

# Занимательная инфляция

Россия  
Стратегия*Лед тронулся...**Жан-Поль Сартр. "Фрейд"*

Но начнем мы с актуального – г-на Бернанке выступил перед Конгрессом, предвещая серьезное снижение темпов показателя ВВП в IV квартале. Тенденция к замедлению экономики, по заявлению главы ФРС, продолжится и в первом полугодии 2008 года, и виной тому последствия кризиса жилищного рынка, в том числе – удорожание кредитов и ужесточения условий их выдачи. Экономика, привыкшая «жить взаймы» и капитализировать все что под руку попадется, может столкнуться с новой действительностью, более жесткой, и отбить об нее... то, чем привыкла ощущать ее softness.

- ▶ Dow Jones ищет «дно», но находит пока только поддержку. Мы полагаем, что передохнуть рынку удастся не раньше уровня 12000 (-10% от текущего значения).
- ▶ Наш прогноз по паре евро-доллар остается прежним – в долгосрочной перспективе (3–5 лет) мы рассчитываем увидеть US\$2,20 за евро. Напротив, золото как никогда популярно, и нет сомнений, что цена US\$1000,00 за тройскую унцию не за горами.
- ▶ Индекс РТС пробил 2300 пунктов, но не смог закрепиться на достигнутом уровне. Тем не менее, прогноз благоприятный – очередная цель – 2500 пунктов.
- ▶ Поразительная разница между подорожавшими продуктами питания в сентябре и октябре и скромными темпами инфляции объясняется положениями методологии расчета индекса потребительских цен, и в частности – системой формирования весов для расчета ИПЦ.
- ▶ Одновременно с этим мы находим в «методологических положениях» для расчета ИПЦ достаточно пространства для маневра, для внесения корректив при необходимости.
- ▶ Анализируя заложенное в планах сокращение темпов наращивания ЗВР и направление временно свободных средств Стабфонда в финансово-кредитную сферу для поддержания уровня ликвидности, мы ожидаем дальнейшего ускорения инфляции.
- ▶ За пять месяце со дня формирования модельного портфеля, совокупный доход по всем позициям составил 35,98%. За то же период индекс РТС вырос на 30,57%.
- ▶ Общая рекомендация по портфелю, в соответствии с нашим умеренно-оптимистичным взглядом на рынок в среднесрочной перспективе – держать.

Лед тронулся...

И. Ильф и Е. Петров "12 стульев"

Немного отклоняясь от основной темы разговора (разговор сегодня об инфляции в РФ), мы быстренько «пробежимся» по нашим прогнозам относительно основных биржевых площадок.

Первым по списку Dow Jones Industrial Average, так и хочется добавить – Много-страдальный. Возможно, очень скоро этот эпитет или подобный может закрепиться за индексом. **На графике мы видим типичную разворотную фигуру «двойная вершина», реализация которой для начала приведет индекс к поддержке в районе 12800 пунктов, а в случае ее пробоя, - к отметкам около 12000 пунктов или даже ниже.**

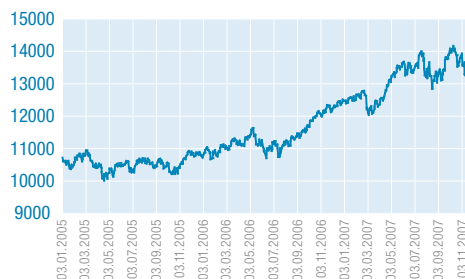
Да простят нас те, кто считает технический анализ весьма туманным занятием, а выводы сомнительными, но, согласитесь, и фундаментальные данные (и даже – наконец-то! – сам глава ФРС) согласны с нами. Кроме того, использование технического анализа в данном случае ограничивается поиском уровней поддержки, да и раньше он нас не подводил.

Если же фундаментальные данные для кого-то предпочтительнее, советуем обратиться к нашим предыдущим стратегическим обзорам, где мы приводим причины, обосновывающие падение американского фондового рынка.

Наше видение относительно динамики валютной пары евро-доллар представлено очень подробно в июльском исследовании **«Золотая осень вечнозеленого доллара»**, и **здесь мы только повторим, что ждем дальнейшего снижения американской валюты, и в долгосрочной перспективе рассчитываем увидеть уровни около US\$2,2 за евро.**

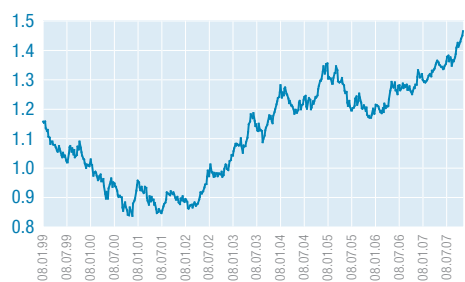
Обоснованность нашего прогноза по доллару подтверждается и поведение игроков «золотого» рынка. Золото остается «тихой гаванью» для желающих тихо пересидеть лихие времена, и, как мы видим, число желающих стремительно нарастает. **По нашим расчетам, не пройдет и полгода, как тройская унция золота подорожает до US\$1000,00, в этом сомнений практически нет.**

DJIA

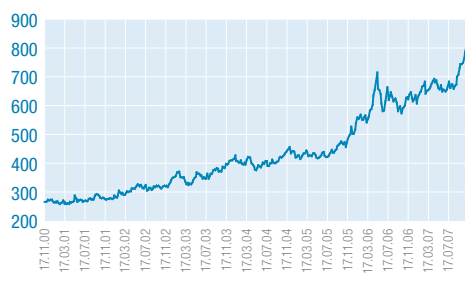


Данные: Bloomberg

EURUSD (недельный масштаб)



Данные: Bloomberg

Фьючерсы на золото, LSE  
(недельный масштаб)

Данные: Bloomberg

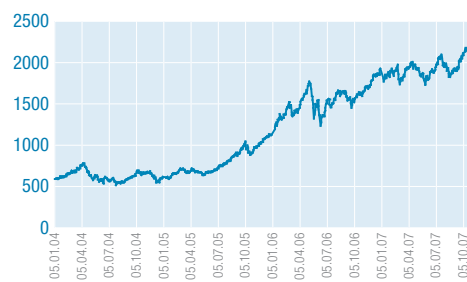
**И, наконец, last but not least, - индекс РТС. То, чего мы так долго ждали, наконец-то произошло – в пятницу индекс РТС пробил уровень 2300 пунктов.**

Хотя продержаться выше этой отметки рынку удалось всего несколько минут, но факт остается фактом – свершилось!

Вопрос, который занимает нас гораздо больше – что дальше? Прежде всего обратим внимание на то, что потенциал целого ряда «голубых фишек» все еще не выбран и составляет по разным бумагам 20-80%. Исходя из этих расчетов, рост индекса до 2500 пунктов представляется вполне обоснованным.

**Долгосрочные перспективы также выглядят весьма неплохо: даже в том случае, если рынок не сможет закрепиться выше уровня 2300 пунктов и продолжить рост в самое ближайшее время, движение продолжится в рамках восходящего диапазона, и цель 2500 будет достигнута позднее в следующем году.**

РТС индекс



Данные: Bloomberg

*Есть просто ложь, наглая ложь и статистика.*

*Отто фон Бисмарк*

Сегодня мы решили обратиться к теме инфляции и методологии расчета индекса потребительских цен в РФ, полагая, что многим нашим читателям будет небезынтересно узнать чем обосновано столь вопиющее несоответствие между очевидным ростом цен на продовольственные товары в полтора-два раза и официальными темпами инфляции.

Напомним, что ИПЦ в сентябре этого года составил 0,8%, в октябре – 1,6%, в то время как молоко-масло-хлеб выросли в цене на 30-50%. Более подробную информацию по изменению цен в октябре можно увидеть на [Интернет-сайте Госкомстата](#).

**«Не верь глазам своим»? Вот и разберемся.**

Для этого мы устроим краткий экскурс в [«Методологические положения по наблюдению за потребительскими ценами на товары и услуги и расчету индексов потребительских цен»](#), утвержденных 30 декабря 2005 года.

Но для начала – красивая карта распределения ИПЦ по субъектам РФ. И не только красоты ради, но и пользы для. Раз мы решили обойтись без графиков и диаграмм, то хотя бы предоставим некую возможность порассуждать на тему «кому на Руси жить хорошо», так например, добывая алмазы в Якутии или нефть в ХМАО, одновременно можно наслаждаться более-менее стабильными ценами.

## Распределение ИПЦ по субъектам РФ в сентябре 2007 г. (в процентах к декабрю прошлого года)



Источник: Госкомстат

Так вот, исходя из определения, зафиксированного в сем обширном (94 страницы не считая приложений) документе, индекс потребительских цен (далее ИПЦ) «измеряет отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода». Далее мы получаем определение средней цены товара (услуги), и, что более важно, пояснения о том, что цена – величина изменчивая и зависит от сезона, территории и других факторов.

Далее почему-то мы получаем разъяснения о том, что такое «стоимость наборов товаров и услуг». Наше удивление связано не с тем, что такое внимание уделено «набору товаров и услуг», поскольку именно в структуре этого «набора» и является теми деталями в которых кроется «дьявол», но, извините нас за введливость, определение стоимости ни в коей мере не помогает расчетам, так как стоимость измеряется количеством затраченного на производство рабочим временем, нас же интересует ее денежное выражение – цена.

But, anyway... вот например, «стоимость минимального набора продуктов питания определяется на основе минимального набора продуктов питания для мужчины трудоспособного возраста», и на это есть соответствующие методические рекомендации. И далее в том же духе...

Но самое интересное начинается с момента осуществления рекомендации главы 3: Основные этапы организации статистического наблюдения за потребительскими ценами. **И основное правило – «естественный» отбор. Отбираются населенные пункты и торговые организации и предприятия сферы услуг, товары-представители, рассчитываются средние цены,**

**формируется система весов и, наконец, - рассчитывается ИПЦ и его различные вариации.** Хотя существуют некоторые критерии, в соответствии с которыми производится отбор, первый вопрос, который мы задаем себе – насколько эта выборка репрезентативна? Давайте договоримся заранее, что мы не ставим под сомнение добросовестное выполнение работы по сбору информации и расчету показателей инфляции, что рассуждения наши сугубо теоретические, и с этой оговоркой отметим, что установленные правила оставляют довольно пространства для маневра. Только и всего.

Идем дальше. Нам показалось интересным следующее правило: **«в число наблюдаемых объектов не включаются организации торговли, в которых реализуются товары, уровень цен на которые многократно превышает средний сложившийся уровень цен на аналогичные товары».** То есть, шансы, что в перечень магазинов попадет Третьяковский пассаж – минимальны, а, между тем, темпы инфляции на предметы роскоши имеют совершенно другой порядок, и тут мы можем только фальшиво посочувствовать владельцам «заводов, газет, пароходов» на тему того, что покупка очередной luxury yacht оборачивается ни то праздником, ни то – досадой. Ну да Бог с ними.

Важной «вехой» в нелегком деле расчета инфляции является **определение «набора товаров и услуг», в который включены «товары и услуги массового потребительского спроса, а также отдельные товары необязательного пользования (легковые автомобили, ювелирные изделия из золота, деликатесные продукты и т.д.)».** Тут мы можем, конечно, и не согласиться по-поводу отнесения, например, легковых автомобилей к категории товаров «необязательного пользования», ну да ладно. **Важно, что критерием ввода в список нового товара/услуги будет увеличение его доли в общих потребительских расходах хотя бы до 0,1%.** «Набор» состоит из трех групп: продовольственные товары, непродовольственные товары и платные услуги населению, при этом каждая из перечисленных групп представлена подгруппами, состоящих из товаров-представителей (например, подгруппа «Яйца» представлена товаром-представителем «Яйца куриные»... very funny, you know? Или вот: «Сыры сычужные твердые и мягкие»... каково?).

Перечень товаров и услуг, по которым производится постоянное наблюдение цен, имеется в приложении к «Методологическим положениям».

Регистрация цен также имеет свою процедуру (см. Глава 8). **Для нас важно отметить, что «потребительская цена (тариф), которая является конечной ценой потребления, включает НДС, акциз, налог с продаж и другие прямые и косвенные налоги, а также расходы и доходы товаропроводящей сети», что цены со скидками и на краткосрочных (менее 15 дней) распродажах учитывать не рекомендуется,** и что если вы покупаете мешок сахара, ваша покупка также не будет зарегистрирована, а только если те же 50 кг, но в стандартной расфасовке.

**Предусматривается также и фактор «моды» или новизны товара,** то есть, например, имеется в виду появление в продаже новых моделей мобильных телефонов по высоким ценам и их последующее быстрое удешевление. **В этих случаях рекомендуется включать товар в выборку на этапе стабилизации цены, когда страсти уже улягутся, а в соответствии с методикой, страсти сходят на нет уже через 2-3 месяца. А выбывают различные модели телефонов и списка по причине из морального старения и игнорирования потребителями.** Изменение списка отслеживаемых моделей телефонов может производиться 2-3 раза в год, что говорит нам... о чем это может нам говорить? О том, что потребитель у нас пошел искушенный, а бизнес компаний продающих мобильные телефоны достоин проявления инвестиционного интереса.

Но мы отвлеклись... Несколько глав посвящены процедурам замены товаров при необходимости, изменение структуры товарного «набора», расчет средних цен на сезонные товары и т.д. Кстати о сезонности, может показаться, что вопрос касается в основном, плодоовощной продукции, и это – правда. Глава 11. читается на одном дыхании, как занимательные приключения постепенного ввода в структуру молодого картофеля и белокочанной капусты, и вытеснения старого урожая. А вот например, такая интересная позиция как «рытье могилы» в некоторых регионах также имеет сезонный характер и «зимние цены» могут существенно отличаться от «летних цен».

Постепенно подбираясь к сути вопроса, переходим к главе 13 «Порядок расчета индекса потребительских цен».

**Как и средние потребительские цены, расчет ИПЦ имеет дедуктивных характер - от уровня городов, затем обобщаясь до регионального и федерального уровня в агрегатных индексах. Расчет ИПЦ осуществляется в соответствии с модифицированной формулой Ласпейреса.**

**И, наконец, мы подошли к наиболее важному вопросу, всецело объясняющему несоответствие изменений розничных цен на целый ряд продовольственных товаров на 30-50%, и роста показателя инфляции на 0,8% и 1,6% в сентябре и октябре соответственно. Ответ заключается в системе формирования весов для расчета ИПЦ, основа которой – структура потребительских расходов населения, исходя из которой, продовольственные товары имеют удельный вес 40, а самые «тяжелые» статьи – мясопродукты и алкогольные напитки.**

В то же время, веса в наибольшей степени подорожавших за последние два месяца продуктов распределяются следующим образом:

- ▶ Масло и жиры – 1,37
- ▶ Молоко и молочная продукция – 2,68
- ▶ Сыр – 0,96
- ▶ Хлеб и хлебобулочные изделия – 2,23
- ▶ Макароны и крупяные изделия – 0,99

**При этом надо учитывать, что значительно подорожавшее подсолнечное масло, занимает в статье «Масло и жиры» в среднем менее половины (веса пересматриваются раз в год), а значит, в агрегированном индексе – вес не более 0,6. И в целом, каждая из этих групп товаров может иметь широкий перечень составляющих. Например (позволим себе развернуться на данных из группы «Платные услуги»), в статью расходов домашних хозяйств «Посреднические и прочие услуги» включаются затраты на весьма разнородные услуги, как то: услуги астрологов (дабы убедиться в обоснованности выбора партнера для создания семьи), частных детективов (чтобы разбить семью наверняка и основательно), и семейных консультаций (чтобы семью восстановить в случае, если детектив не справится с работой), а также – комплиментарные услуги к вышеперечисленным: ксерокопирование документа, повторное получение гербового документа в органах ЗАГС, и, главное - пользование общественным туалетом.**



Аналогично объясняется вторая загадка – почему октябрьское повышение цен на 1,6% произошло именно за счет «замороженных» цен на социально-значимые продукты (все то же масло, молоко и хлеб). Потому что, как мы знаем, цены были заморожены на наиболее дешевые позиции из товарных категорий, что было компенсировано, например, повышением цен на хлеб более высоких сортов. Разница в ценах базового и отчетного периода оказалась значительной, что и привело к увеличению показателя инфляции, несмотря на стабильные цены по узкому кругу товаров.

Последствия предсказуемы – дешевые продукты могут скоро стать (и уже становятся) дефицитом, по мере сокращения их доли в потреблении их названия сотрутся не только из памяти потребителей, но и из базы расчета ИПЦ, который получит новый импульс для роста.

Как никогда актуальным становится совет Марии-Антуанетты, говорившей, если у народа нет хлеба, пусть ест пирожные.

И под конец совершенно невозможно не вернуться к теме «пространства для маневра» (мы старательно избегаем употреблять слово «манипуляция») и не процитировать из главы 15: «Пересмотр системы весов, используемой при построении индексов потребительских цен, осуществляется ежегодно. **При высоких темпах инфляции, вызывающих значительные и резкие изменения в структуре потребления населения в течение короткого промежутка времени (например, дефолт 1998г.) в систему весов, используемую для расчета ИПЦ, в исключительных случаях в течение отчетного года могут вноситься соответствующие коррективы** («Методические рекомендации построения системы взвешивания, применяемой при исчислении индекса потребительских цен в условиях резкого изменения цен» утверждены руководством Госкомстата России 2 декабря 1998г.)».

Что касается прогнозов инфляции, мы склоняемся к тому мнению, что и первая и вторая производная показателя по-прежнему будут положительными – темпы будут ускоряться. И не только по причине роста мировых цен на сырье и материалы, не только из-за естественных процессов увеличения денежной массы в условиях растущей экономики. Но еще и вследствие действий ЦБР. Планируемое сокращение темпов наращивания ЗВР вполне согласуется с решением разместить временно свободные денежные средства Стабилизационного фонда на депозитных счетах коммерческих банков и частично направить на выдачу кредитов РЕПО. Очевидно, затруднения с получением займов от иностранных банков требует активных действий ЦБР на внутреннем денежном рынке для поддержания необходимого уровня ликвидности. Мы видим, таким образом, что вопрос ликвидность представляется ЦБР более острым, чем сдерживание темпов инфляции, и именно поэтому ожидаем ее ускорения.

## МОДЕЛЬНЫЙ СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ПОРТФЕЛЬ

Компания	количество акций	цена покупки, US\$	цена покупки, RUB	текущая цена, US\$	капитализация в портфеле, US\$	прибыль/ убыток, %	доля в портфеле, %
<b>Нефтегазовый сектор</b>							<b>49,87</b>
Газпром	8000	9,08	235,07	13,17	105360	45,04	13,00
Лукойл	1350	74,60	1931,27	92,30	124605	23,73	15,38
Сургутнефтегаз	90000	1,12	29,00	1,246	112140	11,25	13,84
Татнефть	10000	4,36	112,87	6,2	62000	42,20	7,65
<b>Банки</b>							<b>15,20</b>
ВТБ	16400000	0,00552	0,1429	0,00487	79868	-11,78	9,86
Сбербанк	10000	3,56	92,03	4,33	43300	21,80	5,34
<b>Энергетика</b>							<b>3,80</b>
РАО ЕЭС	25000	1,256	32,52	1,23	30750	-2,07	3,80
<b>Металлургия</b>							<b>10,49</b>
ВСМПО-Ависма	100	300	7476,9	325,00	32500	8,33	4,01
ММК	40800	1,15	28,661496	1,31	53244	13,48	6,48
<b>Телекомы</b>							<b>8,00</b>
МТС	3300	9,30	240,76	14,70	48510	58,06	5,99
Уралсвязьинформ	240000	0,057	1,46	0,0680	16320	19,30	2,01
<b>Химия</b>							<b>4,35</b>
Акрон	960	30,75	766,3392	36,75	35280	19,51	4,35
<b>Облигации</b>							<b>8,19</b>
Паи "Фонд облигаций"	25000	2,4021	62,19	2,6550	66375	10,53	8,19
УК ПИОГЛОБАЛ							
<b>Итого:</b>					<b>810252</b>		<b>100</b>
<b>Доход по портфелю за весь период (с 29.05.2007)</b>						<b>35,98</b>	

Со дня формирования портфеля (29 мая 2007 года) совокупный доход по всем позициям составил 35,98%. За то же период индекс РТС вырос на 30,57%.

Негативное влияние на динамику портфеля продолжают оказывать акции ВТБ и РАО ЕЭС.

В среднесрочной перспективе мы видим хорошие возможности роста этих бумаг, и сокращать позиции по этим бумагам пока не собираемся.

Особое внимание в ближайшее время мы будем уделять бумагам МТС и Акрона, так как их котировки приближаются к своим target price (US\$15,20 и US\$40,00 соответственно). Мы анализируем возможность для этих акций дальнейшего роста, или сокращения позиций и замены их в портфеле более перспективными на данный момент акциями.

Общая рекомендация по портфелю, в соответствии с нашим умеренно-оптимистичным взглядом на рынок в среднесрочной перспективе – «держаться».

### Структура модельного портфеля

