

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 29 июля 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Магнит ао	1250	2.5%
Ростел -ап	40.9	2.4%
Газпрнефть	107	2.2%
Татнфт Зап	39.6	-1.0%
РусГидро	1.089	-1.5%
ОГК-3 ао	1.501	-1.5%
Татнфт Зао	115.2	-1.6%
Сургнфгз	23.32	-1.8%
Ростел -ао	156	-2.4%
Роснефть	182	-2.4%
Сургнфгз-п	9.498	-2.6%
СевСт-ао	185	-2.8%
ГМКНорник	3035	-3.0%
Аэрофлот	31.51	-3.1%
ЛУКОЙЛ	1488	-3.2%
Система ао	13.17	-3.4%
Новатэк ао	118.2	-3.4%
МТС-ао	175.7	-3.5%
Сбербанк	40.46	-3.7%
ВТБ ао	0.037	-3.9%
УралСви-ао	0.452	-4.0%
ПолюсЗолот	1140	-5.0%
Уркалий-ао	107.8	-5.0%
РБК ИС-ао	31.2	-5.1%
ГАЗПРОМ ао	154.4	-5.1%
Транснф ап	15050	-5.4%
Сбербанк-п	25.39	-5.7%
ОГК-5 ао	1.27	-5.9%
ФСК ЕЭС ао	0.223	-6.3%
ММК	17.3	-8.4%

Индекс ММВБ вчера упал на 3.3%, РТС на 3.4%. Открытие торгов было плюсовым, но целый день продолжались монотонные продажи, без особых попыток корректировки. Общее мнение состоит в том, что рынок акций за последние две недели слишком быстро и слишком резко вырос (РТС с минимума 13 до максимума 27 июля показал +27%). В ходе роста скопились прибыльные позиции, которые можно фиксировать... обычная логика.

В добавление к этому можно сослаться на нефть, которая поднялась до \$70/баррель и вряд ли имеет шансы для дальнейшего роста. Вчера же на ICE (Intercontinental Exchange), в Лондоне ближайшие фьючерсы на Brent упали ниже этой круглой отметки, возможно, став формальным поводом. В мире ощущался общий кризисный набор движений. Доллар к евро перестал снижаться, йена к выросла к доллару, большинство фондовых индексов понизилось.

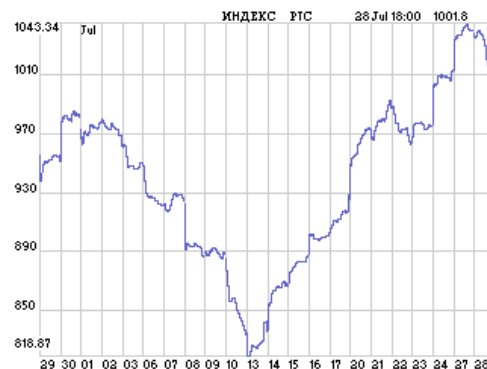
Индекс РТС с -3.45% абсолютный лидер однодневного снижения за минувшие сутки по данным Bloomberg (включающим 89 национальных индексов). Экстремизм движений много лет является характерной чертой российских акций. Возможно, это так потому, что среди инвесторов в российские акции слишком много спекулянтов, думающих о краткосрочных прибылях и слишком мало инвесторов, которые хотят сберечь надолго. Но избыточная волатильность подразумевает возможность движения в разные стороны, индекс РТС способен точно также расти быстрее всех. Волатильность это синоним

непредсказуемости, и попытка обуздать безумные «русские горки» обречена на периодические ошибки, которые могут быть большими. Рынок может резко вырасти, когда у вас нет акций или может резко упасть, когда расчет был на рост. Но может быть и наоборот, и волатильность подстегивает новые спекуляции, усиливая безумные «русские горки».

Формально вчера были неплохие «фундаментальные» новости. В частности на рынке США отмечается нечто вроде стабилизации рынка жилья. Мы недавно приводили долгосрочный график стоимости недвижимости, показывавший, что падение должно было прекратиться к концу этого года или в начале следующего (логика была в том, что индекс дойдет до своего исторического среднего, т.е. пузырь полностью сдуется). Вышедшие вчера данные показывают, что недвижимость уже перестала падать, напротив, S&P/Case-Shiller Composite-20 в мае показал прирост на +0.5%, впервые с 2006 года. Одномесячные данные являются зашумленными, и пока трудно утверждать окончательно, что падение прекратилось. Но есть все признаки «дна». Это означает, что проблемы ипотечного рынка перестанут нарастать. У держателей закладных будет меньше стимулов объявлять дефолт, продажи домов (в том числе изъятых по залогу) будут проходить по лучшим ценам, баланс покупателей и продавцов на рынке восстановится. Это означает, что строительная отрасль США (составлявшая ~6% от ВВП до кризиса) может восстановить выпуск новых домов.

Сегодня «Ведомости» повторяют новость прошлой недели, что ВВП РФ в июне вырос на 0.1% по сравнению с маем, по сообщению Минэкономразвития (МЭР). Экономисты МЭР, конечно, не Росстат, есть большие трудности с подсчетом месячного ВВП, корректировки его на сезонность и календарный фактор. Но данные МЭР подтверждают широко распространенные ожидания, что к лету экономика РФ покажет дно. Кризис заканчивается.

Рынки накануне:



Вкратце:

- Г. Греф вчера заявил, что цены на жилье достигли дна и сейчас самое время покупать недвижимость. По его словам, цена продажи приблизилась к себестоимости, объем инвестиций в начатое строительство упал в 5 раз, что может вызывать дефицит жилья и последующий рост цен. Однако сами застройщики не разделяют оптимизм Г. Грефа и полагают, что потенциал падения цен еще сохраняется, так как снижается платежеспособный спрос. Кроме того ни что не мешает строителями продавать жилье в убыток. На наш взгляд, на рынке недвижимости надулся пузырь, который сейчас сдувается. Мы полагаем, что текущие цены на недвижимость являются справедливыми: они выше себестоимости и позволяют застройщикам получать нормальную отдачу на капитал.
- Газета «Коммерсант» сообщает, что в июне просрочка по валютным ипотечным кредитам возросла на 7%. Напомним, что основная масса валютных кредитов приходится на Москву и Петербург и рост просрочки может быть связан с тем, что последствия кризиса только сейчас отразились на населении этих городов. Как пишет газета, некоторые участники рынка считают, что банки специально активизируют спрос на недвижимость, утверждая, что цены на жилье достигли своего дна, чтобы сгладить ухудшение качества ипотечного портфеля.
- Всемирный банк прогнозирует, что экономический спад в России в ближайшее время закончится, фактически это означает, что экономика страны находится у своего «дна». Однако полностью преодолеть последствия кризиса российская экономика сможет не ранее 2012 года. По словам представителя ВБ, «будущее поворачивается к нам более светлым боком», однако пока «не стоит обольщаться появившимися «ростками» экономического роста».
- Один из держателей облигаций (управляющая компания) «Седьмого континента» не согласился с реструктуризацией и подал иск ритейлеру. Свое решение они объясняют тем, что бумаги приобретались под пенсионные накопления и поэтому обмен старых облигаций на новые невозможен, хотя условия реструктуризации прозрачны и понятны. По новым правилам биржи, если эмитент допустил дефолт по своим облигациям, то все облигационные выпуски автоматически переводятся в листинг «Д», в которые запрещено инвестировать пенсионные деньги. Мы полагаем, что это не первый иск со стороны управляющих компаний.
- Минфин может уже в этом году разместить еврооблигации на \$2-5 млрд. для покрытия дефицита бюджета, который в 2009 году ожидается в 7,5% от ВВП.
- Газета «Ведомости» пишет, что кредиторы UC Rusal готовы пойти на реструктуризацию, однако одним из условия является то, что Rusal должен будет рассмотреть возможность продажи 25% акций «Норникеля, если стоимость этого пакета достигнет \$7,5 млрд. (+60% от текущих котировок). Как сообщает газета, жестких обязательств по продаже нет, компания просто должна будет сделать все возможное, чтобы дорого продать акции. Кроме того, UC Rusal должен сократить размер долга к 2013 году до 9 млрд. (сейчас - \$14 млрд.) и продажа акций «Норникеля» - это один из вариантов достижения этой цели. 25% пакет акций «Норникеля» покупался в стратегических целях, поэтому мы полагаем, что Rusal будет предпринимать все возможные попытки, чтобы сохранить этот пакет.
- Прайм-тасс пишет, что страны ОПЕК изучают возможность нового сокращения квот на очередном заседании в сентябре. Это связано с тем, что картель не исключает обвала мировых цен на нефть из-за продолжающегося в мировой экономике накопления бензина, дизеля и мазута. Заметим, что страны ОПЕК регулярно не соблюдают взятые на себя обязательства по объемы добычи, поэтому снижение квот может и не оказать влияния на котировки нефти.
- Канадская Magna и «Сбербанк» улучшили свое предложение по покупке Opel. Суть улучшений заключается в том, что Magna предлагает сразу выплатить за 55% акций автоконцерна €350 млн. деньгами (в первоначальном варианте, эта сумма ограничивалась €100 млн.). Сейчас конкурентом Magna и «Сбербанка» является бельгийский фонд RNL. Окончательное решение кто станет покупателем Opel может быть принято уже на этой неделе.
- Банк «ВТБ» зарегистрировал проспект допэмиссии акций в количестве 9 трлн. штук. (57,24% от увеличенного уставного капитала). Акции будут размещаться по открытой подписке, цена размещения еще не определена. Самое интересное, что эта цена размещения будет названа после того, как закончится срок действия преимущественного права. Те, кто примет решение воспользоваться преимущественным правом, подадут заявки с указанием количества акций. Если их не устроит цена, то они просто не оплатят эти бумаги. Решение объявить цену размещения после реализации преимущественного права связано с тем, что в этом случае сокращается срок размещения ценных бумаг почти на месяц. Мы полагаем, что основной объем допэмиссии выкупит государство, которое на эти цели зарезервировало 180 млрд. руб.

Местное:

- Для того чтобы активизировать спрос на свою продукцию, «Мотовилихинские заводы» запускает собственную лизинговую программу для покупателей автокранов, экскаваторов-планировщиков и коммунальных машин. Спрос

на спецтехнику резко сократился из-за стагнации на строительном рынке, поэтому мы не ожидаем, что новая лизинговая программа позволит «Мотовилихе» существенно нарастить объем сбыта.

- «Пермавтодор» в судебном порядке требует признать банкротами «Пермскую ДПМК» и АСПК «Уралсибспецстрой». Как поясняют в «Пермавтодоре», общая задолженность этих двух предприятий за выполненные в 2008 году работы составляет 15,2 млн. руб. По словам главы «Пермавтодора», поданные иски – «это нормальная работа с долгами», поскольку договориться с партнерами не удастся.

ВВП, Паритет покупательной способности, данные Всемирного банка

#	Country	GNIPC Atlas method	% os US
1	Liechtenstein	..	#ЗНАЧ!
2	Bermuda	..	#ЗНАЧ!
3	Norway	87 070	183%
4	Luxembourg	84 890	178%
5	Channel Islands	68 640	144%
6	Switzerland	65 330	137%
7	Denmark	59 130	124%
8	Qatar	..	#ЗНАЧ!
9	Sweden	50 940	107%
10	Netherlands	50 150	105%
11	Ireland	49 590	104%
12	San Marino	46 770	98%
13	Finland	48 120	101%
14	United States	47 580	100%
15	Cayman Islands	..	#ЗНАЧ!
16	Isle of Man	43 710	92%
17	Austria	46 260	97%
18	United Kingdom	45 390	95%
19	Belgium	44 330	93%
20	Kuwait	38 420	81%
22	Germany	42 440	89%
23	France	42 250	89%
25	Canada	41 730	88%
27	Australia	40 350	85%
28	Iceland	40 070	84%
30	Japan	38 210	80%

Это продолжение вчерашней записки.

Бо'льшие по населению страны должны иметь большой ВВП, и малые - малый. Таблицы с размерами ВВП ничего не говорят о качестве жизни страны. Поэтому посмотрим на данные номинального подушевого ВВП (GNI per capita со странным методом Atlas, слева).

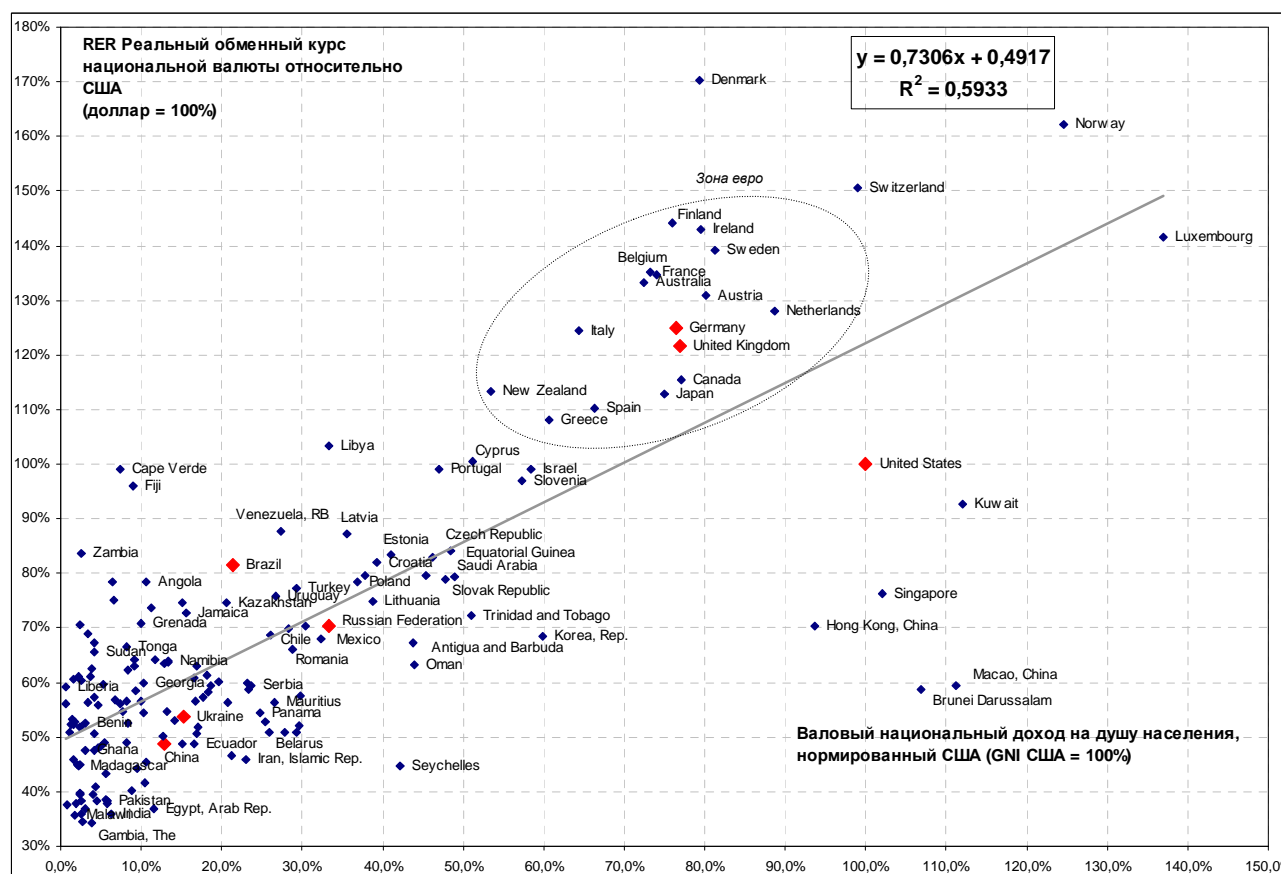
Для некоторых государств ВБ (преимущественно оффшоров) не смог посчитать ВВП точно, данные появятся позже, но их место известно. Лихтенштейн, возможно, производит мало, зато граждане страны получают доходов на капитал, инвестированный в других странах (что важно в подсчете ВВП). Среди крупных стран первое место занимает Норвегия, которая благодаря нефтеэкспорту имеет очень высокий реальный обменный курс своей кроны. Россия находится в этом списке из 210 стран на 75-м месте с ВВП на душу в размере \$9.6 тыс. или 20% от аналогичной цифры США. Но, как мы знаем, расчет по номинальным ценам не совсем справедлив.

С учетом паритета (GNIPC PPP), Россия перемещается на 71 место и имеет подушевой ВВП в размере 33% от США. Иными словами, россиянин в 3

раза беднее американца, если считать в сопоставимых ценах. В таблице показаны первые 30 опубликованных строк, но некоторые цифры до сих пор не посчитаны ВБ, очевидно, из-за проблем с расчетом ППС. Норвегия - богатая страна, но ситуация слегка меняется, если считать ВВП на душу с учетом паритета покупательной способности. В номинальных курсах норвежец был в 1.83 раза богаче американца, в сопоставимых ценах (т.е. по паритету) только в 1.25 раза.

Теперь можно изобразить большую картину мира на графике. По оси абсцисс (ОХ) мы будем откладывать относительное богатство страны (ВВП на душу по ППС), нормированное США. Т.е. США = 100%, Россия = 33%, Норвегия = 125%. По оси ординат (ОУ) отложим реальный обменный курс национальной валюты, также нормированный долларом США. Для этого мы делим ВВП номинальный на ВВП по ППС каждой страны. Доллар автоматически становится равным 100% (потому что ВВП по ППС США в ценах 2008 года США равен самому ВВП). Мы получим картину, как реальный курс страны зависит от богатства ее жителей.

#	Economy	GNIPC PPP 2008	% of US
2	Luxembourg	64 320	137%
4	Norway	58 500	125%
5	Kuwait	52 610	112%
7	Macao, China	52 260	111%
9	Brunei Darussalam	50 200	107%
10	Singapore	47 940	102%
11	United States	46 970	100%
12	Switzerland	46 460	99%
16	Hong Kong, China	43 960	94%
18	Netherlands	41 670	89%
22	Sweden	38 180	81%
23	Austria	37 680	80%
24	Ireland	37 350	80%
25	Denmark	37 280	79%
27	Canada	36 220	77%
28	United Kingdom	36 130	77%
29	Germany	35 940	77%
31	Finland	35 660	76%
32	Japan	35 220	75%
33	Belgium	34 760	74%
34	France	34 400	73%
35	Australia	34 040	72%
37	Spain	31 130	66%
39	Italy	30 250	64%
43	Greece	28 470	61%
44	Korea, Rep.	28 120	60%
45	Israel	27 450	58%
46	Slovenia	26 910	57%
49	Iceland	25 220	54%



Обозначения некоторых стран в левом углу пришлось удалить, чтобы не засорять график. Налицо тренд, чем богаче страна (влияние разницы валют уже учтено, цены ВВП по ППС сопоставимые), тем дороже национальная валюта. На самом деле это называется у экономистов Penn Effect, изначально замеченный на данных университета Пенсильвании (см. в Гугле «Penn World Tables», с историческими данными по многим странам). Есть модели, объясняющие такая зависимость существует, главная из которых называется эффект Баласса-Самуэльсона.

Принцип следующий. Богатство страны - это производительность ее работников (сколько работник производит единиц ВВП). В ходе мировой торговли богатые страны меняют свои товары, произведенные с меньшим количеством труда, на товары бедных, малопроизводительных стран, с большим количеством труда. Богатые страны, благодаря своей производительности, потребляют больше товаров и имеют более высокие зарплаты (выраженные в количестве товаров на единицу зарплаты). Во всех экономиках также есть неторгуемый на международном рынке сектор (учителя, парикмахерская, булочники или цемент). Теория предполагает, что производительность в торгуемом секторе растет быстрее, чем в неторгуемом. Так учитель в Нигерии обучает примерно столько же детей, как и в США в отличие от работника Тойоты по сравнению с работником АвтоВАЗа. Однако конкуренция на рынке труда в стране подразумевает, что зарплаты в торгуемом и неторгуемом секторах будут сближаться. Таким образом, учитель богатой страны будет получать большую зарплату, выраженную в количестве всех товаров, чем учитель бедной страны. В итоге уровень цен в богатой стране будет выше, чем в бедной. Соответственно, реальный валютный курс богатой страны будет выше, чем в бедной, что есть прямой эффект разной производительности в секторах с торгуемыми товарами.

Интересно, что этот же закон может влиять на покупательную способность даже в рамках единой валюты и в пределах одной страны. Уборщик в Москве получает больше уборщика в Перми, если выражать, хоть в рублях, хоть в корзине потребляемых ими товаров. Похоже, что более производительная Москва дает больше торгуемых товаров и услуг на работника, чем другие регионы. И тут следует возразить, и это будет правильно. Кроме фактора производительности могут быть другие, например, региональные и национальные различия в ресурсах (есть нефть - нет нефти, разный климат). На уровне стран действуют торговые барьеры, транспортные издержки, или влияние количества денег на доход («в Москве больше денег»). Эффект Баласса-Самуэльсона, безусловно, не описывает все вариации от приведенного на графике тренда, но модель описывает общую картину. Зависимость реального курса валюты от богатства жителей устойчива во времени. Можно полагать, что если страна станет богаче, то ее реальный курс подорожает.

На валютном рынке реальные курсы устанавливаются не только соотношением товаров, но и потоками капитала частного капитала, правительства или валютным регулированием и интервенциями центробанка, как это происходит в Китае. Тем не менее, приведенный график дает нам некоторое понимание насколько дорога или

дешева некая валюта в абсолютном значении. С помощью тренда (и оговорок, что это только эмпирический закон) мы можем говорить о «справедливом курсе валюты». Если мы учтем ветреный характер капитала, что капитал не может систематически только вытекать, но может и втекать обратно, то товарные потоки оказываются более важными для курсообразования. По крайней мере, долгосрочно.

Итак, мы видим то, что доллар оказывается довольно дешевой валютой по отношению к общей зависимости. Мы видим, что евро (страны обведены обвалом) примерно на 20% дороже, чем доллар. Не следует забывать, что расчеты подразумевают среднегодовой курс 2008 года. Но, поскольку различия в инфляции в еврозоне и США незначительные, мы напрямую можем сравнивать и нынешние номинальные курсы.

Среднее значение евро было около 1.47 \$/€. Текущий курс составляет 1.43, разница текущего и среднего составляет всего 3%. Тогда как найденная на графике зависимость подразумевает необходимость падения курса евро к



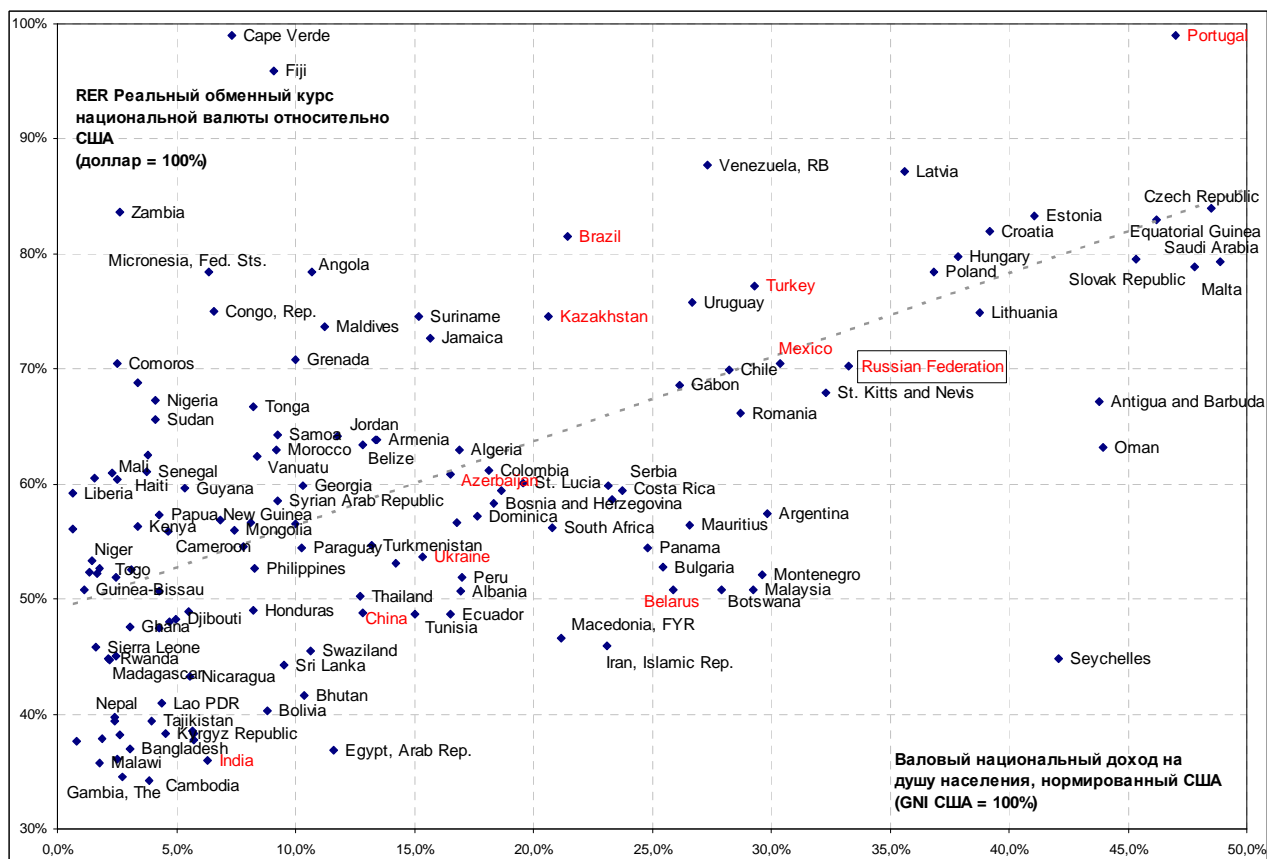
линии зависимости процентов на 15%, и одновременный рост доллара до линии процентов на 22%. В итоге получается, что реальный курс доллара к евро должен вырасти на 40%.

Теперь можно посчитать «справедливый» курс евро, составляющий $1.47 * (1 - 40\%) = 1.05$. В этой связи рискнем дать прогноз, что долгосрочно, возможно в перспективе нескольких лет, курс евро будет иметь тенденцию к снижению с текущих значений ближе к 1 к 1 (разницей в инфляции можно пренебречь). Это не так экстремально, если вспомнить, что в 2000-2002-м курс был около 0.8-0.9 \$/€.

Предположительное объяснение, почему евро было дорогим и дорожало в 2000-х года может быть связано с диверсификацией золотовалютных резервов и обретением евро статуса «резервной валюты». Сейчас порядка 2/3 мировых валютных резервов центробанков находится в долларах, и около 1/4 в евро (статистику собирает МВФ). До перехода на единую валюту, региональные финансовые рынки стран Европы были не настолько крупными, и их валюты не настолько «резервными».



Похожие прогнозы по евро мы получим, если посмотрим на реальный эффективный обменный курс. Выше приведен график, который считает Джей-Пи Морган (подобные картины дают другие источники, например, bis.org). Индекс является относительным (значение ничего не значит, произвольно зафиксировано на 2000-м, принято за 100). Индекс следует сравнивать сам с собой, он относительный, в отличие от абсолютного значения, полученного на данных ВБ. Среднее значение в прошлом было на 10% ниже, чем значение на июнь (индекс считается ежемесячно). Поскольку реальный курс евро считается к корзине валют партнеров, но не к доллару, предполагаемое снижение на 10% к корзине не противоречит снижению к «справедливому» значению евро к доллара на 40%. Похожую картину мы получим, если будем смотреть на относительный реальный обменный курс доллара (он занижен к своей исторической средней). Итак, с этой точки зрения, доллар до сих пор, относительно и абсолютно дешевая валюта, а евро, скорее, дорогая. Конечно, не забудем всякие «отмазки», что модель может не учитывать других важных факторов.

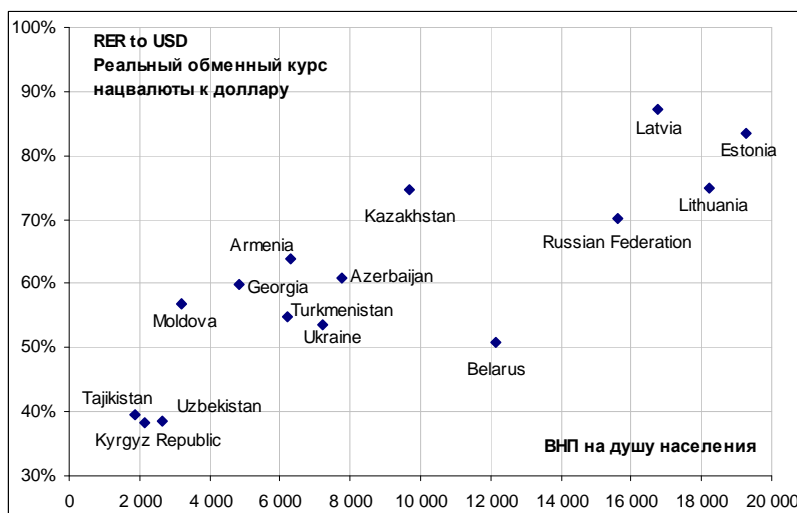


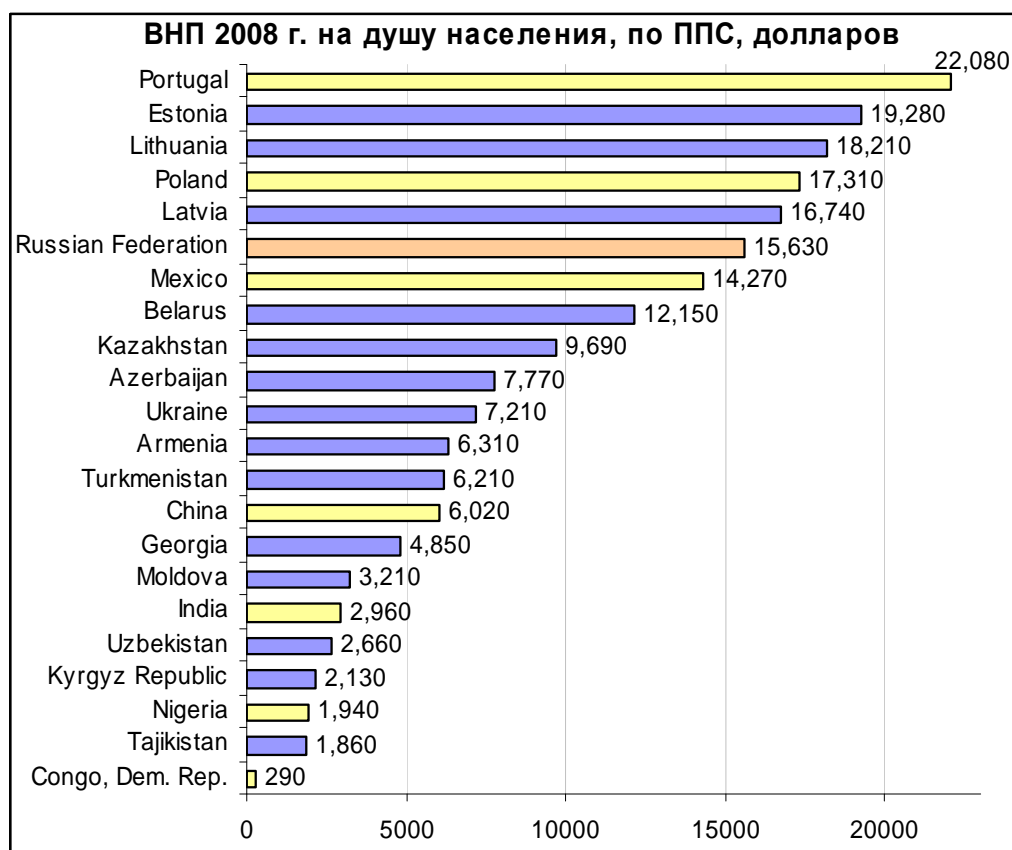
Выше приведена большая картина, менее богатых стран (до 50% от США по ВВП по ППС). Пришлось пожертвовать подписями некоторых точек, чтобы избежать хаоса на графике. Мы видим, что Россия в 2008 имела вполне приемлемый курс, не завышенный, даже, слегка заниженный. Девальвация сделала рубль более дешевым, чем он был в прошлом году, и мы можем полагать, что рубль сейчас недооценен. Если мы взглянем, где находится нефтяная Норвегия (реальный курс 162% от доллара), или ресурсная Бразилия, то вряд ли можно говорить о том, что рубль был дорогим в 2008 году. Среднее арифметическое номинального к доллару было 24.9, но сравнивать прошлые и нынешние номинальные курсы при высокой инфляции не верно.

Вряд ли, кстати, можно было говорить, что в РФ была голландская болезнь, завышенности курса не было, как нет. И тут остается вопрос, является ли это заслугой ЦБ, сопротивлявшегося укреплению? Возможно – да, но больше похоже на вариант, что политика предсказуемого укрепления 2007- июля 2008 и предсказуемой девальвации в октябре – январе привела к ожесточенным атакам спекулянтов в обе стороны, и, следовательно, завышению значений в обе стороны.

Страны бывшего СССР.

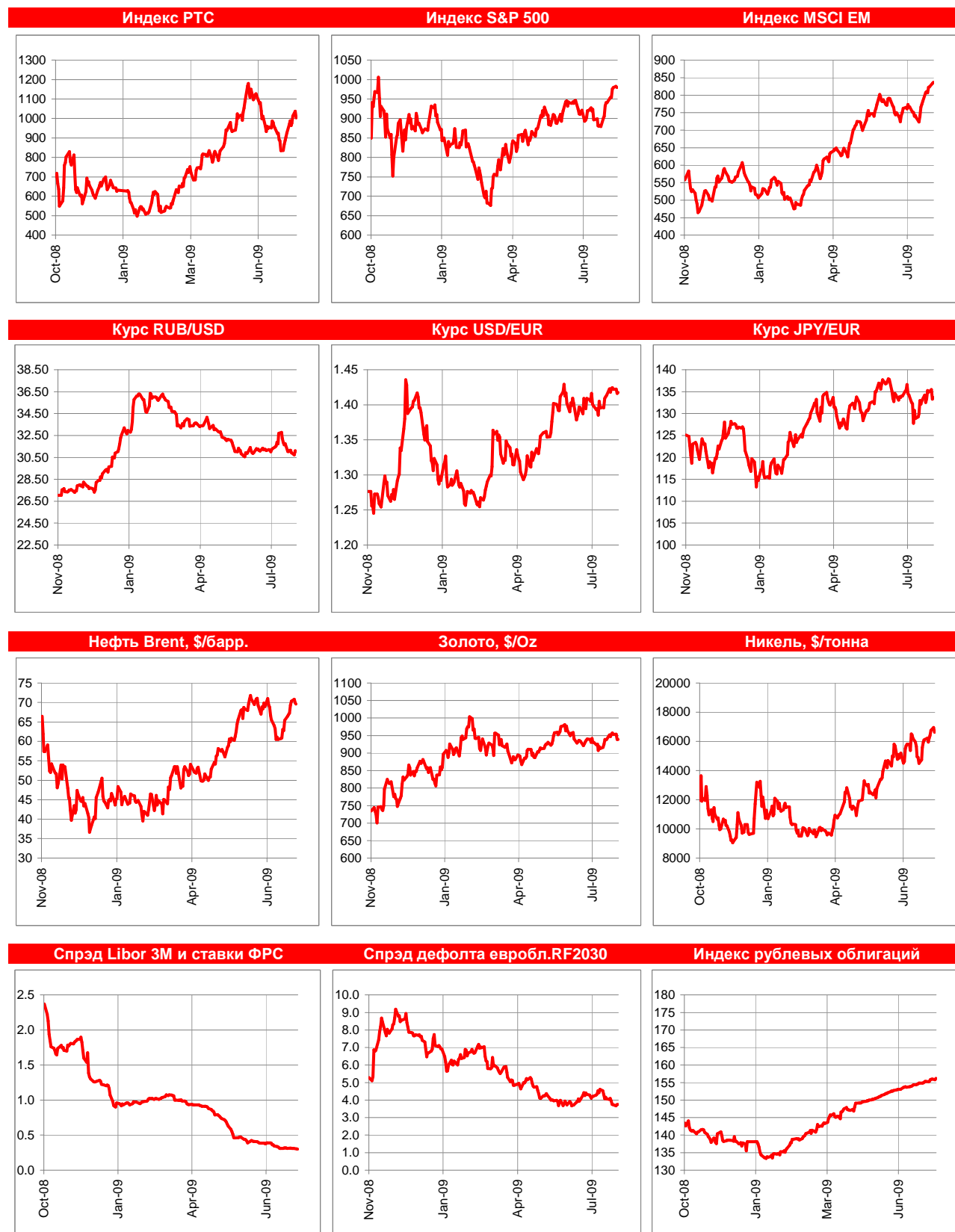
На графике отражены только 15 сестер по бывшему СССР. Разброс богатства поражает и есть подозрения, что развал Союза причинил больше проблем, чем принес выгод (кроме Прибалтики). Россия на поверку оказывается не такой бедной страной, и не сильно уступает лидерам. Зато проигравших много.





На графике выше те же данные, страны СССР (синие столбики, кроме РФ), в другой форме – чтобы можно было сравнить с близкими странами (желтые столбики). Конго – одна из самых бедных стран мира, ВНП \$290 на душу по ППС, это меньше \$1 в день. Кстати, порогом нищеты в последнее время все чаще считают не \$1, а \$2 доходов на душу в день. Китайцы богаче грузин и молдован, через пару лет могут обогнать Украину по подушевому ВНП. Кризис, внесет свою лепту, ВВП РФ в 2009 должен упасть на 6-8% (средний разброс прогнозов), Прибалтика показывает темпы спада больше 15% (догоняя РФ сверху).

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.