

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 19 апреля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Магнит ао	3789.6	0.3%
Татнефт Зап	105.2	-1.2%
ОГК-3 ао	1.32	-1.6%
ОГК-5 ао	2.53	-1.6%
Газпромнефть	136.28	-1.7%
ФСК ЕЭС ао	0.3689	-1.9%
ММК	27.58	-2.2%
МТС-ао	251.19	-2.2%
ПолюсЗолот	1609.9	-2.6%
Уркалий-ао	220.8	-2.9%
Татнефт Зао	172.95	-3.0%
Система ао	31	-3.1%
Новатэк ао	367	-3.2%
ЛУКОЙЛ	1899.9	-3.2%
РусГидро	1.3864	-3.3%
Сургутгаз	28.38	-3.4%
ВТБ ао	0.09205	-3.6%
Роснефть	238.49	-3.6%
СевСт-ао	503.3	-3.8%
ГАЗПРОМ ао	218.91	-3.9%
Ростел -ап	82	-3.9%
ГМКНорник	7360	-4.6%
Ростел -ао	158.69	-5.1%
Трансф ап	40849	-5.2%
Сбербанк	100.34	-5.4%
Аэрофлот	68.12	-5.6%
Сургутгаз-п	15.38	-6.3%
РБК ИС-ао	39.116	-6.9%
Сбербанк-п	67.9	-7.0%

ИСЕ, ближайший фьючерс на Brent. Интересно, что на этом событии доллар вырос к евро (скачком +1.7%), хотя, следуя примитивной логике, должен был бы упасть. Еще интереснее, что 10-ти летние облигации казначейства США закрылись с меньшей доходностью, чем накануне (3.376% против 3.41% закрытия в пятницу). После заявления S&P эти длинные облигации падали в цене на 0.6%, но в течение трех часов отыграли обратно и закрылись в росте.

Справа приведен график соотношения госдолга к ВВП среди крупных стран (страны с ВВП больше \$200 млрд.) США имеет сравнительно высокое значение на этом фоне. Обращаем внимание, что существует понятие «чистый долг» / ВВП, по которому США имеет значение сопоставимое с Францией или Германией (порядка 70%). Считается, что значение госдолга выше 60% к ВВП является порогом устойчивости, эта цифра была записана в Маастрихтских соглашениях, лежащих в основе создания Евросоюза. Крупные страны, занимающие в своих валютах, могут позволить себе и большее значение без особых проблем. На следующей странице приведен

Перед тем как вчера рейтинговое агентство S&P поставило негативный прогноз рейтингу США, отечественные акции торговались с умеренным минусом в -0.7%. Но после этого они обвалились на 3.7%, что является одним из худших результатов понедельника среди фондовых рынков мира. Сопоставимый провал только у Румынии и Украины (тоже ~3.7%). Сердобольные российские инвесторы очень переживали о качестве американских долгов и предпочитали продавать акции. Вообще говоря, это является типичным для российского рынка, он всегда реагирует гипертрофированно. Видимо, из-за большей доли краткосрочных спекулянтов.

Собственно, на этом событии США отторговались с минусом 1.1%, Европа упала чуть больше 2%. Неделю назад, на максимумах, российские акции показывали +10.5% с конца прошлого года по индексу ММВБ. После вчерашних распродаж осталось только +1.55%.

Рубль понизился до 28.35 за доллар. Нефть почти не прореагировала - \$121.3/баррель на

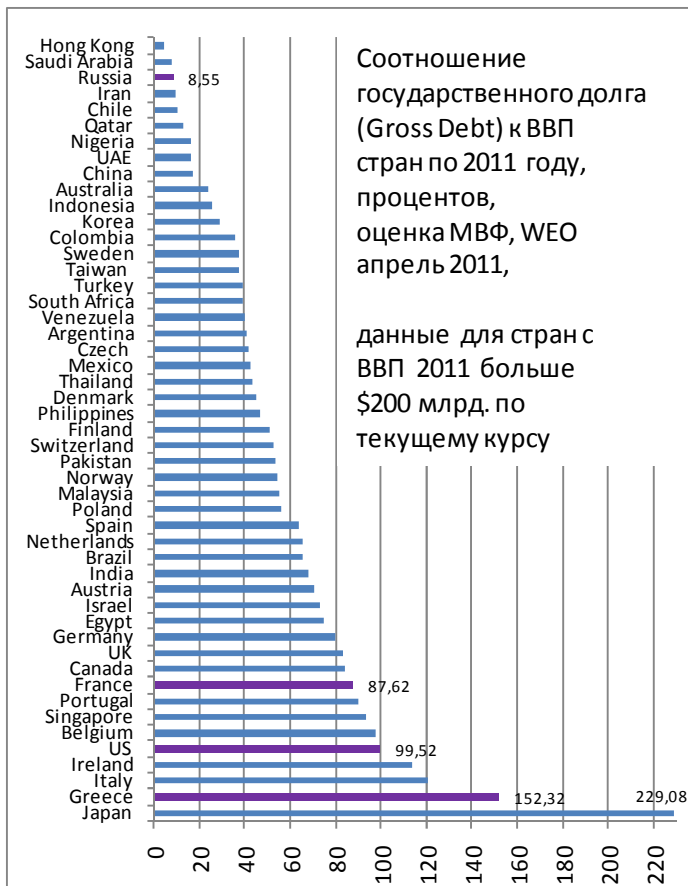
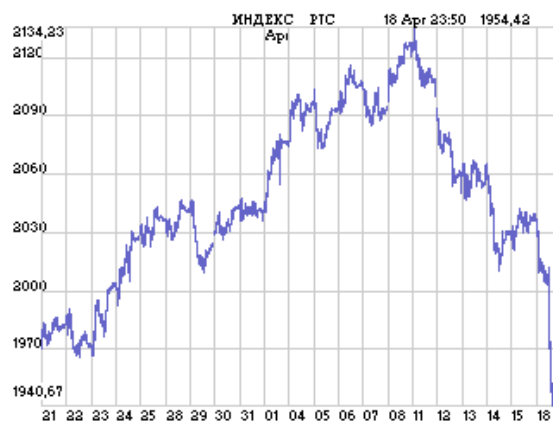


график «чистого долга» к ВВП США.

Теперь о событии. США имеет наивысший рейтинг — AAA, но после кризиса государственный долг начал резко возрастать. Основные краткосрочные причины — «социализация» убытков банковской системы и фискальный стимул наряду с традиционным выпадением налоговых доходов из-за упавшей экономической активности.

Кроме краткосрочных, есть и долгосрочные факторы, такие как общее несоответствие доходов и расходов бюджета. В США две основные партии — республиканцы и демократы, и бюджетную проблему следует рассматривать в свете политического дискурса. В первом приближении (мы упрощаем, все несколько сложнее), республиканцы желают иметь «маленькое правительство», стремятся к сокращению доходов и расходов. Демократы в большей мере настаивают на welfare state — большей роли государства в выравнивании доходов и перераспределении доходов общества. Республиканцы мотивируют свое поведение тем, что меньшие налоги способствуют росту экономической активности и долгосрочному процветанию страны («волна поднимает все лодки»), без оглядки на растущее расслоение. Нельзя сказать, что эта логика не имеет смысла.

Демократы указывают на большое неравенство и пытаются бороться с ними, выступая в большей мере с социалистических позиций. Президент Обама в 2010 году провел реформу здравоохранения. До этого США была единственной развитой страной, в которой не было всеобщего медицинского обеспечения, и люди, не имеющие доходов, были вынуждены умирать без какой либо помощи государства. Так что и у демократов есть своя логика.

Дальше все сводится к позиционной борьбе между республиканцами и демократами. Начало «социального государства» приходится на Великую Депрессию и демократического президента Теодора Рузвельта.

Federal Debt Held by the Public, 1790 to 2035

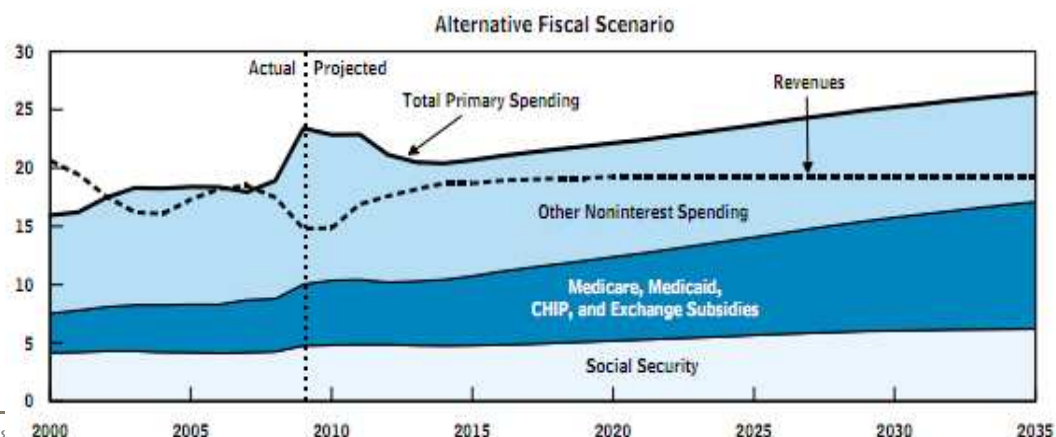
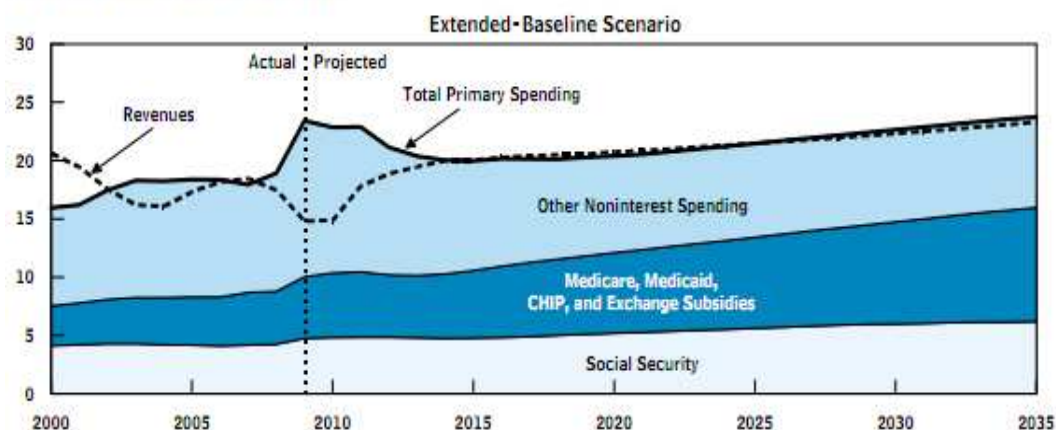
(Percentage of gross domestic product)



Source: Congressional Budget Office, *The Long-Term Budget Outlook* (June 2010); *Historical Data on Federal Debt Held by the Public* (July 2010).

Revenues and Primary Spending, by Category, Under CBO's Long-Term Budget Scenarios

(Percentage of gross domestic product)



Source: Congressional Budget Office.

Общественные работы, помощь безработным – все это увеличило роль государства. Где-то с 1980-х во времена рейганомики началось постепенное сворачивание социального государства, и борьба продолжается и сейчас.

В 1999 и 2000-м году во времена правления демократа Клинтона бюджет США имел профицит. Так что на какое-то время Минфин даже перестал выпускать 30-ти летние облигации и гасил долг. Сохранение профицита позволило бы снизить госдолг. Но пришедший к власти республиканец Буш-младший провел сокращения налогов, плюс он начал военные действия в Ираке и Афганистане. В большей мере нынешний дефицит связан с решениями Буша.

Доминирующее в республиканской среде «консервативное движение» (они же неоконсерваторы) проповедуют политику "starving the beast" [«уморить чудовище», смотри http://en.wikipedia.org/wiki/Starve_the_beast]. Эта стратегия напрямую направлена на увеличение бюджетного дефицита с целью дальнейшего уменьшения размера правительства (то есть его расходов). Логика этой политической борьбы сводится к тому, что блокируя повышение налогов (внешне благовидное), они заставят правительство сократить расходы.

Текущая дыра в бюджете США это следствие политики. Правительство всегда может поднять налоги или сократить расходы. Выше приведено два сценария CBO (Congressional Budget Office, официального органа Конгресса, который анализирует бюджет и бюджетные инициативы). Как видно из него, дефицит – это простое следствие разницы между налогами и расходами. «Альтернативный» сценарий показывает сохранение дефицита, и он же означает рост госдолга до астрономических значений. Этот сценарий означает, что США быстро потеряют рейтинг AAA, и, в конце концов, объявят дефолт. Базовый сценарий требует повышения налогов вровень с расходами.

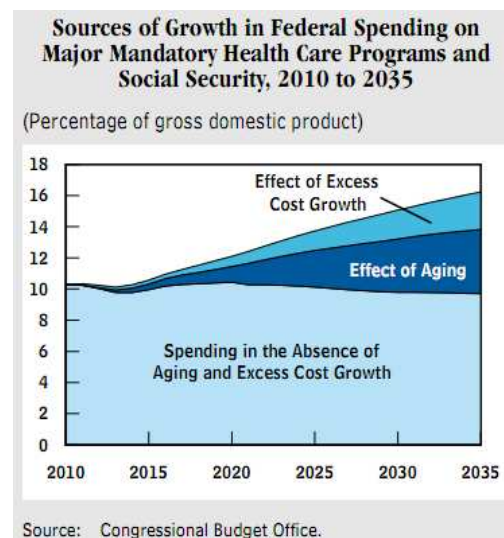
Проблема долга США могла бы решиться быстро и безболезненно, если бы республиканцы и демократы договорились либо о сокращении расходов либо повышении налогов. Первый сценарий – сокращение расходов политически неприемлем, по крайней мере, сейчас. Поэтому продолжается позиционная борьба, поскольку повышение налогов противоречит логике «уморить чудовище».

Справа приведен график, характеризующий важную проблему США – это растущие расходы на здравоохранение в % от ВВП (расчеты CBO, лето 2010). Причины роста расходов обусловлены старением населения и общей опережающей инфляцией в отрасли. Прогресс в медицине позволяет лечить многие болезни, которые не лечились ранее, или применять более прогрессивное лечение. Но это требует больших удельных затрат.

Агентство S&P объясняет вчерашнее решение тем, что политики не могут договориться о снижении дефицита. Мы полностью согласны с этой логикой, и эти опасения вполне оправданы. К сожалению, мы не можем придерживаться строго рационалистической точки зрения и предполагать, что американская власть будет действовать «как правильно». Как и когда политики в США образумятся и придут к соглашению, сказать сложно. В проблеме дефицита определенно виноваты республиканцы, но они действуют под влиянием своей доктрины, убеждений или, если угодно, веры. Можно лишь предполагать, что под влиянием снижения рейтинга, когда-то межпартийный консенсус будет достигнут.

Дефолт США, что бы ни говорили горячие головы, пока выглядит маловероятным. Рейтинг остается на уровне AAA, это наивысшая ступень, хоть и подпорченная прогнозом S&P. Мы имеем пример Японии, с рейтингом AA (и реальной возможностью достижения ступени A) и размером госдолга к ВВП в размере 230%, что в пару раз больше чем у США. При этом долги Японии торгуются с околонулевыми доходностями. Дефолт – это вопрос доверия, и утрата доверия США остается лишь гипотетической возможностью. Решение S&P следует расценивать лишь как предупреждение...

Что следует делать сейчас с российскими акциями? Судя по реакции мировых рынков, россияне вчера опять убежали впереди паровоза. Очень вероятно, что в ближайшее время отечественные акции будут восстанавливаться. Мы по-прежнему указываем на дешевизну российского фондового рынка, мультипликатор $p/e_{2012}=6.31$, тогда как развивающиеся рынки имеют значение порядка 10-13. Со временем этот разрыв должен сократиться.



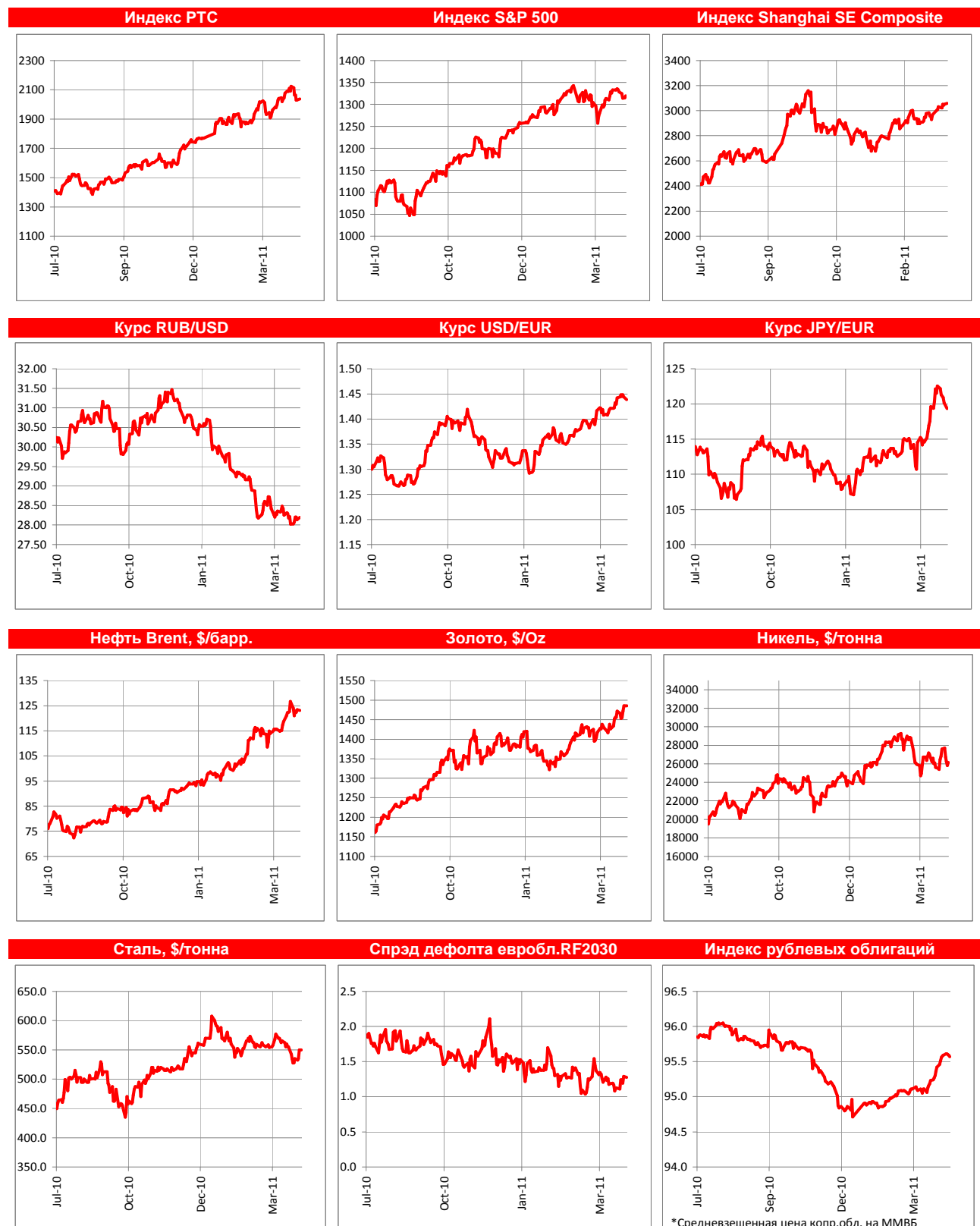
Вкратце:

- «Полнос золото» планирует выплатить дивиденд в 19,77 рублей на одну акцию (доходность – 1,2%). Это с учетом промежуточных дивидендов в 8,52 рубля на одну акцию по итогам первого полугодия. Если акционеры компании согласятся с рекомендацией совета директоров, то по сравнению с 2009 годом дивиденд вырастет почти на 25%.
- Председатель ВЭБа В. Дмитриев заявил, что средняя доходность фонда прямых инвестиций составит 20%. По его словам, такое представление сложилось по итогам переговоров с потенциальными инвесторами. Напомним, что этот фонд будет формироваться за счет средств зарубежных инвесторов и ВЭБа. Также о планах создать фонд прямых инвестиций заявили «Сбербанк» и Credit Suisse. Объем фонда составит \$1 млрд., а средства будут инвестироваться в различные проекты без конкретной привязки к отрасли. По словам Грефа, Сбербанк и Credit Suisse вложат в фонд по \$100 млн. каждый.
- UC Rusal рассматривает возможность листинга на одной из площадок Северной Америки. При этом компания не планирует выпускать дополнительный объем бумаг, чтобы вывести их на биржу.
- «ОГК-2» и «ОГК-6» отчитались за 2010 год по МСФО. Прибыль первой компании снизилась на 8,3% до 2,2 млрд. рублей (P/E=23,6). А вот «ОГК-6» удалось удвоить прибыль до 2,19 млрд. рублей (P/E=19).
- А. Усманов в своем интервью «Коммерсанту» заявил, что «Металлоинвест» увеличит свою долю в «Норникеле» с 4 до 5%. Правда, в течение какого срока это будет сделано, не уточняется. Также А. Усманов объяснил, почему он встал на сторону О. Дерипаски в корпоративном конфликте между акционерами «Норникеля». По его словам, действия менеджмента ГМК является деструктивными и направлены на то, чтобы за счет остальных акционеров создать преимущества в пользу «Интерроса». А позиция О. Дерипаски заключается в развитии компании так, чтобы это было лучше для всех акционеров.
- ЦБ РФ отозвал лицензию «Соцгорбанка». Причина – неисполнение банком федеральных законов и нормативных актов ЦБ РФ. По словам главы АСВ А. Мельникова, выплаты вкладчикам «Соцгорбанка» могут стать рекордными в истории агентства и превысят отметку в 5 млрд. рублей. Также А. Мельников отметил, что проблемы этого банка идут еще с 2008 года и вызваны они плохим качеством кредитного портфеля.
- Цена размещения акций «Номос-банка» в рамках IPO составила \$35 за акцию, что соответствует верхней границе. В ходе IPO акционеры банка привлекли \$718 млн., разместив 22% от уставного капитала. Однако у организаторов остался опцион на выкуп еще 3% акций банка. Таким образом, капитализация банка составила \$3,2 млрд., мультипликатор P/BV=1,6, что соответствует уровню «ВТБ».
- Г. Греф сообщил, что «Сбербанк» планирует осенью провести размещение акций в рамках приватизации. Напомним, что планируется приватизировать до 7,6% акций «Сбербанка». Как уточняет глава банка, точный размер пакета будет определен накануне размещения.

Местное:

- Совет директоров «Пермских моторов» предлагает на общем собрании акционеров рассмотреть вопрос о продаже акций непрофильных предприятий (порядка 21% от балансовой стоимости активов). Заметим, что сейчас предприятие занимается сдачей в аренду имущества, предоставляет складские услуги, а производство авиадвигателей осуществляется на базе «Пермского моторного завода». 20 апреля совет директоров компании определиться с ценой выкупа акций у несогласных с продажей активов миноритариев.
- «Девелопмент-Юг» обещает начать строительство жилого микрорайона на Иве. Напомним, что компания три года назад выиграла право аренды на земельный участок площадью 80,6 га. Однако проект из-за кризиса был заморожен.

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.