



Главное:

- Сочельник перед Католическим Рождеством, 2012 год почти сделан. Рублевый индекс ММВБ +5.5%, не считая дивидендов (это еще ~3%).
- Индейцы Майя круты, они предсказывали не конец света, а «фискальный обрыв» (шутка). Политикам США остается всего несколько дней, чтобы успеть принять законы до конца года

Накануне:

S&P500 минус 0.9%, STOXX Europe 600 минус 0.3%, индекс ММВБ минус 0.7%. Снижение мировых рынков было запрограммировано, еще в ночь с четверга на пятницу, когда пришли сообщения, что Бойнер «умывает руки» и уходит из переговоров.

«Фискальный обрыв» - основная вещь, которая волнует мировые рынки, но довольно слабо освещается в российских СМИ. Сегодня особенно писать не о чем, поэтому мы еще раз опишем суть событий.

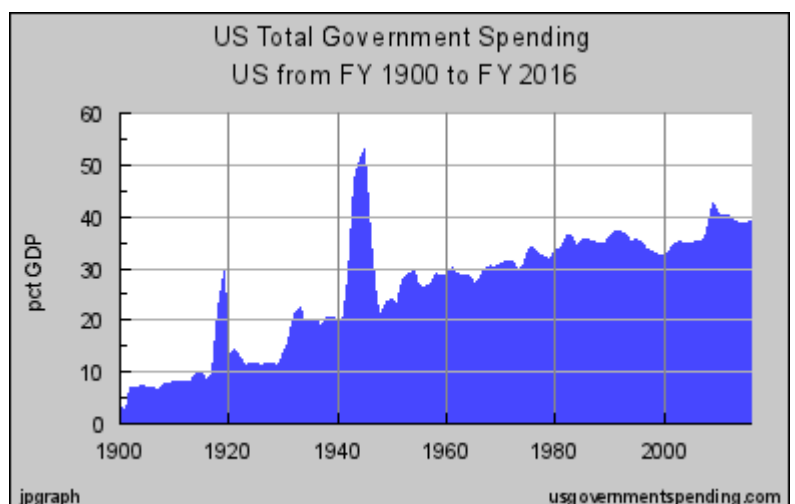
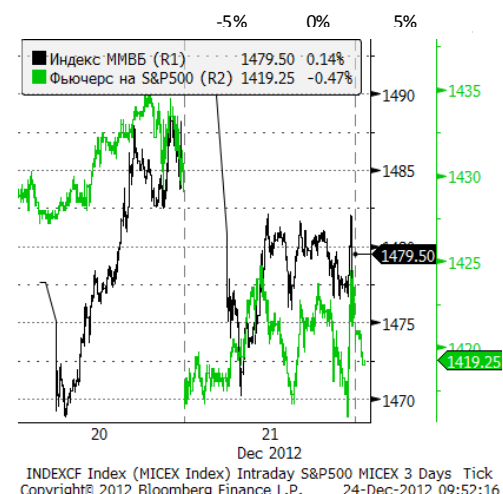
«Фискальный обрыв» — это битва идеологий. Поэтому нужно сперва разобраться в идеологических установках доминирующих партий США. Слегка упрощая, республиканцы - это партия богатых, они хотят иметь меньше налогов и меньшую роль государства. Демократы хотят большей перераспределительной роли государства, социальных расходов, пособий по безработице. Они хотят видеть общество более ровным, чем сейчас (в США с 80-х непрерывно растет расслоение).

С точки зрения доминирующей идеологии, республиканцы ближе к идее *laissez-fair* (от фр. «пусть идет») или невмешательства государства. В частности, республиканцы выступают против монетарных манипуляций ФРС.

В 80-е и 90-е годы в экономической науке доминировало направление «новых классиков» (основанных на «рациональных ожиданиях» и «гибкости цен»). Это идеологическая подоплека республиканцев, также как и доктрина «экономики предложения» (supply side). Она утверждает, что надо поддерживать бизнес, что обеспечит рост, а «набегающая волна поднимает все лодки», богатых и бедных. Противники «большого государства» говорят, что это

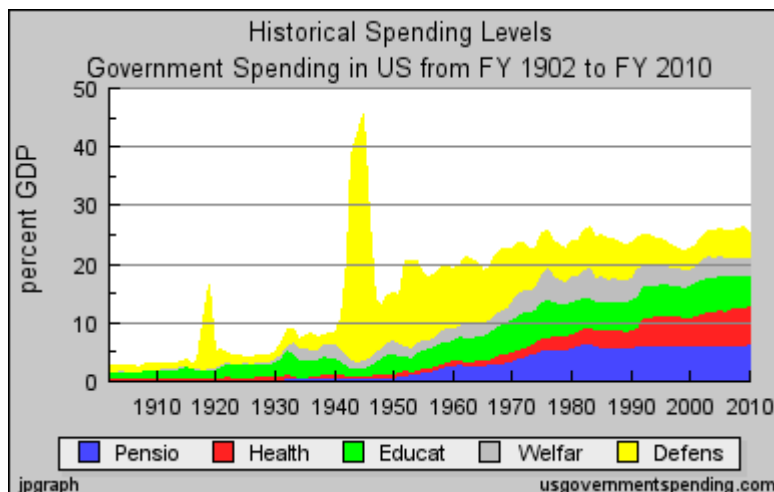
Лидеры изменений на ММВБ

Система ао (24.4)	16%
СевСт-ао (384)	15%
ГАЗПРОМ ао (144.35)	11%
Аэрофлот (42.99)	9%
Татнефть Зап (106.68)	5%
Новатэк ао (347.29)	4%
ОГК-5 ао (1.535)	3%
Ростел -ао (120)	3%
МТС-ао (243.18)	2%
Роснефть (262.31)	0.1%
ГМК Норник (5690)	-1.0%
РусГидро (0.7425)	-1.1%
Магнит ао (4840)	-1.1%
Сбербанк (93.5)	-1.3%
Сбербанк-п (67.27)	-1.5%
Газпромнефть (143.43)	-2.1%
ФСК ЕЭС ао (0.2055)	-2.1%
Транснефть (67750)	-2.1%
Сургутнефтегаз-п (20)	-2.3%
Уралкалий-ао (236)	-4.5%



способствует иждивенческим настроениям и ведет к застою. Мы не можем сказать, что за этими словами нет смысла, однако в большей мере симпатизируем демократам.

Ярким демократом был Ф.Д.Рузвельт, при котором экономика Штатов выходила из Великой Депрессии. Он резко поднял налоги и увеличил госрасходы. Доля правительства выросла с ~10% от ВВП до ~20%+, и продолжает расти дальше. График выше включает федеральный и местные бюджеты. Тогда как доля трат федерального правительства в последние 50 лет остается примерно на одном уровне, это 20%+, см. справа.



Демократы хотят доступной медицины для всех, а не только тех кто может платить (пример: реформа медицины в 2010 году «Obama-care»), больше пособий по безработице.

Текущий кризис обострил идеологические противоречия между партиями. Так, посткризисный дефицит бюджета США около \$1 трлн. республиканцы называли угрозой для устойчивости. В их представлении может произойти «восстание держателей облигаций! (bondholder revolt). Есть и другой красочный образ, что могут появиться «линчеватели облигаций» (см. en.wikipedia.org/wiki/Bond_vigilante), как это было со странами GIPSI.

Идеология демократов близка к доктрине Кейнса, признающего необходимость контрциклического регулирования экономики, что противостоит идее *laissez-fair*. Фискальная и монетарная экспансия предполагают, что для того, чтобы вытащить экономику их «плохого эквилибриума». В этом направлении экономической мысли предполагаемое резкое сокращение дефицита США (с 8% от ВВП до ~4% от ВВП), т.е. «фискальный обрыв» приведет к рецессии.

Перед глазами стоит пример Европы и Великобритании, где всеобщая политика экономии, сокращение дефицита вызывало спад (правда, здесь также имеются другие депрессивные эффекты от напряженности на финансовых рынках).



Республиканцы, придерживаются идеологии «новых классиков», где размер дефицита почти не важен (см. en.wikipedia.org/wiki/Ricardian_equivalence). Однако республиканцы едва ли хотят, чтобы их обвинили в том, что они загнали экономику в рецессию, не хотят роста безработицы, что нанесет удар по их реноме. Несмотря на то, что они преимущественно отвергают идеи кейнсианства, внутренне они

считаются с ними. С такими идеологическими установками политики США и подошли к «фискальному обрыву». Он, в свою очередь, представляет следующее:

Первое, заканчивают действие 10-ти летние налоговые каникулы, введенные с 2003 года Дж.Бушем младшим. В конце 90-х и начале 2000-х при Клинтоне в США был профицит, госдолги сокращались в объеме (так что на рынке был страх, что госдолг вообще исчезнет, т.н. «treasury scare»).

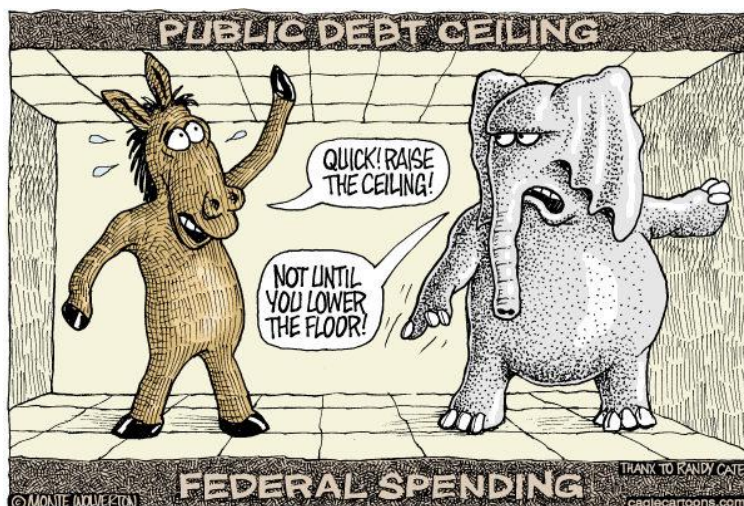
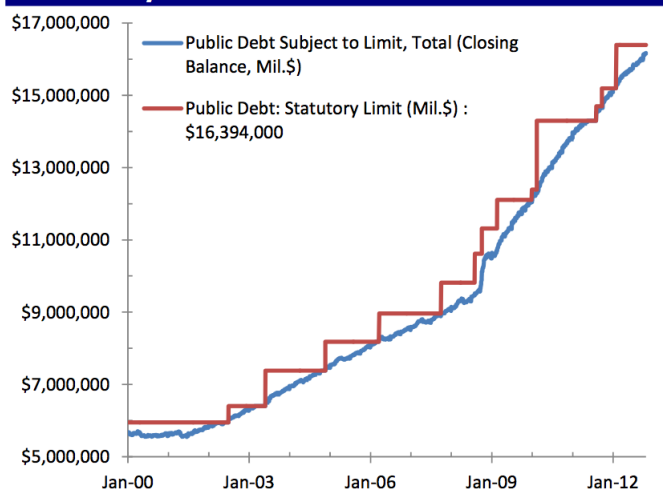
Второе, республиканцы и демократы договорились об «обрыве» в октябре 2011, когда не смогли прийти к обоюдному решению. Напомним, что до этого, в августе 2011, случилось небольшое потрясение в политике и экономике. Республиканцы используют тактику «замори чудовище» (en.wikipedia.org/wiki/Starve_the_beast). Они любыми способами сокращают налоги, и не дают их повышать. Цель в том, чтобы заставить демократов пойти на сокращение расходов, включая социальные. Результатом, правда, становится рост дефицита бюджета. Этот тренд начался еще с Рейгана (см. фото на предыдущей странице).

Одним из рычагов воздействия является потолок госдолга США. Это странный закон, вступающий в противоречии с другим законом. Так, в 2011 году Минфин США должен был выполнять бюджет, в котором записан существенный дефицит и, соответственно, необходимость занимать. Но занимать было нельзя, поскольку республиканцы с большинством в нижней палате блокировали прохождение закона повышающего лимит (см. график справа, источник qz.com)

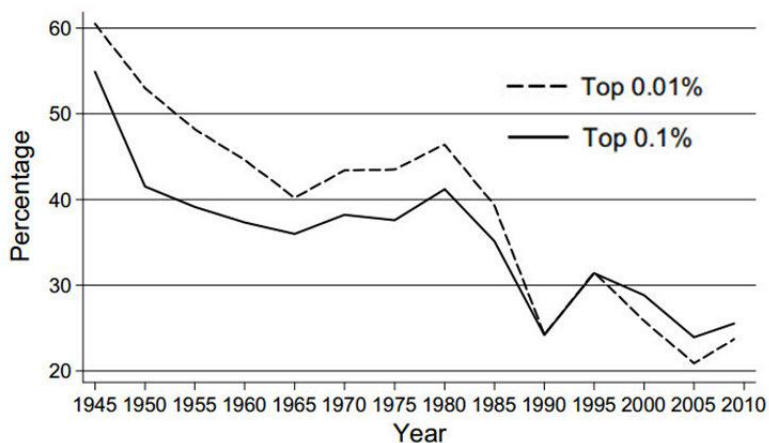
Республиканцы надеялись, что смогут вынудить демократов пойти на уступки и сокращения. Те отказывались, так что маячила возможность секвестра бюджета, невыполнения записанных в законе социальных обязательств.

Нелепость этой ситуации, осознание неадекватности политики привело к отзыву высшего рейтинга от S&P. И мы

US Treasury debt limit



Average Tax Rates for the Highest-Income Taxpayers, 1945-2009



Source: CRS calculations using Internal Revenue Service (IRS) Statistics of Income (SOI) information.

понимаем решение рейтингового агентства. В этой же канве, на прошлой неделе Fitch заявило, что также может отозвать высший рейтинг Штатам, если противостояние продолжится.

После событий августа 2011 года республиканцы и демократы пытались договориться, но не смогли. Поэтому записали в законе возможность резкого сокращения расходов бюджета (секвестр) в 2013. Плюс, к этому времени должны были закончиться налоговые каникулы Буша-младшего. Цель - заставить договариваться. Но это никак не выходит.

Республиканцы действительно находятся в уязвимой ситуации.

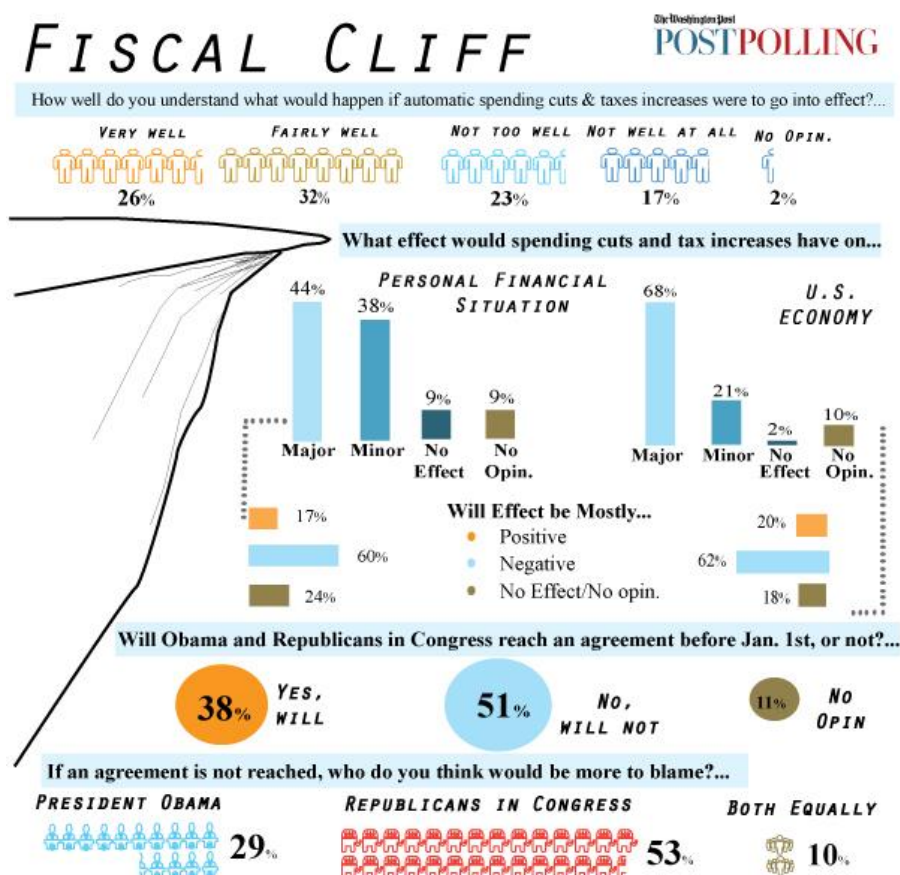
Они не смогли убедить демократов сильно сократить расходы в той мере, какой хотели. И в начале прошлой недели спикер нижней палаты Бойнер пошел на хитрость со своим «планом Б». Планировалось, что нижняя палата, где у республиканцев большинство, примет закон, повышающий налоги на лиц с доходами больше \$1 млн. (демократы хотят повышения налогов порога доходов в \$250.. \$400). Это позволило бы республиканцам снять с себя клеймо защитников доходов миллионеров и миллиардеров.

В противном случае они рискуют закрепить облик «партии богатых», которые готовы пожертвовать стабильностью экономики и благосостоянием рядовых американцев ради состоятельного меньшинства. (см. график средней ставки налогов на самых богатых американцев en.wikipedia.org/wiki/Bush_tax_cuts). При этом большинство американцев будут винить республиканцев за «обрыв» (см. иконографику Washington post , goo.gl/2N5zz)

Но хитрость Бойнера не удалась, он не смог убедить даже собственных однопартийцев, в нижней палате закон не набрал большинства и он отказался от «плана Б».

Теперь не ясно, что могут республиканцы и демократы предпринять дальше. Остается надежда, что случится как в августе 2011 года. Тогда закон будет принят буквально в последнюю минуту.

Так что пока рынки довольно спокойно реагируют на новости (меньше 1% падения по фондовым индексам в пятницу), очевидно, предполагая, что фискальный обрыв будет предотвращен. Мы, увы, не знаем, как можно прогнозировать политику.



Разное:

- «Транснефть» второй год продолжает сокращать объемы спонсорской помощи. В этом году благотворительные расходы снизились почти в 2 раза до 3,7 млрд. руб. против прошлогодних 6,7 млрд. Уменьшение затрат на благотворительность в компании объясняют в целом взятым курсом на сокращение издержек. Основным бенефициаром в этом году стал благотворительный фонд «Константиновский» (строительство Приморского океанариума), на который пришлось около 80% (или 3 млрд. руб.) благотворительных расходов компании. «Транснефть» славится своими многомиллиардными тратами на благотворительность, но вплоть до 2011 г. компания хранила под грифом секретности получателей благотворительной помощи. Публикация получателей помощи началась только с прошлого года.

Очевидно, что подобная трата денег не слишком радует миноритарных акционеров компании (держателей префов), которым одновременно недоплачивают дивидендов (если считать от величины чистой прибыли по МСФО).

- Регуляторы обсуждают четыре новые модели энергорынка с целью выбрать наиболее эффективную. На сегодня оптовый рынок состоит из двух отдельных рынков: рынка мощности и рынка электроэнергии.

Первые три обсуждаемые модели оставляют рынок электроэнергии без изменений, поправки же касаются продажи мощности. Среди обсуждаемых вариантов рассматривается, что плата за мощность будет определяться на основе постоянных затрат станций, либо это будет в виде индивидуальной компенсации за их содержание или же вовсе платы за мощность не будет. Четвертая модель предусматривает продажу э/э и мощности по свободным договорам. Регуляторам предстоит решить два основных вопроса сохранить ли на рынке прежнюю модель двух товаров или же объединить мощность и электроэнергию в один рынок, и до какой степени увеличить свободные договоры.

Прежняя модель не выполнила задач из-за того, что правительство пошло на популистские меры, ограничив темпы роста тарифов, да и сами энергетические компании стали менее эффективными.

В этой связи мы задаем вопрос: а не случится ли новая волна роста акций в электрогенерации? И поверят ли инвесторы правительству на этот раз после случившегося «кидалова» с обещанным Чубайсом свободным рынком, который так и не появился?

- «Аптечная сеть 36,6» увеличила чистый убыток по МСФО по итогам 9 месяцев 2012 г. на 18% до 650 млн. руб. Рентабельность по EBITDA за период снизилась с 44 до 40%, выручка снизилась на 1%, до 15,6 млрд. руб. Совокупный долг группы за 3 квартала вырос на 7%, достигнув 10,3 млрд. руб.

Основными факторами, оказавшими негативное влияние на финансовые результаты, менеджмент компании назвал повышение закупочных цен и снижение отпускных цен из-за роста

продаж через аптеки сети дискаунтеров «Леко». Значительно смягчает финансовые потери группы прибыль «Верофарма», который, как сообщалось ранее, должен быть в скором времени продан АФК «Система», что позволит «Аптечной сети» погасить до половины всего имеющегося долга.

У аптечных сетей есть еще одна угроза (кроме переинвестирования в секторе, по нашему мнению). Это возможность продаж лекарств розничными сетями, что очевидно, приведет к перераспределению рынка.

- Акционеры «ЛУКОЙЛа» утвердили выплату промежуточных дивидендов в размере 40 руб. на акцию с дивидендной доходностью почти 2% (годовая доходность будет выше).

Общая сумма выплат по итогам первого полугодия составит 34 млрд. руб. или 22% от полугодовой чистой прибыли по стандартам US GAAP. Список лиц, имеющих право получения дивидендов (отсечка), был составлен на 12 ноября 2012 года. Дивиденды будут выплачены до конца текущего года. «ЛУКОЙЛ» впервые в этом году будет выплачивать промежуточные дивиденды.

Местное:

- Пермский край получит дополнительно 144,6 млн. руб. из федерального бюджета на модернизацию здравоохранения. Всего в бюджете на 2013 г. на эту цель заложено 1 млрд. руб.
- Пермский автовокзал заплатит штраф в 300 тыс. руб. на основании постановления Пермского УФАС. Причиной предъявления претензий послужил метод взимания платы «Автовокзалом» – вместо оплаты оказанных услуг муниципальное предприятие «производило дифференцированное изъятие выручки», сообщает сегодня «Business-Class». Суть в том, что с перевозчиков брали комиссию в зависимости от стоимости билета, тогда как ФАС считает, что нужно было брать фиксированную.

Суд подтвердил выводы ФАС, что подобная схема не является обоснованной.

Конъюнктура:

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. 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, cmr@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.