



## Главное:

- Уже полмесяца рынок акций РФ колеблется около отметки ~1450 пунктов по индексу ММВБ.

## Накануне:

Рынки акций стоят. Нет большого смысла описывать колебания S&P500 или индекса ММВБ – они почти не изменяются уже половину месяца. В «эпицентре» текущего кризиса – Европе – произошел небольшой откат и рост доходностей периферии, но и он не является принципиальным.

Рынки продолжают оставаться под впечатлением слов Драги «верьте мне», и продолжают гадать, что такого может предпринять ЕЦБ. Справа ниже показан образец такого гадания из аналитики «Номуры» (см. <http://goo.gl/BuZRz>).

Слова Драги вызвали

«закрытие шортов» по рискованным активам в конце июля - начале августа, что было подлинной причиной роста. Ставки на кризис поубавились, но инвесторы по-прежнему избегают рискованной части «инвестиционной вселенной».

Зато инвесторы охотно покупают высоко рискованные облигации, начиная от суверенных, заканчивая корпоративными. По сообщению FT в августе продолжается бум «high yield bonds» (облигаций с не-инвестиционным рейтингом). Выше показываем график с доходностями длинных долларовых облигаций Мексики, Бразилии и России, торгующиеся сейчас на 3% годовых и ниже.

Это говорит о том, что в мире наблюдается перекося предложения инвестиционных ресурсов над их спросом. Это «парадокс

### Лидеры изменений на ММВБ



### Рынки после закрытия ММВБ

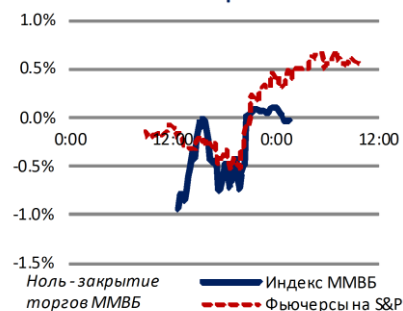
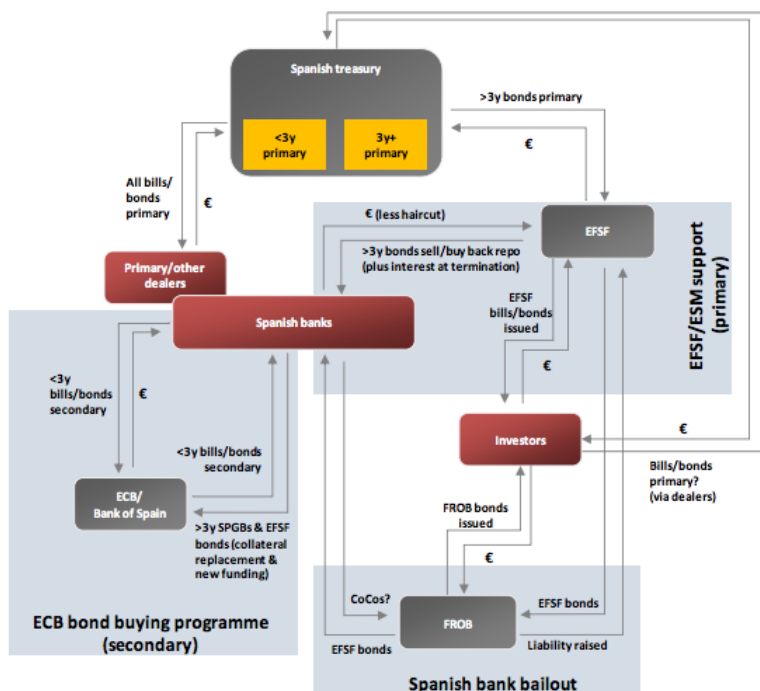


Fig. 1: A schematic of potential bond market support



Source: Nomura Rates Strategy

сбережений» - когда многие начинают экономить, копить прозапас, но на эти инвестиционные ресурсы нет достаточного спроса с другой стороны. Рынок инвестиций-сбережений в мире «расшищается» падающей ставкой по широкому классу активов.

Развитый мир движется в «японский сценарий», с околонулевыми ставками доходности, низкими темпами роста экономики. Европа со своими проблемами обречена на многолетнюю стагнацию, даже, если, как мы считаем, им удастся избежать краха.

Посткризисное восприятие риска будет высоким и акции, как наиболее рискованная часть «инвестиционной вселенной», будут восстанавливаться лишь постепенно. Это не означает, что акции, как актив, следует игнорировать, это означает, что рост будет не столь V-образным, как мы ждали его в 2009-2011 гг.

## Интересное и важное:

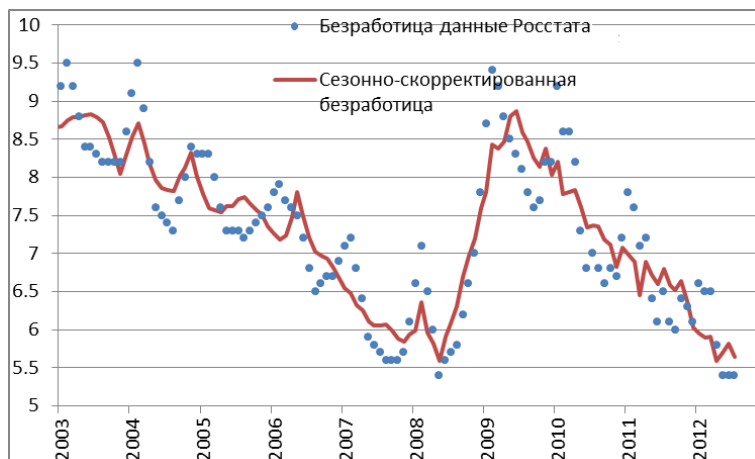
- Как обычно по 20-м числам Росстат публикует данные о

доходах/зарплатах в РФ, розничной торговле и инвестициях за предыдущей месяц. Июльские данные показывают мощный реальный рост зарплат на 10.2%. Номинальные зарплаты растут по 16.3% (YoY NSA), см. график справа, и около 6% уходит на инфляцию.

Мы скорректировали на сезонность номинальные зарплаты Росстата (правда, процедуре X12-Arima не удастся избавиться от «зигзага» в районе декабря). Сейчас средняя зарплата в стране возросла до 27 тыс. рублей.

Остальные данные Росстата выглядят так. Реальный рост располагаемых доходов населения куда скромнее – 2.2% (предположительно, за счет падающих в реальном выражении доходов пенсионеров). Реальные розничные продажи июля 5.1%, продолжается бум потребления. Инвестиции в производство в реальном выражении 3.8%.

- Рынок труда узкий, о чем говорит опубликованная безработица. Сезонно-скорректированное значение находится на 5.6%, что находится в районе минимумов за нулевые годы, включая время перед кризисом. Похоже, что в России на рынке труда может наблюдаться ситуация «перегрева». В духе терминах «кривой Филиппа», концепции



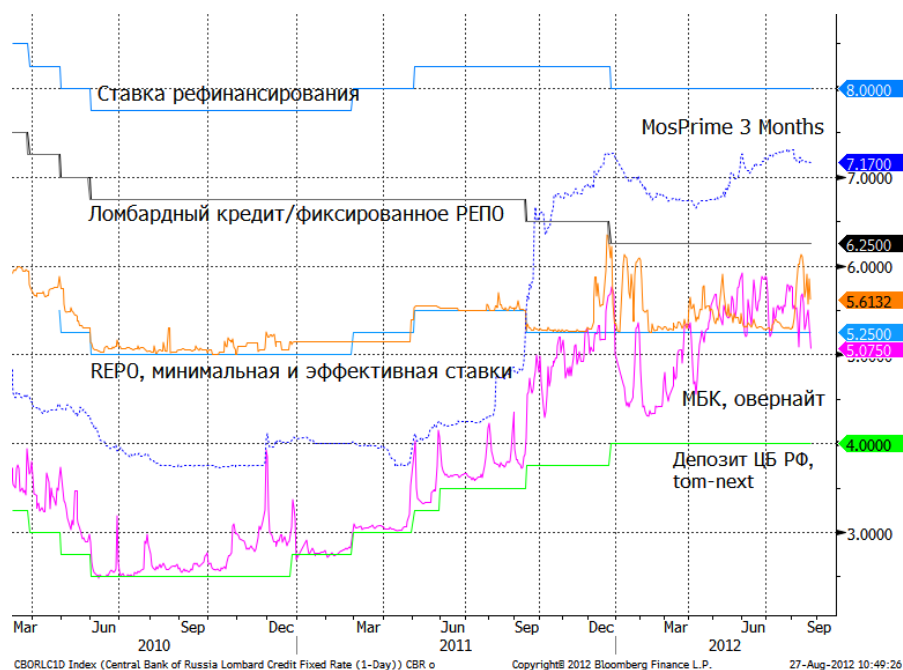
«естественной безработицы» (см. также NAIRU в Википедии) можно построить следующую цепочку. Узкий рынок труда приводит к тому, что работники начинают активно требовать повышения зарплаты. Если работодатель не соглашается на повышение, работник может легко хлопнуть дверью и найти себе другую работу. Поэтому при низкой безработице зарплаты начинают бурно расти, это отражается на ценах, поскольку работодатель вынужден переносить издержки на стоимость продукции. Описанное нами представляет собой спираль «зарплаты-цены».

Это может быть важно, потому что Центробанк РФ может начать реагировать на «перегрев» и повысить процентные ставки. Правда есть несколько проблем с этим. 1) Центробанку самому впервой заниматься регулированием ставок по-настоящему. Еще в 2011 году монетарная политика складывалась больше стихийно, чем осознанно. Соответственно, ни у центральных банкиров, ни у нас, аналитиков, нет понимания, как надо действовать. Вполне возможно, что Центробанк будет «ошибаться» в установлении ставок. 2) Пока не очень ясно насколько складывающееся ценовое давление является подлинным и связанным с «перегревом», а насколько обусловленным плохим урожаем, влиянием «эффекта базы» (прошлого хорошим урожаем). Иными словами, очень трудно отличить истинное инфляционное давление от разовых факторов, если просто смотреть на темпы роста цен (инфляция июль-июль, напомним, 5.6%, цель ЦБ РФ 5 – 6% в 2012 году).

Справа показана традиционная картинка с основными операционными банковскими ставками. Есть некоторый шанс, что ЦБ РФ поднимет ставку в сентябре-октябре.

- «Ведомости» пишут, что ФСФР не нашла факта манипулирования или использования инсайдерской информации в бумагах

«Ростелекома», «Роснефти», «Алросы» и «Калины». Напомним, что акции «Роснефти» подскочили на 9% за два дня до объявления о соглашении с ExxonMobil, бумаги «Калины» в течение двух недель перед объявлением о поглощении Unilever выросли на 75%. Странные движения были в «Алросе» и «Ростелекоме». Ни в одном из этих случаев ФСФР не обнаружила неправомерного использования инсайдерской информации. Хотя «Ведомости» со ссылкой на участников торгов пишут, что такие факты имеются, и цитирует инвестбанкира: «Приходит заказ на покупку, а через пару дней становится известно о сделке – вот и думай, что это было», а «лишних вопросов никто старается не задавать».



- «Русал» вслед за мировыми производителями приостанавливает работу четырех своих заводов. Самый крупный из них – это «Богословский алюминиевый завод» в Свердловской области. Причина – падение цен на алюминий и рост тарифов на электроэнергию, что сделало работу ряда заводов нерентабельной. Заметим, что ряд предприятий «Русала» являются градообразующими, поэтому их остановка может иметь негативные социальные последствия. Поэтому не исключено, что компании придется нести убытки и поддерживать производство на ряде заводов.

Между тем, финансовые показатели «Русала» ухудшаются. Так, в первом полугодии компании снизила чистую прибыль по МСФО на 74% до \$255 млн. без учета переоценки финансовых вложений. С их учетом у компании убыток в \$112 млн.

- «РБК Daily» пишет, что правительство хочет разрешить заемщикам процедуру реструктуризации долгов, прежде чем признавать себя банкротом. Это позволит соблюсти баланс интересов между кредиторами и заемщиками в свете готовящегося закона о банкротстве физических лиц. Поправки подготовились с учетом требований банкиров, и они предполагают законодательно закрепить возможность реструктуризации задолженности и восстановления платежеспособности должника. Пока в России отсутствуют законодательные основы банкротства физических лиц, поэтому мы позитивно относимся к работе правительства и банкиров в этом направлении.

- «Южный Кузбасс» выплатит впервые после 2008 года дивиденды в размере 21,9 млрд. руб. по результатам 2010-2011 гг. Так, на одну акцию придется 606,94 руб., что обеспечит доходность в 23%. Эта новость вызвала всплеск котировок «Южного Кузбаса» по итогам торгов в пятницу, которые выросли на 18,39%. Главным бенефициаром станет основной акционер компании «Мечел майнинг», подконтрольный «Мечелу». Не исключено, что «Мечел», таким образом, пытается снизить долговую нагрузку, общий долг группы составляет \$9,4 млрд.

- Баталия с пенсионной системой продолжается на фоне озабоченности чиновников дефицитом Пенсионного фонда. Минтруда и Пенсионный фонд на минувшей неделе подготовили проект по стратегии развития пенсионной системы до 2030 года. Проект предполагает переход на трехкомпонентную пенсионную систему, которая будет состоять из накопительной, добровольной и распределительной частей. Новый проект изучает два варианта снижения дефицита Пенсионного фонда. Первый вариант рассматривается возможность снижения накопительной части до 2-4% в пользу распределительной на период 2013-2015 гг. В последнее время идут активные дискуссии по поводу



накопительной части пенсии и даже ее отмены, поскольку накопительный компонент рассматривается Минтруда как главный ресурс для покрытия дефицита ПФР. Как альтернативный вариант Минфин предлагает снизить индексацию пенсий и не выплачивать пенсии работающим пенсионерам. Таким образом, определенность относительно реформирования пенсионной системы пока еще не достигнута, к 15 сентября должен быть найден компромисс по всем вопросам, в том числе и по накопительной части, чтобы к 1 октября предоставить проект в правительство.

## Местное:

---

- На прошлой неделе губернатор Пермского края посетил краснокамский ЦБК «Кама», который сейчас простаивает. Проблемы у предприятия начались зимой этого года, когда из-за долгов энергетики перекрыли поставки пара с ТЭЦ-5, в итоге производство было остановлено. Собственники «Камы» холдинг «Инвестлеспром» пообещал запустить комбинат, однако до сих пор это не сделано. Сейчас краевые власти обещали помочь комбинату начать работу. По словам В. Басаргина, власти могут взять на себя определенные гарантии, в частности обеспечить комбинат сырьем.
- «Новый компаньон» пишет, что «ПЗСП» отбился от части налоговых претензий на сумму более 90 млн. рублей. ФНС посчитала, что компания недоплатила НДС на 87,6 млн., однако в суде компании удалось доказать свою правоту.
- По сведениям «Коммерсанта», «Уралкалий» выставил на продажу три земельных участка общей площадью 25 га на территории судозавода «Кама» в Кировском районе. Стартовая цена – 166,4 млн. рублей. Как пишет «Коммерсант», под эти площадки уже имеется разработанный проект строительства логистического центра, который может быть интересен федеральным ритейлерам. Для «Уралкалия» эти активы являются непрофильными, поэтому он их и продает.

# Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&amp;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.