

Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 21 июня 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.334	4.4%
РусГидро	1.776	3.3%
Сбербанк	80.3	2.5%
Газпромнефть	129.49	2.2%
ВТБ ао	0.0788	1.9%
Татнефть Зао	145	1.8%
Ростел -ап	76	1.6%
ГАЗПРОМ ао	159.4	1.6%
Сбербанк-п	57.64	1.5%
Татнефть Зап	72	1.3%
Новатэк ао	221.5	1.3%
УралСви-ао	1.036	1.1%
Роснефть	207.8	0.9%
Аэрофлот	62.4	0.9%
Транснефть ап	26400	0.8%
СевСт-ао	315.61	0.8%
ОГК-5 ао	2.217	0.7%
ПолюсЗолот	1520.1	0.6%
Система ао	28.2	0.6%
РБК ИС-ао	38.17	0.6%
ММК	22.84	0.5%
Сургутнефтегаз	28.675	0.4%
Ростел -ао	105.99	0.2%
МТС-ао	232.95	0.0%
Сургутнефтегаз-п	13.027	-0.3%
ЛУКОЙЛ	1653.1	-0.7%
ГМКНорник	4910.1	-0.7%
Уралкалий-ао	118.8	-1.0%
ОГК-3 ао	1.805	-1.3%
Магнит ао	2690	-1.8%

другие акции.

Сегодня рынок акций, вероятно, откроется выше, что связано с позитивными тенденциями на мировых рынках. Главной новостью следует считать заявления от Китая, который в пятницу провозгласил изменения в валютной политике. Справа приведен график юаня (единиц за доллар), на котором видны три периода. До середины 2005 года юань был крайне жестко привязан к доллару – 10 лет аж с 1995 года курс был неизменным, порядка 8.3 юаня за доллар. Примерно с начала 2000-х годов валютные резервы Китая начали быстро расти. На рубеже тысячелетия они составляли всего ~\$150 млрд., в настоящее время близки к \$2.5 трлн. Это и есть главный «дисбаланс» мира, который так активно обсуждают экономисты. Если в одной стране есть профицит счета капитала, то в других странах мира должен быть дефицит счета капитала, и, конечно, это США.

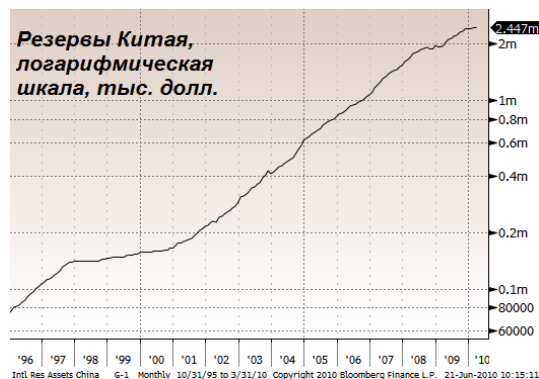
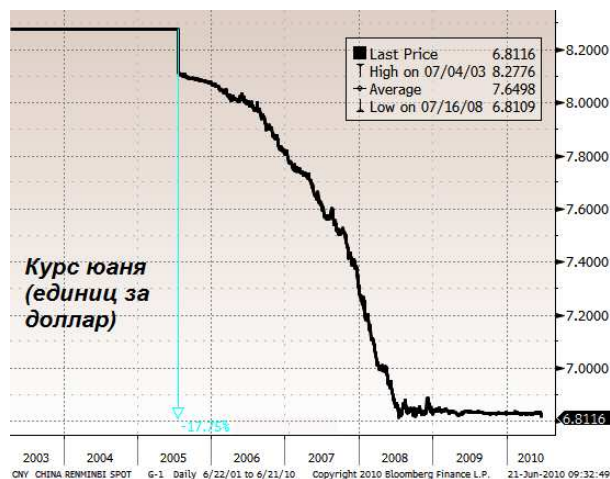
Похоже, что это стало поводом для Китая отказаться от жесткой привязки к доллару в 2005-м году, что хорошо видно на графике. Но даже это управляемое укрепление не изменило тренда, и валютные резервы страны выросли с середины 2005 до середины 2008 года на ~\$1.1 трлн., так что перед кризисом у Центробанка Китая было \$1.9 трлн. После начала кризиса власти, очевидно, решили возобновить привязку (что выглядит как «полка»), но даже

Рынки накануне:

Последние три дня рынок акций стоял на одном месте (что неплохо видно на графике справа). Формально, индекс ММВБ показал 0.85%, есть отдельные акции, которые выбиваются из общей стагнации.

В нефтянке, возможно, продолжает оказывать влияние новость от «Роснефти». Сама компания заявила, что если на рынке будет продаваться пакет, то он будет выкуплен. С другой стороны, ВР упорно заявляет, что не собирается продавать (см., например, сегодняшние «Ведомости»). А речь при этом идет об 1% акций, что явно немного. В пятницу «ЛУКОЙЛ» падал, а «Роснефть» росла. Теоретически это можно объяснить рациональным поведением некоторых игроков, которые могут менять одну бумагу на другую, поскольку они являются близкими субститутами.

Растут акции энергетики, что может объясняться распродажей в последний месяц. Неплохо чувствовали себя банки, что трудно объяснить комментариями. «Сбербанк» сейчас торгуется с мультипликатором P/BV=1.9 к ожидаемой величине собственного капитала на конец года (капитализация: 1.7 трлн. руб., капитал ожидается порядка 0.9 трлн. руб.) и мультипликатором P/E=11.6 (прибыль 2009 по консенсусу 152 млрд., ROE = 17%). Мы считаем, что это не дорого, учитывая возможность «Сбербанка» расти быстрее, чем отрасль в целом, и зарабатывать больше, чем практически все остальные банки (пользуясь преимуществами дешевого фондирования на статусе «надежного и государственного»). Другое дело, что весь рынок акций крайне дешев, и мы предпочитаем



в это время резервы нарастают и поднялись на \$550 млрд. до текущих \$2.45 трлн. (за прошедшие ~2 года с начала активного кризиса).

Чем хороши или плохи резервы? Тут мы немного отвлечемся и остановимся на том, как рассчитывается платежный баланс страны. Если экспорт товаров и услуг страны превышает импорт, разница должна быть компенсирована движением капитала. Если иностранцы потребляют больше, чем дают стране, они потребляют это в долг, наращивая нетто обязательства. Формально формула выглядит так: «счет текущих операций» + «счет капитала» = 0, где счет текущих операций - это в основном чистый экспорт (т.е. «экспорт» минус «импорт», но также в него входят обычно небольшие нетто-платежи по капиталу, проценты и дивиденды, плюс «подарки», например, перечисления денег «гастарбайтерами» своим семьям).

Старинная политика меркантилизма призывает наращивать экспорт и сокращать импорт, используя для этого тарифы и квоты, а также манипулирование валютным курсом. Про призывы меркантилистов по наращиванию чистого экспорта под благовидным предлогом «не зависеть от других стран», на самом деле есть призыв отдавать свои товары иностранцам в долг. Когда-то, во времена золотого стандарта, положительный счет текущего капитала (что почти тождественно профициту торговли) означал, что страна наращивала объемы золота (или обязательств других стран, номинированных в золоте). Наличие больших запасов золота тогда считалось чем-то положительным, и приводило к волнам девальваций национальных валют и политике «beggar-thy-neighbor» (~разори соседа). С 1973 года последняя привязка к золоту была отменена, и профицит торговли буквально означает, что страна будет продавать товары за счет наращивания количества иностранных «бумажек» (есть еще один вариант – сокращения собственных обязательств, гашения «бумажек» страны перед иностранцами, как это было с РФ в 2000-е года, когда гасился государственный внешний долг).

Итак, перекося по торговле автоматически означает перекося по счету движения капитала из страны. Призывы меркантилистов сильнее девальвировать российский рубль (притом, что у нас и так растут резервы и счет текущих операций хронически положительный) означает, что мы должны в еще большей мере давать иностранцам нефть и газ, получая взамен их «бумажки». То же самое мы видим у Китая – большой экспорт за «бумажки». Но зачем этим странам иметь так много американских или европейских обязательств? Дают ли они что-то стране? Мы считаем, что выгод от обладания резервами немного. Опыт 2008 года показал, что резервы не спасли РФ от провала экономики («тихой гавани» не получилось). Резервы имеют некоторый смысл – они позволят сгладить потребление импортных товаров, если вдруг цены на нефть упадут. Тогда Россия будет гасить иностранные «бумажки», покупая на эти доллары и евро иностранные товары. Но резервы страны, вряд ли должны быть избыточными, где-то есть предел. Если нефть упадет в цене, то России придется приспособиться к новым условиям и давать миру другие товары, всю жизнь на резервах не проживешь. Интересно также, что активная фаза накопления резервов нашей страной в 2000-е годы, когда рубль удерживался очень дешевым, не привела к наращиванию экспорта других товаров, кроме сырья и энергоносителей.

Наращивание валютных резервов имеет свои негативные последствия. Во-первых, это синоним искусственной дешевизны национальной валюты, означающей, что население страны недопотребляет иностранных товаров. Во-вторых, наращивание резервов практически всегда за счет «печатания» денег. В России накопление резервов в нулевые годы привело к сохранению большой инфляции. В Китае резервы также были куплены на «напечатанные» деньги, однако эта страна отличается тем, что у нее закрыт рынок капитала. Свеженапечатанные в ходе скупки долларов юани занимались правительством и центробанком, так что денежное предложение там оставалось стабильным. Напомним, что в Китае население и бизнес не может покупать иностранную валюту так просто, как в России, и там бегство из национальной валюты, как у нас в 1998-м и 2008-м, физически невозможно.

Зачем Китаю \$2.5 трлн. долларов? Если удерживать юань слишком дешевым, количество «бумажных» обязательств мира (Европы и США, в первую очередь) будет нарастать еще больше. Если предположить, что эти резервы будут когда-то потрачены, это приведет к тому, что страна будет потреблять больше, чем давать миру, будет иметь положительный счет капитала и отрицательный счет текущих операций.

Куда Китай может потратить \$2.5 трлн. долларов. На иностранные товары (включая нефть и газ)? Трата этих денег эквивалентна мощному укреплению юаня. Мы можем представить лишь фантастические сценарии – например, покупка на эти доллары у США Аляски или у России Сибири. Факт в том, что потратить доллары на текущее потребление невозможно.

Китай, во время кризиса удерживал валюту, привязанной к доллару. Доллар во время кризиса вырос практически ко всем мировым валютам (кроме йены). Это автоматически означало удорожание юаня ко всем валютам и повышение конкурентоспособности всех стран по сравнению с США и Китаем. Иными словами, политика жесткой привязки юаня, отсутствие его девальвации к доллару была благоприятным фактором во время кризиса, позволяя наращивать чистый экспорт. Сейчас Китай идет еще дальше, собираясь укреплять юань к доллару еще дальше, что будет стимулировать экономику всего мира и, вероятно, «охлаждать» экспортные отрасли этой страны. Это неплохая новость для всего мира. Мало того, что устраняются структурные дисбалансы рынка капитала, так беспокоящие политиков и экономистов («а вдруг, Китай потребует отдать доллары или начнет продавать

американские бумаги»). Так еще Китай собирается «подвинуться» на рынке товаров, давая место для роста остальным странам. Именно поэтому сегодня рынки растут.

Вкратце:

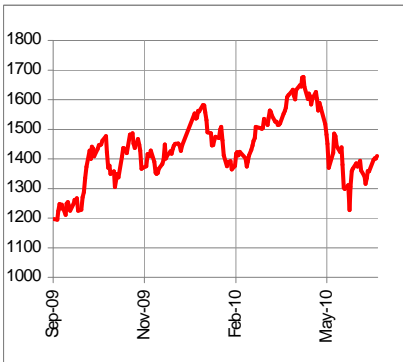
- О. Дерипаска намерен добиться выплаты «Норникелем» промежуточных дивидендов. Напомним, что по итогам 2009 года «Русал» требовал от «Норникеля» выплатить дивиденды на сумму в \$3 млрд. (480 рублей на акцию), однако совет директоров рекомендовал акционерам утвердить дивиденд в \$1,325 млрд. (210 рублей на одну акцию). В результате гендиректор «Норникеля» В. Стржалковский обвинил «Русал» в том, что тот хочет решить свои проблемы с долгом за счет «Норникеля» (на текущий момент долг «Русала» превышает 12,7 млрд.).
- С. Богданчиков заявил, что «Роснефть» не изучает вопрос покупки «Русиа петролеум», который владеет лицензией на Ковыктинское месторождение. По мнению Ю. Трутнева, в результате банкротства «Русиа петролеум», Ковыкта отойдет государству.
- Глава «Транснефти» Н. Токарев сообщил, что монополия просит ФСТ с 1 июля повысить тарифы на ее услуги на 3,5%. Средства нужны для реализации программы реконструкции и капремонта трубопроводов.
- А. Костин на экономическом форуме в Санкт-Петербурге заявил, что РФ может начать продажу части госпакета акций банка «ВТБ». Как пишет Reuters, продажа может начаться в течение ближайших 6-12 месяцев. А. Кудрин уточняет, что государство не ставит никаких ориентиров по срокам продажи, а если решит продавать бумаги «ВТБ», то может сделать это небольшими частями и необязательно в размере того пакета, который был получен в результате допэмиссии.
- «Ростехнологии», Daimler и ЕБРР приобрели у «Тройки Диалог» 17,12% акций «Камаза». Цена сделки не раскрывается, но «Ведомости» со ссылкой на источники сообщают, что она прошла исходя из оценки «Камаза» в \$2,5 млрд. (109,6 рублей в расчете на одну акцию). В результате этой сделки, доля «Ростехнологий» в «Камазе» выросла до 49,9%, а пакет «Тройки» сократился до 27,3%.
- Несмотря на заявления И. Сечина о том, что «Газпром» сохранит за собой монополию на экспорт, «Новатэку» удалось частично добиться права на экспорт СПГ. В конце прошлой недели «Газпром» и «Новатэк» подписали агентское соглашение, согласно которому монополия будет оформлять экспорт новатэкковского газа с проекта «Ямал СПГ». Как сообщают СМИ, сначала «Газпром» настаивал на покупке газа «Ямал СПГ», потом хотел 1,5-2% комиссии, но потом сошлись на «символической» цифре. «Ямал СПГ» - оператор Южно-Тамбейского месторождения с запасами газа в 1,26 трлн. куб. м. Планируется, что добыча начнется в 2015 году, а производство СПГ – в 2017 году. Возможность самостоятельно экспортировать газ облегчит «Новатэку» поиск партнеров. Однако с учетом увеличения конкуренции на мировом рынке СПГ, более высокой себестоимости по сравнению с трубопроводным газом, поставки газа на внутренний рынок могут быть более выгодными, чем экспорт. Тем более что к 2014 году в России планируется переход на равнодоходные с европейскими поставками цены на газ.

Местное:

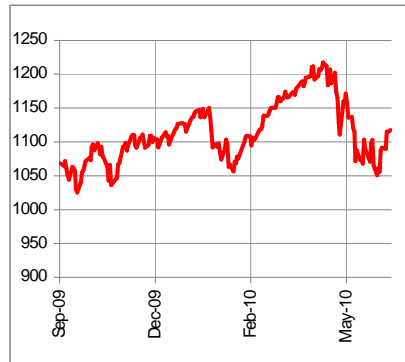
- В пятницу «Уралкалий» провел общее собрание акционеров, которое одобрило выплату дивидендов за 2009 год в размере 1,7 рублей на акцию (доходность – 1,4%).
- «Коммерсант» сегодня пишет, что ФГУП «Пермские авиалинии» исключено из списка стратегических предприятий. По словам министра градостроительства и инфраструктуры А. Кудрявцева, у краевого правительства есть договоренности с Росавиацией, что после вывода предприятия из списка стратегических оно будет передано в краевую собственность. Напомним, что пермские власти давно пытаются добиться передачи аэропорта в краевую собственность, чтобы самостоятельно заняться ее развитием.

Конъюнктура рынков:

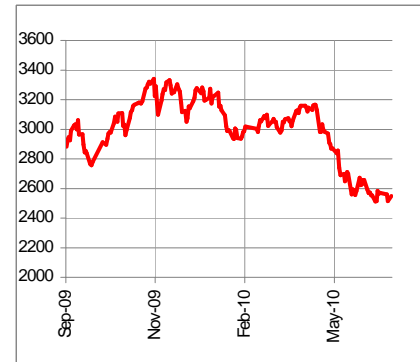
Индекс РТС



Индекс S&P 500



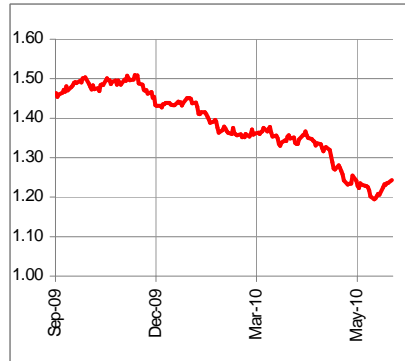
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



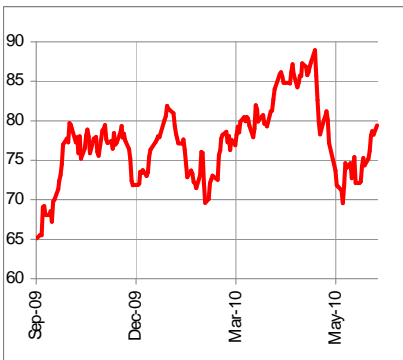
Курс USD/EUR



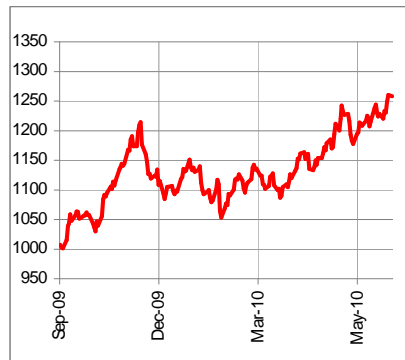
Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



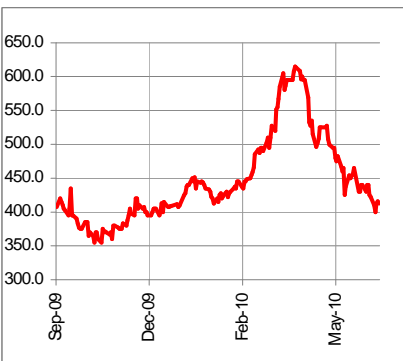
Золото, \$/Oz



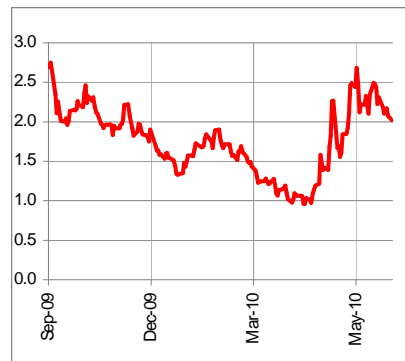
Никель, \$/тонна



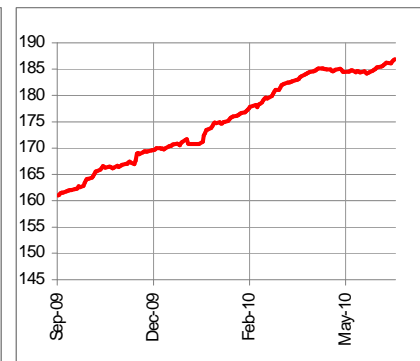
Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



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.