

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 6 апреля 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Транснф ап	39160	9.1%
Ростел -ап	82.8	3.1%
Татнфт Зап	89.7	3.0%
ОГК-3 ао	2.048	2.2%
ЛУКОЙЛ	1730	1.8%
РусГидро	1.663	1.5%
Ростел -ао	148	0.8%
ОГК-5 ао	2.87	0.7%
Сурнфгз	29.2	0.7%
ВТБ ао	0.082	0.6%
Сбербанк	88.6	0.5%
ГАЗПРОМ ао	175.9	0.4%
Татнфт Зао	146.5	0.4%
Газпрнефть	162.7	0.3%
Роснефть	236.6	0.2%
Магнит ао	2550	0.2%
Новатэк ао	195	0.0%
Уркалий-ао	122.7	0.0%
Сурнфгз-п	17.04	-0.2%
СевСт-ао	423	-0.2%
МТС-ао	257.1	-0.2%
Система ао	30.16	-0.2%
ГМКНорник	5601	-0.4%
Сбербанк-п	67.42	-0.4%
ФСК ЕЭС ао	0.373	-0.5%
РБК ИС-ао	39.1	-0.5%
Аэрофлот	68.35	-0.7%
ПолюсЗолот	1440	-0.7%
ММК	29.4	-1.0%

Посткризисные максимумы были вчера обновлены по индексу РТС (вчера +0.76%). Рублевый индекс ММВБ (+0.5%) также показал максимальное закрытие с начала августа 2008 года, т.е. времени начала грузинской войны.

До исторических максимумов 19 мая 2008 года индексу РТС нужно вырасти на 53%, а рублевому индексу ММВБ остается примерно 32%. Такая разница отражает влияние большей рублевой инфляции и влияние девальвации. Акции – права требования на доходы от реальных активов. Если в стране проходит инфляция, то компании индексируют цены сбыта (а монополии уговаривают правительство поднять тарифы) на возросшие издержки, и в реальном выражении они зарабатывают примерно те же деньги. Существует верное утверждение – что долгосрочно фондовый рынок хорошо защищает от инфляции, чего нельзя сказать об инструментах с фиксированной доходностью.

Так, с конца мая 2008 по конец марта 2010 индекс потребительских цен в РФ вырос на 18%, тогда как за это время аналогичный американский индекс цен вырос только на 2% (в конце 2008 года у них была дефляция – CPI Urban Consumers падал, базовая инфляция без продуктов питания и энергетики продолжает падать и сейчас). Разница в долларовой и рублевой инфляции в данном случае неплохо объясняет разброс доходности – большая часть рублевого роста, увы, является инфляционной. Основные фишки российского фондового рынка представлены экспортными компаниями, их стоимость скорее привязана к внешнему рынку. Проще говоря, рынок оценивается скорее в долларах, нежели рублях.



Рубль продолжает свое укрепление, вчера корзина взяла еще один рубеж сопротивления ЦБ РФ и торгуется сейчас немногим выше 34.75. На максимумах девальвации, напомним, она доходила до 41.

Росту рубля способствует цена на нефть, которая также обновила посткризисные максимумы. Ближайшие фьючерсы на ICE и NYMEX вчера поднялись до ~\$86/баррель (подтверждая рост на электронных торгах до \$85, когда основные площадки были закрыты). Справа приведен график изменения мирового спроса цен на нефть, показывающий, что спад потребления сменился ростом, «дно» рынка нефти случилось в мае 2009, что, примерно соответствует «дну» мировой экономики (в РФ и США они примерно совпали). Рост потребления нефти должен продолжиться, а это сулит неплохую перспективу нефти. Маржинальные источники нефти (глубоководные месторождения, битумные пески) имеют высокие издержки, что определяет «фундаментальное дно» для нефти. Ценообразование рынка нефти определяется отнюдь не тем, каковы издержки на извлечение и транспорт в России или Саудовской Аравии. Важна цена, по которой рынок готов дать дополнительный, требуемый рынком баррель нефти. И эта цена высока, и это означает, что дешевой нефти не будет.



WORLD OIL SUP/DMD REQ T WORL G-1 Monthly 4/30/04 to 2/28/10 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P. 06-Apr-2010 09:57:25

Похоже, возобновляется ослабление евро к доллару (сейчас 1.34 \$/€). Вновь начались рассуждения о Греции, которая, хоть и закрыла ближайшие перспективы по долгу, но не решила долговую проблему долгосрочно. Есть интересная книга на тему дефолтов стран – Кеннета Рогоффа и Кармен Райнхарт «This time is different», в которой разбираются исторические прецеденты экономических кризисов, включая банковские паники, периоды гиперинфляции, девальвации и дефолты. Дефолты стран (как по внешним долгам, так и внутренним) – совершенно заурядное явление. Они сильно отличаются от того, как это происходит у корпораций. Для частного бизнеса выделяется два вида проблем – неликвидность и неплатежеспособность. Неликвидность может быть связана с кратковременными затруднениями (например, избытком коротких долгов, взятых во времена дешевых денег и которые оказывается трудно обслуживать и рефинансировать в периоды высоких ставок). Неплатежеспособность определяется как принципиальная неспособность «отбить долг». Эта аналогия не срабатывает, когда применяется к странам. Страны практически всегда могут обслуживать долг, но в определенные времена просто выбирают этого не делать, предпочитая тратить ограниченный бюджет на более важные (в понимании политиков) задачи. Как Россия могла в 1998 году изыскать возможность продолжать обслуживать долг (например, распродавая картины из Эрмитажа или пакет в акциях «Газпрома»), так и Греция может обслуживать долг (идея продажи Акрополя примерно того же плана). Но политики знают, что дефолт страны не означает ее физического уничтожения, как это происходит с корпорациями. Политики остаются на своих местах (преимущественно), а кредиторы вынуждены пойти на реструктуризацию. Конечно, в истории известны случаи применения силы для выбивания долга (например, США вторглись в Доминикану, а Великобритания лишила суверенитета Ньюфаундленд, присоединив его к Канаде), но это редкие случаи, считающиеся неприемлемыми в последние десятилетия. Если Греция решит не обслуживать долг и объявить дефолт, с ней ничего нельзя будет сделать.

Проблема усугубляется тем, что экономисты называют «моральным риском». У Греции есть возможность шантажировать страны Евросоюза (Германию и Францию, а также МВФ) дефолтом и получить от них необходимую помощь. После Второй Мировой и появления МВФ количество суверенных дефолтов увеличилось, потому что правительства знали, что могут позволить себе неоправданные траты, рассчитывая на помощь этой организации. Тогда это были развивающиеся страны. В мире можно по пальцам посчитать количество стран, которые не объявляли дефолты (мы приводим график с ранними подобными эпизодами). Почему дефолты случаются – ответить трудно. Рассмотрение коэффициента «Долг/ВВП» в книге Рогоффа и Рейнхарт показывает, что нет большой разницы между странами переставшими обслуживать долг и теми, которые продолжали это делать. Дефолт – это сочетание обстоятельств, должно быть правительство в стране, готовое пожертвовать долгом (и не желающее пожертвовать другими расходами), должны быть инвесторы, которые в какой-то момент становятся неуверенными, что им заплатят по долгам. Все это показывает, что проблема Греции не является совсем уж пустым звуком (пусть, даже ее ВВП составляет 2% от ЕС).

Сегодня ВТБ/Markit Economics опубликовали оценку роста ВВП в марте (т.н. «ВВП-индикатор»), основанную на опросах сектора услуг и промышленности. По этим данным второй месяц подряд, в феврале и марте, ВВП находится выше, чем был в аналогичном периоде прошлого года.

На графике справа представлено, насколько точна косвенная оценка ВВП и как связана с данными Росстата. Определенно можно сказать, что в 1-м квартале официальные данные покажут рост к аналогичному периоду прошлого года. Мы ожидаем бурного восстановления экономики во втором полугодии 2010 года, как ответ на рублевую накачку.

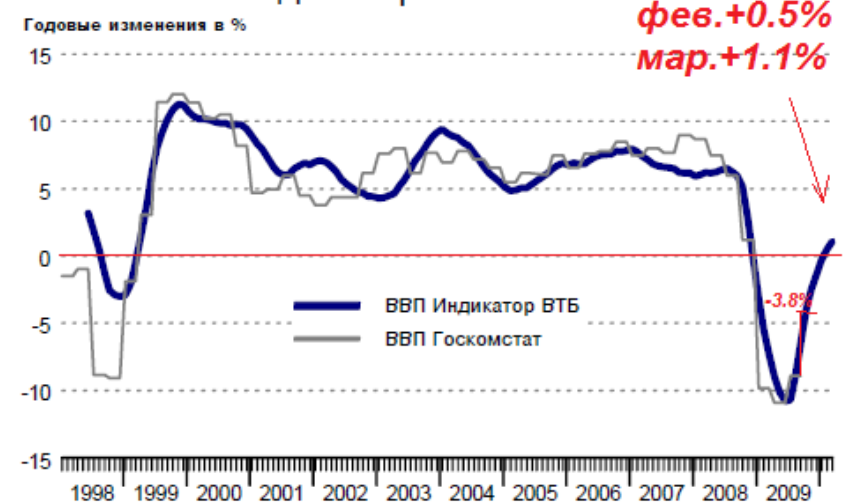
Ранние дефолты Европы по внешним долгам, 1300-1799 г.

Страна	Год дефолта	Количество
Австрия	1796	1
Великобритания	1340, 1472, 1594	2
Франция	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	8
Германия (Пруссия)	1683	1
Португалия	1560	1
Испания	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6

Данные "This time is different", K.Rogoff, C.Reinhart

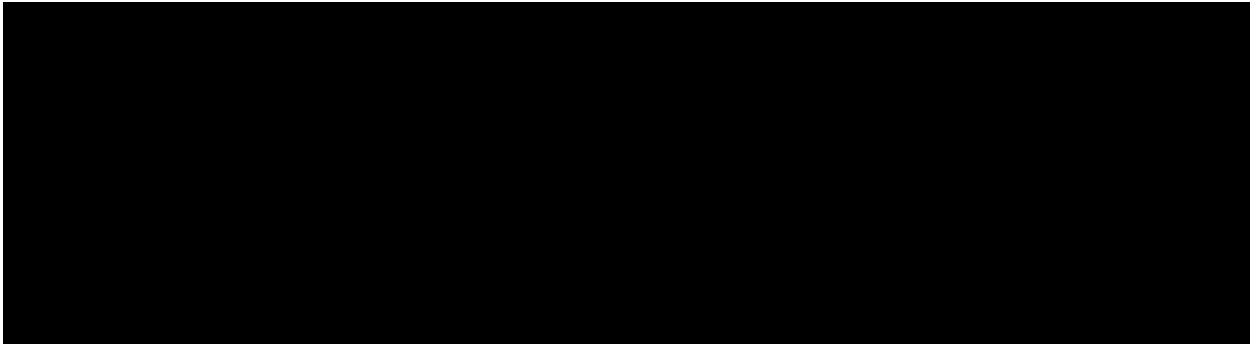
Почему дефолты случаются – ответить трудно. Рассмотрение коэффициента «Долг/ВВП» в книге Рогоффа и Рейнхарт показывает, что нет большой разницы между странами переставшими обслуживать долг и теми, которые продолжали это делать. Дефолт – это сочетание обстоятельств, должно быть правительство в стране, готовое пожертвовать долгом (и не желающее пожертвовать другими расходами), должны быть инвесторы, которые в какой-то момент становятся неуверенными, что им заплатят по долгам. Все это показывает, что проблема Греции не является совсем уж пустым звуком (пусть, даже ее ВВП составляет 2% от ЕС).

Российский Индикатор ВВП



Местное:

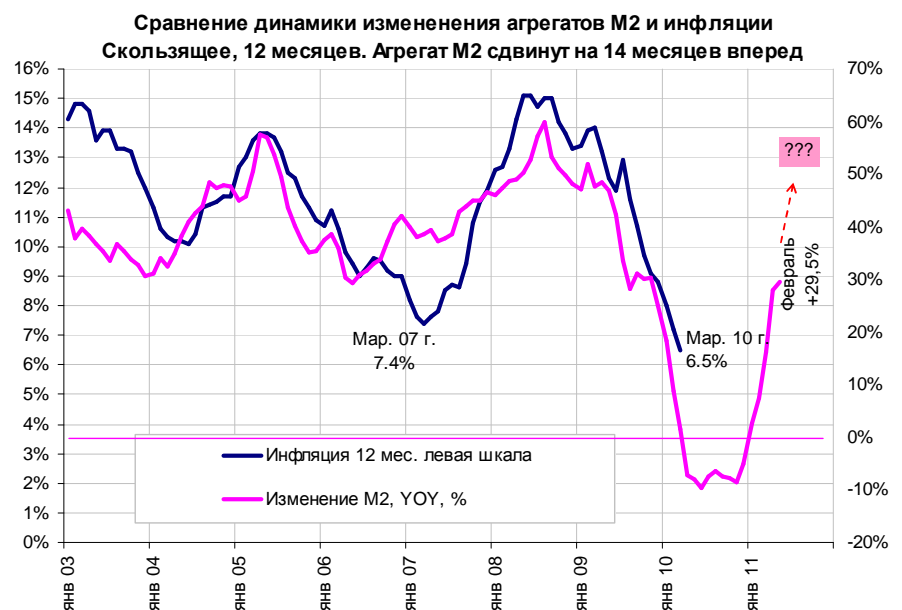
- «Ведомости» и «Коммерсант» сегодня публикуют расчетные цены «Ростелекома» и МРК. Напомним, что оценку осуществил Ernst & Young. Как пишут «Ведомости», эти расчеты отправлены в холдинг и теперь до конца апреля советам директоров всех МРК и «Ростелекома» предстоит утвердить коэффициенты обмена и цены выкупа акций у акционеров, не согласных с реформой. Цена выкупа также рассчитана оценщиком. Интересно, что она одинакова для обыкновенных и привилегированных акций.



Интересно, что по некоторым МРК цена выкупа выше, чем вчерашние котировки. Вполне возможно, что сегодня можно будет ожидать повышенной волатильности в этих бумагах, как это было в предыдущий раз после публикации «Коммерсантом» расчетных цен и коэффициентов обмена, которые были получены из «источников».

- «ММК» вчера опубликовал отчетность по МСФО за 2009 год. Чистая прибыль компании снизилась в 4,6 раза до \$232 млн. Выручка сократилась в 2,1 раза до \$5,1 млрд. Ранее об убытках по МСФО за 2009 год в размере \$1 млрд. объявила «Северсталь».

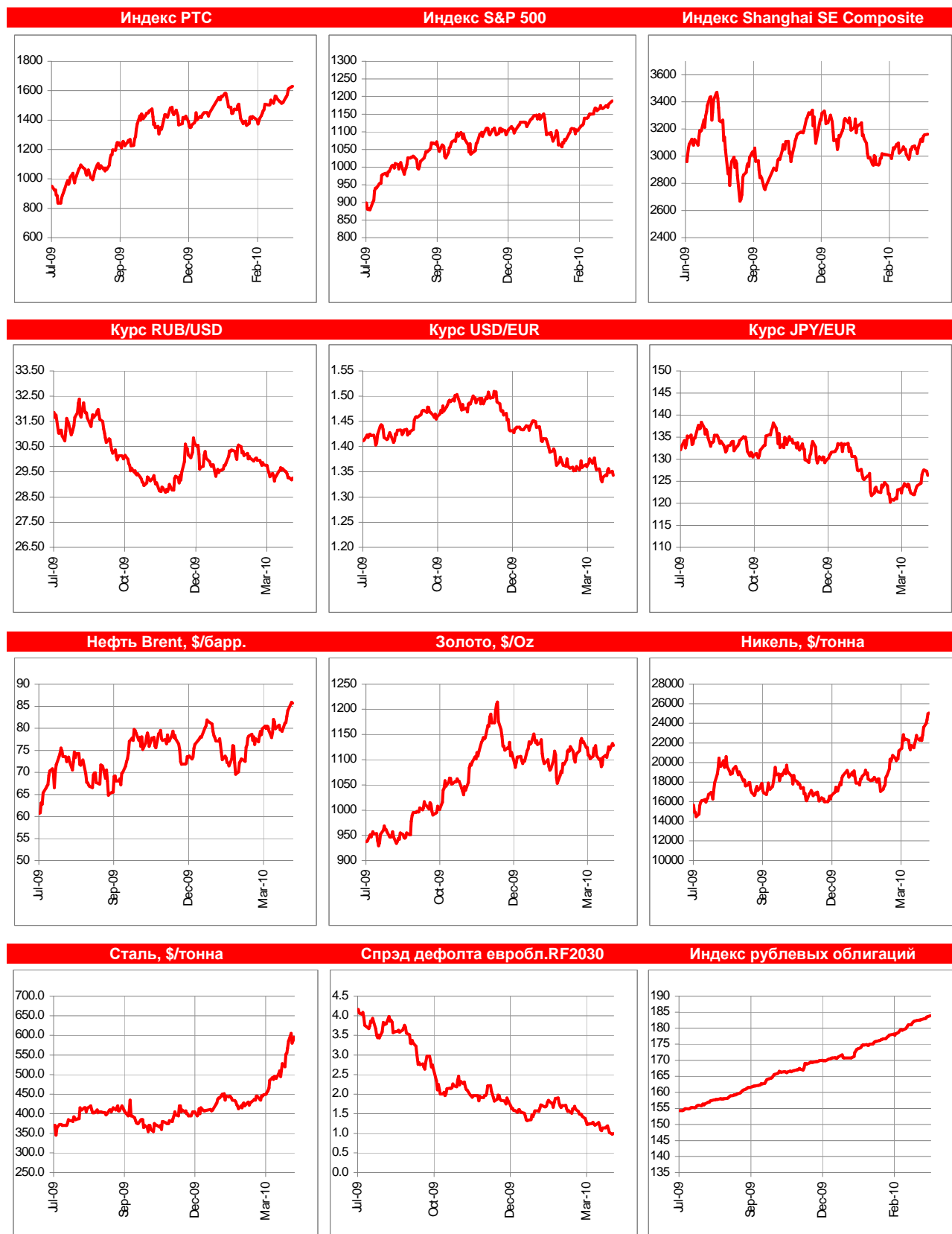
- Росстат сообщил, что инфляция в марте снизилась до 6,5% в годовом выражении. С начала года инфляция составила 3,2% против 5,4% годом ранее. Мы считаем, что инфляция носит монетарную природу и основной фактор, который влияет на нее – это предложение денег (агрегат М2). Однако это воздействие запаздывает примерно на 14 месяцев. Мы полагаем, что до середины года инфляция в годовом исчислении продолжит свое замедление, однако со второй половины 2010 года инфляция может ускориться.



Местное:

- Холдинг KD Group в 2009 году увеличил выручку на 31,7% до 3,05 млрд. рублей. По словам В. Пучнина, рост выручки связан со сдачей и передачей покупателю ряда крупных объектов. Но, несмотря на это, 2009 год группа закончила с убытком, размер которого пока не называется. «Камская долина», которая входит в KD Group, по итогам 2009 года получила убыток в 66,7 млн. рублей.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что строительный рынок Прикамья начинает оживать. По сведениям издания, крупные строительные компании выкупили проекты, которые были заморожены мелкими застройщиками из-за кризиса. Однако пока это единичные сделки. По словам С. Прохорова (владелец «Трест Первый»), эти сделки в основном вынужденные и не у всех получится даже окупить вложения, которые были сделаны при приобретении площадок.

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.