

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 13 октября 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ОГК-5 ао	2.48	29.6%
ОГК-3 ао	1.673	15.5%
Трансф ап	27761	7.3%
ГАЗПРОМ ао	192.9	6.2%
Сбербанк-п	43.67	6.0%
Сургнфгз-п	13.34	5.7%
Татнфт Зап	53.7	5.3%
ГМКНорНик	4097	5.1%
ВТБ ао	0.072	4.8%
Сургнфгз	28.5	4.5%
ФСК ЕЭС ао	0.365	4.3%
Татнфт Зао	141.2	4.0%
РБК ИС-ао	47.38	3.9%
Сбербанк	70.91	3.8%
Газпрнефть	163.6	3.7%
Новатэк ао	144.6	3.5%
ПолусЗолот	1500	3.0%
ЛУКОЙЛ	1956	3.0%
Роснефть	254.9	2.7%
Система ао	17.8	2.4%
СевСт-ао	237.4	2.2%
МТС-ао	212.1	1.6%
РусГидро	1.129	1.5%
Ростел -ао	145.5	1.3%
Уркалий-ао	124.3	1.2%
ММК	23.2	0.9%
УралСви-ао	0.696	0.7%
Ростел -ап	53.26	-0.3%
Аэрофлот	43.15	-0.3%
Магнит ао	1772	-0.5%

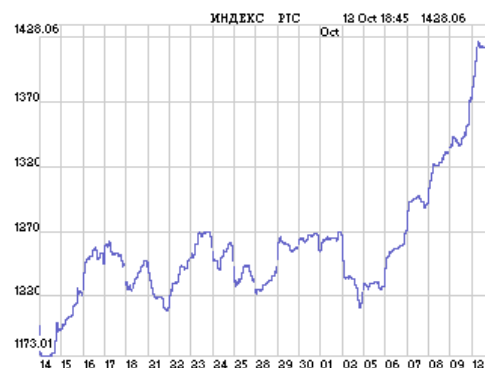
Рост акций в России вчера ускорился, индекс ММВБ вырос на 3.8%, что составляет прирост на 121% с начала года. Долларовый индекс РТС вчера вырос на 4.1%, и за вчерашний день это третий результат в мире после Кипра и Украины. По темпам прироста с начала года 2009 индекс РТС делит второе место с Бразилией +126% (все в долларовом выражении), первое место – Перу +142%.

На рынке полно рассуждений, что рост объясняется долларовой ликвидностью, что деньги идут из США на другие рынки.

Возможно, это имеет некоторое влияние, но мы считаем, что рост в целом является ожидаемым. Другое дело, что ускорение, которое наблюдается на рынке продиктовано спекулятивной активностью. По ощущениям трейдеров, сообщениям некоторых брокеров, российские частные спекулянты до сих пор имеют большую долю свободных, не инвестированных денег, а также заметная доля коротких продаж. «Запрыгивание на уходящий поезд», принудительное закрытие коротких позиций, скорее всего, является причиной наблюдаемого сейчас ускорения. Таким образом, быстрое движение, скорее всего скоро выдохнется после того как обманувшиеся трейдеры перестанут перетряхивать свои портфели.

Это не означает, что фондовый рынок России после этого пойдет вниз. Скорее, наоборот, мы до сих пор считаем российские акции дешевыми (см. раздел «напоследок» с обоснованием). Россия все 2000-е годы ведет себя слишком экстремально – российские акции имеют очень высокую волатильность, регулярно оказываясь то в лидерах роста, то

Рынки накануне:



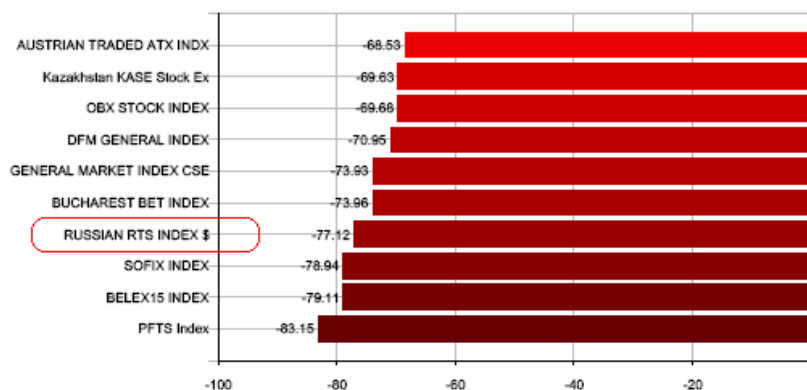
в лидерах падения. В ходе кризиса 2008 года российские акции показали одну из худших динамик в мире.

Справа мы приводим график для изменения 10-ти худших индексов в мире с 19 мая 2008 года (тогда большинство развивающихся рынков показали исторический максимум) по 15 января 2009 года – время условного минимума. Ренкинг изменений посчитан Bloomberg, все индексы переведены в доллары. Россия уступает только Украине (худший рынок акций за этот период, но и падение ВВП Украины наихудшее за этот период – 2-й квартал -17.8%). Худшую динамику показали славянские государства – Сербия и Болгария. Если индекс РТС был наихудшим в мире, то почему бы ему не быть наилучшим в последующем росте? Насколько оправданным был подобный обвал? Мы считаем, что российские акции испытали то, что называется «черной дырой ликвидности» (liquidity black hole) – это специальный термин и математическая модель, используемая экономистами для объяснения, почему рынок акций может обваливаться относительно своих «справедливых уровней».

Наличие большого пласта спекулянтов в обычных условиях мало влияет на курсообразование. Спекулянты торгуют против друг друга, обороты могут быть слишком большими, а их влияние на рынок не слишком велико, они уравнивают друг друга. Другая часть рыночных игроков, которая ориентируется на стоимость, может двигать рынок, поскольку они торгуют направленно, в одну сторону под влиянием информации (прибыли, цены на нефть,

Low Performers

Period: Mon May 19 2008 - Thu Jan 15 2009



Наличие большого пласта спекулянтов в обычных условиях мало влияет на курсообразование. Спекулянты торгуют против друг друга, обороты могут быть слишком большими, а их влияние на рынок не слишком велико, они уравнивают друг друга. Другая часть рыночных игроков, которая ориентируется на стоимость, может двигать рынок, поскольку они торгуют направленно, в одну сторону под влиянием информации (прибыли, цены на нефть,

т.д.). Эта другая часть может ориентироваться на фундаментальные показатели и распознавать дорогие акции и дешевые акции. «Фундаментальных трейдеров» может быть даже меньшинство, но именно они двигают рынок. Когда происходит кризис, спекулянты могут начать играть в одну сторону, так, что «фундаментальные трейдеры» оказываются неспособными им противостоять. Поскольку спекулянты используют плечи, маржинальную торговлю и в большей степени торгуют по тренду, их влияние становится преобладающим и происходит самоподдерживающийся обвал. Подобная лавина и поглотила российский рынок. Сейчас, когда происходит возврат к нормальному функционированию рынка, и «фундаментальные игроки» по-прежнему покупают дешевые акции, спекулятивный капитал способен вызывать ускорения вверх, подобные вчерашнему. У нас нет сомнений, что рынок акций продолжит расти. И даже, несмотря на то, что Россия превысила отметку после краха Lehman, до 2500 п. еще далеко. Мы остаемся крайне большими оптимистами и в отношении акций и в отношении рубля.

Рост акций и рубля некоторые наблюдатели пытаются связывать также с ценами на нефть. Ближайшие фьючерсы на WTI в США достигли \$73.3, а фьючерсы на Brent торгуются на \$71.1/баррель. Но на самом деле, нефть находится на отметках в \$70 с конца апреля (хотя и были временные отклонения). Нефть, по нашему мнению не является важным фактором.

Курс рубля в настоящее время продолжает обновлять пост-девальвационные максимумы, сейчас он торгуется на 29.5 руб./доллар. Это движение не следует связывать с движением доллара, свои пост-девальвационные максимумы обновляет и бивалютная корзина (на которую, по нашему мнению, уже не следует ориентироваться, она или исчезла или скоро исчезнет из списка операционных целей ЦБ РФ).

Ожидания девальвации у некоторых наблюдателей остаются, но мы откровенно не понимаем, на чем они основаны. Даже уважаемые издания, типа «Коммерсанта» перепечатывают слова аналитиков, в которых предсказывается снижение курса рубля под конец года или в следующем году. Как-то непостижимым образом, они связывают дефицит бюджета с новой волной обвала рубля. С нашей точки зрения это не связано между собой. Точнее так, связано, как и все связано в экономике, но очень неоднозначно.

Например, можно напечатать деньги, чтобы закрыть дефицит. Далее будет инфляция - новое бегство из рубля и т.д., то, что мы проходили в 90-е годы и в 1999-м. Но мы знаем, что правительство сейчас придерживается более консервативной монетарной политики и имеет другие механизмы финансирования бюджета – а именно займы. Поэтому предложим другой вариант: правительство в следующем году занимает недостающие ему 2 трлн. трат на следующий год за границей, выпустив облигации (на самом деле, планируется занять меньше, но это не принципиально). По курсу 30 это порядка \$70 млрд. Потом правительство начинает менять доллары на рубли, поскольку ему доллары в стране не потратить. И если ЦБ РФ не будет покупать эти доллары за счет инфляционных интервенций, их будет вынужден покупать частный сектор. А это вызывает давление на рубль, он будет укрепляться, вместо того чтобы падать. Нам представляется, что в нынешних условиях этот сценарий гораздо реалистичнее.

Вкратце:

- Чистый убыток «АвтоВАЗа» по итогам первого полугодия составил более \$600 млн. При этом убыточным оказались все направления деятельности компании: производство, продажа автомобилей и финансовый блок. Компания заявила, что не сможет справиться с долговой нагрузкой без помощи властей. В частности, автопроизводитель предлагает компенсировать убытки от простоев производства, передать муниципалитету непрофильные активы, предоставить льготы по налогам и госгарантии по кредитам. Сейчас правительство рассматривает различные варианты помощи предприятию и уже предложили конвертировать долги «АвтоВАЗа» перед госбанками в акции.
- «Соллерс» намерен начать сборку внедорожников марки Jeep в России. Партнером в этом проекте выступит Fiat, который летом этого года купил 20% акций Chrysler (владеет маркой Jeep). Объемы производства, модельный ряд и площадка пока не определены. По мнению участников рынка, объем выпуска является небольшим и может составить несколько сотен машин в год.
- Зампред правления «Газпрома» А. Ананенков заявил, что в 2009 году добыча концерна может составить 450-490 млрд. куб. м. газа, в 2010 году – 520 млрд.
- «ВЭБ» с начала года заработал для «молчунов» доходность в 3,14% годовых за первые девять месяцев. Для сравнения, инфляция с начала года составила 8,1%. Таким образом, доходность «ВЭБа» даже не обогнала инфляцию. Частные управляющие компаний только начинают публиковать свои результаты управления, однако уже сейчас понятно, что их доходность будет исчисляться десятками процентов годовых. Мы считаем, что из-за существующих ограничений по инвестированию средств «молчунов» в средне- и долгосрочной перспективе частные управляющие компании будут обгонять по своей доходности «ВЭБ».

Местное:

- Минприроды сообщил, что «Уралкалий» может ввести в эксплуатацию 50-60% запасов, не разрабатываемых из-за аварии на руднике. Остальные запасы потеряны. По словам представителя Ростехнадзора, разработка части затопленных запасов возможна из соседних рудников. Заметим, что в условиях, когда мировые производители калийных удобрений испытывают недозагрузку мощностей, проблема запасов неактуальна.
- «Сильвинит» за первые 9 месяцев 2009 года сократил выпуск удобрений на 45% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Добыча составила 2,376 млн. тонн калия. По итогам 2009 года компания планирует произвести 3,5 млн. тонн, однако мы ожидаем, что реальная добыча будет ниже прогнозов.
- Арбитражный суд Пермского края признал незаконным строительство торгового павильона по Маршала Рыбалко, 109в. Теперь этот торговый центр должен быть снесен. Заметим, что аналогичное решение было принято по ТЦ, расположенному по адресу Революции, 5а. Сейчас в городе самовольной застройкой признано 11 объектов, из которых два снесены.
- Правительство РФ повысила базовые ставки по транспортному налогу. При этом регионы смогут увеличивать или уменьшать базовые ставки не более чем в пять раз. Пермский край решил воспользоваться этим правом и пересматривает ставки в сторону повышения. Ниже представлены ставки по транспортному налогу:

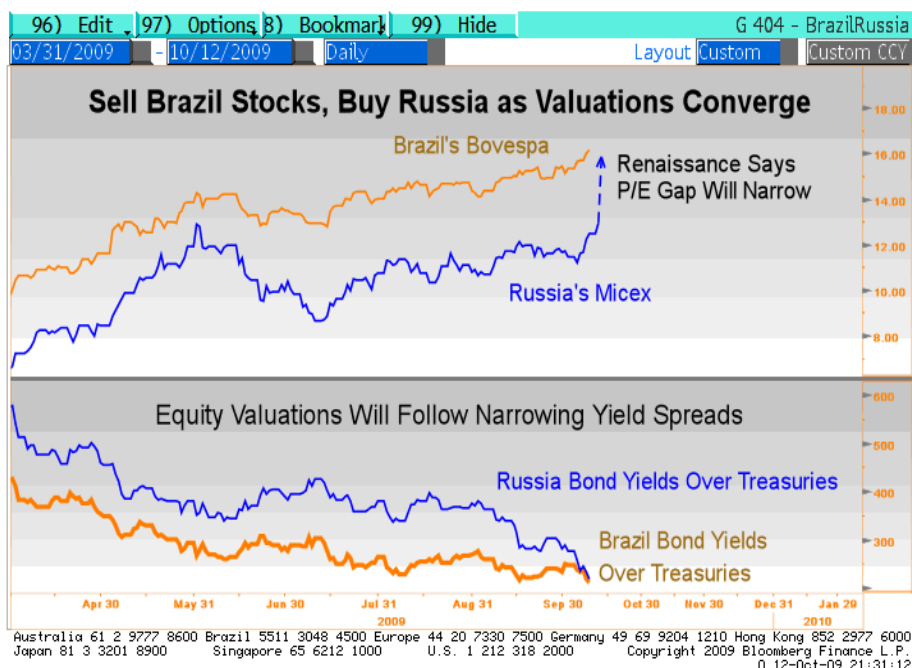
Базовая ставка	Действующая	с 2010	
до 100 л.с.	5 руб.	17 руб.	25
от 100 до 150	7 руб.	19 руб.	35
от 150 до 200	10 руб.	37 руб.	50
от 200 до 250	15 руб.	37 руб.	75
свыше 250	30 руб.	37 руб.	150

В наибольшей степени повышение налога ощутят на себе владельцы автомобилей с мощностью двигателя более 250 л.с. Скажем, Lexus RX350 с мощностью 277 л.с. будет иметь налог около 40 тыс. рублей.

- «Перспектива» намерена ходатайствовать о продлении процедуры наблюдения в отношении компании. По словам В. Онянова, у них есть план оздоровления компании, который будет представлен суду. Также было заявлено, что за все время процедуры наблюдения компания не продала ни одного крупного актива и пока не собирается этого делать.
- Внеочередное собрание акционеров «Нитвы» прекратило полномочия прежнего совета директоров и избрало новый. Большинство мест получили представители «Мечела». Напомним, что «Мечел» изъявил готовность взять предприятие в управление и работать по давальческой схеме.

Напоследок:

Bloomberg публикует «график дня» на котором сравнивает Бразилию с Россией. Мы вчера уже приводили график движения акций Бразилии, которая не сильно России с точки зрения «диверсифицированности экономики». Очень велика разница в р/е бразильских и российских акций. Средняя бумага Бразилии торгуется с р/е=16, российские акции заметно дешевле. Если взять ожидаемый р/е, то в России он ближе к 7. Если смотреть на спреды дефолта национальных облигаций, которые характеризуют риск инвестиций в страну, то риск сопоставим. Все это позволяет предполагать, что Россия продолжит догонять в росте Бразилию, как и другие развивающиеся страны.



Напоследок-2:

Политика ЦБ РФ поменялась, сопротивляться росту и падению рубля он уже не будет. Многие наблюдатели продолжают ждать ослабления рубля, но есть другая крайность - возможность резкого укрепления. И теоретически, нам ничто не мешает вновь приблизиться к отметке в 23 рубля за доллар в ближайшие годы.

Платежный баланс (BOP) страны имеет следующую формулу:

Balance of payments=Current Account + Financial Account= Δ Reserves

Можно определить счет капитала (КА) как две составляющие – движение капитала, вызываемое частным сектором, а также движение капитала, вызываемое центральным банком страны.

Т.е. $KA = (Financial\ Account - \Delta\ Reserves)$,

где Δ Reserves – изменения международных резервов центробанка. Тогда можно будет записать так:

$BOP = Current\ Account + KA = 0$

Таким образом:

$Current\ Account = (-KA)$

А изменения в счете капитала означают, что мы наращиваем или уменьшаем размер чистых иностранных активов.

$Current\ Account = Change\ in\ net\ foreign\ assets$

Вот в чем проблема: российский счет текущих операций практически всегда был положительным (кроме одного квартала в 1998 году). А это означает, что у нас всегда был отрицательный счет капитала. В 90-е он вызывался частными потоками, когда приватизаторы компаний и денежных потоков выводили деньги за рубеж, не желая оставлять их в России. После дефолта 1998 года Россия гасила свои новые и старые долги бывшего СССР, которые доходили до \$190 млрд. В 2000-е при Путине поток частного капитала развернулся обратно, но отрицательный счет капитала вызывался по линии Центробанка, накопившего огромные резервы в размере докризисных \$600 млрд. В нынешний кризис во второй половине 2008 года Россия вновь испытала отток частного капитала, примерно в размере сделанных ЦБ РФ интервенций на \$200+ млрд. Капитал встал в спекулятивную позицию против рубля, когда бизнес и население поняло, что можно заработать на девальвации.

Ситуация конечно, немного сложнее, поскольку частный сектор сам накопил частный внешний долг (до \$500 млрд.), к тому же население владеет большим количеством наличных долларов и евро (примерно \$50 млрд.). Но общая идея остается следующей: Россия хронически имеет $CA > 0$ и $KA < 0$. Насколько устойчива эта ситуация?

Россия имеет положительную чистую инвестиционную позицию в размере около \$250 млрд. на начало 2009, владея иностранными активами на \$1 трлн., а иностранцы владеют требованиями к стране на \$750 млрд. Правильно ли предполагать, что КА России всегда будет отрицательным, так, что положительная чистая инвестиционная будет наращиваться и дальше? Полагаем, что нет.

Отвлечемся ненадолго от движения капитала и представим, что его нет, т.е. $KA = 0$. Тогда счет текущих операций должен быть сбалансирован, т.е.

$CA = (Export - Import) + NIRA = 0$

где $NIRA$ – net income received from abroad – это платежи за капитал (проценты и дивиденды) плюс односторонняя передача капитала (иностранная безвозмездная помощь, подарок). Поскольку размер $NIRA$ обычно не очень большой по сравнению с другими составляющими в счете текущих операций, предположим, что он должен быть равным нулю. Пусть $NIRA = 0$. Тогда мы приходим к тому, что экспорт должен сбалансироваться импортом.

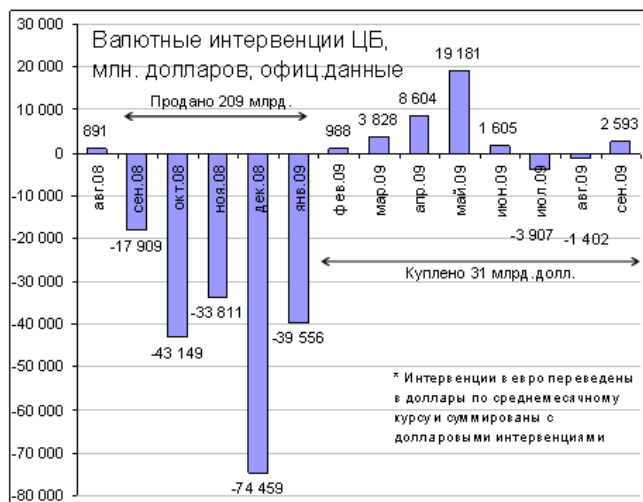
$Export = Import$

В России мы имеем ситуацию, когда $Export > Import$, и это обусловлено тем, что сначала мы отдавали долги, а потом стали нетто-кредитором. Но как долго Россия может продолжать наращивать величину зарубежных активов, чтобы наш экспорт продолжал превышать импорт. Если Россия, вдруг, перестанет наращивать зарубежные активы, или поток иностранного капитала в Россию превысит отток из нее, тогда мы должны получить

$Import > Export$

Насколько вероятно, чтобы Россия начала больше импортировать, чем экспортировать? Такую ситуацию нельзя исключать в долгосрочной перспективе. Но для этого рубль должен очень сильно укрепиться, так чтобы россияне все больше и больше могли позволить себе иностранное потребление.

Российский Центробанк в последнее время меняет свою политику. Где-то с 2011 года обещается таргетирование инфляции, а оно требует отказа от валютных интервенций. Размеры валютных интервенций уже стали небольшими, адаптивными к движениям рынка. До



кризиса в стране валютная политика соответствовала понятию "peg", сейчас - "dirty float". Центробанк обещает свободное плавание рубля с 2012 года, а пока уменьшает степень влияния на валютные торги.

С сентября по январь 2008 года ЦБ РФ продал около \$209 млрд., с февраля по сентябрь обратно откупил \$31 млрд. Разница, составляющая \$178 млрд. – это капитал, который потенциально готов вернуться в Россию. Вынужденная отдача кредитов Западу отечественными банками и компаниями может прекратиться и даже развернуться обратно. По мере восстановления экономики нетто-приток капитала в Россию может даже возобновиться.

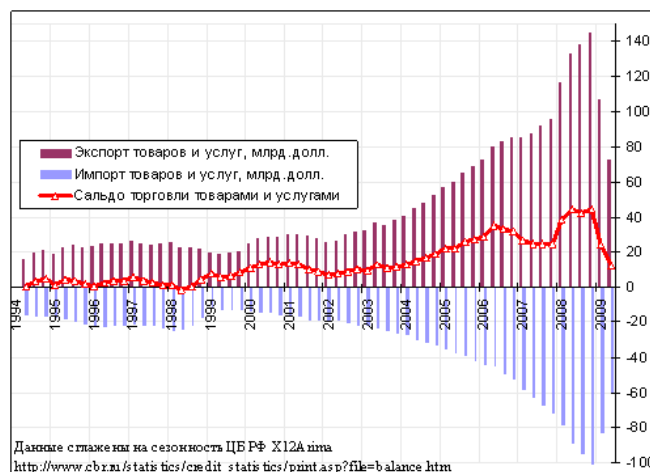
Потенциал укрепления рубля может распознать спекулятивный капитал, включая carry-tardes. Ставки в России высоки, благодаря жесткой денежной политике, ставки на Западе близки к нулю. Если ожидания укрепления станут более массовыми, мы можем увидеть приток аналогичный тому, что был в 2007-2008.

Если счет движения частного капитала станет положительным, а Центральный банк РФ не создаст контр-отток по линии резервов, то мы не сможем иметь $CA > 0$. А это означает очень сильное укрепление рубля, так, что экспорт станет меньше импорта. Представьте себе, где бы мог быть курс рубля в первой половине 2008 года, если бы ЦБ РФ не сдерживал укрепление рубля? Мы бы увидели тогда не 23 рубля за доллар, а, возможно, 15-17.

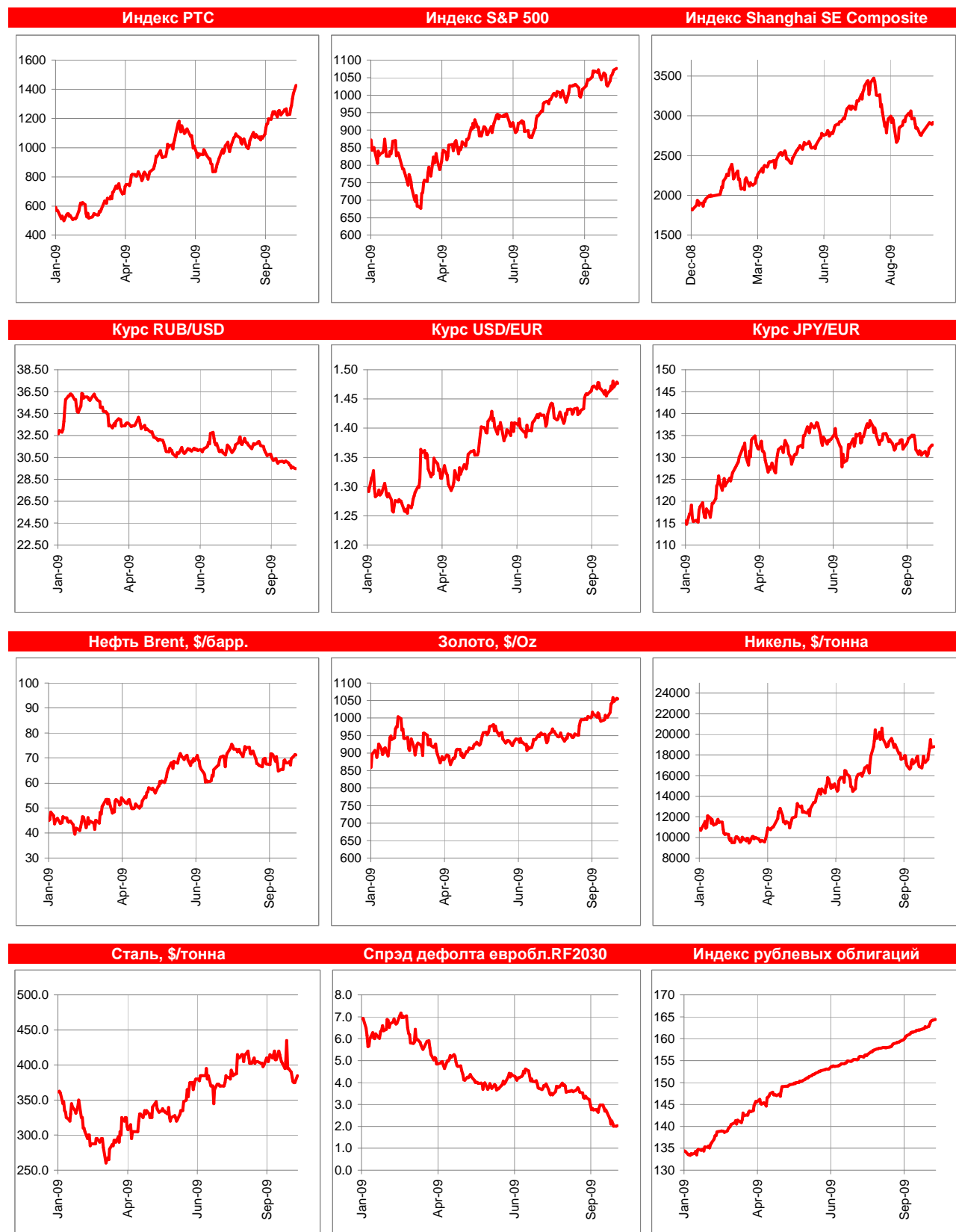
И даже если отток капитала из страны ослабнет и всего лишь приблизится к нулевому значению, тогда в отсутствие интервенций ЦБ РФ следует ожидать наращивания импорта к значению близкому к величине экспорта. Все это означает укрепление рубля с его текущих значений, чтобы платежный баланс сходился, а россияне могли себе позволить больше импортных товаров.

Так, что возможность достижения 23 руб. за доллар в ближайшие 2-3 года нельзя исключать, это не так и невероятно. Особенно, если усилятся спекуляции на идее «рубль – сильная валюта» на фоне того, что убежавшие из страны осенью прошлого года \$200 млрд. теоретически готовы вернуться в рублевую зону. Многое продолжает зависеть от ЦБ РФ, который может в какой-то момент вновь вернуться к идее валютной стабильности и слабости рубля, забросив идею «таргетирования инфляции».

Не будем делать точные прогнозы, но вероятность увидеть 23 рубля за доллар через пару лет достаточно высока. Это конечно, экстремальный прогноз и не обязательно он будет достигнут. Но, во всяком случае, мы полагаем, что тренд на укрепление устойчив и отметкой в 30 рублей за доллар мы далеко не ограничимся.



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.