



## Главное:

- «Бюджетный обрыв» в США вряд ли состоится, как следует из заявлений лидеров республиканцев и демократов. Однако дискуссия об этом только стартовала.
- ВВП РФ в 3-м квартале 2012 года рос самыми медленными темпами с 2012 года – 2.9% (YoY – year on year).

## Накануне:

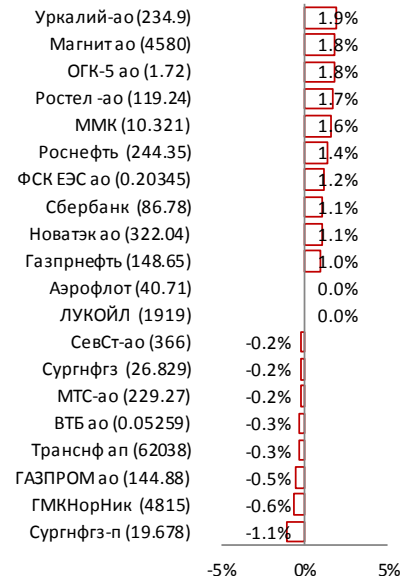
Рынки остаются в унылом настроении. Это не провал котировок, в понедельник индекс ММВБ вырос на 0.5%, S&P500 +0,01%, STOXX Europe 600 минус 0.3%. Но напомним, что на прошлой неделе акции выпали вниз из «бокового тренда», в котором пребывали с сентября. Пока особых причин для уверенного снижения не видно, так что можно давать эпитеты «усталость», «апатия». Однако эмоциональная окраска не есть рациональное объяснение. Две животрепещущих темы – «фискальный обрыв» (fiscal cliff) и выделение денег Греции развиваются, похоже, в положительном направлении.

Греция на прошлой неделе с грехом пополам выполнила требования кредиторов («тройки»), приняла необходимые законы. Есть задержки с выделением денег. Министры финансов (еврогруппа) вчера отказалась принимать решение о финансировании, поскольку не готов окончательный доклад о положении дел. Следующее заседание еврогруппы намечено на 20 ноября (следующий вторник), где очень вероятно, транш на €31.5 млрд. будет выделен.

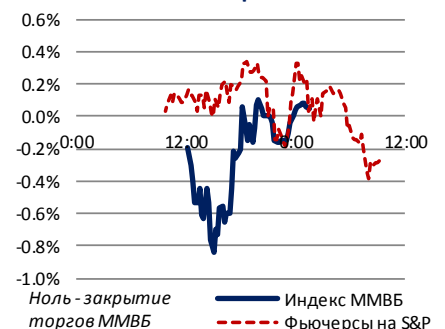
Это притом, что Греция должна гасить очередной выпуск 16-го ноября (перед ЕЦБ), что, казалось бы, выглядит скверно. Однако для покрытия этого разрыва Греция разместит краткосрочные векселя сроком в 1 и 3 месяца на €3.13 млрд., так что дефолта не будет. Страна не полностью отсечена от финансирования, так одномесечные векселя страны сейчас торгуются в районе 4-5% годовых (неликвидны, спред высок, поэтому точно сказать трудно). Так что Греция получит свои деньги, и на ближайшие полгода о проблемах долга Греции можно будет забыть. Правда, остается вопрос о выделении дополнительных денег.

После выборов Обамы дискуссия о налогах и расходах США активизировалась, также выросло внимание СМИ (см. график справа). Чтобы понять

## Лидеры изменений на ММВБ



## Рынки после закрытия ММВБ



---

суть неплохо бы углубиться в историю (интересующихся отошлем к книге Пола Кругмана «Кредо либерала»). Если очень упрощенно – демократы (и президент Обама) выступают больше как социалисты, желают повышать налоги, особенно на богатых, «выравнивать» общество. Республиканцы выступают как «партия богатых», хотят уменьшить размер государства до минимального (оставив только силовые функции – оборона и судебно-правовая система).

Демократы оперируют понятиями справедливости, разделения «пирога». Мы в большей мере близки к позиции демократов, вряд ли налоги в США можно назвать большими, особенно, если сравнить с европейским уровнем.

Республиканцы имеют свою идеологию, имеющую свои аргументы. Это «экономика предложения» (supply side economics), которая утверждает, что «набегающая волна поднимает все лодки». Республиканцы также утверждают, что налоги подрывают стимулы, ссылаются на «кривую Лаффера» (из которой следует, что есть оптимальный уровень налогов, способствующий быстрому росту экономики). При этом республиканцы повинны в нынешнем размере долга, связанном с бушевским сокращением налогов, войной. Затем добавился кризис.

США около 10 лет назад имели профицит в годы правления Клинтона (что на проверку оказалось временным явлением, связанным с технобумом NASDAQ). Интересно, что тогда был страх, что рынок гособлигаций исчезнет (это именовалось «treasure scare»), в частности, был прекращен выпуск 30-ти летних облигаций.

Республиканцы всяческим образом стараются уменьшить размер правительства в экономике, используя тактику «замори чудовище» (starve the beast, чудовище – это государство). Эта тактика предполагает активное сопротивление любому повышению налогов.

Верхняя палата Конгресса (Сенат) контролируется демократами, нижняя (палата представителей) – республиканцами, что создает патовую ситуацию и требует согласия обеих партий. В августе 2012 года республиканцы пытались торговаться, блокируя повышение лимита долга. Складывалась парадоксальная ситуация, когда те же республиканцы одобрили бюджет, предполагающий займы, но другим законом запрещали эти займы. Неадекватность политики привела тогда к утрате рейтинга AAA по мнению S&P.

С приближением «фискального обрыва» 2013 года остаются опасения, что республиканцы упрутся рогом, чтобы продавить желаемую ими политику. Есть сообщения, что Обама собирается запустить общенациональную компанию в поддержку больших налогов, с целью опорочить республиканцев (что может им аукнуться потерей контроля нижней палаты). Идущие сейчас заявления говорят, что республиканцы готовы на компромисс. Но так это или нет, еще предстоит узнать. Ближайшие недели «фискальный обрыв» будет важной темой.

## Разное:

- Росстат опубликовал первую оценку роста ВВП в 3-м квартале 2012, составившую 2.9%, что чуть лучше ожиданий по консенсусу Bloomberg в 2.8%, и аналогичной оценки Минэкономразвития. Однако такой темп роста является самым низким со времен кризиса.

Замедление роста вряд ли соответствует понятию «перегрев». Так что данные Росстата мы бы трактовали как признак того, что ЦБ РФ вряд ли будет повышать ставки в предстоящие месяцы. Напротив, похоже, ЦБ РФ, будет снижать их где-то весной 2013 года. Также это предполагает, что инфляция в РФ будет снижаться быстрее, чем ожидалось. Мы полагаем, что в 2013 году рост цен может оказаться ближе к 5%, нижней границе цели ЦБ РФ в 5%-6%.

На этом же основании мы рискнем предположить, что Россия в текущие месяцы будет переживать пик процентных рублевых ставок, и потом они медленно пойдут вниз. Это предполагает инвестиционные решения – вложения в депозиты банков (ставки сейчас хороши) и покупка облигаций с высокой дюрацией.



- US Rusal

опубликовал слабые финансовые показатели по итогам третьего квартала. Так, выручка компании упала на 9,1% до \$2,6 млрд., EBITDA сократилась в 2,5 раза до \$130 млн.

Чистый убыток вырос в 2 раза до \$118 млн. Ухудшение показателей объясняется неблагоприятной рыночной конъюнктурой. Цены на алюминий упали до критически низких уровней – \$1920/т. на LME, при комфортном уровне для US Rusal в районе \$2200-2300/т. В следующем году компании предстоит рефинансировать долг в размере \$4,75 млрд. Таким образом, финансовое положение US Rusal, с учетом высокой долговой нагрузки, крайне уязвимо к изменениям цен на алюминий, особенно в сторону понижения. Тем не менее, есть позитивные ожидания, что экономика Китая начинает восстанавливаться, и спрос на металлы снова выйдет из затяжного пика, что будет способствовать росту цен на алюминий и улучшению финансового положения Rusal.



- 
- Две генерирующие компании «КЭС-холдинга» «ТГК-9» и «Волжская ТГК» могут променять «Газпром» на Сечина и начать закупать газ у структуры ТНК-ВР. Общая сумма контракта может составить до \$31 млрд., срок – до 2030 г. Смена поставщика связана с более выгодными условиями в области ценообразования. Так, «Газпром» продолжает терять позиции на внутреннем рынке, с 2007 г. компания сократила объем поставок на 13% до 270 млрд. куб. м газа к концу 2012 г. Ранее структуры «Интер РАО», «Э. Он», «Фортум», «Мечел» и «Северсталь» не захотели продлевать контракт с «Газпромом».
  - С января 2013 г. Россия может перейти на импорт бензина и дизеля. Причиной тому запрет на продажу топлива стандарта ниже «Евро-3», который будет введен с начала следующего года. Из оборота может быть выведено 1 млн. т. автобензина. «Лукойл» и «Башнефть» уже производят топливо стандарта «Евро-4» и «Евро-5», а в следующем году на новый стандарт перейдет и «Газпром нефть». На данный момент Россия потребляет порядка 70 млн. т. топлива в год. Нехватка же может быть покрыта за счет покупки на НПЗ в Белоруссии и Литве.
  - Вчера стало известно, что ФАС одобрила заявку АФК «Система» на покупку производителя лекарств «Верофарм» у «Аптечной сети 36,6». Данная сделка положительно повлияет как на котировки акций «Аптечной сети 36,6», так и на «Верофарм», позволив снизить долг первой и устранив ограничения в развитии второй. Подробно об этом мы писали в обзоре 02 ноября 2012 г.

## Местное:

---

- Совет директоров «Уралкалия» сегодня рассмотрит вопрос о продолжении программы обратного выкупа акций (buy back) с целью поддержания котировок компании. Правда, в текущих условиях проведение buy back сопряжено с определенными рисками. Дело в том, что при росте котировок «Уралкалия» может наступить момент, когда китайскому фонду CIC будет выгодно реализовать свой опцион и конвертировать облигации в акции, получив контроль над 12,5% компании.
- На дорожный ремонт в Перми в 2013 г. будет потрачено 2,1 млрд. руб., в 2014 г. – 2,5 млрд. руб. Для сравнения в 2011 г. этот показатель составил 1,7 млрд. руб.

# Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



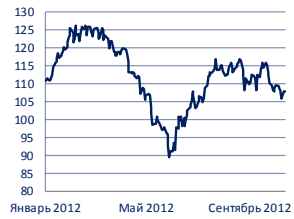
Курс JPY/EUR



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

Чечулин Михаил Павлович  
Генеральный директор  
тел. (342) 210-59-91, cmp@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.