

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 6 апреля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Сургнфгз	31.97	2.3
ПолюсЗолот	1709.8	1.4
РусГидро	1.4937	1.3
ОГК-3 ао	1.3497	0.9
Ростел-ао	172.24	0.4
ГАЗПРОМ ао	238.72	0.4
Сургнфгз-п	17.495	0.4
Татнфт Зао	191.88	0.4
Новатэк ао	383.8	0.3
Роснефть	267.5	0.3
Транснф ап	44871	0.0
ФСК ЕЭС ао	0.41	0.0
Аэрофлот	72.6	-0.2
Уркалий-ао	240.33	-0.2
МТС-ао	259.71	-0.3
СевСт-ао	561	-0.4
Система ао	35.35	-0.4
ЛУКОЙЛ	2050.1	-0.5
Татнфт Зап	107.05	-0.5
ОГК-5 ао	2.7	-0.6
Сбербанк-п	73.6	-0.9
Газпрнефть	149.25	-1.1
ГМКНорник	7731	-1.1
Ростел-ап	88.41	-1.4
Сбербанк	106.85	-1.5
Магнит ао	3889.9	-1.6
РБК ИС-ао	43.102	-1.6
ВТБ ао	0.0987	-1.6
ММК	31.571	-2.1

Начало торгов началось с понижения, наводя мысли о начале коррекции, но она не удалась. К вечеру индекс ММВБ вернулся обратно, закрытие минус 0.21%. Европа закрылась около нуля.

В ходе торгов ночью американские акции сначала росли, но затем отыграли обратно. Комментарии связывают это с публикацией протокола последнего заседания FOMC по ставкам, на котором некоторые члены совета директоров заявляли о необходимости ужесточения ставок.

Ставка ФРС находится в районе нуля, и продолжается программа QE-2 по выкупу активов с рынка и дальнейшему «наводнению ликвидностью». Она должна закончиться в начале лета, и еще недавно были разговоры даже о третьем раунде. Американская экономика чувствует себя неплохо и надобность в монетарных стимулах исчезает.

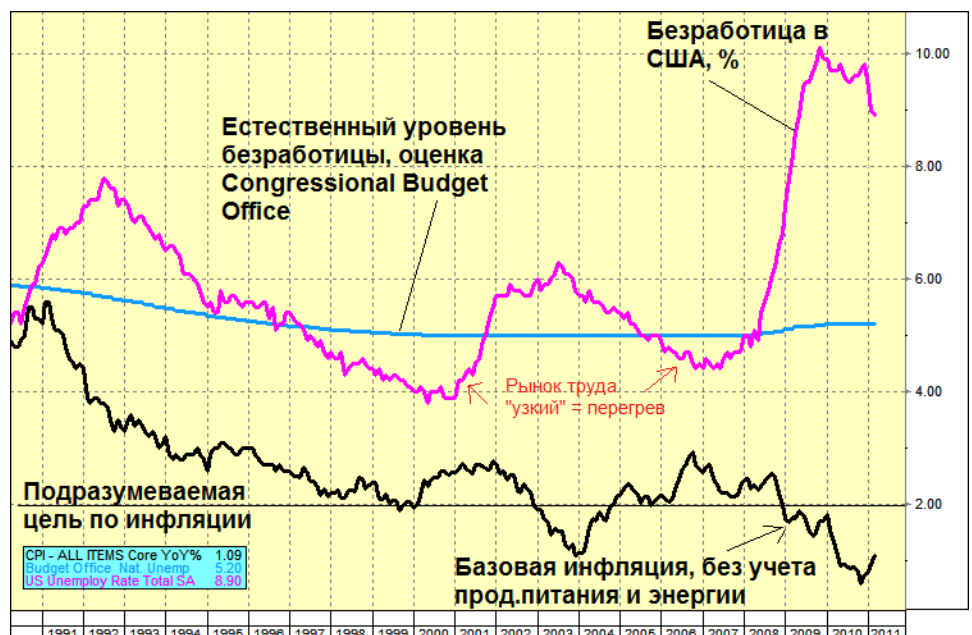
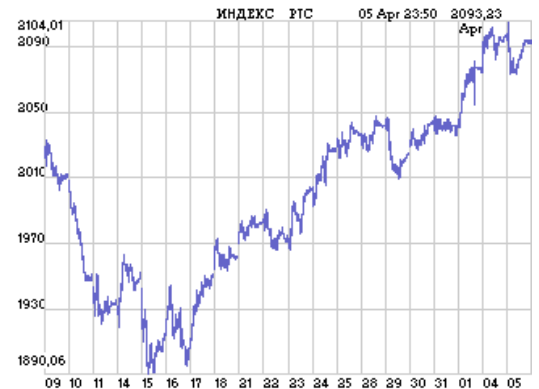
Безработица в США падает, максимум был в ноябре 2009 – 10.1%, в декабре 2010 она была 9.8%, в марте уже опустилась до 8.9%. «Естественным уровнем» в США считается безработица около 5.2%. Экономисты имеют красивую историю о том, как связана занятость с инфляцией – когда рынок труда «узкий», работу найти легко, работники начинают требовать высокой зарплаты. Увольняясь, они быстро находят новое место, а работодатели вынуждены конкурировать за «редкий ресурс». Конечно, безработица не падает до нуля, поскольку всегда есть несоответствие трудовых навыков потребностям (структурная безработица) и проблема работодателя и работника встретиться (фрикционная безработица). Итак,

если безработица падает ниже определенного «естественного» уровня, то начинает разгоняться инфляция. А пока безработица высокая инфляция не растет. Все это описывается эмпирическим законом – «кривой Филипса».

Итак, есть удобная теория, говорящая, что монетарные власти имеют компромисс между инфляцией и безработицей. Справа мы приводим графики, сравнивающие безработицу с ее «естественным уровнем», а также базовую инфляцию с неофициальной целью в 2%.

После кризиса в США наблюдались дефляционные процессы. Инфляция остается низкой до сих пор, «базовая»

Рынки накануне:



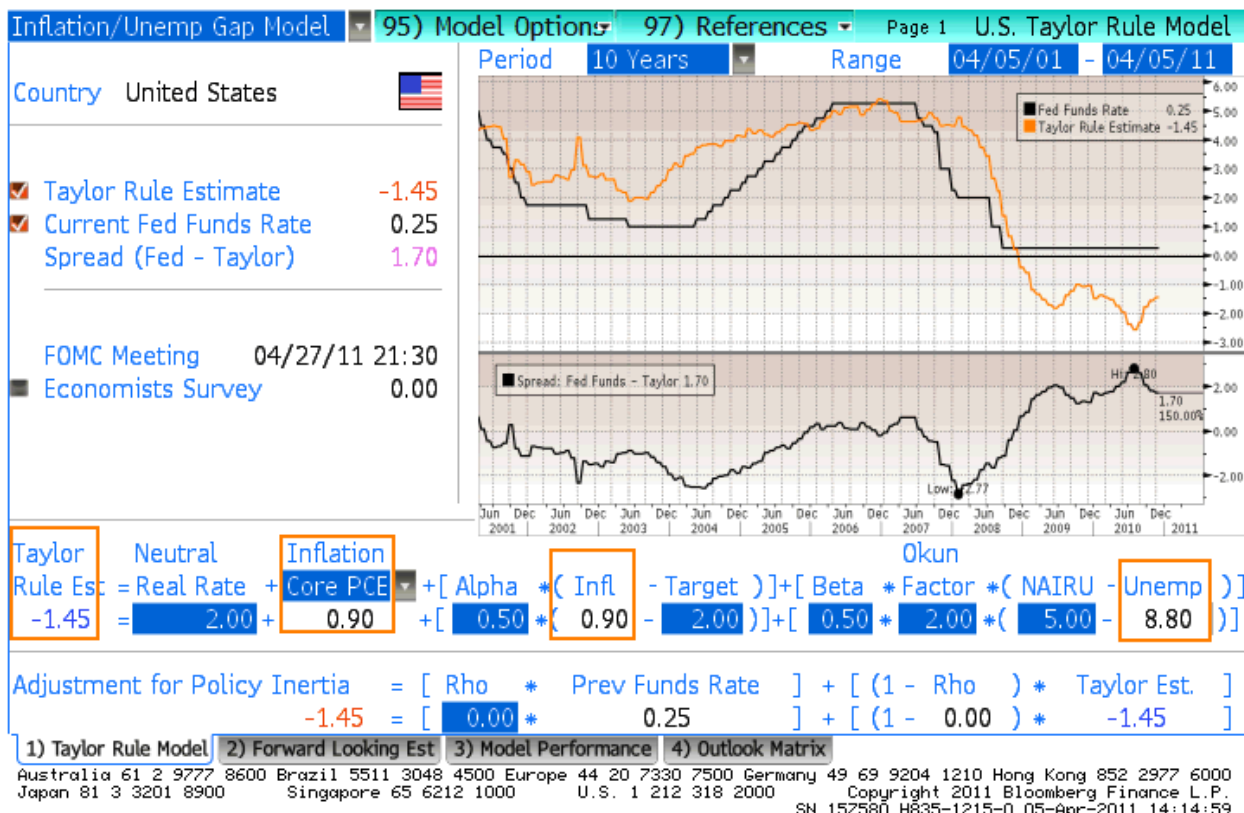
инфляция составляет 1.1% (core CPI, рост за 12 месяцев), хотя и быстро нарастает с недавнего минимума в ноябре 2010 года в 0.6%. «Разрыв» по безработице (unemployment gap) так же был высоко. Как раз в это время была принята программа QE-2, чтобы остановить дефляционные процессы.

Похоже, что эта программа возымела действие, цены начали ускоряться, а безработице резко падать. Вполне закономерно встает вопрос, о возможном скором выходе из программы. Как только рынок труда нормализуется, и инфляция придет к норме, ставка ФРС будет поднята до своего «нейтрального» уровня.

Компромисс между инфляцией и безработицей и результирующая ставка описываются «правилом Трейлора» (Джона, экономиста из Стэнфорда), предложившего эмпирическую формулу. Один из ее вариантов приводится ниже, это скриншот функции Bloomberg.

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions.

Index TAYL



Правило Тейлора требует ставку в минус 1.45% на основании безработицы в 8.8% и инфляции (в экране core PCE, отличается от core CPI, график которого дан выше, альтернативная мера инфляции). Естественно, ставка не может быть ниже нуля, это есть ситуация «ловушки ликвидности». Она сейчас обходится «нетрадиционной денежной политикой», печатанием долларов при нулевых ставках – программой Quantitative Easing.

ФРС пытается поддерживать компромисс между инфляцией и экономическим ростом. Последний связан с безработицей через еще один закон экономистов - «закон Оукена». Он представлен на экране фактором 2 – при росте (падении) ВВП на 1% от «естественных» темпов роста, безработица в США должна падать (расти) соответственно на 2%.

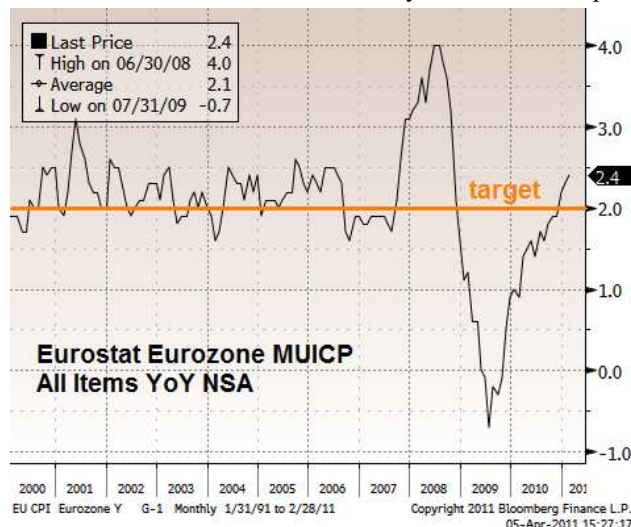
Нет никаких сомнений, что выход из этой программы произойдет, а ставка нормализуется. Если предположить, что инфляция равна ожидаемой, а безработица «естественная» (т.е. 5.2%), тогда ставка ФРС должна быть равна «нейтральной реальной ставке» плюс «желаемой инфляции», то есть 4%. Соответственно, значение выше означает, что ФРС пытается «остудить» экономику, борясь с разгоном инфляции или (как бы странно это не звучало) пытаясь поднять уровень безработицы.

Реакция рынков акций на то, что ставки поднимаются или повышаются, не является настолько однозначной, как можно представить из комментариев. Если ставки повышаются, акции не обязательно должны падать. ФРС не является врагом экономики, и повышение ставки не есть вред. Это может быть полезное действие, предотвращающее еще большую беду – гиперинфляцию. Есть определенный резон в том, чтобы бояться сейчас инфляции, даже когда она низкая. Глядя на разбухшую денежную базу, некоторые наблюдатели опасаются, что ФРС может не успеть вовремя среагировать, и цены разгонятся. Именно поэтому они призывают поднимать

ставки уже сейчас и изымать избыточную ликвидность. С другой стороны, правило Тейлора (точнее предлагаемая тут интерпретация этого правила, есть альтернативные) говорит, что опасаться нечего.

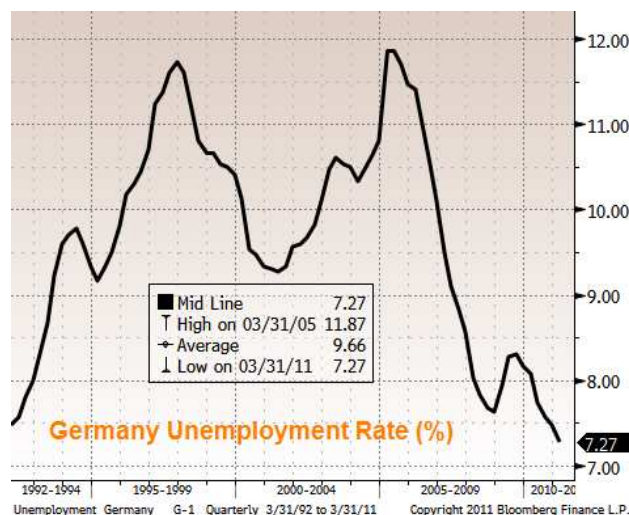
Экономика не является точной наукой (некоторые вообще не считают ее наукой, но это уже философский вопрос), в ней нельзя провести контролируемый эксперимент. Все описываемые «законы» Оукена ли, Тейлора ли, являются лишь одной из возможных интерпретаций действительности. Они не обязательно точны, имеют ограниченную полезность. Поэтому вполне возможны «монетарные ошибки», когда действия ФРС приведут к нежелательным последствиям – таким как чрезмерное торможение экономического роста или разгону инфляции. Опасения рынков по поводу ставок понятны, только эти опасения зачастую носят иррациональный характер.

Ситуация со ставками в Европе сильно отличается от американской. Справа приведен график инфляции в Еврозоне, которая поднялась выше цели (предварительная оценка за март дает еще большую цифру - 2.6%).



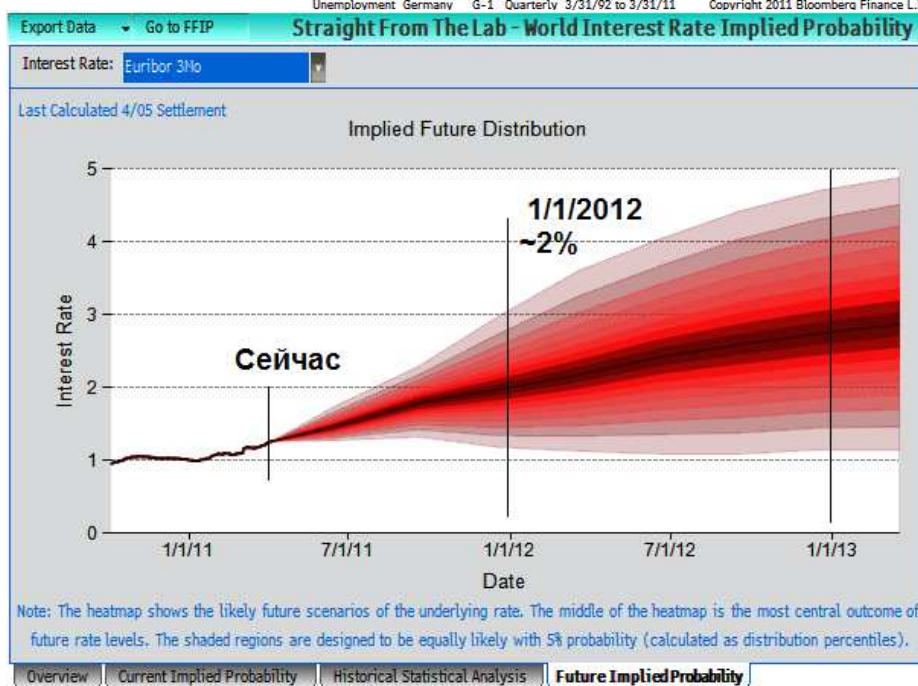
При этом безработица в основной стране Евросоюза – Германии резко снижается. Сейчас она составляет 7.27%, что кажется много, но это не так много если сравнивать с парой прошлых десятилетий.

Что происходит с безработицей в Германии не очень ясно, это парадокс. Мы также затрудняемся называть цифру «естественного уровня» безработицы для этой страны, но определенно инфляционное давление начинает нарастать.



И тут Единая Европа сталкивается с проблемой, которую давно предсказывали экономисты – что монетарная политика единого валютного блока не может подходить всем странам одновременно. Вероятно, что периферийные страны Европы (PIIGS) нуждаются в стимулировании. Испанская безработица составляет 20%, Греция имеет 14%, Ирландия – 15%. Но Европейский Центробанк не может игнорировать тенденции в основной экономике – Германии. Видимо, на ближайшем заседании 7 апреля ставка будет поднята до 1.25. Именно это предполагают консенсус ожидания.

Справа приведен график возможного изменения ставок, подразумеваемый фьючерсами на короткую 3-х месячную ставку Euribor.



Если верить этим данным, ставка в Европе до конца года будет поднята до 2% и продолжит подниматься и дальше. Разница в ставках, похоже, спровоцировала рост Евро к доллару в последние месяцы (после предупреждений ЕЦБ о готовящихся действиях).

Нормализация ставок еще раз показывает, что мир выходит из кризиса.

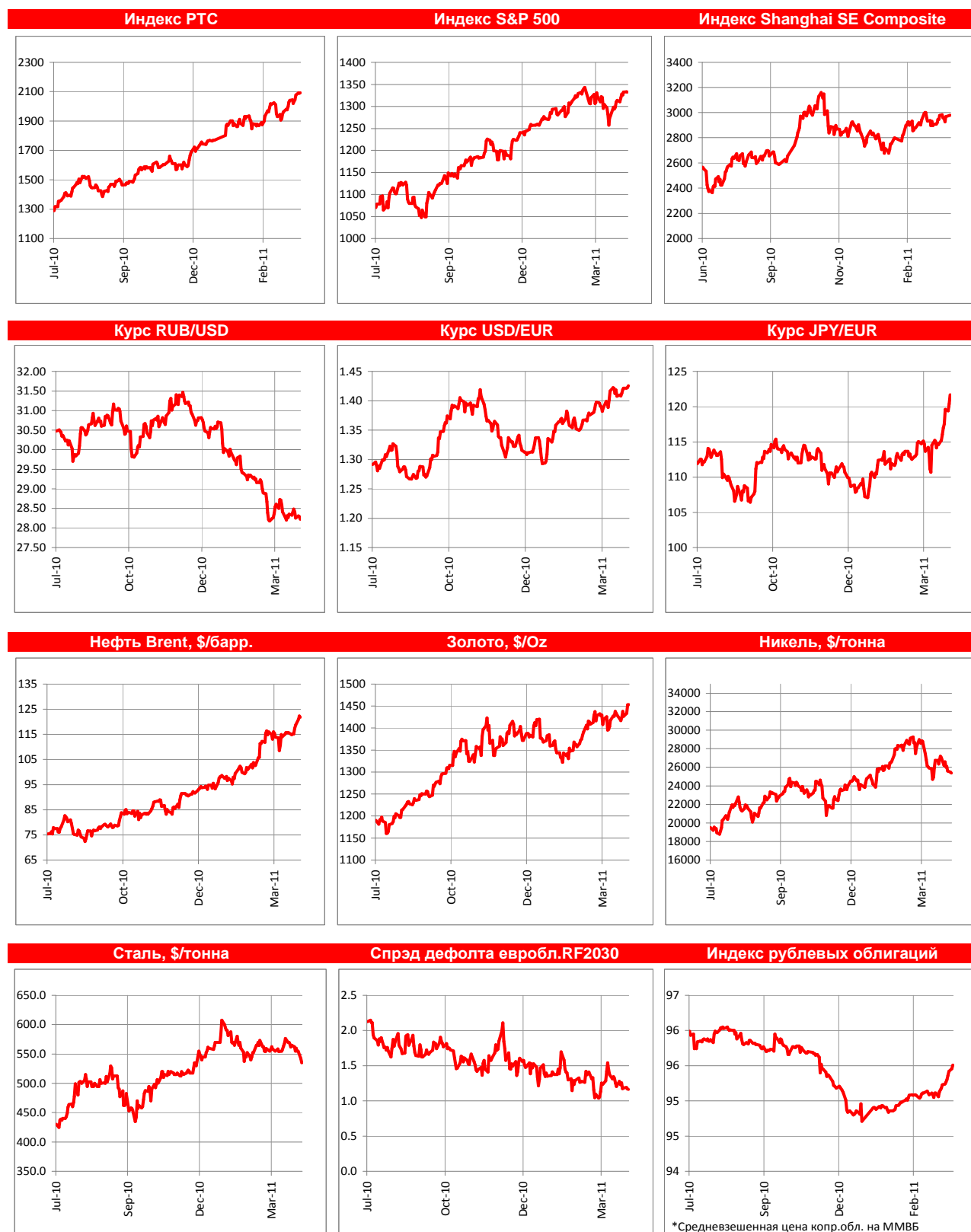
Вкратце:

- «Роснефть» с 1 мая потеряет льготы по экспортной пошлине на нефть с Ванкорского месторождения. По расчетам Минфина, рентабельность этого месторождения превысила 20%, поэтому в льготях оно не нуждается. Тем не менее «Роснефть» уверяет, что в этом вопросе «будет применен другой подход и принято взаимоприемлемое для всех решение». Что это за решение, пока не уточняется, скорее всего, «Роснефть» будет платить часть экспортной пошлины. Таким образом, если месторождение лишится льгот, то потери «Роснефти» в этом году могут составить \$2 млрд., а в следующем - \$3,5 млрд.
- «Соллерс» сообщил, что не будет платить дивиденды за 2010 год. Годовое собрание акционеров назначено на 24 июня 2011 года.
- Глава «Ростелекома» А. Провоторов сообщил, что объединенная компания вряд ли будет платить щедрые дивиденды в ближайшие годы. По его словам, «Ростелеком» планирует модернизацию сети, чтобы увеличить свою долю рынка доступа в интернет, что потребует затрат. Тем не менее, прежде чем утверждать дивидендную политику, компания намерена встретиться с акционерами и выслушать их пожелания. Из устава «Ростелекома» следует, что на дивиденды по привилегированным акциям будет направляться около 3% от чистой прибыли объединенной компании. В 2010 году «Ростелеком» уже начислил промежуточные дивиденды по привилегированным акциям в размере 1,67 рублей. В четвертом квартале был убыток, поэтому, скорее всего, «Ростелеком» ограничится промежуточными дивидендами.
- Народный банк Китая повышает ставки на 0,25% до 6,31%. Увеличением ставок китайский Центробанк намерен ограничить предложение денег, чтобы ограничить темпы инфляции.
- «ЧТПЗ» предпримет вторую попытку провести IPO. Как пишет «РБК Daily», уже на следующей неделе компания может начать non-deal road-show для международных инвесторов, по итогам которого будет решаться вопрос о возможности размещения. Напомним, что два месяца назад компания отказалась от размещения акций в Лондоне, ссылаясь на неблагоприятное состояние рынков. Параметры размещения, скорее всего, останутся такими же: инвесторам будет предложено 29% от текущего капитала (\$630-828 млн.).
- «Норникель» планирует выкупить с рынка акций на \$1,2 млрд. По вчерашним котировкам, этой суммы хватит на 2,3% акций. Скупку будет вести «дочка» ГМК – Corbiere. Делаться это будет по программе повышения капитализации компании. Напомним, что в 2011 году на эти цели «Норникель» планирует направить \$4,5 млрд., из которых \$3,3 млрд. уже потрачено. Заметим, что скупая собственные акции с рынка, «Интеррос» усиливает свои позиции в «Норникеле». Таким образом, миноритарии «Норникеля» продолжают получать свою выгоду от конфликта между крупнейшими акционерами.
- «МТС» в 2010 году увеличил прибыль на 36% до \$1,381 млрд. (P/E=13). Выручка выросла на 14% и составила \$11,3 млрд. Среди операторов «большой тройки», «МТС» имеет самую низкую прибыль, но сохраняет лидерство по выручке. По итогам 2010 года «МТС» может заплатить дивиденд в 15 рублей на одну акцию, что обеспечит дивидендную доходность в 5,8%.
- АСВ предлагает увеличить страховое возмещение по депозитам, размещенным на срок более трех лет.

Местное:

- ФАС разрешила «Вимм-Билль-Данну» купить 98,31% акций «Молкомбината Кунгурский». При этом служба выдвинула ряд требований. В частности, компания не должна навязывать продавцам сырого молока невыгодных условий, а также информировать об изменении закупочных цен более чем на 7%.
- «Коммерсант» пишет, что «Ростелеком» сохранит бренд Utel до середины 2012 года. Впоследствии он будет заменен на бренд объединенной компании.

Конъюнктура рынков:



Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО «Пермская фондовая компания» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг брокерского обслуживания. 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 российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.