

## Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 27 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РБК ИС-ао	50.95	7.1
Новатэк ао	324.5	0.6
Магнит ао	4056	0.5
ФСК ЕЭС ао	0.362	0.0
Ростел -ап	81.3	-0.1
Сурпфгз-п	15.61	-0.1
ГМКНорник	6812	-0.2
Газпрнефть	128.42	-0.2
Система ао	26.71	-0.2
МТС-ао	259.43	-0.2
Уркалий-ао	213.2	-0.3
ГАЗПРОМ ао	195.32	-0.4
Татнфт Зап	83	-0.5
Сурпфгз	30.95	-0.5
ЛУКОЙЛ	1752	-0.5
ВТБ ао	0.1024	-0.7
Роснефть	219.5	-0.7
Сбербанк	106.23	-0.7
ОГК-3 ао	1.758	-0.7
Аэрофлот	80.15	-0.8
ММК	32.658	-0.9
Татнфт Зао	148.22	-1.0
УралСви-ао	1.436	-1.0
СевСт-ао	513.91	-1.1
ПолюсЗолот	1884.6	-1.1
Ростел -ао	144.56	-1.2
РусГидро	1.644	-1.4
Сбербанк-п	77.3	-1.5
ОГК-5 ао	2.845	-1.5
Транснф ап	40080	-1.8

Индекс ММВБ снизился в пятницу на 0.5%, тогда как индекс РТС, напротив, показал рост. Разница отчасти объясняется курсом рубля, который в пятницу укрепился на 0.3%, до 30.47 сейчас.

Сегодня идут рождественские каникулы. Великобритания, где находится центр торговли российскими депозитарными расписками, не работает сегодня и завтра. США формально торгуется, но вряд ли будут значительные движения, важные новости.

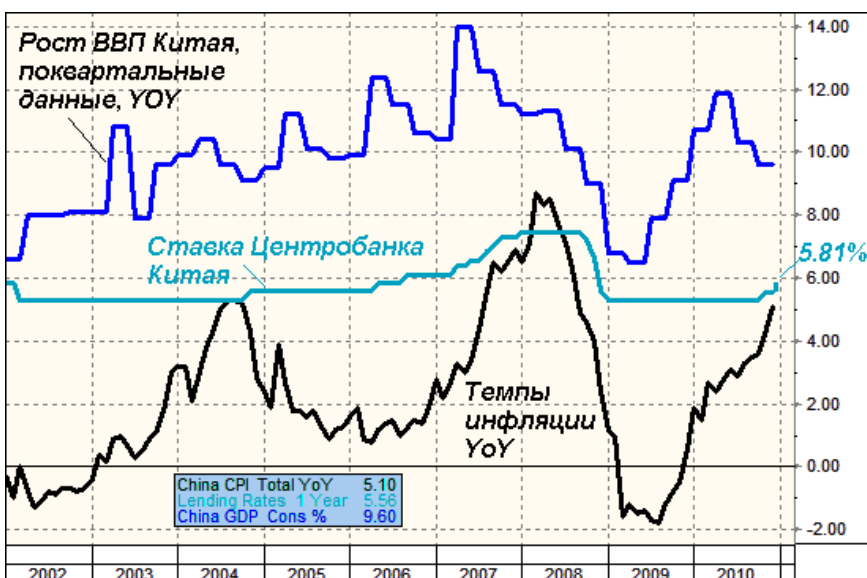
Из заметных новостей можно выделить повышение ставки центральным банком Китая с 5.61% до 5.81%, о чем было объявлено в Католическое рождество 25 декабря. Обратимся к фактическим данным, представленным на графике ниже. Монетарная политика Китая не артикулируется очень четко, есть очевидная цель по таргетированию валютного курса, который крайне стабилен все эти годы. Поскольку существует ограничения на движения капитала, страна может проводить собственную монетарную политику (чего не может сделать Россия, у которой нет ограничений на движение капитала). Традиционная монетарная политика без единой четкой цели, как правило, пытается найти баланс между темпами роста экономики (включая показатель безработицы) и инфляцией (тогда как, например, у ЕЦБ, который должен в первую очередь управлять инфляцией, остальные показатели экономики менее важны).

Во время кризиса ВВП Китая начал снижаться, также упала инфляция, и сопутствующее понижение процентных ставок с 7.47% до 5.31% оказало положительное влияние. В 2006-м и 2007-м, как видно из графика, напротив, ставки

повышались. Это было необходимо, чтобы сбить темпы инфляции, доходившие в начале 2008 до пиковых 8.7%. Это позволял экономический рост, доходивший до 14% во 2-м квартале 2007 года.

В ответ на кризис стимулирующие меры сохранялись почти 2 года, что позволило экономике преодолеть замедление и не упасть (опять же, в отличие от России, где Центробанк РФ повышал ставки, усугубля падение, это было сделано, чтобы остановить девальвацию и бегство из рубля).

Поскольку экономика Китая неплохо растет, Центробанк имеет возможности ужесточать денежную политику и бороться с инфляцией. Повышение ставки позволяет снизить



агрегатный спрос и соответственно тенденцию к повышению цен. Воздействие ставок на агрегатный спрос является довольно сложным, есть масса каналов «денежной трансмиссии», основным, пожалуй, стоит считать

## Рынки накануне:



кейнсианский канал влияния ставок на инвестиции, которые в свою очередь через мультипликатор воздействуют на агрегатный спрос.

В СМИ можно часто увидеть рассуждения о «перегреве» в экономике. Вряд ли экономику можно сравнивать с чайником. Под этим, возможно, не совсем удачным термином следует понимать то, что экономисты называют «отрицательным разрывом выпуска» (output gap). Экономика производит некоторое количество товаров и услуг, что и есть ВВП, и это число экономисты пытаются сравнивать с «потенциальным выпуском». В экономике существуют некоторые ресурсы, которые способны производить продукт. Если эти ресурсы недозагружены, тогда можно говорить, что экономика находится ниже естественного (или потенциального) уровня. Ресурсы включают в себя возможности производства промышленности, сектора услуг, но самый главный ресурс, это трудовые силы, степень задействования которых измеряется инфляцией.

Ситуация, в которой выпуск превышает «потенциальный», и есть ситуация перегрева. В этом состоянии считается, что потенциальный спрос начинает превышать предложение, рынок начинает «расчищаться» повышением цен, что и есть инфляция. Когда мы говорим о спросе и предложении, потенциальном выпуске и подобных экономических абстракциях, следует понимать, что мы говорим лишь об умозрительных вещах. Это полезные аналогии, логические конструкции, позволяющие нам понимать то, как работает мир. И как все аналогии они имеют недостатки, но позволяют, тем не менее, двигаться вперед (точно также как «точка» или «прямая» из геометрии не существуют в природе).

Экономическое знание является неполным, мы не знаем всего наверняка, и поэтому регулирование экономики, ведение бизнеса являются рискованными предприятиями. В случае с Китаем, мы не раз слышали рассуждения о том, что повышение ставок приведет к «жесткому приземлению». Эти рассуждения регулярно появлялись в заканчивающемся десятилетии и, видимо, появятся еще не раз. Центробанк, повышая ставку, пытается удерживать экономику в состоянии условного баланса между невысокой инфляцией и устойчивым ростом. Когда мы рассуждаем о «потенциальном выпуске» (или, скажем, «агрегатном спросе»), мы говорим о ненаблюдаемых вещах, которые очень трудно измерить. Экономисты, конечно, разработали целый набор способов измерения этих вещей, но все они остаются очень условными и крайне неточными. Центробанку всегда приходится принимать решение в условиях недостаточной информации, опираться на неточные данные экономической статистики.

Именно поэтому рассуждения о том, что повышения ставки будут способны привести к «жесткому приземлению» оправданы. Под ним следует понимать ситуацию, когда экономика впадает в рецессию и начинает падать. Если верить кейнсианской теории, то основной канал спада происходит через инвестиции. Начавшийся спад и снижение спроса показывает экономическим агентам, что инвестиции не нужны в прежнем объеме. Они сокращают траты, это снижает ВВП и агрегатный спрос. Чьи-то расходы всегда являются чьими-то доходами, желание одних тратить меньше (и, например, просто копить наличные деньги) в экономике приводит к самоподдерживающемуся экономическому спаду через обратную связь расходы-доходы.

Воздействие Центробанка на процентную ставку и величину предложения денег позволяет повысить спрос и вывести экономику из рецессии. Так нам об этом говорит экономическая наука. Но этот фокус может сработать не всегда, теоретически возможны ситуации, когда монетарный канал может оказаться недостаточно могущественным. В 2003 году известный экономист и нобелевский лауреат Роберт Лукас в обращении к ассоциации экономистов США заявил, что основная задача экономики – недопущение депрессии – успешно решена. Это заявление породило массу критики, которая, возможно, отчасти обоснована. Случившийся в 2008-м году кризис, по их мнению, показывает несостоятельность заявления Лукаса. Мы, однако, считаем, что он отчасти прав. Несмотря на тяжесть рецессии и катастрофический распад финансовой системы США, депрессии не возникло. Не существует устоявшегося определения депрессии, на intrade.com недавно торговался контракт на депрессию, определявшуюся как падение индекса реального ВВП на 10% по сравнению с достигнутым максимумом.

В этом смысле можно заявлять о депрессии в России, поскольку индекс реального выпуска (скорректированный на сезонность) упал 10.78% со 2-го квартала 2008 по 2-й квартал 2009. Как мы не раз писали, вина должна быть возложена на выбранную политику стабильного валютного курса, которая в условиях открытого рынка капитала не позволяет проводить адекватную монетарную политику, приближающуюся к тому, что наблюдается в США, Европе и даже Китаю. Депрессия в России – вина властей, без «помощи» Центробанка экономика могла бы показать менее значительный спад.

Влияние Китая на мировую экономику очень велико. Оно особенно заметно по степени воздействия на товарные рынки и энергоносители. Сложившиеся основные центры потребления - зрелые экономики США и Европы - показывают нулевые или даже отрицательные темпы прироста спроса на нефть, тогда как прирост потребления приходится на развивающиеся страны и Китай. Возможное «жесткое приземление» является неприятным сценарием для России.

Несмотря на это, мы считаем названный сценарий маловероятным. Несмотря на все условности и неполное знание экономистов, монетарный канал показывает свою мощь и способен удерживать выпуск в районе ненаблюдаемого «потенциального». А это означает неплохое будущее для акций, мы остаемся оптимистами.

## Вкратце:

- ММВБ сообщила, что торги во всех секциях биржи не будут проводиться с 31 декабря 2010 года по 10 января 2011 года. Таким образом, несмотря на то, что официально 31 декабря рабочий день, биржа проведет только расчеты на срочном рынке, а самих торгов не будет.
- ЦБ РФ в пятницу оставил ставку рефинансирования на текущем уровне в 7,75%, но повысил ставку по депозитам «овернайт» с 2,5% до 2,75%. Как отмечает ЦБ РФ, инфляционные риски, обусловленные монетарными условиями, остаются умеренными, но заслуживающими более пристального внимания со стороны денежных властей. Скорее всего, со второй половины 2011 года вслед за инфляцией регулятор начнет повышать ставку рефинансирования.
- Имущество «Русиа петролеум» выставлено на продажу начальной стоимостью в \$500 млн. Напомним, что предприятие банкротится по требованию структур крупнейшего акционера – «ГНК-ВР». Основным активом компании является лицензия на Ковыктинское газоконденсатное месторождение в Иркутской области. Но из-за отсутствия доступа к транспортной инфраструктуре месторождение не разрабатывалось, и правительство даже хотело забрать лицензию у «Русиа петролеум». Основным претендентом на имущество «Русиа петролеум» называют «Роснефтегаз».
- МЭР может расширить перечень месторождений, нефть с которых может экспортироваться по льготной пошлине. Сейчас готовятся решения по Ямалу, и рассматривается вопрос о льготах для шельфовых черноморских месторождений. Похоже, что льготами правительство намерено простимулировать нефтегазовые компании к разработке новых месторождений.
- «Газпром» предоставил Эстонии и Латвии 15%-ую скидку на газ в 2011 году, но при условии, что объем отбираемого ими газа будет на уровне 2007 года (2,2 млрд. куб. метров). Литва скидку не получила, так как правительство этой страны утвердило концепцию нового закона «О природном газе», предусматривающего разделение бытовых и транспортных газовых структур на уровне собственности. Сейчас «Газпром» продает странам Балтии газ по \$342 тыс. за тыс. куб. метров.
- ФАС намерена одобрить ходатайство PepsiCo о покупке «Вимм-Билль-Данна». По словам главы ведомства И. Артемьева, проблем в этой сделке они не видят. Напомним, что PepsiCo намерено купить 66% акций российской компании по \$132 за акцию. В дальнейшем по этой же цене будет выставлена oferta миноритариям. Сейчас бумаги торгуются ниже цены, предложенной Pepsi. И покупка акций «ВБД» с прицелом на offerту, которая, по нашим прогнозам, пройдет через 6 месяцев, позволит заработать более 9% в абсолютном выражении или около 20% годовых, что не так уж и плохо.

## Местное:

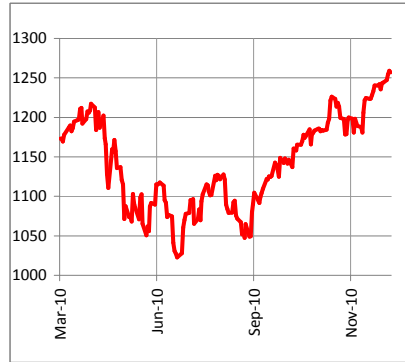
- И. Артемьев заявил, что ФАС, скорее всего, одобрит слияние «Уралкалия» и «Сильвинита», так как оно уже получило одобрение «на высоком уровне». Но ведомство может выдвинуть бессрочное предписание объединенной компании зафиксировать цену на хлористый калий для сельхозпроизводителей.
- «Коммерсант» пишет, что «Сильвинит» выставил на продажу два сухогруза. Скорее всего, продажа связана с тем, что компания избавляется от своих непрофильных активов. Напомним, что в 2006 году компания начала развивать речные перевозки калия и заказала два сухогруза. Первый сухогруз поступил в распоряжение «Сильвинита» в 2009 году, а второй – пока еще строится. По сведениям издания, «Сильвинит» уже получил три предложения о покупке судов.
- М. Гельман (галерист и руководитель музея современных искусств) покупает 20% акций телекомпании «Рифей». 80% телекомпании принадлежит группе «ЭКС», а по 10% находится у «Минудобрений» и «Соликамскбумпрома». Скорее всего, М. Гельман покупает доли миноритариев «Рифея».

# Конъюнктура рынков:

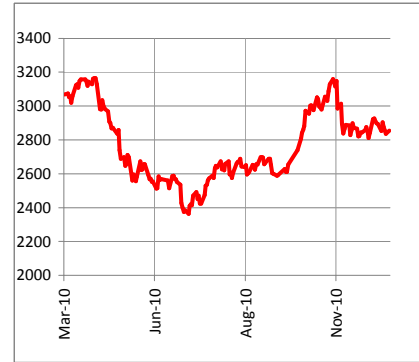
**Индекс РТС**



**Индекс S&P 500**



**Индекс Shanghai SE Composite**



**Курс RUB/USD**



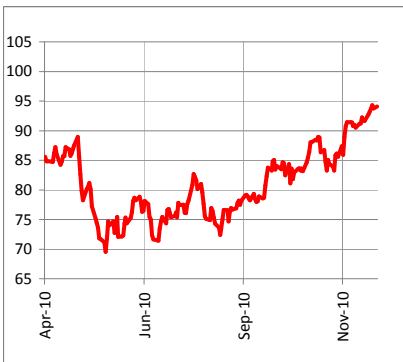
**Курс USD/EUR**



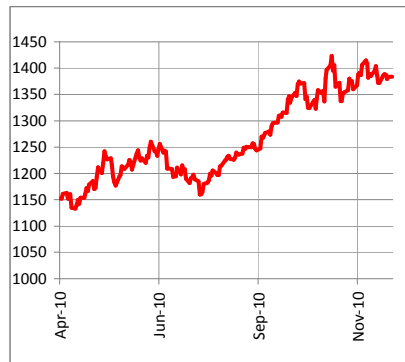
**Курс JPY/EUR**



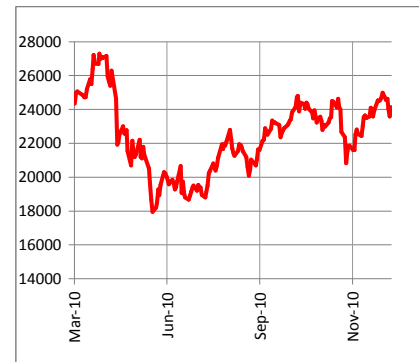
**Нефть Brent, \$/барр.**



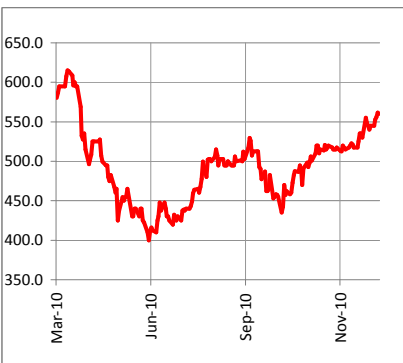
**Золото, \$/Oz**



**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
<b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>										
Газпром	151 798	-0.50	0.57	12.01	7.14	6.66	6.16	5.41	5.85	4.68
Новатэк	32 336	0.64	6.19	20.86	92.53	90.80	39.26	25.27	27.37	17.83
Роснефть	76 366	-0.78	0.40	3.88	-12.57	-12.85	11.17	7.56	6.67	5.07
ЛУКОЙЛ	48 913	-0.55	-0.61	2.44	4.76	3.36	6.98	5.75	3.99	3.66
Газпром нефть	19 983	0.00	-0.06	2.01	-21.27	-21.51	6.63	6.10	5.26	4.48
Сургутнефтегаз	36 288	-0.39	1.30	4.14	17.71	15.38	9.88	7.78	-	2.54
ТНК-ВР	40 792	0.00	-2.16	10.57	58.14	57.68	7.88	6.52	5.17	4.38
Татнефть	10 594	-0.87	-1.21	-1.11	6.84	6.08	6.16	6.35	4.89	4.74
<b>БАНКИ</b>										
Сбербанк	75 220	-0.75	0.51	4.69	31.28	27.72	97.50	15.74	-	-
ВТБ	35 114	-0.78	-1.06	0.79	45.75	47.46	-	21.28	-	-
<b>ЭНЕРГЕТИКА</b>										
ОГК-1	1 762	-0.91	4.16	8.48	68.25	63.45	17.81	18.92	14.43	9.36
ОГК-2	1 978	-1.60	3.20	6.05	100.33	100.76	57.15	25.20	24.10	13.95
ОГК-3	2 744	-0.62	3.83	5.51	20.29	20.20	20.20	59.23	11.40	24.48
ОГК-4	6 273	-0.69	-0.26	1.40	87.74	87.28	35.96	22.05	22.25	14.41
ОГК-5	3 303	-1.49	0.64	-0.35	29.95	32.62	32.63	25.46	16.97	12.42
ОГК-6	1 522	0.49	7.80	8.05	93.15	92.37	19.71	36.25	11.95	14.11
ТГК-9	1 260	2.08	0.00	0.51	63.33	56.80	10.03	9.06	7.28	4.50
Русгидро	15 564	-1.38	0.00	0.00	42.37	44.63	16.05	12.12	9.40	7.61
ИнтерРАО	4 595	0.21	0.21	1.23	5.50	0.57	-	33.81	-	13.14
ФСК	14 612	-0.28	-0.28	-0.55	10.40	13.17	-	16.97	-	7.97
<b>ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ</b>										
Ростелеком	3 455	-1.23	-1.53	4.07	-4.90	-2.75	29.75	28.05	7.09	7.22
МТС	16 968	-0.23	1.08	1.81	16.93	17.03	16.89	11.73	-	-
<b>МЕТАЛЛУРГИЯ</b>										
ГМК Норникель	42 688	0.10	1.83	12.82	63.83	60.96	16.42	8.75	10.01	6.19
НЛМК	27 013	-0.62	-1.99	14.11	49.94	49.48	125.61	21.47	20.19	12.05
ММК	11 973	-0.76	-0.63	4.48	26.95	30.44	51.61	23.38	14.41	8.85
Северсталь	16 980	-1.10	0.44	12.78	106.24	102.77	-	117.17	23.83	8.48
Мечел	11 898	-1.10	1.40	16.91	82.99	79.59	161.35	18.89	28.47	10.00
Белон	951	-1.49	-2.29	0.80	29.03	33.90	36.88	8.54	14.48	5.30
Распадская	5 352	-0.29	-0.99	12.79	42.74	42.79	45.90	19.72	21.59	12.61
Полюс золота	11 777	-1.50	2.45	8.16	19.07	18.55	36.62	24.41	21.70	14.74
Полиметалл	7 393	-0.60	-3.08	3.51	104.70	99.55	77.02	41.18	32.70	24.56
<b>УДОБРЕНИЯ</b>										
Уралкалий	14 849	-0.50	-0.91	18.85	69.27	69.73	51.66	25.11	29.15	18.31
Сильвинит	7 030	-0.76	-12.79	4.89	13.59	15.80	21.14	13.48	12.34	9.82
Акрон	1 726	-0.81	-0.96	18.57	33.80	28.25	7.71	10.28	12.18	7.91
<b>ПРОЧИЕ</b>										
Аэрофлот	2 916	-1.05	-0.71	-1.86	61.59	51.50	32.69	16.03	10.29	7.19
Седьмой континент	613	0.49	-0.06	-0.31	10.65	8.73	16.80	13.80	7.31	6.70
Магнит	11 840	0.48	2.52	12.30	88.62	87.58	43.03	35.30	25.27	19.62
ПИК	2 106	-1.45	-1.25	10.10	10.22	5.40	-	2.80	-	-
Система Галс	359	-0.96	1.11	-0.97	10.01	14.60	-	-	-	-
ЛСР	3 432	-0.04	-0.68	16.68	79.66	75.62	23.09	23.78	9.07	10.61

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1256.8	-0.16	1.12	4.88	11.57	12.70
Индекс РТС	1768.6	-0.04	1.70	10.36	21.95	22.43
USD/EUR	1.3 126	0.08	0.03	0.17	-8.75	-8.41
RUB/USD	30.48	0.00	1.12	2.91	-2.48	-1.44
RUB/EUR	40.	-0.07	1.10	2.81	6.87	7.67
Золото, \$ Oz	1383.9	0.01	-0.19	1.75	25.18	25.97

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.