет движения. Для всех названных фондовых индексов это уровни 5-7 сентября, ближе к нижней границе довольно узкого «коридора» колебаний последних полутора месяцев.

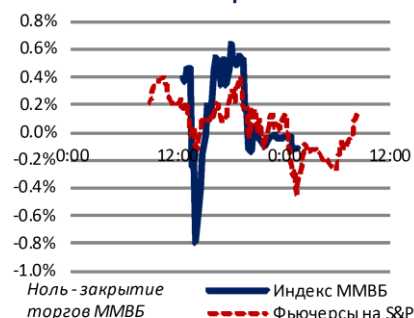
Греция давит на рынки, с трудом пытаясь выполнить условия «тройки». Проблема в упорстве небольшой левой партии «Демократические Левые» (16 мест из 300-местного парламента). Она входит в правящую коалицию и отказывается утверждать жесткие требования внешних кредиторов. Правда у оставшихся двух партий коалиции большинство (Новые Демократы 127 мест и ПАСОК 33, вместе 160 или 53.3% голосов) и пока они способны провести необходимые законы. Так что вряд ли текущее состояние дел можно назвать критическим. Вчера появились противоречивые сообщения о смягчении позиции ЕС и МВФ, из которых следует, что Греции разрешат снижать дефицит медленнее, чем планировали. Достижение цели стран Еврозоны в 3% дефицита бюджета от ВВП может быть перенесено на два года до 2016. Похоже, это пряник, который дает «тройка», однако это означает, что нужно найти еще денег Греции.

Рисковые спреды CDS и суверенных облигаций периферии также не показывают изменений. 10-летние облигации Италии находятся на 4.8% годовых, Испании на 5.5% годовых, что до кризиса 2008 года

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



Вчера появилась утечка меморандума с требованиями к стране внешних кредиторов (см. Гардиан goo.gl/6GRXk):

- Сохранение чрезвычайного солидарного налога до 2018 года, это увеличивает личные налоги на 5%, они были введены в 2011.
- Упрощение налоговой системы (снижение числа налоговых ступеней с 8 до 3-4)
- Большие увольнения госслужащих: 20 тысяч надо уволить в 2013, и дополнительно 5 тысяч в 2014 году
- Увеличение пенсионного возраста на 2 года с 65 до 67
- Увеличение ставок на депозиты с 10% до 15% в 2014 году
- Устранение послаблений и исключений из налогообложения
- Увеличение налогов на сельское хозяйство
- Введение задним числом с 1 августа 2012 года сокращений на зарплаты в диапазоне от 2% до 35%
- Большое сокращение числа ассоциированных профессоров с текущих 15 226 человек до 2000.
- Повышение цены проезда на транспорте на 25% с марта 2013
- Устранение особых сезонных выплат по безработице

считалось нормальной доходностью для таких длинных бумаг. Роста напряжения на долговых рынках пока нет.

Разное:

- Вчера Bloomberg опубликовал новый консенсус-прогноз по российской экономике. Порядка 25 инвестбанков высылают цифры по ВВП, инфляции и прочим показателям. Предсказания были собраны в конце сентября – октябре. Рост ВВП обещается немногим ниже 4% на текущий год и ближайшие два. Инфляция в районе 6%, хотя мы думаем, что будет ниже. Курс рубля будет медленно падать до ожидаемых в среднем 32.5 (вчера нацвалюта торговалась около 31.4 руб./\$)

<HELP> for explanation.

#<Go> for Details

90 Chart		97 Set as Default View		Economic Forecasts						
Country/Region/World		Contributor		Contributor Composite		Yearly Quarterly				
Russia										
Actual / Forecasts										
Country	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Economic Activity										
1) Real GDP (YoY%)	6.40	8.20	8.50	5.20	-7.80	4.30	4.30	3.75	3.60	3.85
2) CPI (YoY%)	12.71	9.69	9.00	14.09	11.72	6.88	8.48	5.10	6.50	5.90
3) Unemployment (%)	7.59	7.16	6.13	6.36	8.38	7.48	6.63	5.80	6.00	5.85
External Balance										
4) Curr. Acct. (% of GDP)	11.14	9.50	5.91	6.17	3.88	4.75	5.46	4.40	2.40	0.70
Fiscal Balance										
5) Budget (% of GDP)	7.46	7.41	5.40	4.13	-5.98	-4.01	0.48	-0.20	-1.00	-0.35
Interest Rates										
6) Central Bank Rate (%)	12.00	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	8.00	5.75	8.13	-
7) 3-Month Rate (%)	6.22	5.80	6.71	21.80	7.05	4.06	7.22	-	-	-
8) 2-Year Note (%)	-	-	6.00	11.72	8.21	6.25	7.03	-	-	-
9) 10-Year Note (%)	-	-	6.35	9.26	9.08	7.94	8.50	-	-	-
Exchange Rates										
10) USDRUB	28.74	26.33	24.60	29.40	30.04	30.54	32.14	30.90	31.73	32.51

Australia 61 2 9777 8600

Brazil 5511 3048 4500

Europe 44 20 7330 7500

Germany 49 69 9204 1210

Hong Kong 852 2977 6000

Japan 81 3 3201 8900

Singapore 65 6212 1000

U.S. 1 212 318 2000

SN 157580 BST

GMT+6:00 H819-3864-0.25-Oct-2012 09:09:15

Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.

- На этой неделе состоялось два «наезда» на политику Центробанка по таргетированию инфляции и сентябрьское повышение ставок (само по себе не очень заметное, +0.25%). В начале недели негативно высказался замминистр экономического развития А. Клепач, вчера добавился глава Сбербанка Г. Греф. Они обвиняют монетарные власти в торможении экономики. Вообще говоря, они правы, поскольку борьба с инфляцией (или «перегревом») требует именно торможение экономики, снижение «агрегатного спроса». Наиболее яркий пример такой борьбы – рецессия 1981/82 годов, когда повышение ставок ФРС до 20% (!) убило инфляционные ожидания и заодно вызвало самую жёсткую рецессию в США с послевоенной (безработица тогда достигала 10.8%, выше пика 2009 в 10%, но меньше максимума с Великой Депрессии). С тех пор ФРС получила мандат доверия, и инфляция в

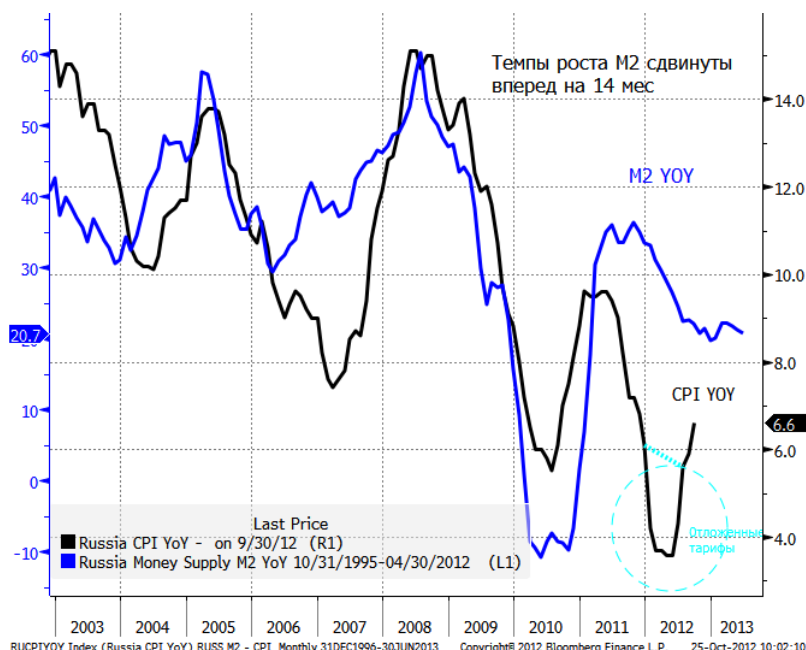
США больше не поднимала голову.

Борьба с инфляцией требует торможения экономики, и это можно увидеть также на примере Китая, который «перепечатал» в 2008/2009. Тем самым это вызвало инфляционный бум с ростом ВВП до +11.9% в 1-м квартале 2010 года. За что потом пришлось расплачиваться разгоном инфляции до 6%+ по сравнению с целью на уровне 4%. Поэтому сейчас власти страны очень медленно отпускают монетарные ограничения.

В истории с «наездами» на политику Центробанка мы видим две стороны. 1) Негативная сторона в том, что есть риск, что Путин примет позицию критику и свернет политику «таргетирования инфляции» (как была свернута реформа электроэнергетики). То есть в дилемме инфляция - краткосрочный экономический рост будет сделан выбор последнего. Правда, мы думаем, что при этом пострадает долгосрочный экономический рост, поскольку без устойчивой валюты невозможна нормально функционирующая финансовая система в стране. Проще говоря, при нестабильной инфляции нет дураков сберегать в рублях надолго, поэтому страдают инвестиции, люди предпочитают не сберегать, а проедать доходы. 2) Позитивный момент в том, что в стране, на наш взгляд, впервые появляется дискуссия по поводу монетарной политики. Впервые есть адекватные рассуждения о том, куда должны двинуться ставки.

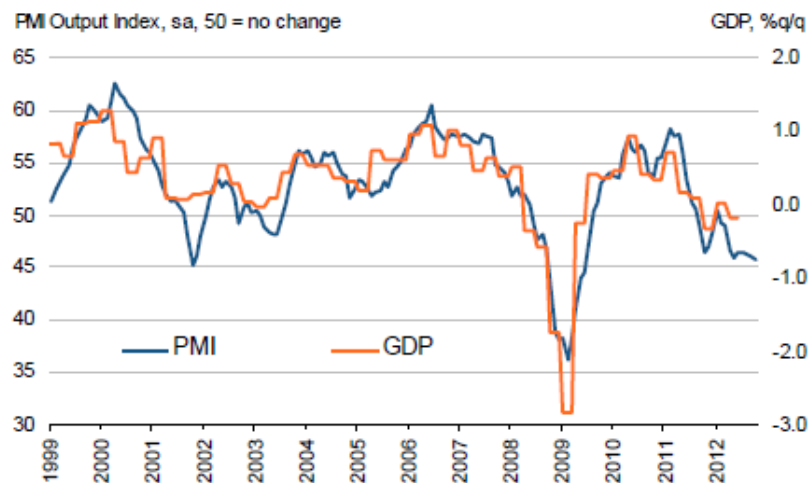
Наш взгляд на критику может показаться противоречивым. Мы готовы защищать независимость Центробанка от нападок Грефа и Клепача, инфляция важнее. При этом мы считаем, что Центробанк действительно зря поднял ставки – текущий подъем инфляции действительно связан с плохим урожаем в этом году и эффектом низкой базы прошлого года, опять же из-за хорошего урожая тогда.

Инфляция первого полугодия была искажена переносом сроков индексации тарифов. На графике справа мы предлагаем альтернативную историю этого показателя, соединяя декабрь с июлем, как если бы тарифы индексировались в нормальном режиме, в январе. После этого случившееся повышение темпов индекса цен не выглядит впечатляющим. Инфляция в России раньше неплохо прогнозировалась изменениями темпов роста M2, но это свойственно большим колебаниям предложения денег (см. график). Когда инфляция будет низкой, предсказательная способность упадет. Но, тем не менее, сравнительно низкие и падающие темпы «печатания» говорят о падении инфляции. Есть большие шансы, что в 2013 и 2014 году инфляция будет ниже консенсуса ожиданий, приведенных на предыдущей странице. Мы предложим цифры в 5% и 4%, соответственно, что является нижней границей ориентиров самого Центробанка на эти годы.

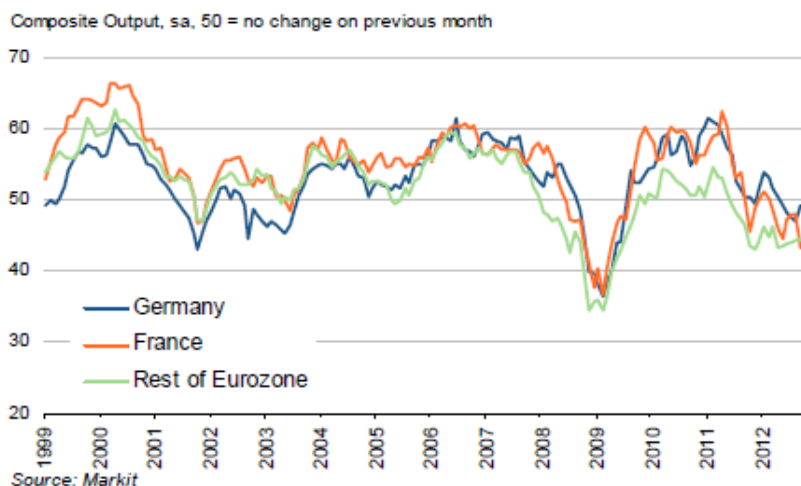


- Из Еврозоны продолжают поступать тревожные сигналы. Экономика Еврозоны продолжает стагнировать. Об этом свидетельствуют данные по индикатору Flash Eurozone PMI Composite Output, который опустился до 40-месячных минимумов, достигнув отметки в 45,8 п. в октябре. Справа на графике представлена сравнительная динамика индикатора PMI и темпов экономического роста. Данные по индикатору свидетельствуют о сокращении ВВП Еврозоны более, чем на 0,5% в четвертом квартале. Беспокойство европейских компаний вызывают не только внутренние рынки сбыта, но и ослабление спроса со стороны Азии и США. ЕЦБ и МВФ обоюдно ожидают сокращение ВВП Еврозоны в текущем году на 0,4%. Тем не менее, власти надеются, что в следующем году экономика Еврозоны покажет рост за счет вмешательства ЕЦБ и действий глав ЕС. Второй волны не случится, но и быстрого восстановления экономики ждать не приходится. В дальнейшем рынки будут все больше абстрагироваться от европейских проблем, кризис будет затухать, больше превращаться в локальную особенность, все меньше оказывающую влияние на остальной мир.
- «Газпром» продолжает сдавать позиции на европейском рынке. Чешская RWE теперь может снижать покупки газа по действующему контракту «бери или плати», не выплачивая авансовые платежи за невыбранный объем. Этот контракт действует вплоть до 2035 г. с ежегодными поставками до 9 млрд. куб. м газа. RWE обязана была закупать не менее 90% объема контракта и за невыбранный лимит оплачивать штраф. Первоначально «Газпром» требовал от RWE штраф в размере \$500 млн. за 2008-2011 гг. Таким образом, доля «Газпрома» на европейском рынке продолжает сужаться на фоне давления Еврокомиссии с целью снижения цены топлива. «Газпром» намерен развивать альтернативное экспортное направление в страны Азиатско-Тихоокеанского региона, чтобы компенсировать выпадающий спрос.
- «Промсвязьбанк» рассматривает альтернативные источники привлечения капитала взамен несостоявшегося IPO на прошлой неделе. На этот раз банк предлагает инвесторам субординированные еврооблигации на сумму до \$0,5 млрд. Вчера «Промсвязьбанк» начал road-show в преддверии к выпуску

Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP

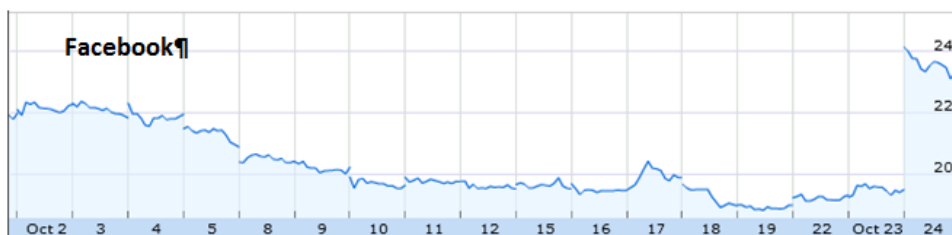


Core v. Periphery PMI Output Indices



евробондов. Привлеченные средства позволят банку повысить достаточность капитала. Субординированные облигации могут быть размещены с доходностью 9-10% годовых.

- Акции Facebook подскочили на 22% до \$24 в результате выхода финансовой отчетности за третий квартал. Такая позитивная реакция инвесторами обусловлена резким ростом доходов от мобильной рекламы. Для дальнейшего поддержания котировок компании необходимо будет показывать сильные финансовые показатели.



Местное:

- «Метафракс» по итогам 9 месяцев увеличил чистую прибыль до 1,7 млрд. руб., что превышает в два раза аналогичный показатель прошлого года. В компании объясняют сильные финансовые показатели благоприятной ценовой конъюнктурой, как внешней, так и внутри страны.
- Пермские власти готовы выделить на переселение жителей в Березниках из аварийных домов до 7,6 млрд. руб., по данным «Business class».

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.