

# Оперативный обзор фондового рынка

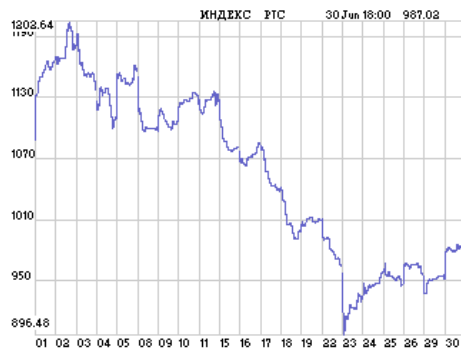
среда, 1 июля 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Татнефт Зао	126.5	6.4%
Новатэк ао	127.96	3.0%
Аэрофлот	33.87	1.8%
СевСт-ао	165.54	1.5%
РусГидро	1.171	1.1%
ОГК-5 ао	1.156	1.1%
ФСК ЕЭС ао	0.268	0.4%
Магнит ао	1175	0.3%
ВТБ ао	0.0344	0.0%
ММК	14.01	0.0%
Татнефт Зап	37.76	-0.2%
ЛУКОЙЛ	1379	-0.3%
ГАЗПРОМ ао	155.79	-0.4%
Система ао	11.75	-0.6%
Транснефть ап	15105	-1.1%
Уркалий-ао	99.98	-1.7%
Сургутнефтегаз-п	8.819	-1.9%
Роснефть	168	-2.3%
ОГК-3 ао	1.76	-2.6%
УралСвиИ-ао	0.41	-2.6%
МТС-ао	162.65	-2.8%
ГМКНорник	2820	-3.3%
Газпромнефть	97.99	-3.5%
Сургутнефтегаз	21.068	-3.5%
Сбербанк	38.08	-4.4%
ПолюсЗолот	1150	-4.4%
Ростел -ао	161.45	-4.5%
Сбербанк-п	25.42	-4.5%
РБК ИС-ао	28.71	-7.3%
Ростел -ап	38.99	-8.6%

Последний день полугодия оказался довольно неожиданным – высокое открытие, продолжение роста, который резко прервался в последние 45 минут торгов в России, так что индекс ММВБ по дню показал -1%. Индекс РТС закрылся чуть раньше вечернего движения и показывает +3.7%.

Цены на нефть накануне показывали максимум за 8 месяцев – \$73.5/баррель, и также резко понизилась (в конце торгов доходила до \$68.4, сейчас на электронных торгах цена в Лондоне чуть выше \$70/баррель). Некоторые комментаторы (см., например, Ведомости) пытаются объяснить понижение акций именно нефтью. Но наиболее вероятно, был третий фактор, заставивший упасть одновременно и акции и нефть. А именно, статистика в США. Вчера в 19:45 и 20:00 Перми, за полчаса торгов, были опубликованы три индекса уверенности. Индексы опроса бизнеса Чикаго PMI и Милуоки NARM за июнь были чуть лучше консенсус



ожиданий. Но июньский индекс доверия потребителей был хуже ожиданий и хуже, чем был в мае. На графике справа виден этот «загиб».

Индекс уверенности рассчитывается Conference Board на основе ежемесячных опросов. Респондентам задают вопросы о текущем состоянии бизнеса и ожиданиях на 6 месяцев, просят дать оценку занятости сейчас и на 6 месяцев, ожидания дохода семьи на полгода. На каждый из 5-ти вопросов дается ответ положительно, отрицательно и нейтрально. Число положительных ответов делится на сумму положительных и отрицательных. Индекс нормирован 1985 годом, среднее значение которого за этот период принято за 100. Важна динамика индекса и положение относительно своей же истории. Очевидно, что уверенность потребителей является более важным индикатором, чем уверенность в бизнесе, поскольку доля частного потребления в ВВП США близка к 70%, спрос в экономике первичен, предложение вторично (спрос рождает предложение).

Различные индексы уверенности в последнее время стали крайне популярными индикаторами, по одной важной причине – они относятся к категории опережающих индикаторов и показывают возможное будущее движение экономики. Уверенность и желание тратить первично, а рецессии в экономике возникают, когда агенты начинают «ужиматься».

Пока действительно нельзя заявлять, что рецессия в США закончилась, но мы напомним, что согласно консенсус-прогнозам экономистов (см. справа) ожидается, что ВВП США начнет расти где-то между 2-м и 3-м кварталом, то есть лето в некотором смысле может быть «экономическим дном». Как бы то ни было, рынок и экономисты узнают о прохождении дна только через несколько месяцев после того, как оно действительно будет пройдено, когда накопится надежная экономическая статистика. Нам понравилось одно утверждение: «В отличие от синоптиков, экономист должен предсказывать не только какая погода будет завтра, но и какова погода сейчас». Индексы уверенности в лучшей степени подходят для этой задачи, вот только данные по уверенности нельзя назвать надежными, кроме этого они бывают «шумными», неточными.

Country	United States	Actual / Forecasts							
Indicator		Q2 08	Q3 08	Q4 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10
<b>Economic Activity</b>									
1) Real GDP (qoq % saar)		2.80	-0.50	-6.30	-5.50	-2.00	0.50	2.00	2.15
2) CPI (yoy %)		4.37	5.30	1.63	-0.07	-1.00	-1.50	1.00	1.60
3) Core PCE (yoy %)		2.30	2.30	1.90	1.80	1.60	1.30	1.30	1.15
4) Unemployment (%)		5.37	6.07	6.87	8.07	9.30	9.70	10.00	9.90

## Вкратце:

- Правительство может пересмотреть темпы роста тарифов на 2010 год. Предполагается, что тарифы на газ и электроэнергию вырастут на 5%, а тарифы на ж/д. – на 10%. В этом году цена газа будет повышена на 16,3%, а электроэнергия – на 19%. Тарифы на 2010 год пока обсуждаются и окончательное решение еще не принято.
- «Транснефть» по итогам 2008 года нарастила чистую прибыль на 12,1% до \$2,9 млрд. Выручка компании выросла на 24% до \$11 млрд. Несмотря на рост прибыли и выручки, денежный поток компании остается отрицательным из-за инвестиций в строительство ВСТО.
- Вчера ФТС приняло решение повысить тарифы на транспортировку нефти по системе «Транснефти» в среднем на 4,4%. Повышение тарифа объясняется увеличением расходов на обслуживание банковских кредитов и ростом курса доллара (у компании есть валютные обязательства).
- Представитель Центробанка вчера сообщил, что готовы в ближайшем будущем снизить ставку рефинансирования еще на 1,5%, т.е. до 10%. Возможное снижение ставки рефинансирования носит несколько формальный характер, так как используется только при расчете штрафов и налогов, а стоимость денег привязана совсем другим ставкам. Поэтому говорить о том, что снижение ставки рефинансирования приведет к удешевлению кредитов несколько не корректно.
- «Сбербанк» с сегодняшнего дня понижает ставки по депозитам в среднем на 1%. Теперь максимальная ставка по рублевым депозитам в банке составит 13,25%. «Сбербанк» стал первым банком, который начал снижать ставки по депозитам с начала кризиса. На этой неделе госбанкам было дано поручение кредитовать реальный сектор экономики и снижать ставки. Поэтому, чтобы сохранить процентную маржу банку необходимо снизить стоимость привлеченных ресурсов, т.е. депозитов. Мы полагаем, что и остальные госбанки вскоре снизят ставки по депозитам.
- Основной владелец «ТМК» проголосовал против выплаты дивидендов за четвертый квартал, несмотря на то, что ранее Совет директоров компании рекомендовал дивиденд в размере 1,44 руб. на акцию. Свое решение он объяснил тем, что невыплата дивидендов поддержит финансовое состояние компании, которая сейчас стремится снизить долговую нагрузку. Действительно, выплачивать дивиденды в ущерб бизнесу компании было бы несколько странно.
- «Аптеки 36,6» допустили технический дефолт, не погасив облигации на сумму в 3 млрд. руб., но купон был погашен. Компания еще давно заявила о том, что не в состоянии погасить облигации и начала вести переговоры с держателями о реструктуризации задолженности. Поэтому дефолт по бумагам был ожидаем.
- «ФСК» сокращает свою инвестпрограмму на 2011-2012 более чем в два раза до \$6,8 млрд. Сокращение инвестиций мы связываем с замедлением темпов роста тарифов на услуги «ФСК». Также компания передает часть активов генерации под управление «Интер РАО», поэтому профинансировать инвестпрограмму за счет их продажи также не получится.
- Вчера на общем собрании акционеров «Норникеля» «ВЭБ» на избрании СД неожиданно проголосовал за представителя «Металлоинвеста» Ф. Мошири, несмотря на то, что банк имел своего кандидата в Совет директоров. Свое решение банк не комментирует. Ф. Мошири на собрании заявил, что «Норникель» недооценен из-за действий менеджмента и критикует покупку акций по ценам в три раза дороже рынка. Похоже, что в компании появился неудобный для основных акционеров директор.

## Местное:

- Газета «Коммерсант» сегодня пишет, что «Стройиндустрия» сворачивает свою деятельность и распродает активы. По словам представителя компании, они готовы все продать, только рынок не способствует сделкам и с начала года удалось продать лишь боулинг «Жемчужина». Также сообщается, что компания частично продала свой крупнейший проект – комплекс «Жемчужина» на Бульваре Гагарина. «Стройиндустрия» начала продавать свои активы еще раньше. Основной актив – «Завод ЖБИ» был продан еще в начале прошлого года. Вполне возможно, что продажа объектов связана тем, что основной владелец – С. Леви был назначен замруководителя Росприроднадзора, а позже замминистра природных ресурсов и экологии.
- «ТГК-9» решила ограничиться только промежуточными дивидендами, которые были выплачены по итогам первого квартала 2008 года. Тогда на акцию был начислен дивиденд в размере 0,00009593674 руб.
- «Уралкалий» также ограничиться выплатой только промежуточных дивидендов по итогам 2008 года в размере 4 руб. на одну акцию, которые были выплачены по итогам первого полугодия прошлого года.

## Напоследок:

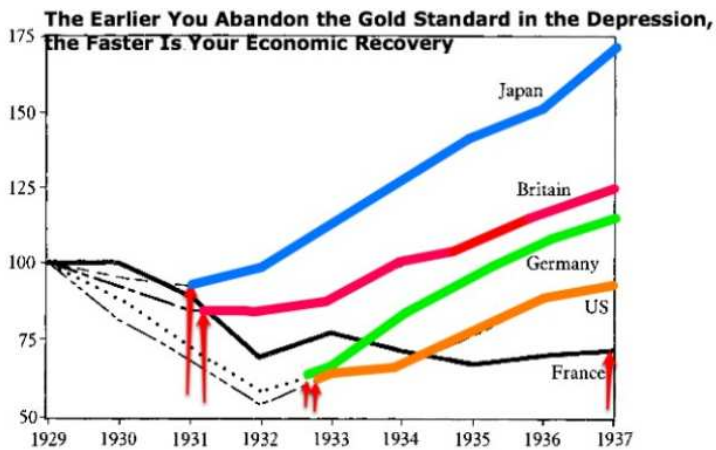


Figure 5. *Indices of industrial production, 1929-1937 (1929 = 100)*  
Source: League of Nations, *World production and prices, 1937/8*, p. 44.

жесткость денежной политики. В период люди все больше держатся за наличные и все меньше стараются тратить. Ужимание расходов одних лишает доходов других, они в свою очередь ужимаются, и круг замыкается. Идет дефляция и падение ВВП. Монетарную экспансию часто делят на две составляющих: снижение процентных ставок (впрыскивание денег в банки) и quantitative easing (вбрасывание денег в другие части экономики). Это возможно только при отвязке валюты от чего бы то ни было, будь то золото или "бивалютная корзина" (иначе золото/валютные резервы закончатся, и произойдет автоматическая "отвязка").

Монетарная экспансия в период кризиса положительна и имеет множество трансмиссионных механизмов (все это работает в условиях негибких цен и зарплат), главные из которых:

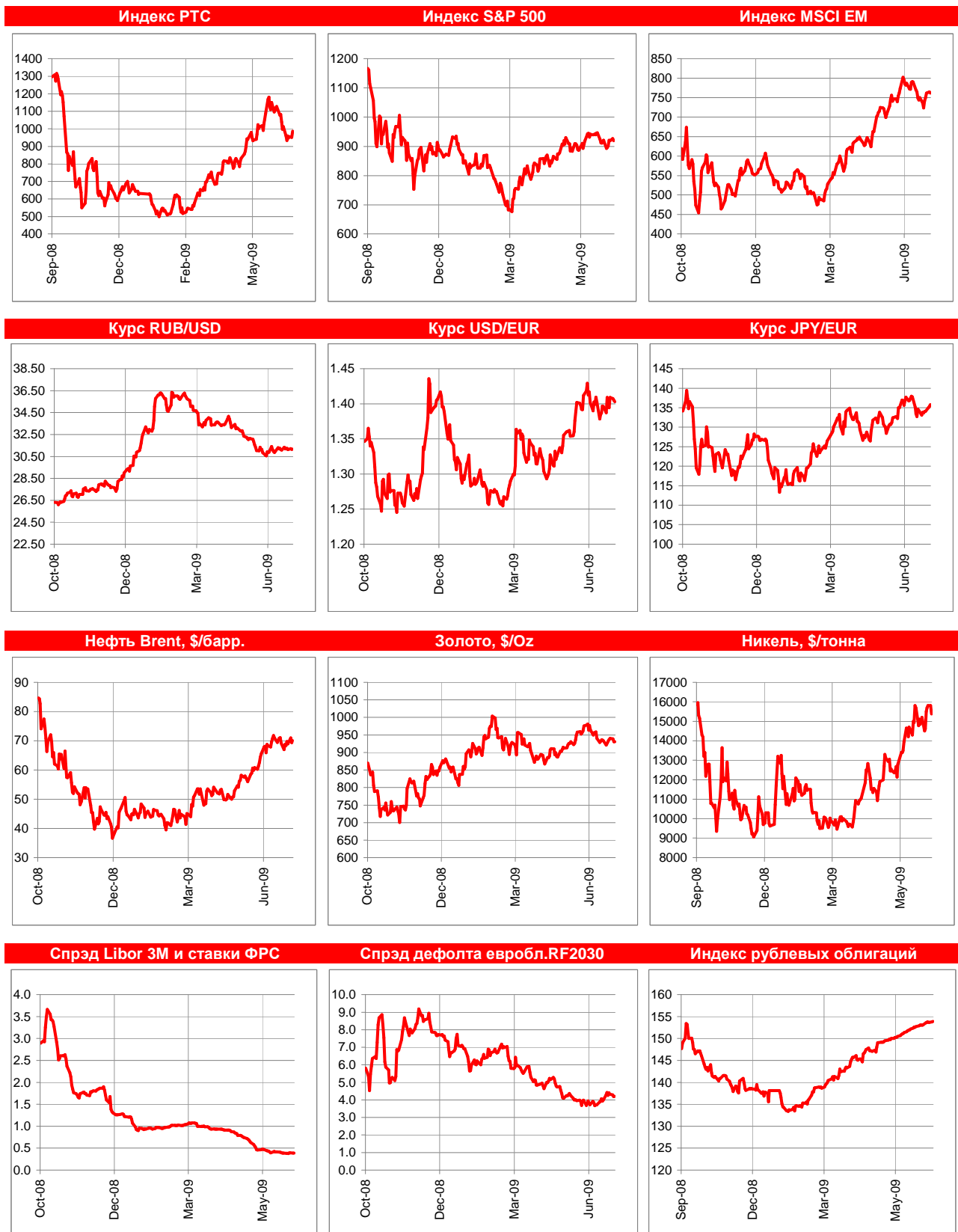
- "Деньги жгут ляжку", выражаясь бытовым языком. Когда у экономических агентов накапливается много денег, они более охотно начинают их тратить и менее склонны ужиматься, прерывая порочный круг спада. Ожидания большей инфляции (в некейнсианских моделях) также заставляют больше тратить, поскольку пролеживающие деньги теряют стоимость.
- Процентные ставки, традиционный механизм трансмиссии. Когда денег много, реальная ставка становится низкой, стимулируется кредит (при работающих банках!) и стимулируются инвестиции и траты в долг. Когда денег много, размораживаются банки, растут их ликвидные резервы, увеличивается депозитная база, становится больше ресурсная база для инвестиций.
- Обменный курс - низкие ставки, ведут к оттоку капитала из страны, курс национальной валюты падает, что стимулирует экспорт и импортозамещение. Чистый экспорт через "кейнсианский крест" (если эта модель работает!) приводит к еще большему росту ВВП. Вопреки расхожему мнению, падение реального обменного курса нацвалюты, скорее полезно, чем вредно.

График также предполагает следующий подтекст:

- Необходимо перестать бояться за курс рубля, он никуда не денется, если экономика страны будет в порядке. Центробанк пытается усидеть на трех стульях - мобильность капитала, стабильность курса и денежная политика. Поскольку первое у нас выбрано уже давно, старания удержать стабильность курса привели к монетарному шоку и мощному удару по экономике. Выбранная валютно-денежная политика Центробанка РФ ответственна на продолжающуюся экономическую депрессию в России. Россия должна раз и навсегда отказаться от попыток удержать стабильность обменного курса рубля, а Центробанк должен заниматься сугубо монетарной политикой. Нет никакой разницы, привязаны ли мы к золоту или доллару. Эффект один и тот же - зажатие денежной массы в период, когда желателно иметь больше денег.

- Пропоненты золотого стандарта этим графиком получают удар. Привязка валюты к чему-либо делает безоружным правительство перед кризисом. А бороться с кризисом надо, в отличие от ликвидационистов, мы верим, что у правительства есть своя положительная роль в экономическом смысле. Мы убеждены, что кризисы и рецессии никогда не бывают «целебными». Наоборот, спады калечат экономику и общество. Подумайте о росте тунеядства (отвыкают работать), потере инициативы людей и бизнеса (будущий экономический рост), разрушении семей и самоубийствах несчастных, которые не могут вытерпеть лишения, стрессах и сопутствующих болезнях, потере веры в свою нацию, преступности, потерях сбережений.

## Конъюнктура рынков:



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.