

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 9 февраля 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ГМКНорник	4500	0.4%
Ростел -ао	151.3	0.4%
ОГК-5 ао	2.508	0.4%
РусГидро	1.229	0.2%
МТС-ао	226.02	-0.4%
ПолюсЗолот	1420.7	-0.5%
Газпрнефть	142.5	-0.6%
Сурпнфгз-п	13.883	-0.8%
Магнит ао	2060	-0.9%
Сурпнфгз	24.399	-1.0%
Татнфт Зао	135.31	-1.3%
Аэрофлот	51.19	-1.5%
ММК	27.295	-1.5%
Система ао	24.399	-1.8%
ЛУКОЙЛ	1580.1	-1.9%
ОГК-3 ао	1.308	-2.0%
РБК ИС-ао	35.21	-2.0%
Уркалий-ао	128.7	-2.2%
Роснефть	216.88	-2.4%
УралСвИ-ао	0.866	-2.4%
Транснф ап	23501	-2.5%
Ростел -ап	66.14	-2.9%
ВТБ ао	0.0702	-2.9%
Сбербанк-п	66.05	-3.0%
СевСт-ао	315.52	-3.3%
Новатэк ао	165.1	-3.3%
ГАЗПРОМ ао	175.31	-3.3%
ФСК ЕЭС ао	0.309	-3.4%
Татнфт Зап	67.5	-3.6%
Сбербанк	79.01	-4.5%

Рынок опять упал, индексы РТС и ММВБ снизились на 2.5%. Вероятно, рынок до сих пор находится под впечатлением продаж прошлой недели, которые формально связаны с Грецией, а до этого, напомним, рассуждения касались возможного ужесточения денежной политики в Китае.

Вчера новостных факторов, усиливающих страхи, не было, многие фондовые индексы мира не падали, смогли закрепиться и даже вырасти, однако Россия была одним из исключений. По итогам дня индекс РТС находится на 4-м месте, больше упали только Кипр, Греция и Турция.

Цены на нефть вряд ли могут что-то объяснить, ближайший фьючерс на NYMEX торгуется немногим ниже \$72/баррель, брент на ICE почти равен \$70. Рубль, на удивление, не реагирует на «мировые тенденции», и торгуется в районе 30.50 за доллар или немногим выше.

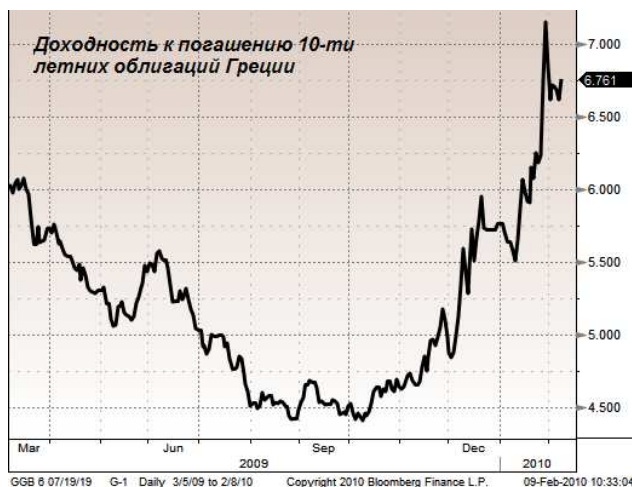
Греция похожа на «много шума из ничего». ВВП Еврозоны за 2008 год (2009 пока не подсчитан полностью) составляет \$13.6 трлн., тогда как ВВП Греции равен \$357 млрд., что составляет всего 2.6% от ВВП Еврозоны. Речь идет о дефиците Греции, измеряемом цифрой до 12% от ВВП, если мы посчитаем 12% от 2.6%, то поймем, что речь идет о 0.3% от ВВП Еврозоны, что близко к статистической погрешности. Вряд ли можно себе представить, что остальные участники ЕС будут



Страны PIIGS	ВВП 2008, млн.\$	% от ЕС
Италия	2,293,008	16.9%
Испания	1,604,174	11.8%
Греция	356,796	2.6%
Ирландия	281,776	2.1%
Португалия	242,689	1.8%

смотреть, как Греция объявляет дефолт. Другие проблемные страны, которых объединяет аббревиатура PIIGS, не имеют таких проблем. Так, Италия с долгом, превышающим 100% от ВВП, имеет сейчас 10-ти летние облигации, торгуемые с доходностью 4.07% годовых, что можно сравнить с наименее рискованными немецкими 3.14%. Аналогичные испанские облигации торгуются под 4.13%, что хуже чем у Дании и Франции (по 3.5%). Греческий облигации с погашением через 10 лет торгуются сейчас с доходностью 6.75% (см. справа). Тем не менее, если в ходе минувшего кризиса спасали целые банки, чтобы сохранить стабильность финансовой системы, то ничего не мешает помочь Греции.

Но фондовые рынки живут своей жизнью. Многие участники, наученные опытом прошлого кризиса более охотно выставляют «защитные стоплоссы», реализация которых может вызывать большие провалы. К примеру, широко известный черный понедельник 19 октября 1987 года в США, когда Доу упал на 20% за день был вызван подобными стоплоссами. Тогда была широко распространена стратегия «портфельного страхования» (торговля, которая технически эмулирует «дельту» опциона пут). Эта математическая стратегия продвигалась профессорами Лилландом и Рубинштайном, но на самом деле, она предписывала просто продавать, когда рынок падает. Так и случилось, что в ходе биржевого краха 87 года была заметная часть участников, которые просто механически продавали, потому что им рекомендовала



GG8 8 07/19/10 G-1 Daily 3/5/09 to 2/8/10 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P. 09-Feb-2010 10:33:04

компьютерная программа. Конечно, сказались и другие факторы, в частности, человеческая психология, «я продаю потому, что все продают».

Провал последних дней вполне может не иметь никакой рациональной основы (как и многие другие движения рынка). Наибольшее падение вчера показал «Сбербанк», что мы связываем с большим количеством спекулятивных игроков в этой бумаге. Но также вчера заметно упал «Газпром», который не настолько «модный», но также ликвидная бумага. Акции второго эшелона в меньшей степени реагируют на колебания ликвидных акций, что в некоторой степени подтверждает спекулятивную природу падения.

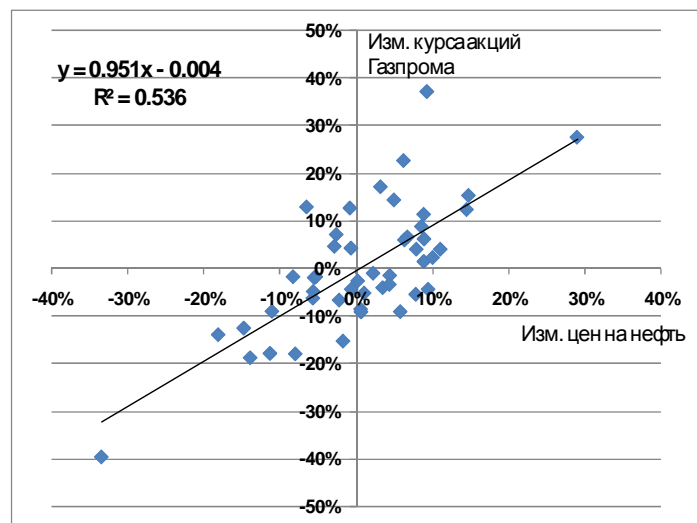
Конечно, спекулянты способны вызывать очень сильные движения и уводить рынки от того, что можно было бы называть «рациональной ценой». Поэтому-то инвестиции в акции считаются рискованными.

Вкратце:

- Вчера Центробанк опубликовал размеры интервенций в январе. Оказывается, ЦБ продолжал удерживать рубль от укрепления и приобрел \$2.24 млрд. долларов за этот месяц. Очень возможно, что покупки Центробанка помогли курсу рубля к доллару подняться выше отметки в 30 руб./доллар, напомним, что первые числа января открывались курсом около 29.3



- «Ведомости» сегодня пишут, что в середине 2009 года «Газпром» посчитал зависимость собственной капитализации от цен на нефть. По подсчетам монополии получилось, что каждые \$5 прироста цен на Brent прибавляют \$0,75 к цене акций «Газпрома». Таким образом, для того, чтобы капитализация концерна достигла \$1 трлн. нужно ждать роста цен на нефть до \$300 за баррель. Мы не согласны с этими расчетами, так как они сделаны некорректно. В любом учебнике эконометрики написано, что для построения подобных зависимостей нужно использовать стационарные данные (например, изменение цен на нефть и котировок акций). Если же подойти к вопросу поиска зависимости стоимости акций «Газпрома» и ценами на нефть методологически правильно, то получается, что только 53% движений котировок объясняется ценами на нефть. Остальное – это другие факторы и случайные движения.



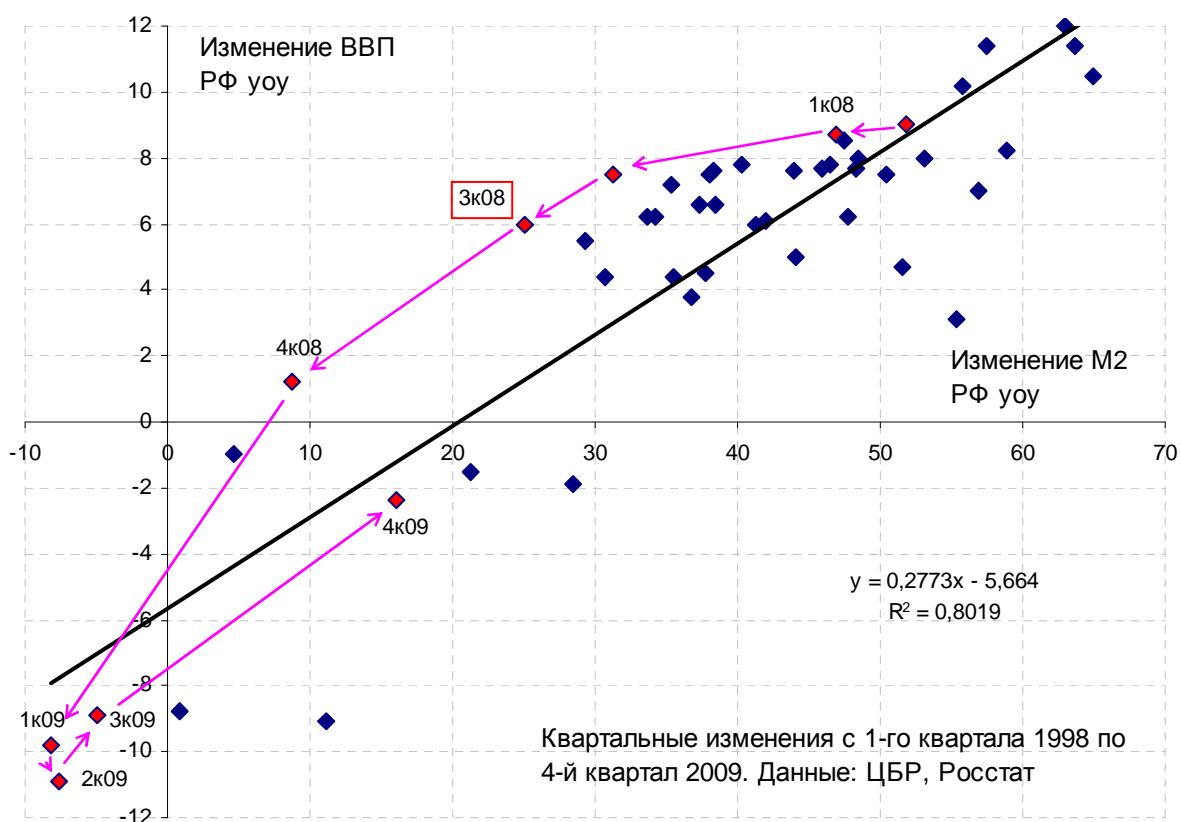
- «Роснефть» за 2009 год на 2,5% увеличила доказанные запасы углеводородов по классификации PRMS – до 22,86 млрд. барр. нефтяного эквивалента. Запасы нефти выросли на 2,1% до 18,06 млрд. барр., газа — на 4% до 816 млрд. куб. м. Обеспеченности запасами нефти составляет 23 года. По размерам запасов «Роснефть» является крупнейшей компанией в мире.
- «Распадская» повысила внутренние цены на коксующийся уголь на 22% до \$110 за тонну, что оказалось на 8% ниже ожиданий.
- Реальный эффективный курс рубля к корзине валют государств – основных торговых партнеров в январе вырос на 2,5% по отношению к декабрю. К доллару российский рубль в реальном выражении вырос на 1,8%, к евро – на 3,8%.
- По данным ФТС сальдо торгового баланса России в 2009 году сократилось на 33% до \$134,3 млрд. Экспорт упал на 35,5% - до \$301,6 млрд. Импорт составил 167,4 млрд., что на 37,3% ниже, чем годом ранее.
- «Связьинвест» сообщил, что в рамках реорганизации холдинга акции МРК и «Ростелекома» будут отдельно оцениваться для целей выкупа у акционеров, проголосовавших против, и для расчета коэффициентов обмена акций.

При этом не исключается, что оценка для выкупа будет ниже, чем для конвертации. Таким образом, чтобы не потерять стоимости, миноритариям придется голосовать за объединение МРК к «Ростелекому».

Местное:

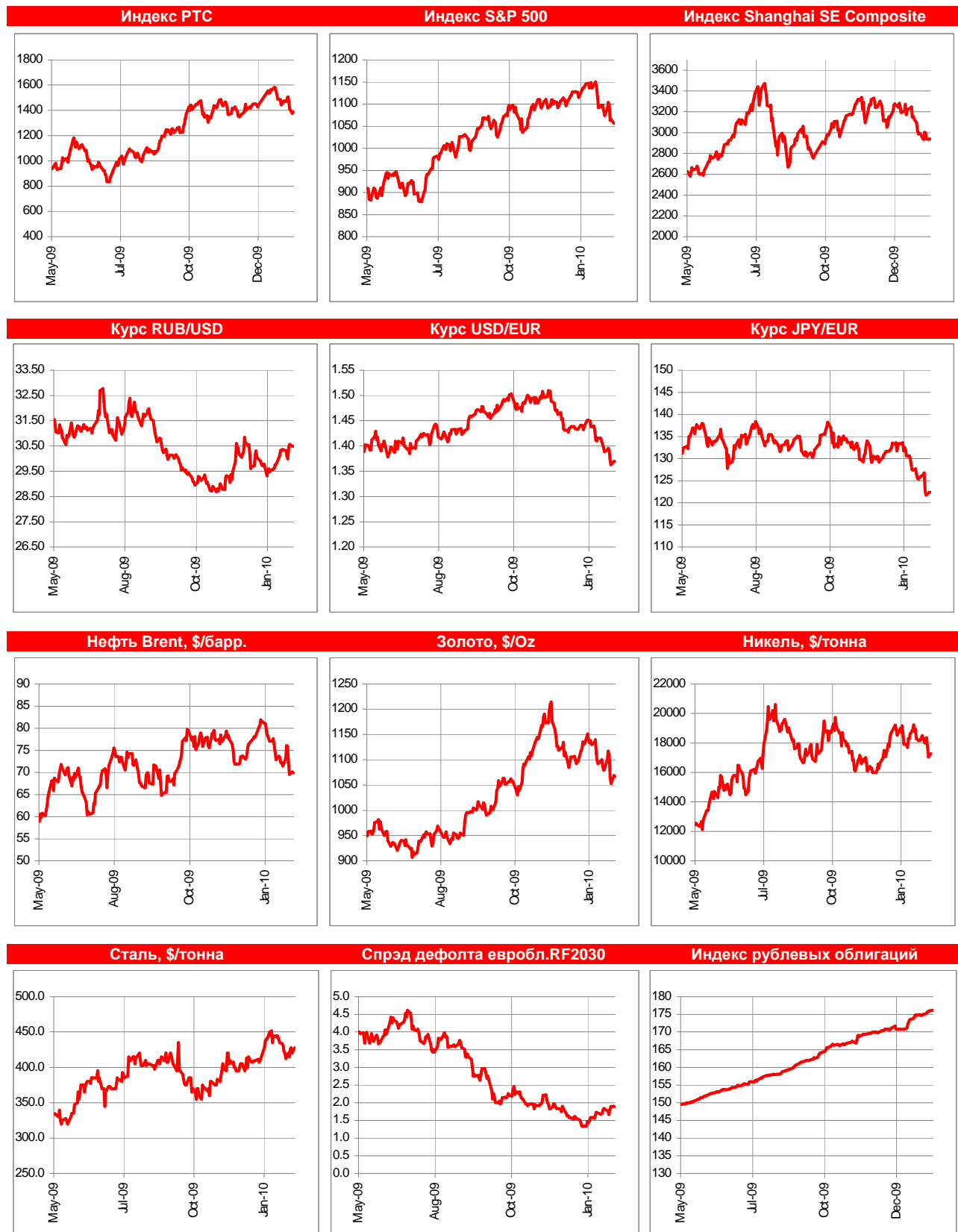
- «ВСМПО-Ависма» начинает сотрудничество с Китаем в проектах по выпуску пассажирских самолетов. По оценкам компании, потребность китайской авиации в титане составляет 1,5 тыс. тонн (около 7% от выпуска «Ависмы»).
- Business-class пишет, что пермские банки начали передавать на взыскание задолженности по кредитам коллекторским агентствам. По мнению представителей коллекторов, банки просто перестали самостоятельно справляться с заемщиками. Как пишет издание, коллекторам передаются не только ипотечные кредиты полностью, но и та их часть, которая осталась непогашенной после реализации заложенной недвижимости. Отмечается также и то, что ухудшилось качество и сумма долгов, передаваемых коллекторам.
- «Юго-Камский машзавод» вошел в процедуру банкротства. Общая задолженность предприятия превышает 500 млн. рублей, а сам завод не работает больше года.

Напоследок:



Мы подготовили график, диаграмму рассеяния, показывающую связь денежного предложения (темпы изменения агрегата M2 в формате «к аналогичному периоду прошлого года», уоу), а также квартальные темпы роста ВВП (также в формате уоу). Мы уже приводили этот график ранее, но на этот раз добавили оценочные данные по ВВП 4-го квартала. Диаграмма с нашей точки зрения наглядно показывает, что периоды падения ВВП ассоциируются с низкими темпами роста предложения денег и наоборот. Это неудивительно, согласно стандартных моделей с негибкими ценами и зарплатами (и не полностью рациональными ожиданиями), экономика должна реагировать на колебания монетарных агрегатов. График с нашей точки зрения показывает, что большой спад ВВП – вина выбранной валютно-денежной политики. Но точно также этот график предсказывает хороший рост ВВП страны в нынешнем году, по нашим оценкам темпы роста денежных агрегатов должны превысить 30% (а, возможно, и 50%).

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.