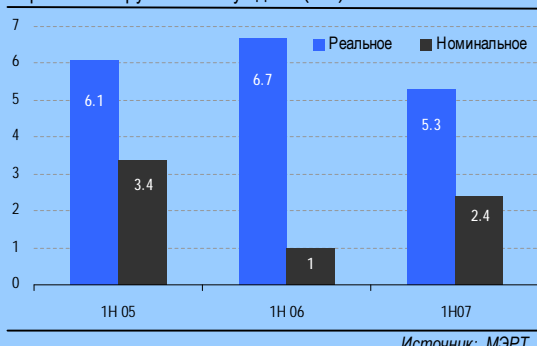
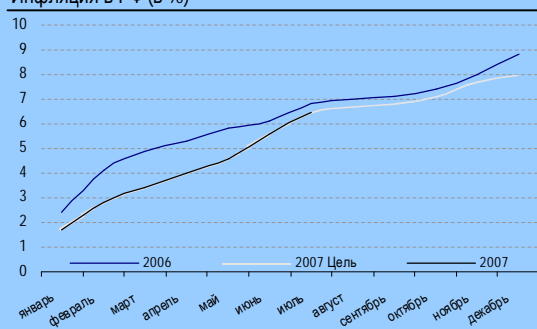


Укрепление рубля по полугодиям (в %)



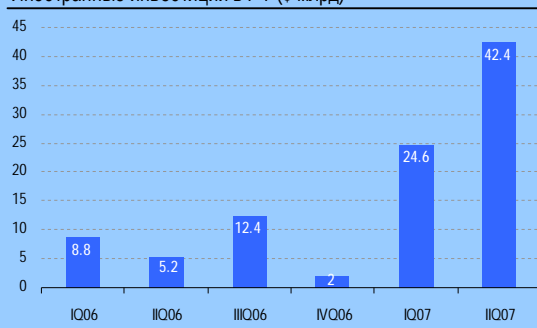
Источник: МЭРТ

Инфляция в РФ (в %)



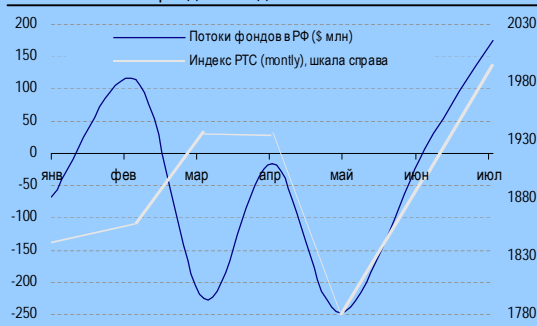
Источник: ГосКомСтат РФ

Иностранные инвестиции в РФ (\$ млрд)



Источник: МЭРТ

Потоки капитала фондов и индекс РТС



Источник: EPFR Global, Bloomberg

## Показатель инфляции в РФ вновь выбивается из прогнозных значений МЭРТ

На сей раз монетарные власти сетуют на значительный рост цен на плодоовощную продукцию и феноменальный приток иностранного капитала в первом полугодии. Цифры по росту инфляции в январе-июле (6.6%) уже ставят под сомнение годовой прогноз МЭРТ (8%). Тем не менее, чиновники оптимистичны и считают свой прогноз вполне реальным, надеясь на сокращение инфляционного давления во втором полугодии. В предвыборный период желание Правительства уложиться в 8% будет велико, поэтому вполне вероятно, что инфляция будет сдерживаться любыми силами дабы не уронить политическую репутацию.

По итогам первого полугодия, макроэкономическая картина РФ сложилась вполне успешно как в плане инвестиций, так и для экономического роста в целом. Огромный приток рублевой ликвидности был связан с рядом факторов (SPO Сбербанка, IPO ВТБ, продажа большинства оставшихся активов ЮКОСа за долларовые кредиты Роснефти), что заставило Центробанк не допустить чрезмерного укрепления рубля, вынуждая скупать ввозимую валюту. Среднедневной показатель остатков на корсчетах и депозитов банков в ЦБ за 7 мес. составил немногим выше 1 трлн руб. Тем не менее, ЦБ не удалось полностью стерилизовать поступившие в экономику средства: номинальное укрепление рубля за 1 полугодие составило 2.4% (реальное 5.3%). Напомним, что прогноз ЦБ по реальному укреплению рубля предполагал 5% за текущий год.

Сырьевые экспортеры показали довольно хорошие финрезультаты, несмотря на укрепление рубля. Нефтяники, в частности, выиграли на разнице между высокими мировыми ценами на нефть и отставшими от них экспортными пошлинами. Прибыль основных нефтедобывающих компаний во II квартале 2007 г. увеличилась в среднем в 3-4 раза. Ожидание дальнейшего роста цен на нефть отчасти развязывает руки ЦБ в пользу менее болезненного для экспортеров укрепления рубля. Явных угроз для темпов экономического роста РФ также немного: рост промпроизводства за первое полугодие составил 7.7%, ВВП – 7.8%.

**Укрепление vs ставки.** Если исходить из предположения первого зампреда ЦБ А. Улюкаева, что укрепление рубля на 1% приводит к замедлению инфляции на 0.3%, то до конца года рубль может "подорожать" еще на 1-1.5%. Ранее ЦБ заявлял, что цикл укрепления национальной валюты в этом году закончен, и, в случае необходимости снижения инфляции, будут использоваться другие механизмы. Однако, на наш взгляд, объявленные механизмы в виде манипулирования процентными ставками менее эффективны и имеют отложенный эффект на валютные курсы. К тому же, рост процентных ставок, хотя и будет стерилизовать рублевую ликвидность за счет более привлекательных условий депозитов, однако в то же время вызовет рост притока капитала в страну, что вновь выльется в увеличение инфляции. Текущая ситуация требует быстрых и эффективных мер по сдерживанию инфляции: в сентябре цены на топливо традиционно попытаются вырасти, что вновь может вызвать всплеск инфляции. Укрепление рубля является одной из оперативных, а для российского ЦБ – фактически единственной мерой по ограничению роста инфляции. Стоит отметить, что задачи, стоящие перед регулятором, достаточно противоречивы: укрепляя национальную валюту, ЦБ делает привлекательными инвестиции в рублевые активы, что также вызовет дополнительное инфляционное бремя. Тем не менее, когда на карту поставлена политическая репутация, Правительство и ЦБ будут любыми силами удерживать инфляцию в пределах прогнозных значений.

### Усиление рубля может стать позитивным фактором для внутреннего рынка

**Рынок акций.** Как известно, около 70% спекулятивного капитала на российском рынке имеет западное происхождение. Очевидно, что укрепление рубля предоставит иностранным инвесторам дополнительный источник дохода помимо прибыли от операций с акциями, что может быть как нельзя кстати в преддверии выборов.

**Долговой рынок.** Рынок рублевых облигаций с опережением реагирует на возможность укрепления рубля. Отчасти, усиление позиций национальной валюты уже отражено в текущей стоимости бумаг, однако в дальнейшем этот фактор может послужить поддержкой, в случае появления негативных моментов на внешних долговых рынках.

## Раскрытие информации:

### Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсен
Управляющий директор Департамент ценных бумаг	Александр Овчинников

### Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия Аналитик	Анна Помаскина
Энергетика Аналитик	Василий Конузин
Телекоммуникации Аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение Аналитик	Вадим Смирнов
Металлургия / Аналитик	Вадим Смирнов
Потребсектор	Екатерина Стручкова
Долговые рынки Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов Редактор	Екатерина Стручкова

### Контактная информация

Телефон	+7 (495) 411-66-55
Факс	+7 (495) 733-96-82
Интернет	<a href="http://www.alemar.ru">www.alemar.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 131)
E-mail	<a href="mailto:research@alemar.ru">research@alemar.ru</a>
<b>Операции с акциями</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 108)
E-mail	<a href="mailto:salesdesk@alemar.ru">salesdesk@alemar.ru</a>
<b>Трейдера</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 108)
E-mail	<a href="mailto:tradingdesk@alemar.ru">tradingdesk@alemar.ru</a>
<b>Деривативы</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 110)
E-mail	<a href="mailto:derivatives@alemar.ru">derivatives@alemar.ru</a>
<b>Офис в Новосибирске</b>	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49
<b>Офис в Красноярске</b>	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»

04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,

04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,

04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,

04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,

20.12.2006 N 796

#### ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655

Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.21/33,

E-mail: [research@alemar.ru](mailto:research@alemar.ru)

<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Финнам, Bloomberg, FXClub, FOREX times, PTC, ММББ, РАО ЕЭС, Reuters, Factiva.

© 2003-2007 ИФК «Алемар». Все права защищены.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».