

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 7 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РБК ИС-ао	44.99	17.2
Татнефть Зао	154	2.7
Магнит ао	3979.9	2.6
Сбербанк	105.56	2.5
РусГидро	1.674	2.5
Новатэк ао	300.99	2
ЛУКОЙЛ	1846.8	1.9
ГАЗПРОМ ао	194.3	1.9
Аэрофлот	83.9	1.8
Сургутнефтегаз-п	15.57	1.8
ОГК-5 ао	2.96	1.8
Сбербанк-п	75.5	1.3
ВТБ ао	0.1028	1.3
Сургутнефтегаз	30.906	1.2
Татнефть Зап	79.49	1.2
Уркалий-ао	196.8	1.1
Роснефть	219.4	0.8
Ростел -ап	78.13	0.6
МТС-ао	257.57	0.5
Транснефтепродукт ап	41590	0.5
ПолюсЗолот	1804	0.3
Ростел -ао	139.48	0.2
Газпромнефть	130.65	-0.2
СевСт-ао	490	-0.2
ГМКНорник	6655.3	-0.2
Система ао	26.499	-0.4
УралСви-ао	1.364	-0.4
ММК	33.5	-0.6
ОГК-3 ао	1.684	-0.7
ФСК ЕЭС ао	0.366	-0.8

Вчера российские акции в очередной раз обновили посткризисные максимумы. Слабые положительные тенденции отмечаются по всему миру, но отечественный рынок вчера был одним из лучших по приросту.

Индекс ММВБ вчера вырос на 1.4% до 1673 пунктов, предкризисный максимум составлял 1970 пунктов (12/12/07, повторенный весной 2008), до него остается расти всего 18% (!). В долларовом индексе ситуация не выглядит так оптимистично.

Номинальный в этой валюте индекс РТС только-только преодолел максимумы весны 2010 года, и до максимума мая 2008 года нужно расти еще 46%. Существенный разброс результатов связан с курсом доллара. Так, текущий курс составляет 31.2 руб./долл., если его поделить на курс весны 2008 в 23.5 руб./долл. и вычесть единицу, получим +33%.

Рынки вчера реагировали на заявление Бена Бернанке о том, что он не исключает еще одной волны «количественного расширения» вдобавок к уже идущей волне QE-2 (quantitative easing, «количественное смягчение»). Мы поясним это схематически, используя графическую модель начального уровня изучения экономики. В рамках классической хиксовско-кейнсианской модели выводится уравнение спроса на деньги. Предложение денег считается экзогенной величиной, определяемой центральным банком. На графике это вертикальные линии синего цвета,

MS/P – money supply, скорректированное на уровень цен P, что дает реальное предложение денег). Спрос на деньги отражается наклонной зеленой чертой.

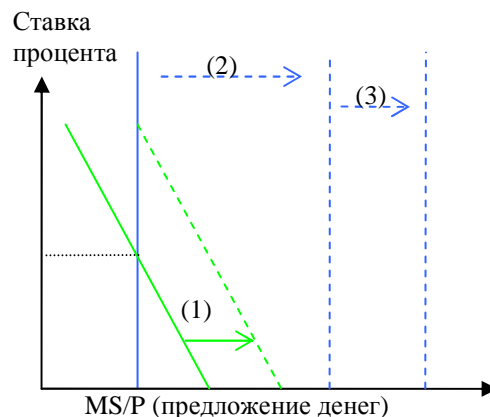
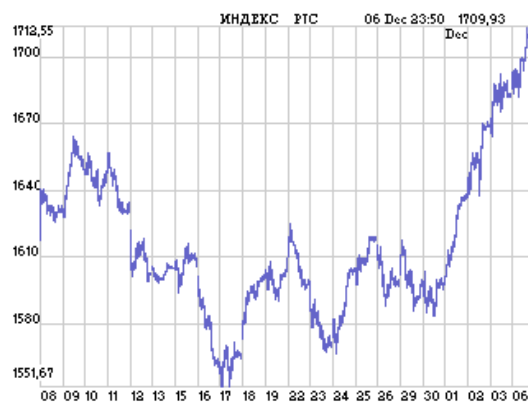
Эквilibrium до кризиса образовывался сплошными линиями и давал желаемую ФРС ставку процента в экономике (в реальности ставок много, но мы рассматриваем абстракцию, упрощенную модель, позволяющую понять суть).

(1) В результате кризиса спрос на деньги сильно вырос, что отражается сдвигом зеленой линии вправо. Если бы ФРС не скорректировала предложение денег (на деле ФРС регулирует предложение банковских резервов, но мы продолжаем рассматривать абстракцию), то ставка процента бы резко возросла.

Примерно подобное происходило во времена Великой Депрессии, когда ФРС отказывалась стимулировать экономику, что, по мнению многих ученых, стало одним из важных факторов развала экономики (ставка процента на левой шкале может рассматриваться как реальная ставка, без учета инфляции).

(2) Однако, осенью 2008 года ФРС мгновенно перешла к политике «credit easing», предполагавшей замену частного кредита в финансовой системе кредитом центрального банка. Это автоматически означало расширение денежного предложения – любые покупки или кредиты центрального банка означают «печатание денег». Вертикальная кривая предложения денег сдвинулась по стрелке (2). Тут абстрактная модель расходится с реальностью, в экономике много ставок. Предполагаемая графическая модель ставка стала нулевой (вдоль оси OX), но на деле, она стала нулевой только в банковской среде и только по очень краткосрочным ставкам, считающимися безрисковыми. По

Рынки накануне:



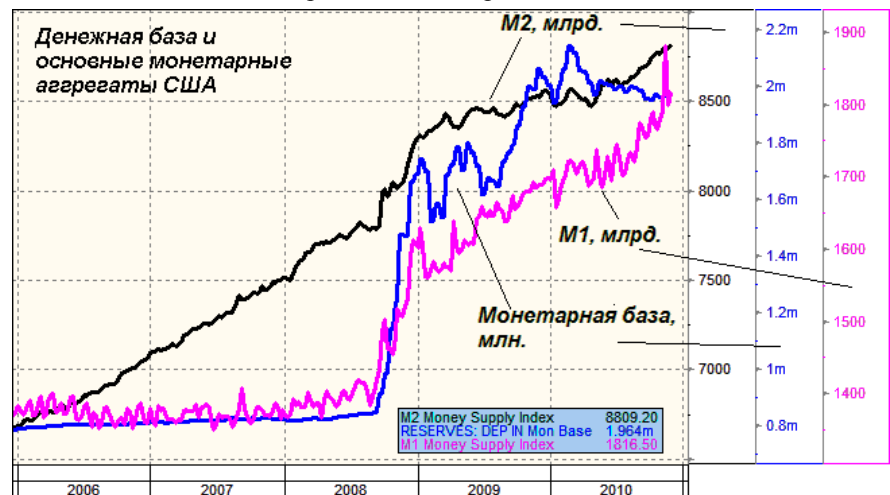
рискованным ставкам кредитные спрэды возросли, особенно в более рискованной части, что оставляет общую долгосрочную ставку процента довольно высокой.

(3) Движение по стрелке (3) означает действия QE-2 и потенциальное движение QE-3. В этой аббревиатуре слово «quantitative», количественное, означает количество предлагаемых денег. Его следует противопоставлять с традиционной политикой регулирования процентных ставок, в ситуации когда экономика не находится в состоянии ловушки ликвидности. По большому счету ФРС проводит эксперимент в рамках этой «нетрадиционной» политики, который, как все эксперименты имеет свои риски.

Мы, откровенно говоря, не очень понимаем, вопли, которые раздаются по этому поводу. Большой угрозы от эксперимента нет, он может сработать и оказаться полезным (во что мы верим), но может и не сработать. Экономистов можно сравнивать со средневековыми докторами, которые имели некоторое (далеко неидеальное) представление о том, как работает организм и, тем не менее, они пробовали лечить разными способами. Что-то да помогало, но что-то и убивало. Мы намеренно используем эту жесткую аналогию, чтобы показать логику катастрофистов и алармистов. Но в нашем представлении большой угрозы от количественного расширения нет. Бернанке позавчера вполне резонно отметил, что ФРС может поднять ставку за 15 минут (сдвинуть влево MS/P на графике выше). Для центрального банка не составит большого труда убрать с рынка лишние деньги. Чтобы успокоить публику, Бернанке 1.5 года назад, летом 2009 года опубликовал статью «Exit strategy», или «Стратегия выхода» (из QE) [WSJ, 21 июля 2009, «The Fed's Exit Strategy .»]. В случае необходимости ФРС будет продавать гособлигации, ипотечные бумаги. Но точно также ФРС может просто занять у банков, выведя лишнюю ликвидность, если кто-то считает, что продажа этих активов невозможна. Мы даже не говорим о возможности поднятия норм резервирования (скажем, до 95%). ФРС имеет все рычаги по контролю над денежной массой, было бы политическое желание.

Факт состоит в том, что пока экономика слаба, «напечатанные деньги» продолжают залеживаться в банковской системе. Широкие денежные агрегаты типа M2 и M1 остаются в норме.

Справа на графике приведены изменения монетарной базы, она выросла больше чем в 2 раза с ~0.8 трлн. до ~2 трлн. Это – «первичные» деньги в экономике, они имеют какой-то смысл, но «заперты» в банковской системе. Монетарная база не является агрегатом.



Деньги экономики отражают агрегаты M1 и M2 (большее широкий M3 перестал публиковаться в середине 2000-х). M1 - это наличные деньги на руках, т.е. бумажные доллары, плюс текущие («чековые») счета в банках, которые используются для платежей. Также туда входят акции денежных фондов, по которым выписаны чековые книжки, это часть финансовой системы, не являющейся банковской по названию, но функционирующая как банки. Как мы видим, во время кризиса рост M1 составил с \$1.4 трлн. до 1.8 трлн., что составляет 28%. Кто-то может сказать, что и это много, но на деле это отражает возросший спрос на деньги. Экономические агенты держатся за ликвидность из предосторожности, что выше мы отражали графически как сдвиг кривой спроса на деньги вправо. Эти «лишние» деньги не тратятся в экономике и поэтому не создают никакого инфляционного навеса. Увеличивая предложение денег, ФРС пытается заставить эти деньги тратиться, что в итоге должно поддержать агрегатный спрос в экономике, снизить инфляцию и поднять инфляцию (которая по Core CPI составляет 0.6%, минимум с 1950-х и опасно близка к нулю, то есть нежелательному состоянию дефляции).

M2 - это наиболее широкий агрегат, который вырос за кризис всего на 14% (с ~\$7.7 до ~\$8.8 трлн.). M2 состоит из M1, плюс срочные депозиты в долларах. Оказывается, что, несмотря на удвоение денежной базы в США, реакция наиболее широкого агрегата в США является мизерной. Падающая инфляция в США говорит, что долларов, скорее, не хватает, чем то, что ФРС «слишком много напечатала». С нашей точки зрения, ФРС «все делает правильно», хотя, признаем, быть одним из первопроходцев на пути QE непросто.

Американские рынки вчера реагировали также на изменения в политике. Барак Обама согласился продлить бушевское снижение налогов. После того как демократы потеряли большинство в Конгрессе, Обама приходится считаться с мнением республиканцев, и идти на компромиссы. Они традиционно выступают за «маленькое правительство». Мы пока затрудняемся оценить влияние этого на дефицит бюджета США, возможно, Обама придется резать расходы, что будет снижать дефицит. Но вполне возможно, что дефицит расширится. Пока доверие к США велико, о долговой проблеме не приходится говорить.

Вкратце:

- Глава ФАС И. Артемьев заявил, что правительственная комиссия по иностранным инвестициям рассмотрит сделку PepsiCo и «Вимм-Билль-Данн продукты питания» на ближайшем заседании в декабре этого года. Напомним, что на прошлой неделе Pepsi заявил, что намерен купить 66% акций «ВБД» за \$3,8 млрд. (\$5,4 млрд. за всю компанию), что выше текущих цен на 10%. В дальнейшем будет сделана oferta миноритариям российской компании. Мы полагаем, что правительство и ФАС не будут препятствовать Pepsi в покупке «ВБД».
- «Башнефть» в третьем квартале 2010 года заработала \$317 млн. чистой прибыли, что на 15,6% ниже по сравнению с предыдущим кварталом. За девять месяцев прибыль компании составила \$989 млн., что более чем в четыре раза выше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Такое увеличение прибыли вызвано консолидацией башкирских НПЗ. Выручка компании выросла почти в два раза до \$9,7 млрд.
- «РБК Daily» сегодня пишет, что Минэкономразвития предлагает снизить уровень роста RAB-тарифа для «ФСК» до 25% против ранее утвержденных 31,2%. При этом ведомство не исключает роста тарифа в 2012-2013 гг. на 30-31%. Напомним, что ранее для «ФСК» были утверждены тарифы, предусматривающие 31,2% и 24,72% рост тарифов в 2011 и 2012 гг. соответственно. Похоже, что Минэкономразвития предлагает сгладить резкой рост тарифов на услуги монополии. Компания уже подготовила программу капитальных затрат до 2014 года стоимостью в 950 млрд. рублей, большая часть из которой будет финансировать за счет собственных средств. Поэтому пересмотр тарифов приведет к тому, что «ФСК» придется либо сокращать свою программу, либо увеличить заимствования. Тем не менее, мы считаем, что пересмотр темпов роста тарифов не окажет существенного влияния на стоимость компании, хотя и нарушают логику системы RAB. Кроме того, пересмотр тарифов «ФСК» повлечет за собой изменение тарифов МРСК.
- «ОГК-4» предоставит своему акционеру – немецкой E. On кредит примерно на €42млн. сроком до 1 мая 2011 года. Ставка не раскрывается, однако по информации «Ведомостей», она будет обеспечивать сопоставимую доходность по сравнению с банковскими депозитами, т.е. ставка будет не очень высокой. Сейчас на счетах «ОГК-4» находится порядка 12 млрд. рублей, и, скорее всего, компания просто заместит один из депозитов на заем для немецкой компании. Для каких целей E. On понадобились деньги, не раскрывается.
- «ВТБ Капитал» получил 19,28% акций «Росбанка» у «Интерроса» в рамках сделки РЕПО. Ранее этот пакет был заложен «Интерросом» в репо у «ВТБ». Хоть представитель «ВТБ Капитал» заявил, что это «перспективная инвестиция в банковский сектор», мы рассматриваем сделку как новое репо.
- «Сбербанк» по итогам девяти месяцев 2010 года получил 109,6 млрд. рублей чистой прибыли по МСФО. Банк рассчитывает, что четвертый квартал будет не хуже третьего и по итогам 2010 года прибыль банка может превысить 150 млрд. рублей, что предполагает мультипликатор P/E=15.
- «ВЭБ», который недавно приобрел у E.On 2,7% акций «Газпрома» заявил, что будет держать бумаги до тех пор, пока их продажа не станет выгодной.
- «Роснефть» и «Газпром нефть» могут подать совместную заявку на польскую Lotus, контрольный пакет которого будет приватизирован в следующем году. Главный актив компании – НПЗ в Гданьске мощностью около 10 млн. тонн, который ориентирован на переработку российской нефти. Покупка НПЗ увеличит объемы переработки нефти обеих компаний. В свете последних идей повысить экспортные пошлины на нефтепродукты, развитие зарубежной переработки может оказаться выгоднее, чем российской.

Местное:

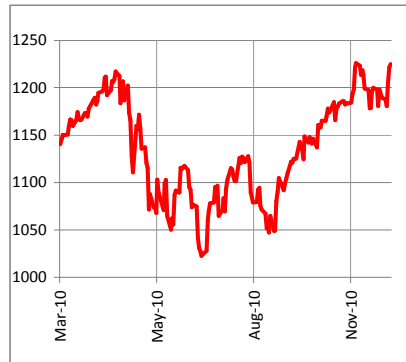
- «Уралкалий» намерен увеличить мощность рудника БКПРУ-4 к 2012 году до 19,7 млн. тонн руды в год с нынешних 14,5 млн. Для этого компания монтирует новое оборудование. В результате производственная мощность «Уралкалия» возрастет до 7 млн. тонн хлористого калия в год.

Конъюнктура рынков:

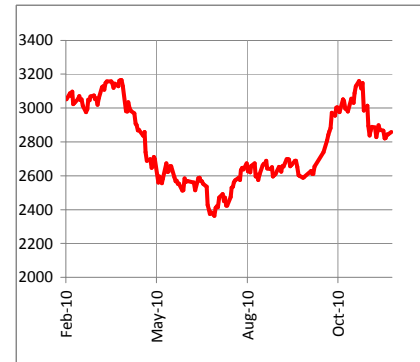
Индекс РТС



Индекс S&P 500



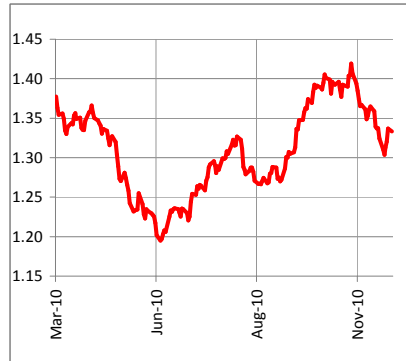
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



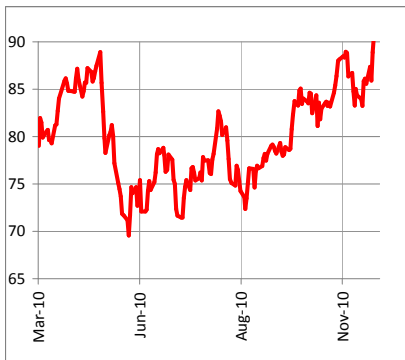
Курс USD/EUR



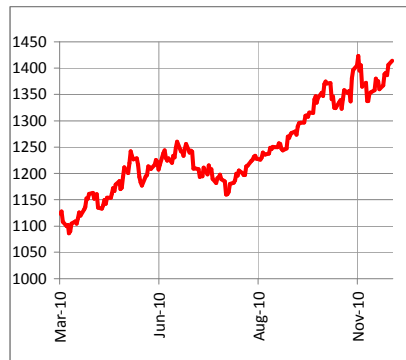
Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



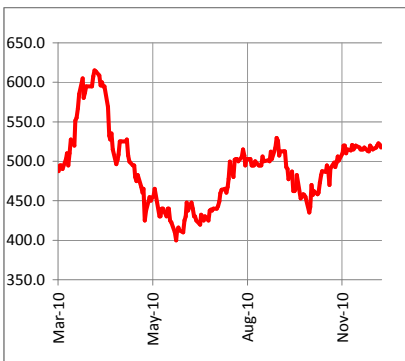
Золото, \$/Oz



Никель, \$/тонна



Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл. RF2030



Индекс рублевых облигаций



*Включает реинвестирование купонов

	Рын. кап. \$ млн.	Абсолютное изменение, %				С начала года	P/E		EV/EBITDA	
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.		09	10П	09	10П
НЕФТЬ И ГАЗ										
Газпром	147 352	1.68	12.22	14.15	17.01	6.01	5.98	5.37	5.68	4.61
Новатэк	29 287	1.91	12.74	16.69	84.96	76.95	35.56	23.41	24.92	16.45
Роснефть	74 580	0.90	4.78	1.29	-11.19	-12.85	10.91	7.41	6.60	5.01
ЛУКОЙЛ	50 414	2.04	9.95	5.52	9.38	9.09	7.19	6.00	4.13	3.81
Газпром нефть	19 860	0.10	5.33	8.15	-23.45	-20.12	6.59	6.16	5.21	4.55
Сургутнефтегаз	35 395	1.10	4.08	1.47	15.68	15.24	9.64	7.84	-	2.53
ТНК-ВР	43 491	11.54	17.17	34.26	67.63	68.12	8.40	7.21	5.47	4.80
Татнефть	10 679	1.97	2.36	2.80	8.71	9.50	6.21	6.40	5.06	4.95
БАНКИ										
Сбербанк	73 128	2.64	4.91	2.33	43.53	27.15	94.79	16.63	-	-
ВТБ	34 427	1.28	1.58	-0.89	56.79	48.04	-	20.86	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 605	0.45	1.72	2.37	52.24	52.45	16.22	14.98	13.27	7.74
ОГК-2	1 931	0.99	5.56	11.17	117.10	100.76	55.82	25.60	23.53	12.72
ОГК-3	2 563	-0.53	0.60	2.18	14.01	14.95	18.86	22.10	10.47	12.21
ОГК-4	6 668	3.03	9.67	30.54	119.85	103.83	38.23	25.15	23.67	16.56
ОГК-5	3 348	1.79	3.36	13.92	30.13	37.65	33.08	26.81	17.19	13.28
ОГК-6	1 398	1.66	2.35	7.39	88.69	80.86	18.10	27.25	11.05	13.23
ТГК-9	1 256	0.00	2.04	3.90	73.91	60.00	9.99	9.03	7.26	4.48
Русгидро	15 469	2.33	2.83	6.43	46.03	47.18	15.95	12.38	9.34	7.69
ИнтерРАО	4 459	1.26	2.56	3.72	10.26	-0.05	-	32.88	-	12.52
ФСК	14 468	-0.27	1.39	-0.27	-1.61	14.73	-	17.28	-	8.06
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 257	0.30	0.85	0.87	-16.75	-6.14	28.04	29.35	6.71	7.15
МТС	16 449	0.47	1.43	-0.36	13.98	16.16	16.38	10.10	4.72	4.10
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	40 664	-0.21	11.41	18.73	61.29	57.00	15.64	8.46	9.59	5.99
НЛМК	25 540	0.32	10.58	22.72	36.73	44.72	118.76	20.44	19.21	11.44
ММК	11 992	-0.39	7.57	10.11	27.50	33.77	51.69	22.98	14.33	8.76
Северсталь	15 802	-0.70	9.29	13.35	103.86	93.22	-	116.21	22.86	8.15
Мечел	11 196	1.72	13.50	15.60	71.26	73.04	151.82	17.20	27.43	9.35
Белон	980	3.50	6.74	1.60	39.21	41.29	38.00	8.86	14.79	5.45
Распадская	5 123	-0.25	7.21	19.05	54.06	39.95	43.94	19.97	20.73	12.79
Полюс золото	11 004	0.16	2.22	16.77	12.55	13.43	34.22	23.69	20.60	14.44
Полиметалл	7 969	3.79	9.85	30.32	115.39	120.27	83.03	44.24	34.93	26.21
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	13 399	1.24	13.26	20.65	39.87	56.82	46.62	23.61	26.37	16.61
Сильвинит	6 897	0.49	5.36	22.79	15.55	16.33	20.74	13.95	12.13	9.91
Акрон	1 531	2.69	4.91	8.38	14.26	16.51	6.84	9.45	11.29	7.62
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 988	1.88	4.53	9.53	90.34	58.92	33.49	17.84	10.56	7.53
Седьмой континент	608	0.49	1.80	0.35	10.58	10.47	16.67	14.18	7.07	6.54
Магнит	11 272	1.88	9.29	11.90	93.16	82.85	40.96	33.60	24.13	18.74
ПИК	1 996	1.02	7.08	9.13	5.33	2.33	-	2.65	-	-
Система Галс	351	-0.12	1.14	18.43	4.43	14.78	-	-	-	-
ЛСР	3 305	1.25	14.38	16.77	96.42	73.17	22.24	22.90	8.80	10.30

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1223.1	-0.13	2.98	-0.22	10.87	9.69
Индекс РТС	1709.9	-0.09	7.05	6.70	23.05	18.37
USD/EUR	1.3 345	0.36	2.35	-4.27	-10.12	-6.88
RUB/USD	31.21	0.05	0.85	-1.24	-4.19	-3.75
RUB/EUR	41.64	-0.33	-1.47	3.13	6.63	3.42
Золото, \$ Oz	1420.95	0.43	2.36	1.76	22.47	29.34

Данные Bloomberg

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.