

# Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 3 июля 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Магнит ао	1186	1.6%
Уркалий-ао	103.53	1.5%
ОГК-5 ао	1.18	1.1%
ММК	14.97	0.8%
СевСт-ао	166	0.1%
Ростел -ао	160.59	-1.2%
Аэрофлот	33	-1.5%
РБК ИС-ао	29.16	-1.8%
УралСви-ао	0.42	-1.9%
ВТБ ао	0.0357	-1.9%
<b>Газпрнефть</b>	<b>96.9</b>	<b>-2.2%</b>
Татнфт Зап	37.68	-2.3%
Сбербанк-п	25.8	-2.5%
ГМКНорник	2870	-2.5%
Система ао	11.6	-2.8%
МТС-ао	158.28	-2.9%
<b>Роснефть</b>	<b>168</b>	<b>-3.0%</b>
<b>Сургнфз</b>	<b>21.514</b>	<b>-3.0%</b>
<b>Сбербанк</b>	<b>37.83</b>	<b>-3.2%</b>
ПолюсЗолот	1173	-3.3%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	<b>1373.7</b>	<b>-3.6%</b>
ФСК ЕЭС ао	0.264	-3.7%
Новатэк ао	131	-3.7%
Ростел -ап	39.5	-3.7%
РусГидро	1.29	-3.9%
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	<b>157.7</b>	<b>-4.3%</b>
<b>Татнфт Зао</b>	<b>121.83</b>	<b>-4.4%</b>
<b>Транснф ап</b>	<b>15121</b>	<b>-4.5%</b>
Сургнфз-п	8.603	-5.1%
ОГК-3 ао	1.58	-6.5%

Уже в течение недели российский фондовый рынок чередует день падения днем роста. Вчера настал день для снижения, но на самом деле, в недельном-полуторанедельном интервале времени, сохраняется боковой тренд, рынок стоит на месте. Несмотря на это боковое движение рынок очень волатилен, например, вчера индекс ММВБ упал на 3.5%, позавчера вырос на 4.2%, а по отдельным бумагам движения были более значительными.

Вчерашнее снижение было связано с понижением «зарубежных ориентиров», в частности снижались фондовые рынки (Европа и США -2%...-3%). Среди местных комментаторов много разговоров о ценах на нефть, считается, что она выросла слишком сильно поэтому, якобы, может упасть. Тем более, что для этого есть некоторые

основания – цены в Лондоне понизились до \$66 за баррель, и некоторые технические аналитики усматривают в этом начало понижательной тенденции (см. график справа).

Цены на нефть с конца мая колеблются между \$66 и \$70+ в довольно узком коридоре и выпадение из него с точки зрения технических аналитиков будет «негативным сигналом». В настоящее время нефть находится как раз на нижней границе. На приведенном графике мы также показываем атипичный рост вторника (выделен овалом), который был связан с несанкционированными покупками одного из трейдеров компании PVM Oil Associates в Лондоне, о которых сегодня пишут «Ведомости».

Традиционно вчера отреагировали на американскую статистику и понижение ускорилось. Баннерная цифра безработицы в июне составила 9.5%, что выше майской безработицы в 9.4%, но лучше ожиданий 9.6% по консенсусу. Честно говоря, мы не поняли, что было нехорошего в безработице, скорее всего, причины вчерашнего синхронного понижения акций, нефти, роста казначейских облигаций, йены и доллара отражают шаткие настроения на рынке, очередной «приступ», чем что-то «фундаментальное».

Рынок в последнее время стал разношерстным, отдельные акции стали иметь свою историю, в отличие от осени и зимы, когда падало и росло все вместе. Такая дифференциация сама по себе внушает оптимизм, поскольку инвесторы все больше интересуются

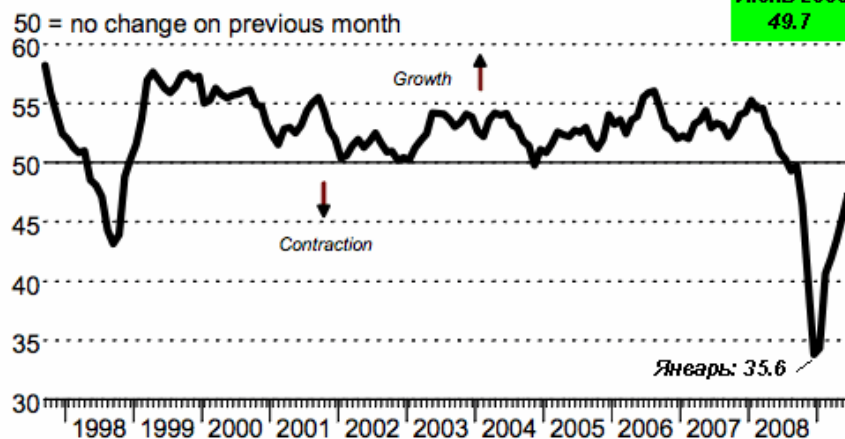
Рынки накануне:



Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.

03-Jul-2009 10:35:51

## Индекс Менеджеров по снабжению



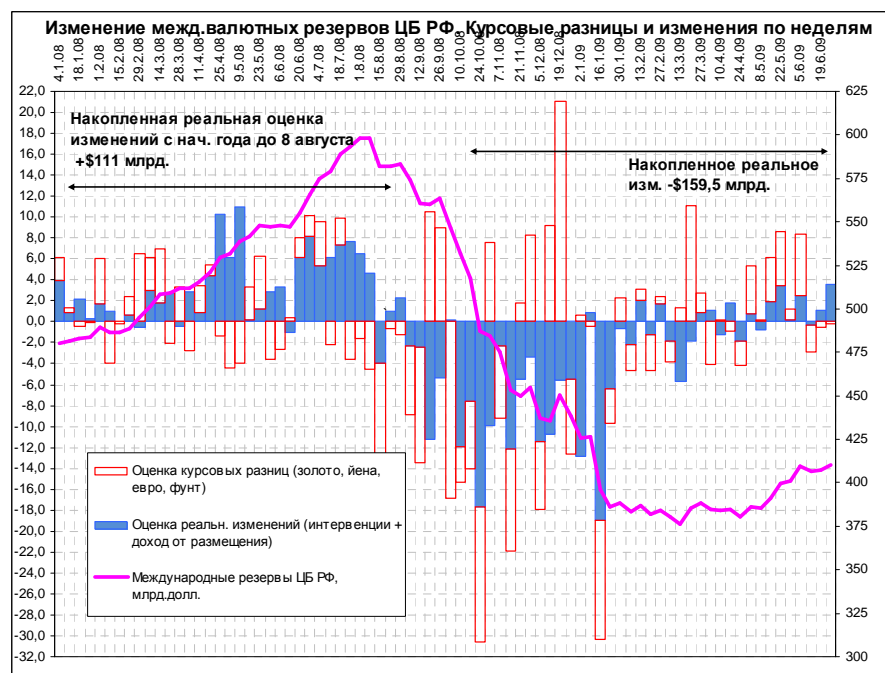
отдельными бумагами, чем экономикой в целом и динамикой фондового рынка в целом.

А с точки зрения экономики продолжают прибывать положительные новости. В частности, позавчера была выпущена поквартальная разбивка ВВП РФ в 1-м квартале, из которой следует, что 6/7 от падения 9.8% первого квартала 2009 года связана с падением запасов. Все это делает столь грандиозное падение ВВП не столь настоящим. Подробнее об этом в конце обзора.

Сегодня был опубликован индекс менеджеров по снабжению, рассчитываемый ВТБ. Значение индекса в июне составило 49.7 это рекорд за историю с начала кризиса. Этот индекс рассчитывается на основе опросов, где менеджеров спрашивают, растет ли их бизнес или падает, каковы их намерения, увеличивать или уменьшать производство. После этого считается баланс у кого лучше против тех, у кого хуже или «так же». Значение в 50 является ключевым, уровни выше него свидетельствуют о росте, ниже о сжатии бизнеса. Итак, опубликованное значение находится практически на этой границе, то есть бизнес в России в июне перестал падать. Все это дает надежды на то, что экономика России в 3-м квартале действительно начнет расти, как это предсказывает консенсус.

Еще положительные новости поступают от Центробанка, который не стал продлевать рекомендации не увеличивать иностранные активы и чистую валютную позицию «в связи со стабилизацией ситуации на внутреннем валютном рынке». А это означает, что чиновники Центробанка и правительства перестали дрожать и бояться новой волны бегства из рубля, что открывает дорогу к восстановлению денежного предложения. Мы считаем, что наибольший удар по экономике как раз оказала слишком жесткая денежная политика Центрального банка, сделав ставки запределными, и буквально лишив экономические агенты денег (дефляция цен в промышленности и снижение потребительской инфляции – яркое подтверждение дефицита денег)

Поступают сигналы, что Центробанк продолжает усиленно скупать доллары. Вчера были опубликованы данные по состоянию валютных резервов на прошлой неделе. Они выросли до нового рекорда с начала января - \$410 млрд., прирост за неделю +\$3.6 млрд. После очистки на курсовые разницы получается, что покупка ЦБ составила \$3.4 млрд. Это конечно, не так много, как летом 2008 года, когда ЦБ мог за неделю покупать по \$10 млрд., но уже что-то.



## Вкратце:

- Газета «Коммерсант» пишет, что правительство намерено упростить правила эмиссии облигаций и разрешить компаниям выпускать неограниченный объем бумаг. Сейчас компаниями запрещено выпускать облигации на сумму, превышающую размер уставного капитала, если нет поручительства третьих лиц. Поэтому многие компании были вынуждены создавать специальные SPV (\*-Финанс), чтобы обойти эти ограничения. Схема выглядела следующим образом: материнская компания давала поручительство по облигациям, которые выпускала SPV. При этом объем выпуска зависел только от объема поручительства. Этот договор поручительства стал краеугольным камнем: после дефолта, некоторые материнские компании стали требовать признать договор поручительства неправомерным, чтобы не исполнять обязательства SPV по облигациям. При этом держатели облигаций могли ничего не получить, так как, как правило, эти SPV не имели никаких активов. Новые правила позволят компаниям напрямую выпускать облигации и должны защитить права держателей облигаций. Однако они не спасают от процедуры вывода активов, как в случае с «Инком-ладой».
- «Сбербанк» начал снижать ставки и по кредитам в среднем на 0,5-1 процентный пункт. Это стало возможным благодаря тому, что банк снизил ставки по депозитам, поэтому это не должно отразиться на финансовых показателях «Сбербанка». Остальные банки пока не готовы вслед за «Сбербанком» снижать ставки по кредитам, так как у них высокая стоимость фондирования.

- Гохран в этом году купит у «Алросы» алмазы на \$400 млн. Таким образом, вместо того, чтобы продавать алмазы на мировом рынке, их выкупит Гохран. Как объясняет сама «Алроса», это делается для того, чтобы не обрушить мировой рынок алмазов. Ранее «Алроса» пытался создать ПИФ, средства которого инвестировались бы в алмазы. Справа на графике представлен индекс, отображающий динамику стоимости бриллиантов. С начала 2008 года цены на бриллианты показали снижение более чем на 30%. За последние три года бриллианты принесли держателям доходность в 2,6% годовых, что примерно соответствует долларовой инфляции. Таким образом, бриллианты – не самый лучший инструмент для сбережений.



- «Газпром» продолжает сокращать добычу газа и по данным ЦДУ ТЭК, в июне добыча сократилась на 36% по сравнению с прошлым годом. Глава концерна А.Миллер обещает, что по итогам года добыча составит 500 млрд. куб. метров. Однако для того, чтобы достичь этого показателя, концерну необходимо увеличить добычу во втором полугодии на 8,7%, что маловероятно. Тем не менее, есть и позитивный фактор – экспорт в Европу начал восстанавливаться, однако добыча не растет, так как «Газпром» выбирает газ из хранилищ.
- В понедельник ФАС должна вынести решение относительно того нарушала или нет «Газпром нефть» антимонопольное законодательство, завышая цены на нефтепродукты. По словам И.Артемова, на компанию может быть наложен штраф до \$200-300 млн. «Газпром нефть» уже заявила, что они готовы устранить все нарушения, если ведомство назовет их. В прошлом году ФАС уже оштрафовала крупнейшие нефтяные компании на \$180 млн., однако нефтяники пока пытаются в судебном порядке отбиться от этих штрафов.

## Местное:

- Вчера арбитражный суд ввел на металлургическом предприятии «Нытва» наблюдение до 27 ноября. Общая задолженность предприятия составляет 600 млн. руб. В компании считают, что им удастся договориться с кредиторами и реструктуризировать задолженность. Вполне возможно, что финансовую поддержку предприятию может оказать новый акционер – «Ростехнологии», который стал владельцем 25%+1 акции «Нытвы».
- Бывший совладелец «Макромира» подтвердил намерения IKEA купить земли «Пермского ипподрома» для строительства своего ТЦ. Эту информацию также официально подтвердили и в городской администрации. И. Шубин заявил, что покупатель будет обязан в первую очередь перенести ипподром, а только затем начать строительство.
- Рейтинговое агентство Moody's отозвало рейтинг Пермского края по обязательствам в иностранной и национальной валюте «Ba1», прогноз «Стабильный». Рейтинг отозван по причинам делового характера.
- «Уралкалий» поднимает цены на удобрения для российских потребителей на 20% с третьего квартала этого года. Основные покупатели - «Еврохим» и «Фосагро» согласились с условиями. А вот «Сильвиниту» не удалось уговорить «Акроном» и «Уралхим» покупать удобрения по новым ценам и прекратила отгрузку.

## ВВП: «запАсное» падение

Вчера Росстат опубликовал покомпонентную разбивку ВВП 1-го 2009 год квартала по доходам. Цифра квартального падения в -9.8% (первая оценка была -9.5%) вызвала удивление многих аналитиков, поскольку было не понятно, откуда растут ноги. Напомним, что в апрельском опросе Блумберг давал консенсус падения в -5%, а вышло в почти 2 раза больше.

Косвенные и более частотные (помесячные) индикаторы, характеризующие компоненты ВВП не предсказывали подобного обвала. В частности, реальные располагаемые доходы и зарплаты, розничные продажи, инвестиции в производственные активы не давали никаких индикаций, что цифра будет близка к -10%.

Напомним формулу ВВП по доходам расходам:

$GDP = C + G + I + NX = \text{Частное потребление} + \text{Государственное потребление} + \text{Инвестиции} + (\text{Экспорт} - \text{Импорт})$ .

Итак, пойдем по компонентам.

- Расходы на конечное потребление [C+G] – домохозяйств (туда же включим некоммерческие организации, обслуживающие домохозяйства) плюс государственное потребление – упали незначительно, на -1.9% в реальном выражении (госрасходы, выросли).

- Чистый экспорт вырос на 17.2%, благодаря опережающему падению импорта почти на треть.

- Но что это за жуткая цифра падения «валового накопления» на -56%? Валовое накопление состоит из двух вещей. 1) Инвестиции в основной капитал -16.3%, а это близко к тому, что дают частотные ежемесячные данные по инвестициям в производственные активы. 2) Изменение запасов, по которым Ростатт ничего не говорит, как они изменились в реальном выражении. Очевидно, что запасы должны упасть настолько жутко, чтобы падение инвестиций в основной капитал -16.3% превратилась в -56% по всей суммарной статье валового накопления.

Дальше попробуем оценить эту цифру, поскольку это единственное неизвестное. В качестве весов возьмем цифры базового периода, 1-го квартала 2008 года, с которым проводится сравнение в номинальном выражении (и рядом, для сравнения дадим цифры 1-го квартала 2009).

Теперь мы можем перейти к оценке влияния каждой компоненты на падение ВВП.

Все колонки кроме одной – изменения запасов (выделено желтым), посчитаны как вес компоненты в ВВП, умноженное на размер реального падения опубликованного Росстатом. Производство дает нам вклад компоненты в падение ВВП.

- Так, рост реальных госрасходов на 1.3%, имеющих вес в 19% в ВВП дает нам вклад  $19\% * 1.3\% = 0.2\%$ . Падение расходов домохозяйств имеет вклад в падение ВВП в размере 1.5%. Влияние НКО близко к нулю, поэтому общее конечное потребление обвалило квартальный ВВП на -1.3% [=+0.2-1.5%].

- Аналогично с чистым экспортом, который дает положительный вклад в рост ВВП в размере +2.1%. Импорт – единственная компонента ВВП, имеющая минус (Чистый экспорт = Экспорт минус импорт). Он вычитается, чтобы избежать двойного учета, поскольку потребление импорта уже учтено в конечном потреблении или инвестициях. Экспорт – это потребление иностранцами продукта, произведенного в стране. Сумма вкладов экспорта и импорта (с минусом) дает нам  $-4.8\% + 7\% = 2.3\%$ , что немного не бьет с расчетом вклада по прямому методу 2.1%, что не особо принципиально. Отнесем это на статистическое расхождение.

Валовой внутренний продукт	-9,8%
Расходы на конечное потребление	-1,9%
домашних хозяйств	-3,2%
государственного управления	1,3%
нко обслуж. домохозяйства	-1,3%
Валовое накопление	-56,0%
валовое накопл. осн. капитала	-16,3%
изменение запасов	н.д.
Чистый экспорт	17,2%
Экспорт	-14,5%
Импорт	-34,3%

	1q2009	1q2008	Вес
	млрд.руб.	млрд.руб.	
Валовой внутренний продукт	8 482,8	8 891,0	100%
Расходы на конечное потребление	6 813,2	5 955,4	67%
домашних хозяйств	4 773,0	4 258,1	48%
государственного управления	1 984,6	1 647,8	19%
нко обслуж. домохозяйства	55,6	49,5	1%
Валовое накопление	1 031,6	1 769,0	20%
валовое накопл. осн. капитала	1 371,6	1 433,9	16%
изменение запасов	-340,0	335,1	4%
Чистый экспорт	510,1	1 101,3	12%
Экспорт	2 231,3	2 921,7	33%
Импорт	1 721,2	1 820,4	20%
Статист. расхождение	127,9	65,3	1%

Компонента	Вес	Падение	Вклад
Валовой внутренний продукт	100%	-9,8%	-9,8%
Расходы на конечное потребление	67%	-1,9%	-1,3%
домашних хозяйств	48%	-3,2%	-1,5%
государственного управления	19%	1,3%	0,2%
нко обслуж. домохозяйства	1%	-1,2%	0,0%
Валовое накопление	20%	-56,0%	-11,1%
валовое накопл. осн. капитала	16%	-16,3%	-2,6%
изменение запасов	4%	-226,0%	-8,5%
Чистый экспорт	12%	17,2%	2,1%
Экспорт	33%	-14,5%	-4,8%
Импорт	-20%	-34,3%	7,0%
Статист. расхождение	1%	--	--

- Это не особо страшно, поскольку сумма вкладов конечного потребления, инвестиций и чистого экспорта дает нам -10.3%, что также не бьет с официальной цифрой всего ВВП -9.8%. Погрешность не так велика, по сравнению с общей величиной.

- Теперь, самое главное: мы можем вычислить вклад падения запасов в общее падение ВВП. Если вся компонента валового накопления внесла вклад -11% в падение ВВП, а ее часть – накопление основного капитала на -2.6%, то значит, запасы внесли вклад в падение ВВП 1-го квартала в размере -8.5%. Хо-хо. И это по сравнению со всем падением ВВП квартала на -9.8%. То есть, если бы не падение запасов, ВВП почти бы не упал?

Также мы можем вычислить, насколько упали запасы, путем деления веса запасов в ВВП базового периода 1кв08. Итак,  $-8.5\%/4\% = -212.5\%$ . Пусть не смущает, что запасы упали больше, чем на 100%. Эта цифра изменения запасов, если они росли на 335, а тут упали на 340 млрд.рублей, то это как раз примерно -200% (правда, надо учесть дефлятор запасов, чтобы выйти на точную цифру).

Выводы:

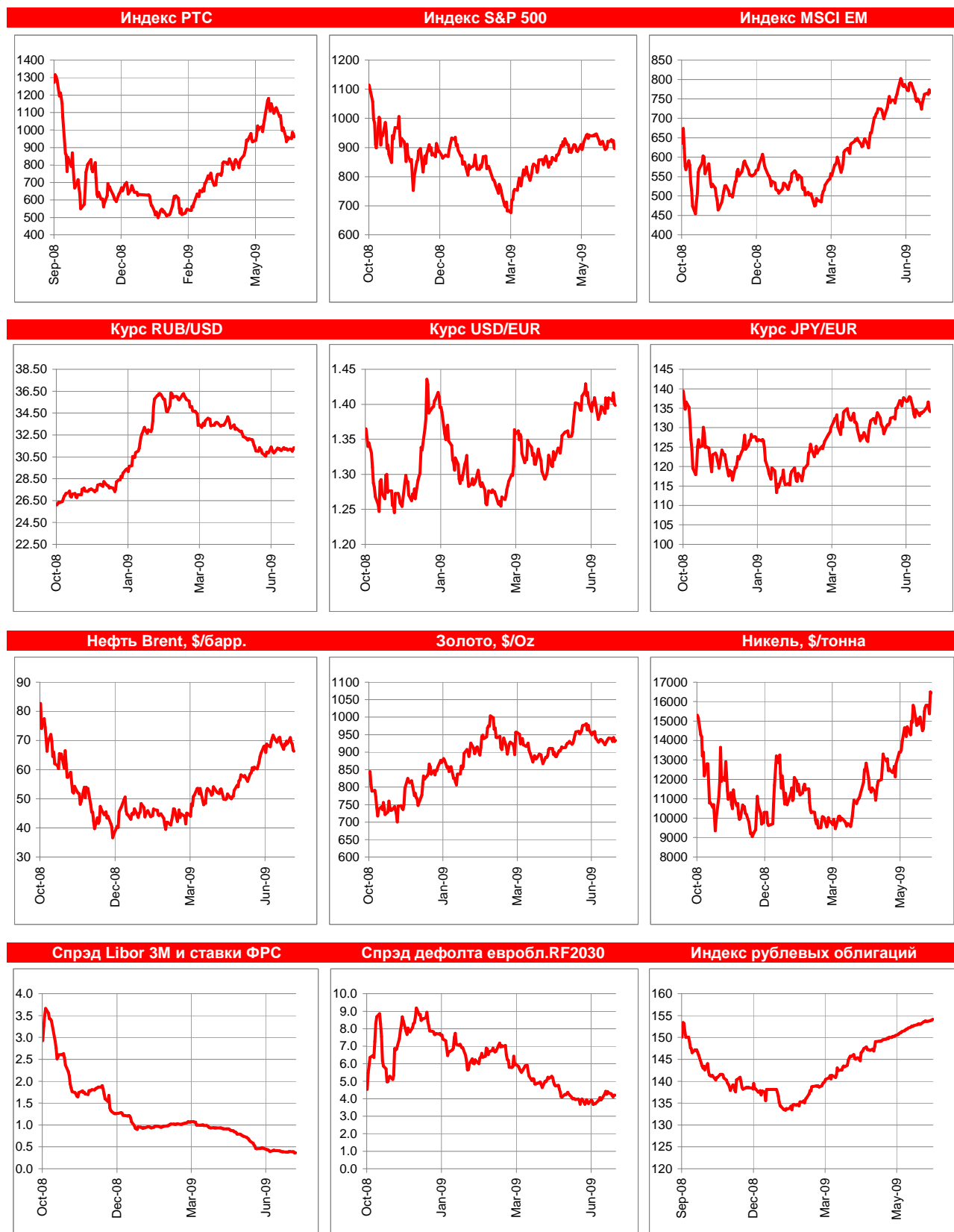
- расчеты показывают, почему аналитики так могут пролетать с прогнозами падения ВВП Запасы - это что-то! Как их угадать?

- запасы не будут вечно падать и вечно тянуть цифру ВВП вниз. Теоретически, если запасы начнут расти или стабилизируются, мы можем увидеть падение ВВП значительно лучше цифры -9.8%. Конечно, во втором квартале ВВП упадет в других компонентах, а именно, наверняка будет падать потребление домохозяйств с весом почти в 50%.

- ВВП России практически не упал, если мы будем считать рост ВВП без запасов. Если мы закроем на них глаза, как на «ненастоящее падение», то ВВП 1-го квартала упадет всего на  $-1.3\% = [-9.8\% - (-8.5\%)]$ . Совсем другая цифра? То есть не так страшен черт, как его малюет Росстат. Вот только до сих пор не понятно, почему Росстат так поздно опубликовал разбивку.

Итак, падение ВВП России изнутри не представляется настолько страшным, как выглядит отдельно стоящая заглавная цифра в -9.8%. И это дает шансы на более скорое восстановление экономики, чем ожидают пессимисты, надо просто запасов побольше набрать.

## 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.