

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 1 июня 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РБК ИС-ао	40.66	9.8%
Татнефть Зао	140.2	5.3%
СевСт-ао	344.5	4.6%
ОГК-5 ао	2.46	3.9%
Татнефть Зап	72.48	3.0%
Система ао	28.65	2.9%
УралСви-ао	0.993	2.8%
ВТБ ао	0.074	2.8%
ЛУКОЙЛ	1523	2.8%
Сургутнефтегаз	28.39	2.8%
Уркалий-ао	118	2.7%
ММК	26.02	2.5%
Транснефтепродукт	26695	2.5%
Ростел-ап	73.71	2.3%
Сбербанк-п	55.75	2.1%
Роснефть	228.9	1.8%
Газпромнефтепродукт	121.2	1.7%
ГАЗПРОМ ао	159.8	1.6%
Ростел-ао	105.5	1.6%
РусГидро	1.673	1.5%
Новатэк ао	200	1.3%
ПолюсЗолот	1490	1.1%
Сбербанк	71	0.9%
МТС-ао	233	0.9%
Аэрофлот	57.1	0.9%
Сургутнефтегаз-п	13.33	0.8%
ФСК ЕЭС ао	0.342	0.0%
ГМКНорник	5019	0.0%
Магнит ао	2721	-0.1%
ОГК-3 ао	1.777	-0.3%

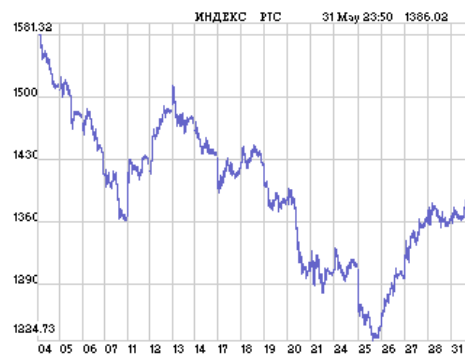
Рынок акций продолжает восстанавливаться, индекс ММВБ вырос за день на 1.8%, это на 11.6% выше недавнего локального «дна» 25-26 мая. Вчера в США был не рабочий день, праздник «Memorial day», что не помешало повышению. Bloomberg называет прошлый месяц «худшим маем с 1940 года» для индекса Dow Jones IA (результат мая -7.9%, что можно сравнить с движением РТС -12%). Провал последних недель многие продолжают считать «чрезмерным» и не объясненным факторами (к чему присоединяемся мы) и если это так, то восстановление выглядит логично. Мы ожидаем продолжения роста – акции остаются крайне дешевыми. P/E индекса MSCI Russia 6.45 по ожидаемой прибыли этого года и 5.11 по прибыли следующего, тогда как мы бы назвали справедливыми уровни ближе к 10-12, т.е. в 2 раза выше. Цены на нефть остаются высокими (~74/баррель в США и Лондоне) и перспективы ее падения не просматриваются.

Начинается лето, и это очень символично. Год назад где-то на рубеже весны и лета мировая экономика достигла своего дна. Точную дату никто не может назвать (не существует ежедневной макроэкономической статистики), уже как ~12 месяцев мировая и

российская экономика также растут. Американская рецессия длилась примерно 1.5 года с декабря 2007 года, российская (если судить по данным Росстата) примерно год – с лета 2008 по лето 2009 года.

Традиционный вопрос «когда закончится (или закончился) кризис?» не имеет прямого ответа. Нужно уточнение – а что Вы называете кризисом. Если это падение экономики – то спад завершился год назад. Если восстановление до уровней «как все было до кризиса» - то сильно зависит от показателя. Недвижимость или курс рубля, ставки или уровень промышленного выпуска, номинальные или реальные показатели.

Сегодня ВТБ-Капитал/MarkitEconomics опубликовали ежемесячный опрос PMI (Индекс менеджеров по снабжению, см. справа) по России. Индекс мая составляет 52 пункта, точно такой же был в апреле, эта величина больше водораздела в 50 пунктов, отделяющего рост от падения. Российская промышленность продолжает расти, хотя и



Индекс Менеджеров по снабжению



не очень быстрыми темпами. Опросы показывают, что нарастает ценовое давление (инфляция) в издержках и ценах сбыта. Именно такую реакцию правильно ожидать, принимая во внимание продолжающуюся денежную накачку. По итогам мая денежная база в России была на 52% выше, чем год назад, количество наличных на руках населения (M0) – на 37.2% выше, а рублевый агрегат M2 (рубли на руках, плюс все рублевые счета и депозиты в банках) на 32% выше.

Рекордная инфляция на уровне около 5.6% по итогам мая 2010 в сравнении с маем 2009, которую скоро должен опубликовать Росстат (3-8 июня), похоже, является временной победой.

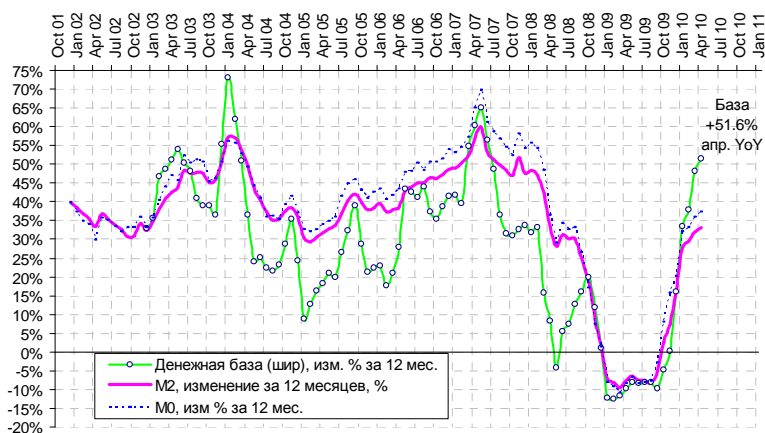
Вчера ЦБ РФ в очередной раз на 0.25% понизил ставку рефинансирования, это уже 14-й шаг вниз после кризиса. С сегодняшнего дня она составляет 7.75%, но, что более важно, с сегодняшнего дня снижаются реальные операционные ставки – депозит в ЦБ и максимальная ставка рефинансирования через инструменты РЕПО в ЦБ. Справа мы приводим все эти показатели в сравнении со ставками межбанковского рынка.

Также мы приводим графическую модель, объясняющую как связаны предложение и спрос на деньги со ставками. В нашей стране ЦБ РФ продолжает формировать «коридорную систему», которая ограничивает верхний уровень межбанка рефинансированием, а нижний – депозитами в ЦБ. Банки, кредитуя друг друга, в случае очень низких ставок могут разместить деньги на счетах в ЦБ, а в случае недостатка ликвидности в системе обратиться за рефинансированием.

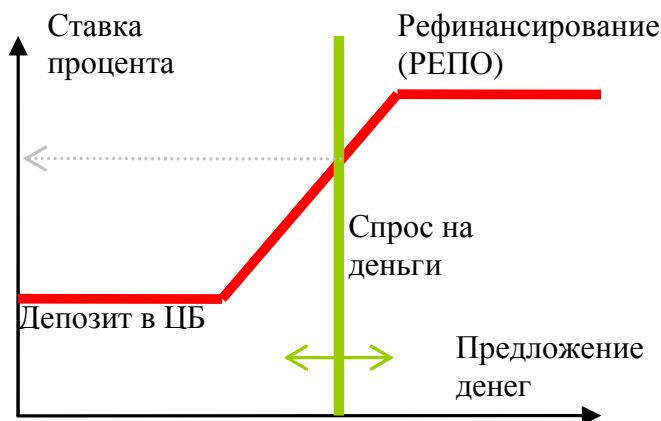
Подобная система используется некоторыми Центробанками и несколько отличается от того, что использует ФРС. В США устанавливается операционная цель по ставке федеральных фондов, и Нью-Йоркское подразделение ФРС пытается поддерживать ее через операции на открытом рынке (покупая или продавая казначейские облигации).

Что важнее процентные ставки или количество денег? Нельзя ли сказать, что если ЦБ может контролировать ставки через свои коридоры, то не сильно важно каков размер денежной базы или агрегата M2. Мы считаем, что не все так просто – важны оба показателя. Так выходит, что краткосрочные ставки МБК, которые более-менее контролирует ЦБ не оказывают слишком большого влияния на реальные ставки, по которым кредитуется реальная экономика. Арбитраж на кривой доходности в стиле занять накоротке, выдать длинный кредит остается слишком рискованным в России. Слишком велико недоверие к политике ЦБ РФ, а поэтому влияние краткосрочной ставки в банковской среде на реальную стоимость денег в экономике не так выражено, как в развитых странах.

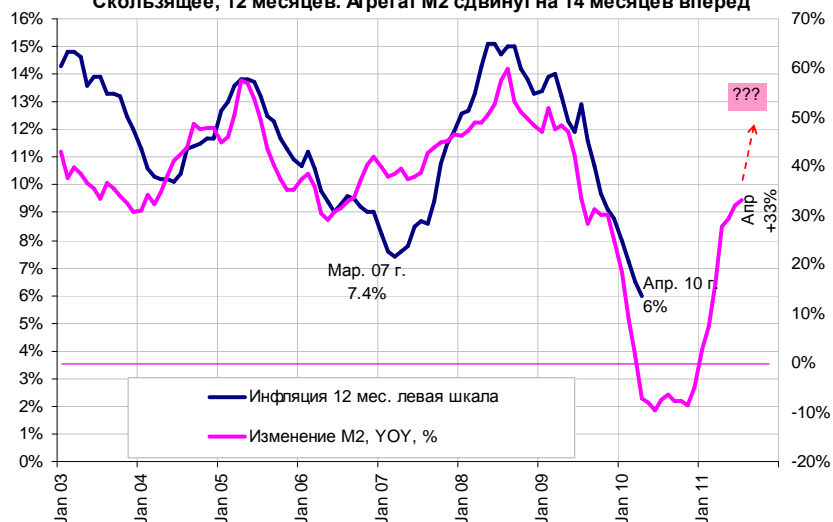
Именно поэтому мы продолжаем следить за количеством денег. Эмпирический график справа показывают тесную связь инфляции и предложения денег (см. справа). Даже, несмотря на то, что мы не можем объяснить полностью весь механизм влияния количества денег на



«Коридорная» система



Сравнение динамики изменения агрегатов M2 и инфляции Скользящее, 12 месяцев. Агрегат M2 сдвинут на 14 месяцев вперед



реальные и номинальные показатели.

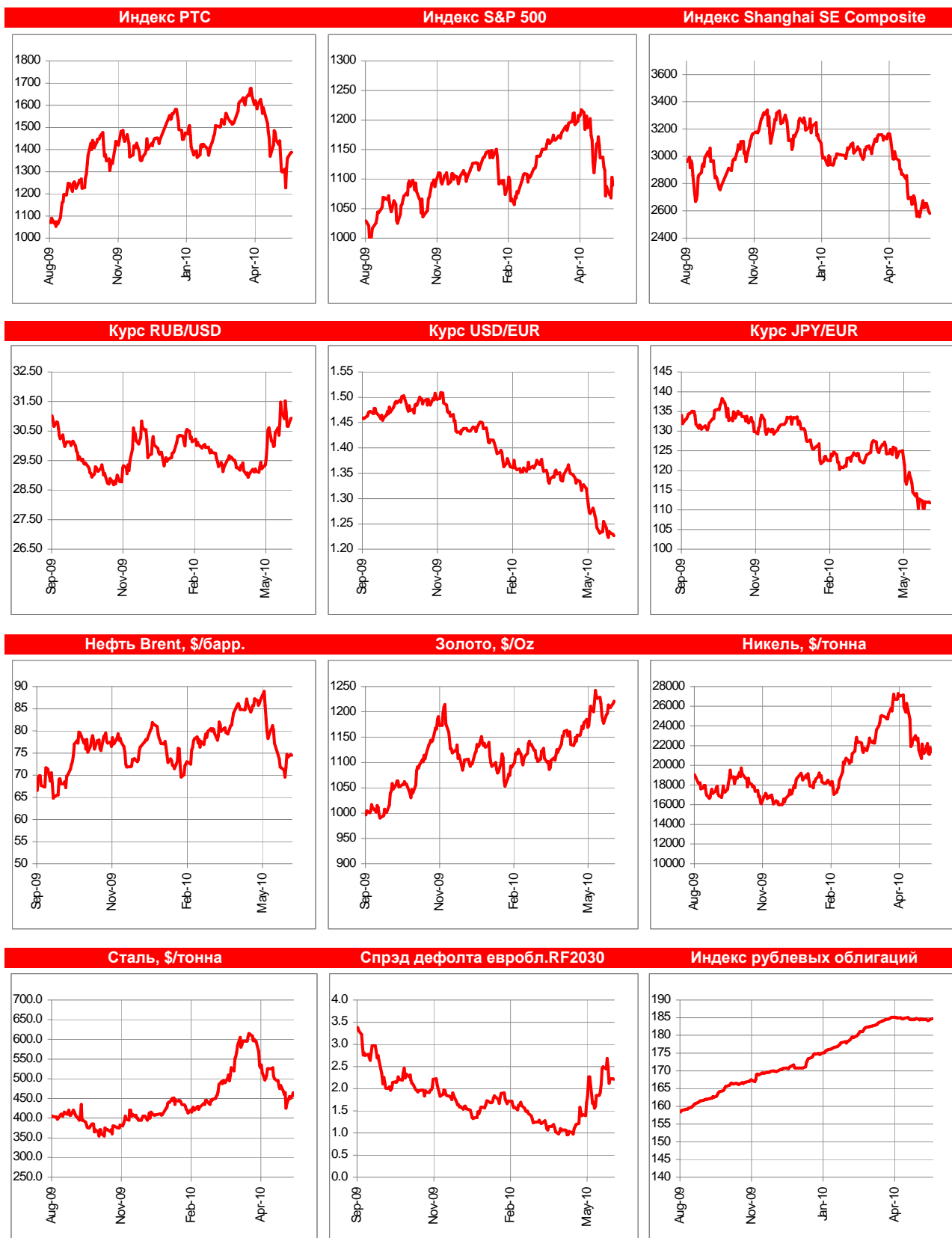
Вкратце:

- «Ведомости» со ссылкой на источники пишут, что в России появятся ETF (Exchange Traded Funds). От ПИФов ETF отличаются принципами формирования. ПИФы вначале собирают средства пайщиков, а затем паи могут быть выведены на биржу. В случае с ETF сначала формируется пакет инструментов, затем он депонируется и на него выпускается производный инструмент. Кроме того, сделки с ETF можно проводить в течение всего дня как с обычной акцией. Как это будет реализовано в России, пока не уточняется.
- С 15 июня из расчета индекса РТС из-за ухудшения показателей ликвидности исключаются бумаги «АвтоВАЗа». Их заменят акции «ОГК-1».
- С. Чемезов вчера заявил, что «Ростехнологии» могут до конца июня купить 12,12% акций «Камаза». По его словам, в ближайшие дни будет подписано кредитное соглашение с «ВТБ», который профинансирует эту сделку. Напомним, что ранее были заявления о том, что «Ростехнологии» намерены купить этот пакет акций, исходя из капитализации «Камаза» в \$2,5 млрд., что на 70% выше текущих котировок. После этой сделки, доля «Ростехнологий» в «Камазе» достигнет 49,9%.
- «Ростелеком» по итогам 2009 года сократил чистую прибыль по МСФО на 71,6% до 3,456 млрд. рублей. Выручка снизилась на 1,7% - до 65,51 млрд. рублей. Ухудшение показателей компания объясняет падением доходов в сегменте международной и междугородней связи и ростом операционных затрат за счет увеличения платежей международным операторам.
- Reuters сообщает, что новое правительство Венгрии провело переговоры с «Сургутнефтегазом» о выкупе 21,2% акций MOL. Цена сделки оценивается в €1,4 млрд., именно за эту сумму весной «Сургутнефтегаз» приобрел этот пакет в 2009 году. Напомним, что после покупки венгерские власти и менеджмент MOL оказали сопротивление российской компании. Прошло более одного года, а «Сургутнефтегаз» даже не попал в реестр акционеров, даже, несмотря на заявления И. Сечина о том, что российские власти будут поддерживать российскую компанию в этой сделке. «Сургутнефтегаз» добивается включения в реестр акционеров MOL в судах и оспаривает принятые в прошлом году поправки в устав, которые фактически обязывают российскую компанию раскрыть конечных владельцев.
- Goldman Sachs полагает, что через три месяца доллар будет стоить 28 рублей, а через год его курс снизится до 27,5 рублей. Как объясняет банк, основной причиной падения станет рост цен на нефть, который не только повысит выручку от экспорта, но и будет способствовать возобновлению притока капитала. Мы согласны с тем, что в ближайшие годы российский рубль будет укрепляться, и ожидаем, что к концу года его курс достигнет 28 рублей за доллар. Укрепление рубля также прогнозирует МВФ.
- Вчера В. Путин провел совещание по ценообразованию в России. На нем было принято решение ограничить рост тарифов на газ, тепло и на электроэнергию для населения. Кроме того, ограничат рост тарифов на услуги РЖД. Также не обошли стороной и металлургов, которые подняли цены на сталь. Было принято решение перейти на долгосрочные контракты. Кроме того, ФАС было поручено разработать варианты расчета цен на сталь, чтобы в дальнейшем не возникало таких проблем.

Местное:

- «Протон-Финанс» (SPV «Протом-ПМа») определил ставки 7-10 купонов облигаций в размере 9% годовых. Облигации были размещены в июне 2007 года. В декабре 2008 года компания выкупила по оферте почти весь выпуск.
- «Интерфакс» сообщает, что С. Керимов близок к сделке по покупке «Уралкалия» и предлагает Д. Рыболовлеву деньги и акции «Полюса». Как пишет «Интерфакс», сделка будет заключена исходя из цены акции «Уралкалия» в 140 рублей за штуку (\$6,4 млрд. за 65,6% пакет Рыболовлева). Сейчас доля С. Керимова в «Полюс Золоте» оценивается в \$3,4 млрд. Таким образом, С. Керимову придется доплатить \$3 млрд. Однако отмечается, что переговоры продолжаются и с В. Потаниным, М. Прохоровым и В. Лисиним.
- «ВСМПО-Ависма» планирует увеличить производство титановой губки на 20% и выйти к концу 2011 года на докризисные уровни загрузки мощностей. По словам В. Тетюхина, в среднем заказы на 2010 год выросли на 7-10%.

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.