

Оперативный обзор фондового рынка

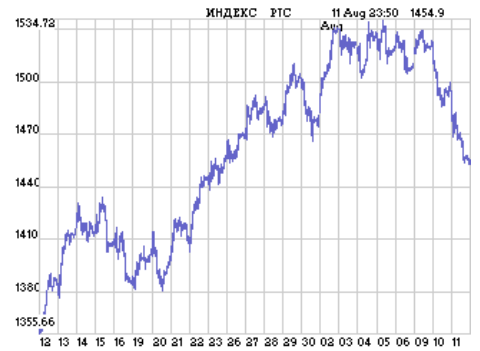
четверг, 12 августа 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолюсЗолот	1379	2.3%
Транснф ап	30950	1.0%
РусГидро	1.642	0.6%
ФСК ЕЭС ао	0.35	0.3%
МТС-ао	244.11	0.3%
Уркалий-ао	136.8	0.3%
Магнит ао	3090	-0.5%
РБК ИС-ао	35	-0.7%
ОГК-5 ао	2.612	-0.8%
Новатэк ао	210.48	-0.8%
ЛУКОЙЛ	1657	-1.0%
Татнфт Зао	143.68	-1.0%
Газпрнефть	121.5	-1.1%
Сурнфгз	29.302	-1.1%
УралСви-ао	0.971	-1.4%
Система ао	26.765	-1.5%
Ростел -ао	108.81	-1.6%
Роснефть	199	-1.7%
Сурнфгз-п	13.099	-1.8%
Татнфт Зап	71.94	-1.8%
Сбербанк	80.93	-1.9%
ГМКНорник	5048.9	-2.1%
Ростел -ап	72.7	-2.1%
ВТБ ао	0.0809	-2.2%
Сбербанк-п	58.49	-2.4%
ОГК-3 ао	1.659	-2.4%
ГАЗПРОМ ао	162.3	-2.6%
Аэрофлот	60	-3.0%
ММК	25.6	-3.1%
СевСт-ао	357.84	-3.2%

Рынки накануне:

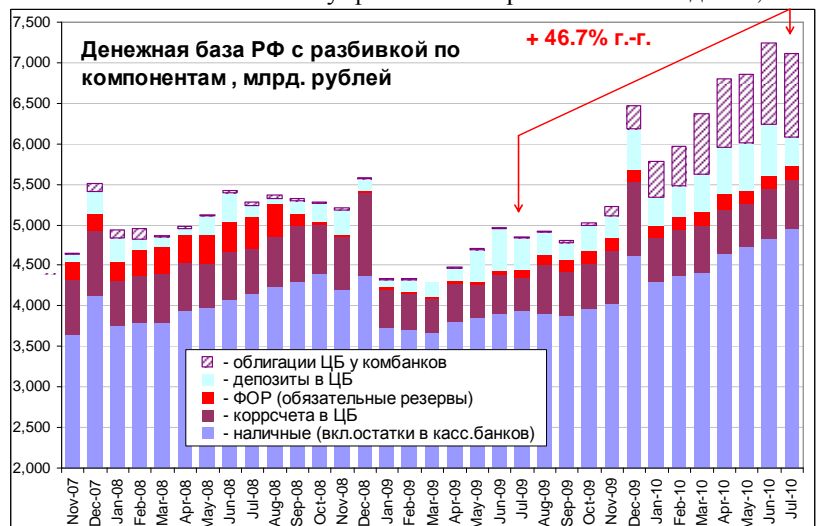
За два дня российский рынок упал на 3%, вчерашний день принес -1.5% по индексу ММВБ. Заметные движения прошли по всем мировым рынкам. Падали валюты к доллару (что можно представить, как рост доллара к другим валютам). Евро вновь ниже 1.3 \$/€ (1.288 сейчас, три дня назад был выше 1.33). Снижались товарные рынки (нефть \$76.7 на ICE, \$78 на NYMEX, потери порядка 10% за 7 торговых дней). Падение российских акций выглядит как неохотное, так, акции Европы и США вчера упали на 3%. Коррелированность движений всех рискованных активов не должна удивлять, это вполне характерно для кризиса.



Комментаторы заявляют, что движение спровоцировано заявлениями ФРС после совещания Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC), определяющим судьбу ставок и связанных с этим заседание заявлений. Монетарные власти США объявили, что скорость восстановления, похоже, будет «более скромной», чем предыдущие ожидания. У нас есть большие сомнения в том, что ФРС знает о судьбе экономики больше, чем остальные инвесторы. Но определенное краткосрочное влияние такой прогноз оказывает. Понижительная фаза на финансовых рынках, скорее, связана с накопленными прибылями, рынки никогда не растут по прямой. Это коррекция, речи о смене «долгосрочного тренда» пока нет.

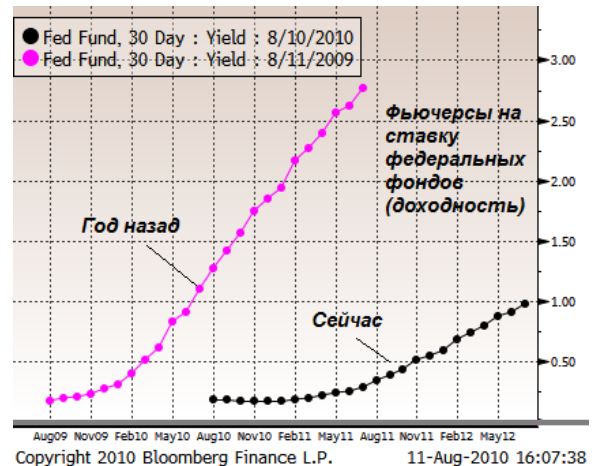
ФРС заявляет, что будет реинвестировать средства, получаемые от погашения ипотечных бумаг в облигации казначейства, поддерживая политику «credit easing» (облегчение кредита). Ранее в истории был только один опыт применения такой нетрадиционной меры денежной политики, когда Япония в 2001-2006 годах пыталась реанимировать анемичную экономику, проводя политику «quantitative easing». В традиционных моделях экономисты оперируют процентными ставками, тогда как предложение денег игнорируется. На самом деле, процентная ставка и количество денег связаны. Когда нужно понизить ставку, центральный банк покупает некие активы на рынке (часто, гособлигации или чужую валюту, как этот делает ЦБ Швейцарии), расплачиваясь свеженапечатанными деньгами. Это называется «операциями на открытом рынке». Банки крайне чувствительны к количеству денег, если их много, краткосрочные ставки падают и наоборот. Краткосрочные ставки влияют на долгосрочные ставки в экономике, но эта связь не совсем четкая. Если у финансового рынка есть ожидания, что центробанк будет держать краткосрочные ставки низкими долго, начинает работать временной арбитраж – можно постоянно занимать деньги на коротке и ссужать их в долгосрочной части кривой доходности. Экономисты исследуют эту связь в рамках «теории ожиданий», и форвардных ставок.

Из выше сказанного важно, что краткосрочные ставки влияют на долгосрочные и что центробанки определяют стоимость денег. Вчера ЦБ РФ опубликовал размер «широкой денежной базы», это одно из измерений того, «сколько рублей напечатано» (см. справа). В июле в РФ это 7.1 трлн. рублей, что заметно больше чем весной 2009 года, когда денежная база была в 1.5 раза ниже –



4.3 трлн. рублей. Такое расширение денежного предложения объясняет ставку межбанковского кредита, овернайт вчера составил 2.6% (по 2.5% ЦБ РФ принимает деньги на депозиты, так, что ниже ставки МБК не упадут).

Существует естественный барьер на пути ставок – ниже нуля они не могут упасть. В США наводнение деньгами началось с осени 2008 года, сразу после краха Lehman. ФРС расширила валюту баланса с \$1 трлн. до \$2 трлн., фактически, удвоив предложение денег в денежной базе. Краткосрочные процентные ставки по которым нет премии за риск (дефолта) упали практически до нуля. Такая ситуация называется «ловушка ликвидности», означающая, что коль скоро, ниже нуля ставки упасть не могут, то тут денежная политика теряет свою эффективность, как стимулирующая мера. Изучавшие экономику, могут вспомнить про «предпочтение ликвидности», в классической модели IS LM инвесторы выбирают между деньгами и облигациями, но когда процентная ставка на нуле, деньги и облигации становятся тождественными. До начала 2000-х годов, «ловушка ликвидности» была лишь теоретической проблемой, но даже тогда некоторые экономисты считали, что даже в условиях нулевых ставок можно продолжать и дальше «печатать деньги» (т.е. покупать активы с рынка Центробанку, и дальше увеличивая денежную базу). Так, что эти свежие деньги начнут влиять на инфляционные ожидания и будут оказывать влияние на экономику. Основная задача печатания денег в том, что бы заставить людей их тратить, по кредитным ли каналам, по каналам ожиданий (например так: инфляция съест деньги, поэтому держать их нет смысла) Траты приведут к возобновлению экономического роста и прервет порочный цикл спада, когда снижение экономики заставляет агентов ужиматься, это ведет к новому витку снижения экономики и цикл повторяется. Итак, сейчас США и Европа находятся в ситуации «ловушки ликвидности», а попытки реанимировать экономику сводятся к наводнению «лишними» долларами и евро, это и есть ситуация «quantitative/credit easing». До этого, подобную политику проводила Япония, в 2001-2006 годах и нет определенного мнения, насколько успешной она была.

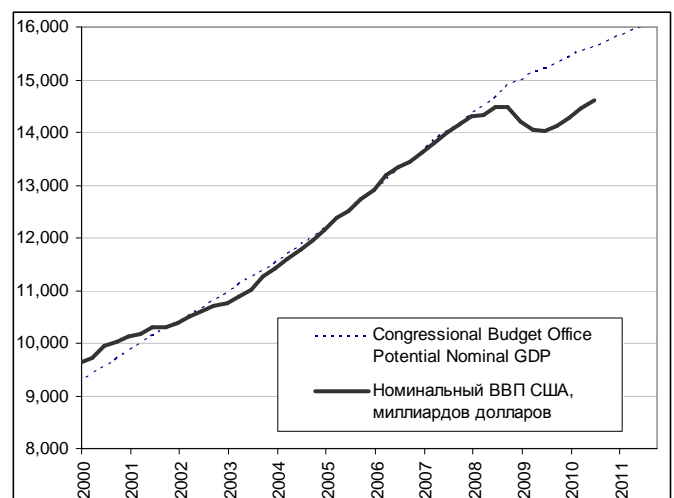


Справа представлены две кривых ожиданий процентных ставок в США, подразумеваемых фьючерсными рынками на ставку ФРС (правильнее говорить, на ставку федеральных фондов). Текущие ожидания сильно отличаются от того, что было год назад. 10-августа прошлого года кривая была круто восходящая, предполагавшая, что ставки начнут расти с 2010 года. Напомним, что это был разгар кризиса, одно из самых низких значений ВВП. Сейчас рынок ожидает, что текущие низкие значения процентных ставок

будут сохраняться низкими (не превысят 1% вплоть до середины 2012 года). Подобные же ожидания дают опрошенные экономисты, считающие, что уровень в 1% будет пройден только в конце года. Технически это и будет выход из политики «quantitative/credit easing», когда ФРС сначала нужно будет изъять «лишние» деньги (то, что Бернанке называет «стратегия выхода», exit strategy), а потом и дальше уменьшить предложение денег до уровня пока ставка не поднимется до 1%.

Time period	3Q 2010	4Q 2010	1Q 2011	2Q 2011	3Q 2011	4Q 2011	1Q 2012
# of replies	75	75	74	74	72	68	39
Average	0.25%	0.26%	0.31%	0.44%	0.74%	1.11%	1.68%

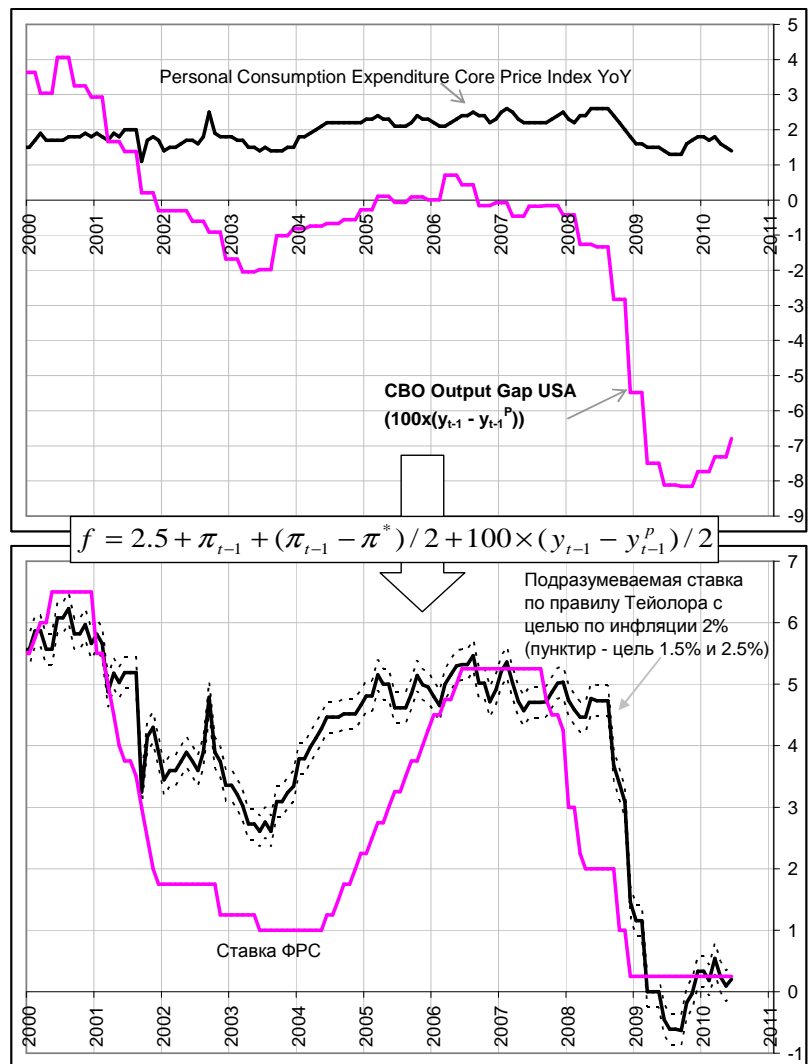
Некоторую индикацию того, от чего зависят ставки может дать эмпирическое правило Тейлора, о котором мы вчера писали. На деле, существует несколько вариантов расчета этого правила, плюс, есть неопределенность с тем, как считать входные параметры: что использовать как измерение инфляции, поскольку есть масса индексов. А также существуют разные оценки «разрыва ВВП» (output gap). Справа на графике представлены измерение номинального ВВП США и так называемый «потенциальный ВВП» (пунктир), который мог бы быть если бы экономика находилась в состоянии «полной загрузки». Такая ситуация напрямую связана с безработицей, которая в США составляет сейчас 9.7%, тогда как «естественным» уровнем называют цифру около 5% (например, ОЭСР оценивает его в 5.1% для 2010 года).



Вчера в обзоре мы допустили ошибку в формуле правила Тейлора (использовали потенциальную инфляцию, вместо текущей во втором слагаемом уравнения). Сегодня мы расширим материал расчетами. На верхнем графике приведены две кривые, на которые пытается влиять ФРС. Это инфляция (измеряется дефлятором личного потребления, без учета волатильных составляющих энергии и продуктов питания), а также «производственный разрыв»/output gap, степень недозагрузки экономики.

Устанавливая ставки, ФРС найти компромисс между этими переменными. И этот компромисс может быть оценен через правило Тейлора, представленное в формуле (пи – это инфляция, разница игреков умноженная на 100, это производственный разрыв, индексы означают t-1 означают, что данные за прошлые периоды). Мы используем оригинальные коэффициенты (2.5, 2 в последних двух слагаемых)

Как видно, подразумеваемая ставка из правила Тейлора не в полной мере отражает политику ФРС в последние годы. Это нормально, потому, что ФРС может уделять больше внимания инфляции или output gap, чем подразумевается правилом, не говоря о том, что индексы цен и разрыв оцениваются неточно, а ФРС оперирует большим набором целевых цифр, чем эти две (включая и курс доллара в мире, уровень кредита, долгосрочные ставки и проч.).



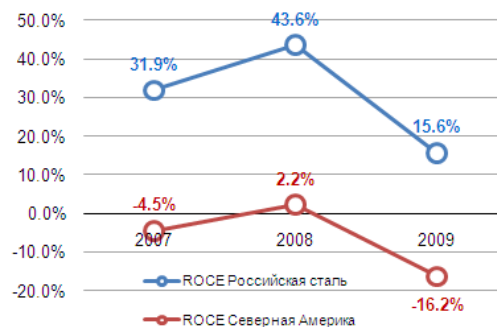
Тем не менее, правило полезно, чтобы понять направление. Во-первых, если инфляция равна ожидаемой, и экономика находится на уровне потенциального выпуска, то ставка ФРС должна быть равна 4.5%, этот уровень можно назвать «нейтральным», к которому стремятся краткосрочные ставки (мы подразумеваем инфляцию равно ней 2%, хотя ФРС не называет четких целей, из графика видно, как хорошо выдерживается этот показатель). Во-вторых, можно понять, как ФРС будет действовать дальше. Когда производственный разрыв будет сокращаться, а инфляция подниматься с текущих низких значений, США станет поднимать долларские ставки. До этого пока далеко, экономика США на ~7% ниже того, где должна быть, а инфляция низка. Пока рост США остается анемичным.

Мы считаем, что траектория выхода из кризиса, более или менее продолжительная не слишком принципиальна с точки зрения фондовых рынков. Рано или поздно ставки нормализуются, экономики встанут на путь роста. Можно пробовать пытаться спекулировать на траектории, но время показывает, что мало кому удастся угадывать.

Вкратце:

- По предварительным данным ВВП России во втором квартале 2010 года вырос на 5,2% по сравнению со вторым кварталом 2009 года. Пока Росстат не публикует структуру валового продукта, но, по словам А. Клепача, росту способствовало увеличение спроса. Мы полагаем, что по итогам года российский ВВП покажет рост более чем на 5%, а засуха не окажет сильного влияния на экономку, так как является разовым фактором и не подразумевает долгосрочных последствий.
- Совет директоров «Норникеля» назначил на 21 октября внеочередное собрание акционеров. Реестр на собрание будет закрыт 10 сентября. Напомним, что общее собрание проводится по требованию «Русала» и главный вопрос в повестке – переизбрание совета директоров.

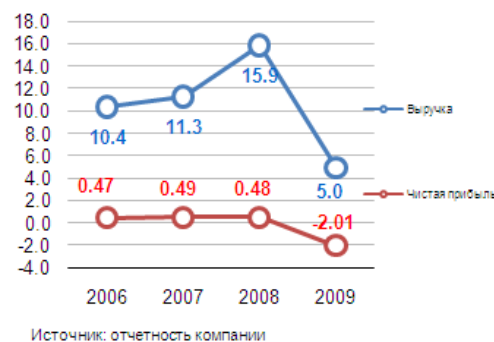
- «Евросибэнерго» О. Дерипаски намерено провести IPO в Гонконге до конца этого года. В ходе размещения компания намерена привлечь \$2 млрд., предложив инвесторам 25% от увеличенного уставного капитала. Таким образом, компания оценивает себя в \$8 млрд., или \$490 за кВт установленной мощности, что на наш взгляд, является адекватной оценкой. Средства от размещения компания планирует направить на погашение своей задолженности.
- «Северсталь» готова продать часть своих североамериканских активов. В частности на продажу выставлены Warren, Severstal Sparrows Point и Severstal Wheeling, которые были куплены в 2008 году за \$775 млн. По сведениям американской AMM.com, наиболее вероятными покупателями являются CSN и US Steel. Заметим, что североамериканские активы по итогам 2009 года принесли «Северстали» около \$1 млрд. убытков. В перспективе компания намерена реструктуризировать оставшиеся североамериканские активы и повысить их прибыльность.
- А. Тулеев пообещал, что в течение месяца на шахте «Распадская» наполовину будет восстановлена добыча. По его словам, это позволит «Распадской» увеличить месячный объем на 77% до 670 тыс. тонн. Таким образом, по итогам года добыча составит около 8,5 млн. тонн угля, что на 20% ниже по сравнению с 2009 годом. Общие затраты на восстановление шахты компания оценивает в \$290 млн.
- «ЛУКОЙЛ» согласовал кредит на \$1,5 млрд. на выкуп собственных акций у ConocoPhillips. Кредит организован консорциумом из шести банков.
- «Акрон» в первом полугодии увеличил чистую прибыль по МСФО в 2,3 раза до 2,5 млрд. рублей. Выручка выросла на 16% до 21,8 млрд. рублей. «Дорогобуж», который входит в группу «Акрон», увеличил прибыль на 9% до 1 млрд. рублей, а выручку – на 13% до 5,8 млрд. рублей. Рост выручки обеих компаний связан с улучшением конъюнктуры на рынке удобрений.



Местное:

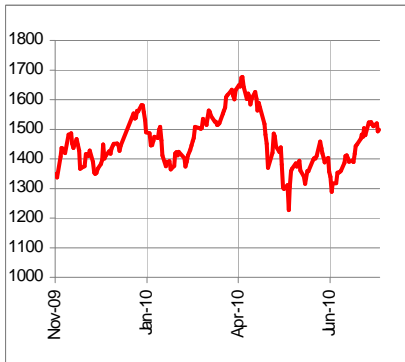
- «Чусовской металлургический завод», который сейчас подконтролен «ОМК», принял решение увеличить уставный капитал более чем в 7 раз. Бумаги по закрытой подписке выкупит «Металлинвест», заплатив за них 4,48 млрд. рублей. Как комментирует «ЧМЗ», компания находится в сложном положении, и чтобы не довести ситуацию до банкротства, было принято решение привлечь внешних инвесторов. Заметим, что «Металлинвест» принадлежит В. Анисимову, который является давним партнером совладельца «ОМК» - А. Седых.
- В ходе шестого Пермского экономического форума, который пройдет 17-18 сентября, промышленные предприятия проведут презентации своих инвестиционных проектов. Свои проекты продемонстрируют «Соликамскбумпром», «Эр-Телеком», «Пермский целлюлозно-бумажный комбинат». Наиболее успешные проекты могут получить финансовую поддержку от банков на льготных условиях.

Основные финансовые показатели ОАО «ЧМЗ», млрд. рублей

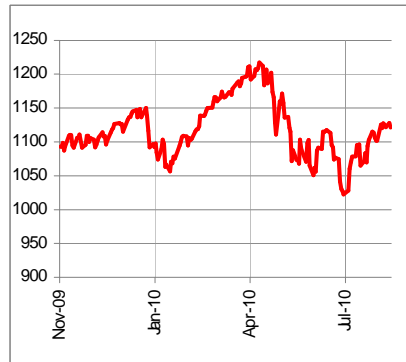


Конъюнктура рынков:

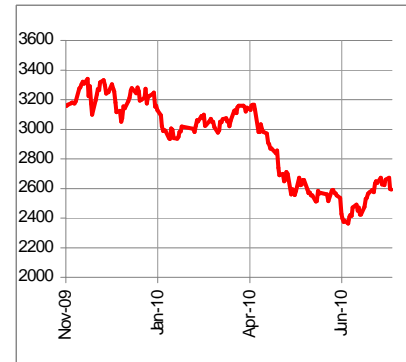
Индекс РТС



Индекс S&P 500



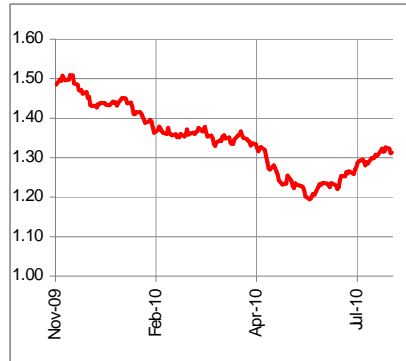
Индекс Shanghai SE Composite



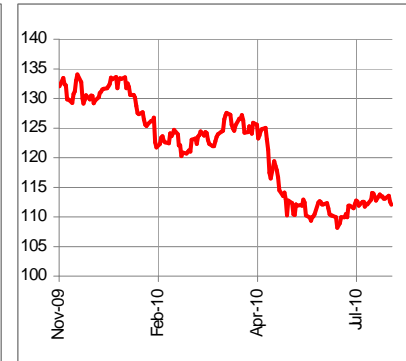
Курс RUB/USD



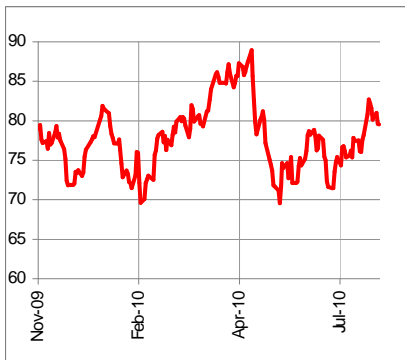
Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Никель, \$/тонна



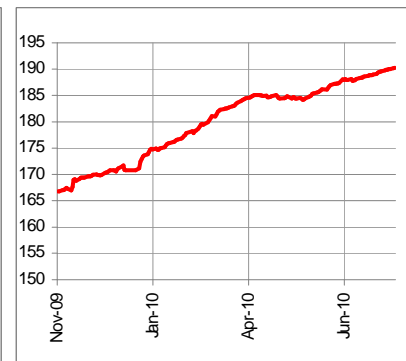
Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



	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	131 285	-1.64	0.31	8.15	1.78	-9.00	5.33	4.67	5.28	4.15	
Новатэк	21 487	-1.19	-2.88	-0.88	68.99	25.08	25.85	16.24	18.03	11.65	
Роснефть	71 510	-2.13	-1.90	8.24	5.67	-19.49	10.46	6.95	6.35	4.88	
ЛУКОЙЛ	47 341	-1.87	-1.20	5.10	9.88	-1.30	6.55	5.59	3.90	3.60	
Газпром нефть	19 337	-3.05	-2.93	3.46	9.73	-25.07	6.42	5.91	5.18	4.51	
Сургутнефтегаз	35 273	-2.30	-2.68	7.01	25.06	10.65	9.80	6.93	-	2.68	
ТНК-ВР	31 044	0.00	4.55	3.24	76.92	20.00	6.00	5.03	4.12	3.58	
Татнефть	10 519	-0.63	-1.02	1.11	20.08	3.92	6.12	6.05	4.91	4.64	
БАНКИ											
Сбербанк	59 351	-1.07	-3.63	6.64	77.27	-0.58	76.93	11.88	-	-	
ВТБ	28 809	-1.19	-0.36	7.53	100.12	19.35	-	19.38	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	1 587	-1.29	-1.84	-3.35	71.86	45.24	16.04	14.43	14.24	8.22	
ОГК-2	1 785	-1.38	2.44	5.95	119.12	78.74	51.58	30.50	22.26	13.49	
ОГК-3	2 682	-1.34	-2.02	-5.61	12.45	15.90	19.74	29.43	10.28	12.12	
ОГК-4	4 957	0.13	-1.05	-1.99	109.76	46.02	28.42	20.15	17.70	13.28	
ОГК-5	3 073	-1.10	2.71	6.01	81.26	21.71	30.37	26.78	16.12	12.55	
ОГК-6	1 216	-	-	-	-	-	13.67	229.37	8.22	13.65	
ТГК-9	1 199	0.00	4.55	5.14	20.66	47.20	9.00	11.58	-	4.67	
Русгидро	14 676	-0.06	1.68	6.16	31.09	44.01	15.13	11.50	8.91	7.00	
ИнтерРАО	3 109	-0.72	-3.75	-4.83	85.24	-14.60	-	16.53	-	8.48	
ФСК	14 360	-1.41	2.04	3.86	51.52	9.72	-	15.14	-	8.01	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	2 677	-1.50	-0.58	1.02	-31.76	-25.67	23.05	19.44	5.17	5.09	
МТС	16 133	-0.53	-0.41	0.81	37.07	9.77	16.06	12.11	8.04	4.02	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	32 706	-0.45	2.57	7.33	57.06	21.66	12.58	7.99	7.82	5.27	
НЛМК	18 780	-5.25	-4.84	6.43	22.10	2.52	87.33	13.00	14.31	7.99	
ММК	9 845	-0.83	2.19	19.20	40.07	5.81	42.43	14.68	11.80	6.91	
Северсталь	12 359	-2.91	-0.48	17.09	73.42	45.60	-	21.77	18.89	6.62	
Мечел	9 505	-2.47	-0.30	13.10	121.50	41.53	128.89	9.92	24.80	7.68	
Белон	993	-3.24	-6.32	2.37	80.21	37.89	38.49	-	14.79	14.90	
Распадская	3 460	-2.42	-0.94	8.49	46.66	-8.95	29.67	12.72	14.16	7.46	
Полюс золота	8 550	-0.85	-1.05	-7.04	9.20	-15.09	26.58	16.03	15.07	9.05	
Полиметалл	5 160	-0.85	-3.82	-3.79	52.49	37.41	53.76	22.88	23.24	14.70	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	9 643	-1.54	1.53	15.55	15.04	8.74	33.55	17.44	18.88	12.71	
Сильвинит	4 866	-3.86	-2.27	5.06	42.75	-20.92	14.63	9.78	8.93	7.29	
Акрон	1 458	0.53	8.19	17.45	11.71	6.91	6.51	11.44	10.96	7.85	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 284	-1.14	-2.95	0.34	89.64	17.08	25.61	13.56	8.78	5.89	
Седьмой континент	606	1.09	-0.60	-4.08	4.80	6.15	16.62	14.11	8.09	6.64	
Магнит	9 215	0.41	4.66	20.35	123.75	44.03	33.49	25.70	19.51	14.80	
ПИК	1 845	-1.61	0.78	0.90	107.17	-8.90	-	-	-	-	
Система Галс	307	-1.07	0.98	18.76	175.76	-3.27	-	-	-	-	
ЛСР	2 692	-2.12	-3.08	5.23	119.53	49.48	18.11	16.21	7.39	7.99	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1 121	-0.60	0.05	4.00	12.74	0.53					
Индекс РТС	1 497	0.31	-1.73	10.15	44.86	3.66					
USD//EUR	1	0.05	-0.24	4.25	-7.31	-8.42					
RUB/USD	30	0.11	-0.82	2.40	7.17	-0.10					
RUB/EUR	39	0.00	-0.57	-1.78	15.70	9.15					
Золото, \$ Oz	1 204	0.56	0.34	-0.61	27.20	9.56					

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.