

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 24 ноября 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РусГидро	1.613	1.8
УралСВИ-ао	1.359	1.7
ПолюсЗолот	1773.5	1.1
Магнит ао	3594	0.5
Газпромнефть	126.97	0.2
Татнефт Зао	150.5	-0.3
Ростел -ап	77.7	-0.3
Татнефт Зап	77.45	-0.4
Сургутгаз	29.7	-0.6
Сбербанк	98.5	-0.7
ГМКНорник	5865.1	-0.8
МТС-ао	254.5	-0.8
Система ао	26.123	-0.9
РБК ИС-ао	37.19	-1.1
Аэрофлот	78.4	-1.1
Транснефтепродукт	39247	-1.2
ГАЗПРОМ ао	167.7	-1.2
ЛУКОЙЛ	1701	-1.2
Ростел -ао	138.7	-1.2
Роснефть	210.32	-1.3
ОГК-5 ао	2.76	-1.4
Уркалий-ао	171.95	-1.5
ФСК ЕЭС ао	0.36	-1.6
СевСт-ао	444	-1.8
Сбербанк-п	69.8	-1.8
ОГК-3 ао	1.645	-1.8
ВТБ ао	0.1012	-2.1
Сургутгаз-п	14.226	-2.2
ММК	30.6	-2.3
Новатэк ао	266	-2.4

В очередной раз движение российских акций было слабо отличимо от динамики американских фьючерсов. Вчерашнее снижение индекса ММВБ на 0.9% связано с «внешними ветрами».

Если рассчитывать изменения по этому рублевому индексу, российские акции на 19% выше, чем были на закрытии 2009 года. В долларовом индексе РТС ситуация слегка иная – результат +8%, а вчерашнее снижение составляет 1.7%, что связано с динамикой рубля. Как раз вчера курс подскочил примерно на 25 копеек до 31.4 руб./\$ (примерно 1%), отражая корректирующийся курс доллара к евро (1.34 \$/€сейчас, 1.4% за день). Доллар отыгрывает свои позиции обратно после волны оптимизма связанной с практическим разрешением проблемы долгов Ирландии.

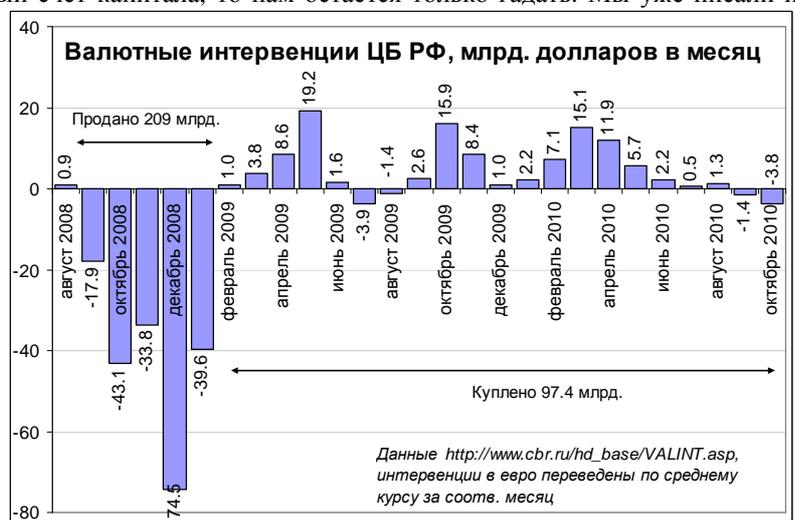
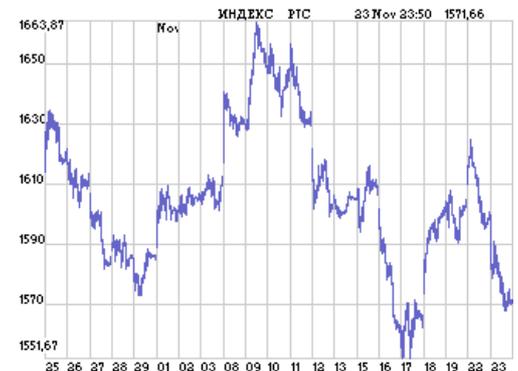
Сегодня СМИ активно обсуждают вчерашнее заявление главы ЦБ РФ Игнатьева о том, что он не знает и удивляется снижению курса рубля. Откровенно говоря, мы также удивлены этим. Комментарий Игнатьева рифмуется с заявлением первого зампреда Улюкаева на прошлой неделе, примерно в том же ключе. Очевидно, что при значительном положительном счете текущих операций России, снижение рубля может быть связано только с заметным отрицательным счетом капитала, которое часто (и не совсем правильно) называют «оттоком капитала».

Последнее требует уточнения, «отток капитала» не обязательно должен быть связан с бегством, то есть наращиванием российскими резидентами иностранных активов. Это может быть сокращение прав требований иностранцев к россиянам, к примеру, простое гашение иностранных долгов. Так, в начале 2000-х значительную долю «оттока капитала» создавало правительство, гасившее суверенные долги, образовавшиеся в СССР и после его распада.

Похоже, что сейчас имеют место смешанные тенденции. Игнатьев вчера заявил о приобретении имущества и остатках средств на счетах в иностранных банках. Правда, он заявил, что «полной информации нет, исчерпывающий ответ я пока дать не могу, но меня это тоже беспокоит». Статистику внешнего сектора собирают Росстат и сам Центробанк, и коль скоро пока даже это ведомство не может сообщить, по какому направлению образовался столь значительный отрицательный счет капитала, то нам остается только гадать. Мы уже писали и про московско-батуриинскую группировку, «ЛУКОЙЛ» с его покупкой своих акций у CoposoPhillips, калийных сделках, где могут продолжаться расчеты. Размеры оттока могут быть порядка ~\$20 млрд. за квартал. На это может накладываться тактический невозврат валютной выручки экспортерами (да хоть тем же «ЛУКОЙЛом» в рамках расчета по сделке). Вплоть до сентября российский Центробанк покупал валюту (см. график справа), но в сентябре и октябре впервые больше чем за 12 месяцев он совершил небольшие продажи валюты (на \$5.3 млрд. за эти месяцы).

Вполне возможно, что небольшую роль сыграли покупки валюты населением и

Рынки накануне:



другими агентами в экономике под впечатлением растущего курса. Возможно, спекулянты «резали» свои ставки на укрепление рубля, поскольку к лету сформировался консенсус, что рубль должен укрепляться. Возможно, некоторую роль сыграли вопли отдельных «экспертов», например из числа «экспертов из ВШЭ», а именно бывшего зампреда ЦБ РФ времен дефолта С.Алексащенко, который на разных углах рассказывает о неминуемом грядущем обвале рубля.

Кроме этого, отток капитала может происходить по линии банков, продолжающих закрывать внешние займы. После дефолта эти долги оказались не так важны, поскольку население и бизнес натащили достаточно много валютных ресурсов. Но также не следует думать, что банки закрывают валютные долги самостоятельно. Банки не берут валюту на себя, они занимают, чтобы перепродать ее в виде кредитов реальному сектору. А тут есть положительные подвижки в части рублевого кредитования, которое стало куда доступнее, чем было раньше. Валютные кредиты, вероятно, сейчас воспринимаются более рискованными в среднем и мелком бизнесе. Безусловно, крупные займы в России в рублях получить труднее, чем на западе, поэтому крупные компании продолжают активно использовать внешний рынок в большей мере для рефинансирования уже имеющихся долгов, что не должно активно влиять на счет капитала. Если бы российский бизнес нетто-занимал за рубежом для расширения деятельности в стране, это бы отражалось как приток капитала и двигало бы рубль в сторону укрепления. Но по этой линии притока нет. Точно также не ощущается особого притока по линии спекулянтов, ставящих на укрепление рубля или играющих в carry-trade, даже не смотря на то, что короткие ставки в основных валютах остаются вблизи нуля.

Мы не разделяем позицию, что рубль должен падать, напротив полагаем, что фундаментально рубль должен укрепляться. Мы расцениваем случившийся отток рубля как временную абберацию, не меняющую основной тренд. «Фундаментальный анализ» (будь то акций или валютных курсов), увы, не отвечает на вопрос, когда прогноз сможет выполняться. Повторяя то, что не раз писали, счет текущих операций остается существенно положительным из-за того, что экспорт значительно больше, чем импорт. Это означает, что в страну притекает довольно много валюты, которая должна как-то утилизироваться. С момента завершения плавной девальвации порядка \$100 млрд. «утилизировал» Центробанк (см. график выше) в виде валютных интервенций. Но известно, что монетарные власти плавно отходят от интервенций, обещая отпустить рубль в «свободное плавание» с 2012 года. То есть власть планирует отказаться полностью или почти полностью от интервенций. Вывод: спрос и предложение на валюту должны стабилизироваться. Отрицательный счет капитала, как мы его наблюдаем в последнее время, не может продолжаться вечно и наверняка либо обнулится, либо даже может смениться положительным движением. А это будет означать укрепление рубля, если его не станет стабилизировать Центробанк. В результате, многое продолжает зависеть от позиции властей в 2011 году. К сожалению, мы пока не можем сделать окончательных выводов, поскольку контуры валютной политики в этом «переходном» периоде от политики таргетирования обменного курса к политике таргетирования инфляции нам не ясны. Мы даже полагаем, что сам Центробанк не имеет четких представлений как будет действовать в это время. Судя по тому, что мы видели в прошлые месяцы, Центробанк, возможно, продолжит частично опекать рубль. А поэтому мы не предполагаем больших отклонений от отметки в 30. Наш условный прогноз – медленное укрепление в район 29-30 руб./\$.

Отдельно следует отметить курс евро к доллару, который, очевидно, оказывает влияние на обменный курс рубля к доллару, поскольку игроки продолжают следить за «бивалютной корзиной» (не имеющей с нашей точки зрения особого экономического смысла).

Мы продолжаем считать евро более дорогой валютой чем доллар и предлагаем в очередной раз взглянуть на график сравнивающий паритетный курс евро к доллару (согласно теории ППС, рассчитанный Bloomberg как средний реальный курс с 82 по 2010 год, до введения евро по дойчмарке) с рыночным обменным курсом. Евро примерно на 15% переоценен относительно измерения паритета, составляющего 1.14 \$/€. В этой связи мы бы полагали, что евро будет скорее снижаться к доллару, чем расти. Отметим также, что этот вывод «фундаментального анализа» не учитывает многих рыночных реалий и также не отвечает на вопрос «когда». Тенденция возврата евро к своему паритету с докризисной отметки около 1.6 \$/€, кажется, пока очевидна, но вряд ли это движение будет прямолинейным.



Другая важная сейчас тема это реструктуризация долга Ирландии. Вчера агентство S&P срезало суверенный рейтинг страны на два шага с AA- до A. Похоже, что Ирландия сейчас – отыгранная карта, которая уже не должна влиять на финансовые рынки, если, конечно, политики не испортят процесс, не заартачатся (страна как-никак теряет часть суверенитета в пользу ЕС и МВФ, а значит, важнейших стран – Германии и Франции) и не объявят в конце концов дефолта. Но пока этот сценарий не просматривается. Можно вспомнить, как болезненно реагировали финансовые рынки на демонстрации в Греции, в ходе которых мог разразиться политический кризис, и могли прийти к власти безответственные популисты.

Справа представлена суть проблемы – чистые размеры заимствования бюджетов стран в процентах от ВВП (не учитывающих операции центробанков). На графике видно, что Ирландия имела огромную величину дефицита, составляющую 17.7% от ВВП. Цифра поражает воображение, поскольку это превышает примерно половину всего бюджета (34% от ВВП). Рынки могут легко перенести подобные разовые заимствования, но если они продолжаются систематически, то встает вопрос об устойчивости бюджета.

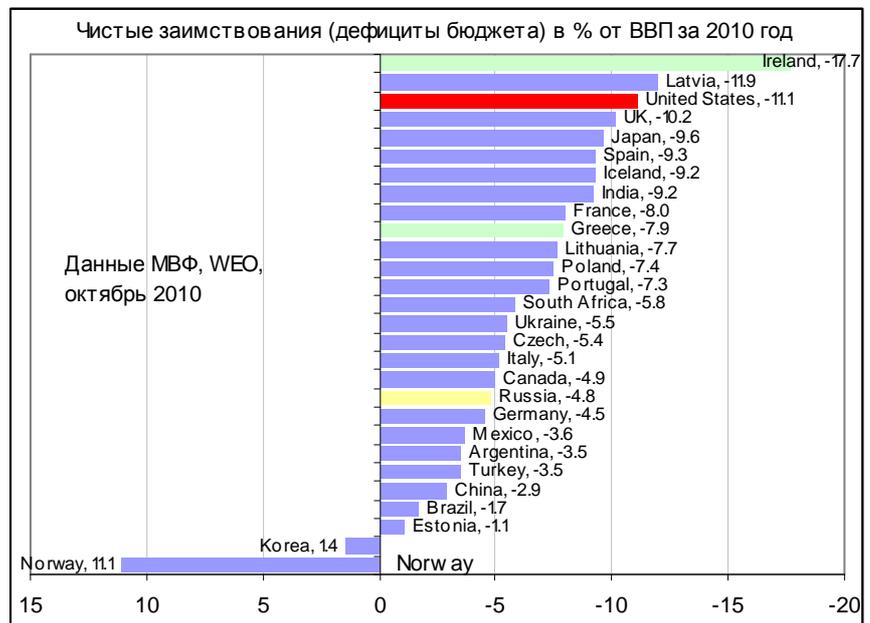
Ирландия в 2009 году нетто заняла (разница гашений и займов госдолга) около 7% от ВВП, и по прогнозам МВФ собиралась занять еще 11% в 2011 году, затем занимать по 9%, 6% и 3.6% от ВВП в последующие годы. Кроме этого большую неясность вносит банковская система страны, спасение которой может потребовать дополнительных расходов. Если рынки вдруг перестают доверять платежеспособности, то ставки возрастают, и при долге страны, приближающемся к 100% от ВВП, небольшие колебания стоимости обслуживания могут пробивать огромные дыры в бюджете. По данным МВФ, размер долга составляет порядка €146млрд., что можно сравнить с затребованными от ЕС и МВФ €80-90млрд. Пока представляется, что проблема Ирландии решена, вопрос в том, что случится дальше со странами PIGS, не распространится ли «заражение» в сторону более «тяжелых» стран, Испании или Италии.

Вкратце:

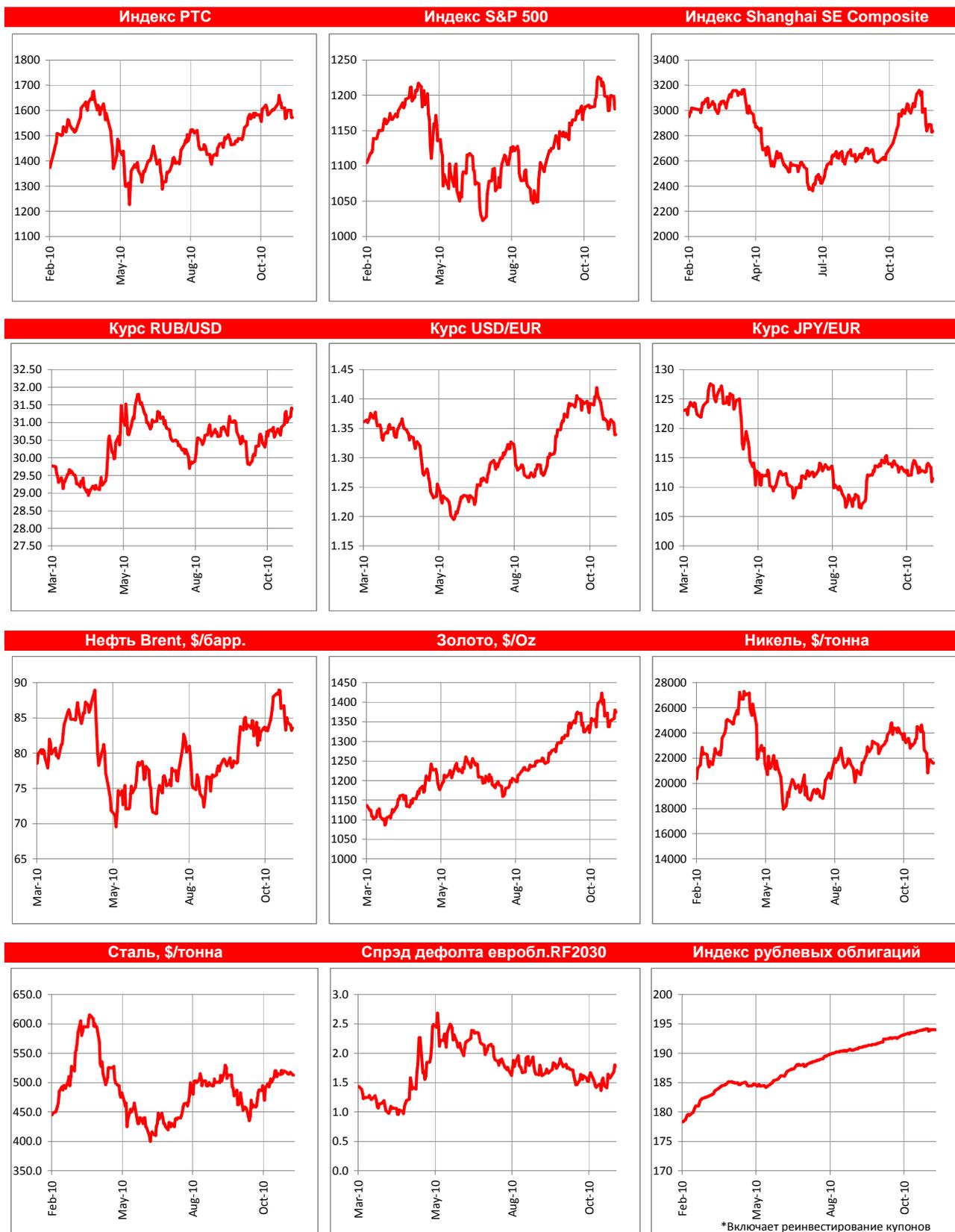
- Премьер-министр РФ Владимир Путин заявил о прогрессе в ходе переговоров "Газпрома" с Китайской национальной нефтегазовой корпорацией по проблематике экспорта российского газа в КНР. "Успешно идут переговоры между "Газпромом" и Китайской национальной нефтегазовой корпорацией по перспективам поставок российского природного газа в Китай". (по Интерфаксу) Тем не менее, никаких действительных сообщений не называется, и по-прежнему не ясно как решается ключевой вопрос стоимости газа.
- С.Игнатьев вчера в Госдуме сообщил, что чистый отток капитала за 10 месяцев составил \$21 млрд., тогда как в сентябре-октябре он составил \$8 млрд. По официальным данным размеры интервенций ЦБ РФ составили за 10 месяцев \$40.6 млрд. – это отток по линии монетарных властей. Вместе эти цифры дают \$61.6 млрд., что следует сопоставлять с названным Игнатьевым размером положительного сальдо счета текущих операций в \$66 млрд. По идее, эти цифры должны сходиться, разница – это проблемы счета статей. Кроме этого Игнатьев сообщил, что «тенденция к ослаблению рубля не будет наблюдаться сколько-нибудь долго», с чем мы согласны. Он также сообщил, что "за 10 месяцев портфель кредитов нефинансовым организациям увеличился на 9,4%", а динамика просроченной задолженности стабилизировалась. Что, с нашей точки зрения, является следствием «отпуска монетарного поводка», после периода неоправданной жесткости в 2009-м году.

Местное:

«Коммерсант» публикует интервью Дмитрия Башарова, гендиректора и владельца 50% «Дав-Авто». Компания недавно купила дилера БМВ - «Автомобили Баварии». В нем сообщается, что владельцем еще 50% является «человек из Тольятти» Игорь Богданов. По мнению Башарова, «Дав-Авто» выйдет на докризисный уровень продаж уже в следующем году, что соответствует общероссийской статистике по продаже автомобилей.



Конъюнктура рынков:



	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	126 442	-1.18	-0.86	-0.38	-4.60	-8.46	5.13	4.51	5.10	4.09	
Новатэк	25 770	-2.15	-1.11	11.48	66.52	56.67	31.29	20.22	21.81	14.14	
Роснефть	70 920	-1.25	-1.08	-3.35	-17.51	-16.61	10.37	6.91	6.32	4.80	
ЛУКОЙЛ	46 095	-1.15	-1.08	-2.01	-1.01	0.37	6.57	5.66	3.74	3.51	
Газпром нефть	19 029	-0.44	-1.56	6.43	-20.74	-22.99	6.32	6.05	5.07	4.52	
Сургутнефтегаз	33 764	-0.66	-0.47	-0.47	8.40	10.62	9.19	7.03	-	2.53	
ТНК-ВР	35 243	7.06	8.80	13.91	32.39	36.23	6.81	5.63	4.53	3.88	
Татнефть	10 440	-0.22	2.08	0.71	5.35	7.72	6.07	5.99	4.89	4.54	
БАНКИ											
Сбербанк	67 648	-0.78	3.36	-3.44	38.57	18.35	87.69	15.66	-	-	
ВТБ	33 647	-2.32	-1.17	-0.37	57.05	45.59	-	19.32	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	1 517	-0.56	-1.11	-0.56	41.70	44.97	15.33	13.66	12.41	7.19	
ОГК-2	1 761	-1.40	-1.80	1.02	87.25	84.19	50.89	24.45	22.25	12.18	
ОГК-3	2 482	-2.03	-2.32	-1.80	10.95	12.01	18.27	25.86	9.19	9.70	
ОГК-4	5 620	-1.24	5.66	1.41	77.38	72.88	32.22	21.13	19.85	13.85	
ОГК-5	3 098	-1.72	7.38	5.20	17.42	28.15	30.61	25.21	16.15	12.58	
ОГК-6	1 322	-1.53	-2.35	0.16	71.70	72.16	17.12	25.40	10.72	12.28	
ТГК-9	1 248	2.04	4.17	8.11	56.86	60.00	9.93	8.94	7.21	4.47	
Русгидро	14 775	1.52	2.88	-0.19	39.50	41.46	15.24	11.96	9.06	7.49	
ИнтерРАО	4 146	-0.88	-1.53	-7.22	50.63	-6.49	-	25.60	-	10.40	
ФСК	14 182	-1.10	-0.82	-3.73	-7.20	13.17	-	16.88	-	8.19	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	3 216	-1.21	-0.13	1.68	-26.96	-6.72	27.69	24.80	6.61	7.05	
МТС	16 157	-0.63	-0.31	0.98	13.79	14.82	16.09	9.81	4.65	3.95	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	35 599	-0.96	1.98	7.34	46.44	38.31	13.69	7.61	8.44	5.37	
НЛМК	23 034	-1.07	3.03	14.31	33.42	31.33	107.11	18.37	17.44	10.35	
ММК	10 831	-2.75	-0.90	4.41	25.85	21.58	46.68	20.82	13.19	8.07	
Северсталь	14 245	-1.81	2.84	-0.91	84.33	75.27	-	101.65	21.10	7.48	
Мечел	9 834	-1.83	-0.35	4.23	57.84	52.94	133.36	15.46	25.41	8.71	
Белон	928	-0.78	-0.43	-6.53	37.34	34.64	35.99	8.31	14.13	5.13	
Распадская	4 468	1.38	2.63	-0.22	34.59	22.82	38.32	16.92	18.17	10.96	
Полюс золото	10 794	0.99	6.78	16.96	6.42	11.95	33.56	22.92	20.20	14.35	
Полиметалл	6 749	3.16	5.20	6.78	87.85	87.70	70.31	37.40	29.76	21.93	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	11 619	-1.41	0.98	21.12	26.19	36.84	40.43	20.47	22.93	14.45	
Сильвинит	6 360	-1.03	1.93	20.93	15.24	7.94	19.12	12.51	11.37	9.01	
Акрон	1 410	-0.50	1.75	-0.81	5.15	7.96	6.30	9.54	10.74	7.65	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 773	-1.16	4.51	5.52	69.70	48.43	31.09	16.53	10.05	7.18	
Седьмой континент	601	-0.71	0.66	-1.14	1.69	9.88	16.48	13.90	7.01	6.45	
Магнит	10 172	0.43	2.11	-0.44	100.55	66.04	36.97	30.33	21.92	17.02	
ПИК	1 798	-0.40	0.24	2.22	-8.16	-7.24	-	2.39	-	-	
Система Галс	324	-1.52	10.61	13.23	-1.94	6.49	-	-	-	-	
ЛСР	2 847	2.53	2.40	4.19	65.58	50.09	19.16	19.72	7.85	9.19	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1180.7	-1.43	0.20	-0.20	6.79	5.89					
Индекс РТС	1571.7	-0.11	0.11	-2.30	8.60	8.79					
USD/EUR	1.3 396	0.02	-1.00	-4.05	-10.39	-6.52					
RUB/USD	31.4	0.02	-0.28	-3.48	-8.24	-4.35					
RUB/EUR	42.06	-0.06	0.78	0.86	2.45	2.39					
Золото, \$ Oz	1374.6	-0.40	2.79	3.82	17.86	25.12					

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года
Индекс S&P	1180.7	-1.43	0.20	-0.20	6.79	5.89
Индекс РТС	1571.7	-0.11	0.11	-2.30	8.60	8.79
USD/EUR	1.3 396	0.02	-1.00	-4.05	-10.39	-6.52
RUB/USD	31.4	0.02	-0.28	-3.48	-8.24	-4.35
RUB/EUR	42.06	-0.06	0.78	0.86	2.45	2.39
Золото, \$ Oz	1374.6	-0.40	2.79	3.82	17.86	25.12

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.