

# Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 8 мая 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Татнфт Зао	118.05	9.3%
ОГК-3 ао	1.301	9.1%
РусГидро	1.031	6.4%
Уркалий-ао	96.8	6.3%
ВТБ ао	0.0361	6.2%
Сбербанк	31.15	6.1%
УралСви-ао	0.404	4.7%
ГМКНорник	3162	4.4%
СевСт-ао	151	4.2%
Сбербанк-п	19.05	3.7%
Сургнфгз	24.8	3.5%
ММК	12.34	2.7%
ЛУКОЙЛ	1589	1.7%
Газпрнефть	95.2	1.4%
Сургнфгз-п	10.827	1.4%
ГАЗПРОМ ао	171.61	1.3%
Аэрофлот	35.49	1.3%
Система ао	11.384	1.2%
Роснефть	183.72	1.1%
Ростел -ап	37.95	1.1%
Магнит ао	1080	0.6%
Транснф ап	14300	0.4%
Татнфт Зап	45.6	0.4%
МТС-ао	175.8	0.2%
Новатэк ао	117.7	0.1%
Ростел -ао	302.96	0.0%
ФСК ЕЭС ао	0.212	0.0%
ПолюсЗолот	1407.5	-0.1%
ОГК-5 ао	1.104	-0.8%
РБК ИС-ао	39.5	-6.9%

Если посмотреть на график справа в обзоре, то увидим, что индекс РТС вырос очень сильно +5%, если посмотрим слева, то изменения цен акций на ММВБ не очень большие. Вчера российский рынок открылся рывком вверх, рос весь день, а в 19-45 пермского времени, довольно резко обвалился, индекс ММВБ изменился на +2.6%.

Вчера на рынке был классический пример столкновения страха с жадностью, страсти кипели, и это отразилось на объемах, на площадке ММВБ прошли обороты в 86 млрд. рублей. Это, конечно не исторический рекорд, год назад на пике рынка обороты доходили до 100 млрд. рублей, но если мы учтем, что рублевый индекс в 2 раза ниже (а следовательно средняя акция в 2 раза дешевле), вчерашний оборот захватывает дух. Вчера была бурная спекулятивная гонка, и если вспомнить период роста 1999-2007 годов, такое не раз повторялось в истории.

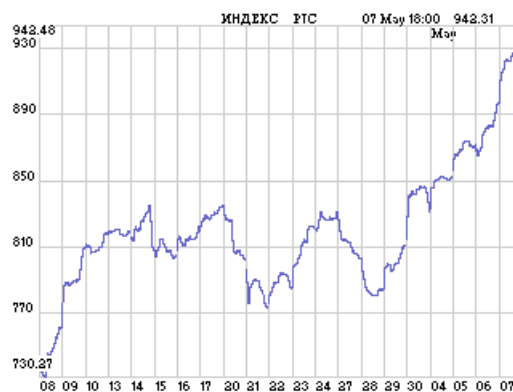
В числе положительных «факторов» вчера - предстоящая публикация результатов стресс-тестов. Она состоялась ночью, но уже не несла никакого элемента интриги, поскольку все цифры уже просочились через разных «анонимных источников». ФРС рассчитала, что 10 из 19 исследованных банков, представляющих 2/3 банковской системы США по активам нуждаются в дополнительном капитале в \$74.6 млрд., и этот капитал будет предоставлен правительством. Для сравнения, по данным Блумберг, на текущую

дату, банки в США уже привлекли капитала в размере \$384 млрд. и объявили о потерях в \$580 млрд. Всего по миру (банки и другие финансовые структуры) объявили о потерях в \$1.38 трлн. и привлекли в капитал \$1.12 трлн. Самый главный вывод, который следует из стресс-теста, новых банкротств в США не будет, что должно успокоить финансовый сектор и позволить ему вернуться к нормальным отношениям внутри. Это не означает, что экономический кризис преодолен, реальный сектор остается в плачевном состоянии, тем не менее, бухгалтерские балансы банков во многом расчищены. На этой волне вчера была большая волатильность в банковских бумагах во всем мире. Так, акции Citigroup вчера открылись в США с ростом на +13.5% к предыдущему закрытию, но к концу торгов показали минус 1.3%. На этой же волне росли акции российских банков, с которыми спекулянты играют в корреляционную игру.

Падение российских акций вечером случилось крайне неожиданно и без видимых новостей. Возможно, рост был слишком бурным и неоправданным, или страхи победили жадность. Мы уже не раз писали о том, что угадать подобные движения невозможно в принципе. Сложно построить рациональную модель для иррационального поведения. Искать психологическую подоплеку массового бессознательного спекулянтов наверно можно, но мы не видели людей, которым это удавалось бы делать последовательно и регулярно.

Хорошую поддержку акциям в России и курсу рубля оказывают цены на нефть. В Лондоне котировки поднялись выше \$57 за баррель, это новый рекорд после осеннего обвала. В США ближайшие фьючерсы на WTI поднимались до \$58.57 за баррель. Причиной роста некоторые называют спекулятивный приток капитала, другие считают, что растут ожидания по экономическому росту. 28 мая ОПЕК собирается пересмотреть квоты на добычу, но вряд ли они будут

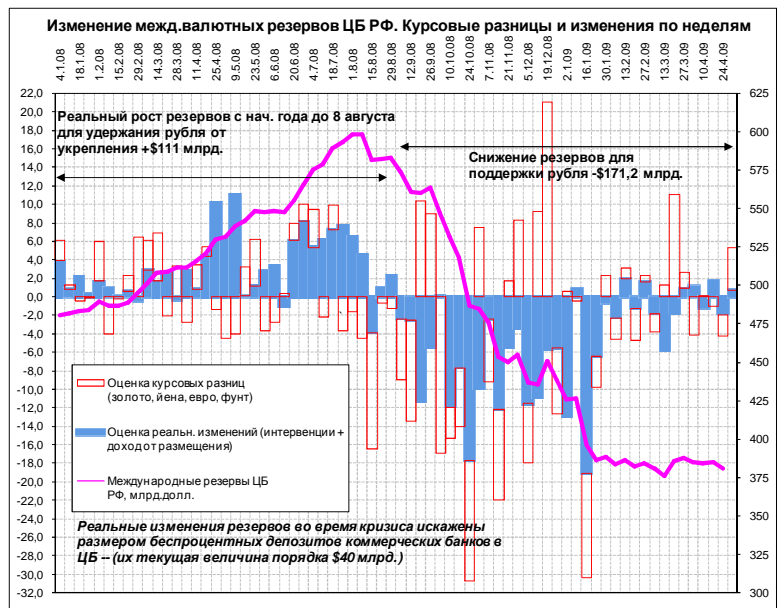
## Рынки накануне:



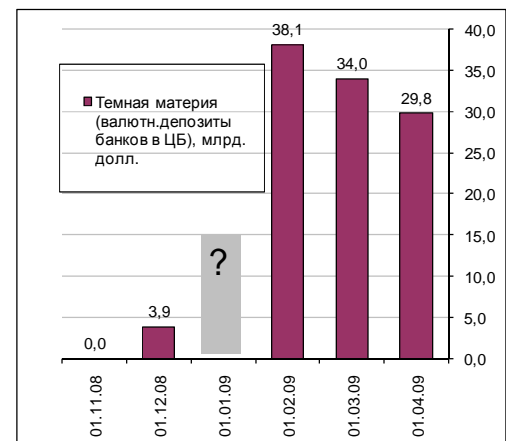
изменены.

**Курс рубля** опустился до нового рекорда к доллару после «плавной девальвации» - до 32.6. Мы уже высказывали прогноз, что к концу года курс рубль-доллар будет ниже 30, и если действительно экономический рост в мире пройдет переломную точку с третьего квартала, то шансы на это станут почти абсолютными. Конечно, не следует забывать, что курс в России остается управляемым Центробанком, и если Игнатьев с Путиным вдруг решат держать курс рубля дешевым, то они смогут это делать какое-то время (пока спекулянты не начнут массово играть на укрепление, как это уже бывало в 2007 году).

Напомним, что еще пару месяцев назад многие прогнозисты строили предположения о второй волне девальвации, экстремалы ожидали курс на уровне 40+ или даже 50 рублей за доллар. Мы полагаем, что сейчас идет массовый перелом сознания и прогнозов курса. Ожидания второй волны девальвации сменяются ожиданиями ревальвации. Вчера вечером Центробанк опубликовал статистику по валютным интервенциям на рынке рубля за апрель, а также изменения резервов.



В апреле ЦБ купил валюты на \$8.6 млрд. (интервенции, номинированные в евро, пересчитаны по среднему курсу месяца). Это заметно больше, чем покупки ЦБ в апреле и феврале. Давления на рынке рубля не только не ощущается, но оно сменилось обратным потоком. Валютные резервы ЦБ на прошлой неделе (заканчивается 1 мая) также выросли на \$5.3 млрд. но если учесть курсовые разницы, то прирост будет небольшим +\$0.8 млрд. Мы уже не раз указывали на проблему с отечественными валютными резервами, в которые ЦБ включает размер бесплатных валютных депозитов. Справа показана динамика изменения нашей оценки этих депозитов, правда, с запозданием на 1 месяц, последние доступные данные на 1 апреля. ЦБ дает информацию о средствах коммерческих банков на своих счетах, когда публикует баланс. В расчете денежной базы в широком определении даются цифры только рублевых счетов комбанков в ЦБ. Вычитая второе из первого мы получим валютные счета. ЦБ сообщал, что размер этих депозитов доходил на пике до \$40 млрд., что примерно соответствует данным на 1 февраля.



Наращение валютных интервенций ЦБ в поддержку рубля является крайне позитивным фактором. Курс рубля в конечном итоге формируется за счет спроса и предложения. Если разбирать платежный баланс, то спрос на рубли формируется экспортерами, желающими конвертировать валютную выручку, и притоками капитала. Предложение рублей формируется импортом и оттоками капитала из страны. Экспорт упал, нет спору. Однако импорт обвалился крайне сильно также, в частности, по уже известным данным таможни на 1-й квартал импорт упал почти в половину по сравнению с 1-м кварталом прошлого года. В результате страна продолжает жить с заметным положительным сальдо торгового баланса. Оттоки капитала через гашение внешних долгов продолжаются, но уже может появиться обратный приток капитала от первых спекулянтов, которые МОГУТ ставить на укрепление рубля. Размораживание кредитования за границей может привести к притоку капитала и по этой линии. Мы ждем, что рубль продолжит укрепляться до конца года и, возможно, дальше.

## Вкратце:

- Еврокомиссия прогнозирует инфляцию в России по итогам 2009 года на уровне 10%. Также Еврокомиссия ожидает, что в 2009 году спад в экономике составит 3,8%, а уже в 2010 году будет рост в 1,5%. Таким образом, Еврокомиссия смотрит на будущее российской экономики гораздо оптимистичнее, чем некоторые чиновники.
- «ВЭБ» выдаст субординированные кредиты только тем банкам, капитал которых превышает 3,5 млрд. руб. – это 97 банков (всего в России 1100 банков). Однако с учетом того, что реальными собственниками банков не должны быть иностранцы, получателей помощи гораздо меньше – около 20 банков. Таким образом, предполагается, что господдержка будет оказана только крупным банкам, а средние мелкие будут вынуждены докапитализироваться за счет акционеров или закрыться. Газета «Коммерсант» сегодня пишет, что средние и мелкие банки начинают постепенно наращивать капитал за счет акционеров. Также с 2010 года Центробанк повышает минимальный капитал банков до 90 млн. руб., поэтому мелкие банки, чтобы соответствовать требованиям регулятора должны нарастить свой капитал.
- Минфин расширяет список инструментов для инвестирования пенсионных накоплений за счет бумаг, рейтинг которые не более, чем на две ступени уступает суверенному, либо обладают госгарантиями. По шкале S&P получается, что можно будет покупать бумаги с рейтингом не ниже «BB+». Сейчас список инструментов для инвестирования ограничен бумагами списка А1, принцип формирования которого вызывает у управляющих множество вопросов. Например, там нет акций «Газпрома», но есть бумаги «ТГК-4».
- «Сбербанк» открыл кредитную линию в 15 млрд. руб. «Евроцементу» Средства будут выделены на финансирование текущей деятельности. Цементный рынок находится в состоянии стагнации, поэтому не исключено, что некоторые производители испытывают финансовые затруднения. Тем не менее, мы не ждем банкротств среди цементных компаний, так как они имеют низкую долговую нагрузку.
- Зернопереработчик «Пава», которая успешно прошла оферту по своим облигациям, намерена привлечь в свои земельные проекты инвесторов из стран Персидского залива. Сейчас эти страны обеспечивают свои потребности в продовольствии за счет импорта и в последний год стали активно скупать земли в развивающихся странах. «Пава» этим хочет воспользоваться и предлагает инвесторам из этого региона вложиться в землю через покупку долей в «Паве».
- Сегодня ряд эмитентов по итогам дня формируют список акционеров, имеющих право участвовать на общем собрании и на дивиденды. Справа представлена таблица с наиболее крупными компаниями, которые закрывают реестр. «Татнефть» формально закрывает реестр 12 мая в 8-00 по Москве, поэтому, чтобы получить право на дивиденды, необходимо быть акционером на сегодняшнее закрытие. Мы считаем, что «Сильвинит» ограничиться промежуточными дивидендами, которые уже выплачены.

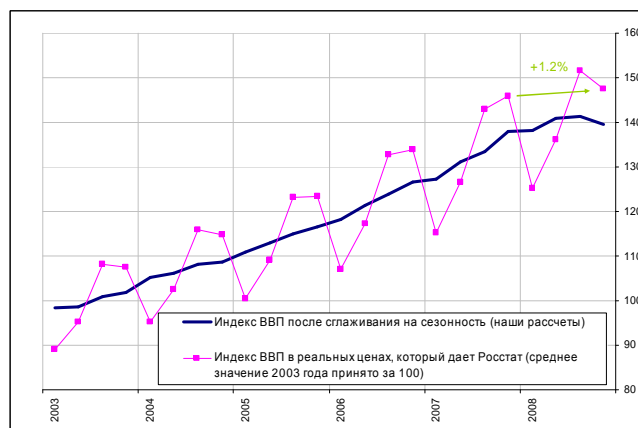
Эмитент	Дивиденд, руб.
Газпром	1.28
Лукойл	50
МТС	18
Сбербанк	0.48/0.55
Татнефть	4.44/4.44
Сильвинит	

## Местное

- По данным агентства Rezon, цены на недвижимость в Перми продолжают снижаться, и в апреле оно составило 1,1%. Средняя цена предложения составила 46,6 тыс. руб. за метр. Как пишет агентство, застройщики не снижают цены, так как надеются продать по установившейся цене, а не снижать ее до себестоимости. Однако заметим, что сейчас пермские застройщики продают жилье администрации по цене около 33 тыс. руб. за метр, что 27% ниже рыночных уровней.

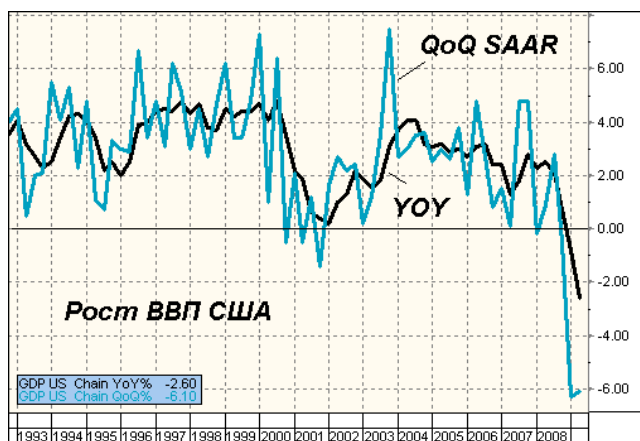
## Демисезонность

В нашей стране ВВП и другие экономические данные публикуют обычно в сравнении с аналогичным периодом прошлого года. Так, последняя опубликованная цифра роста ВВП РФ за 4-й квартал составляет +1.2%, но по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. И этот плюс вызывает некоторые недоумения, поскольку всем понятно, что в 4-м квартале ВВП падал. Допустим, что наша экономика начнет расти в третьем квартале. Но Росстат нам даст «минус», поскольку базой для сравнения является успешный аналогичный период прошлого года, когда еще кризис не ударил. Очень хочется видеть, куда движется ВВП, и с какой скоростью.

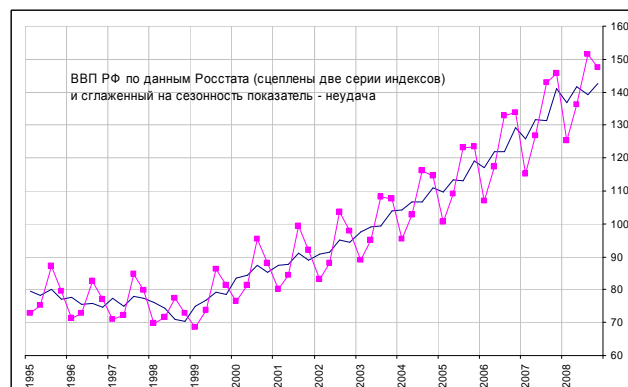


Справа приведены данные, которые дает Росстат. Это индекс, нормированный 100 для среднего квартала 2003 года. Каждая точка представляет собой квартал, и она поясняет, почему Росстат дает темпы роста +1.2% в 4-м квартале. Точка 4-го квартала ниже, чем точка 3-го квартала, тогда как в 2005-2007 годах она была выше (но в 2003-2004 было падение). Такова сезонность нашего ВВП.

В США рост ВВП публикуется иначе – это скорректированная на сезонность цифра, приведенная к годовому выражению. Из нее более понятно растет ВВП или падает. Ниже приведен график роста ВВП США в двух разных измерениях. YoY (year on year) – это изменение ВВП по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, как это дается в РФ. Линия QoQ SAAR – это изменение ВВП квартал к соседнему кварталу, скорректированное на сезонность и приведенное к годовому выражению. SAAR = seasonally adjusted annualized rate.

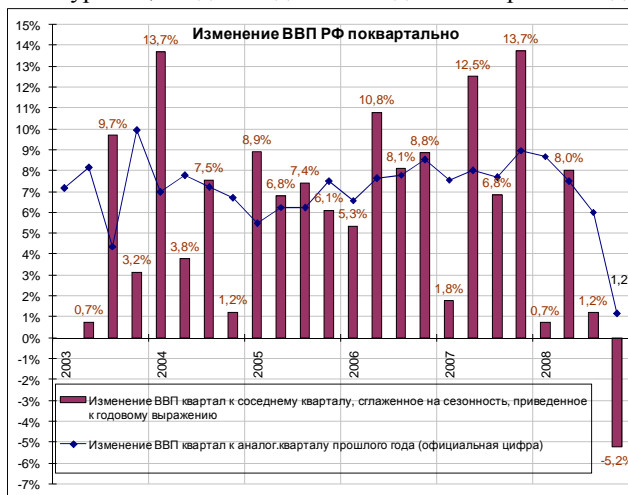


США недавно опубликовали 1-ю оценку роста ВВП (всего их три, advance, preliminary, final) за 1-й квартал, в России данные пока не вышли. Минус 6.1% по QoQ SAAR, это основная оценка, которую называют и которой оперируют. Интересно, что она не означает, что ВВП упал на 6.1% даже после корректировки на сезонность. AR означают, что измерение приведено к годовому выражению, а именно умножено на 4. То есть реально скорректированный на сезонность индекс ВВП упал на 6.1%/4. То есть 6.1% это скорость, с которой падает ВВП, а не размер падения. ВВП, измеренный по QoQ SAAR гораздо волатильнее, чем измерение YOY.



Мы попытались скорректировать на сезонность данные Росстата, чтобы получить сравнимые и более репрезентативные оценки роста ВВП России. Задача эта не слишком проста. Существует множество методов корректировки на сезонность, которые используются экономистами и статистиками. Мы попытались проделать это в ручном режиме, однако первые результаты оказались неудачными.

Вопреки интуитивному ожиданию, что ВВП РФ в 4-м квартале падал, сглаженный показатель дает обратную картину – рост (см. загиб вверх на графике). Если мы более внимательно взглянем на колебания, то увидим, что 3-й и 4-й квартал с 2000-х годов показывают «полочку» на высоком уровне, тогда как до 2003 года 4-й квартал всегда оказывался значительно ниже, чем 3-й квартал. Возможно, после 2003 года поменялась сезонность, но что также важно, метод расчета ВВП, возможно, изменился, поскольку Росстат дает разные серии, старую, заканчивающуюся в 2003 и новую после этого года. Поэтому для сглаживания использовались данные, начиная с 2003 года. Итог представлен ниже:



В таких расчетах получается, что ВВП России в 4-м квартале упал на 5.2% в годовом выражении, сглаженный на сезонность.

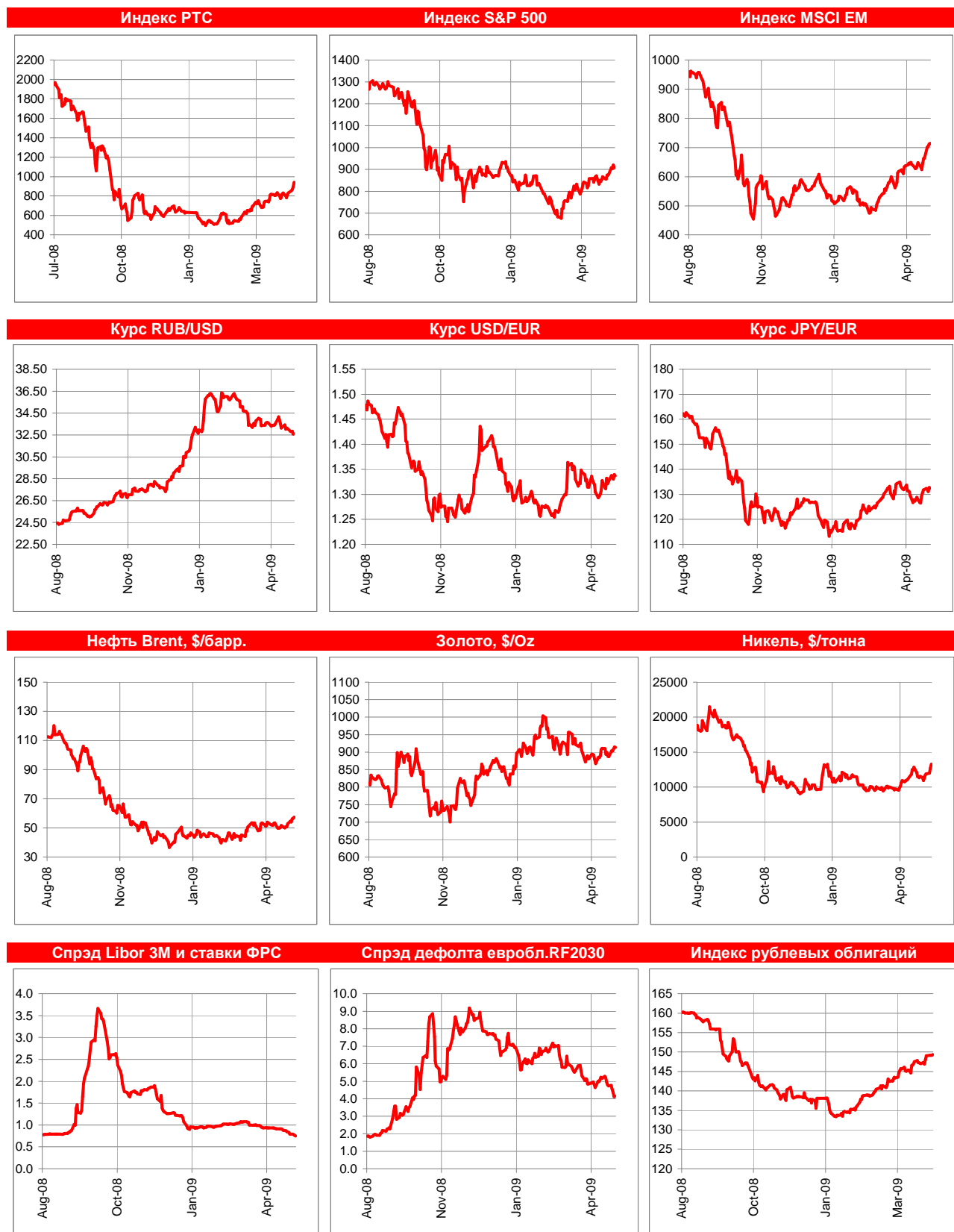
**Выводы:**

Поскольку статданных мало, то полученный результат не может считаться надежным. Сезонность лучше выявлять на более длинных сериях данных. Вот только их у нас нет, экономика РФ в 90-х сильно отличалась от того, что есть сейчас. Степень доверия к полученной цифре -5.2% в 4-м квартале не слишком велика.

Все это показывает, что экономическая статистика крайне неточная наука. Исходные данные Росстата не точны, мы их обрабатываем неточными методами, в итоге имеем то, что называется «garbage in - garbage out» (мусор на входе, мусор на выходе).

Сглаживать на сезонность надо, это правильная практика, и очень похоже, что Росстат когда-то будет давать нам подобные данные.

## 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.