

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 6 февраля 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ММК	7.3	11.2%
Ростел -ап	17.7	7.5%
СевСт-ао	116	6.8%
ПолюсЗолот	1230	2.8%
УралСви-ао	0.274	2.6%
Система ао	5.251	2.6%
Новатэк ао	72.03	2.0%
ФСК ЕЭС ао	0.084	1.2%
Ростел -ао	305	1.0%
РусГидро	0.606	0.8%
Магнит ао	536.2	0.7%
Татнфт Зап	29.5	0.5%
МТС-ао	107.7	0.2%
Аэрофлот	23.51	0.1%
Сбербанк-п	7.41	-0.8%
Сургнфгз	16.51	-0.9%
ОГК-5 ао	0.72	-1.4%
Газпрнефть	75	-1.7%
Транснф ап	6670	-1.8%
РБК ИС-ао	10.7	-2.3%
Сбербанк	14.87	-2.8%
ЛУКОЙЛ	1113	-3.2%
ВТБ ао	0.022	-3.5%
ГАЗПРОМ ао	113.7	-3.7%
Татнфт Зао	56.56	-4.0%
Роснефть	107.5	-4.1%
ОГК-3 ао	0.266	-4.7%
Сургнфгз-п	7.638	-4.9%
ГМКНорник	1402	-5.1%
Уркалий-ао	35.25	-6.3%

Вчерашние торги на российском рынке акций начались оптимистично. Спросом пользовались бумаги металлургов, которые внутри дня показывали прирост до 10-11%. Также достаточно устойчиво смотрелись бумаги нефтегазового сектора и телекомы. Однако низкое открытие фондовых рынков США и негативная статистика вызвали массовую волну фиксации прибыли. В итоге бумаги, в которых была сосредоточена основная активность на этой неделе, резко нырнули вниз. Аутсайдерами дня стали бумаги ГМК «Норникель», которые упали на 5,1% и привилегированные акции «Сургутнефтегаза» - минус 4,9%.

Несмотря на продажи, акции металлургических компаний смогли сохранить свой прирост. В итоге «ММК» прибавил более 11%, а капитализация «Северстали» увеличилась на 6,8%. Спрос остается в привилегированных акциях «Ростелекома».

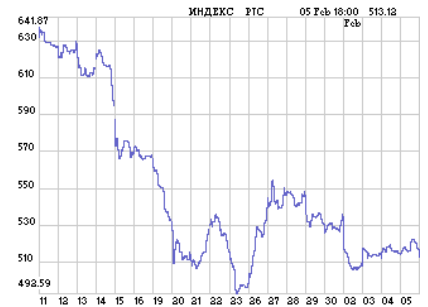
Центробанк вчера, как обычно по четвергам, опубликовал резервы за прошлую неделю. Резервы выросли, однако наши расчеты, учитывающие курсовые изменения долей резервов в евро, золоте, фунтах и йенах показывают, что и на прошлой неделе Центробанк оставался нетто-продавцом. Оговоримся, что наш расчет не учитывает новой хитрости Центробанка, который (очевидно) стал включать в состав резервов депозиты (т.е. не текущие счета) российских банков в иностранной валюте, размещенные на его счетах. Из-за влияния этой «темной материи» наши расчеты оказываются не вполне точными и недоучитывают размеры реальных интервенций Центробанка в поддержку рубля.

Между тем, резервы ЦБ подошли к пороговой отметке бивалютной корзины в 41 за рубль и вчера банки предпринимали попытки штурмовать эту линию. Вчера были сообщения, от дилеров по информационным лентам, что ЦБ остановил эти попытки, выставив лот на 1 млрд. долларов на границе, что вызвало фиксацию. По оценкам трейдеров, пока игроки не пытаются пробить указанную границу, которую Центробанк обещал держать «месяцы», только если нефть не упадет на \$30 за баррель.

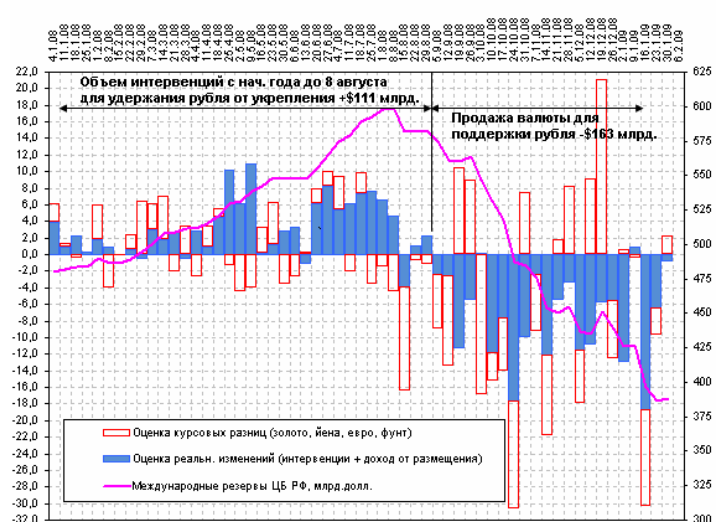
Между тем, мы обращаем внимание на вчерашнюю публикацию «Коммерсанта», в которой неназванный чиновник, фактически, сказал, что порогом обороны будет 70% от текущего значения резервов. Сообщается, что на оборону рубля может быть потрачено еще \$100 млрд., чтобы обеспечить "мягкую девальвацию". У нас есть понимание, что девальвация на 56% за несколько месяцев к доллару вполне «жесткая», но факт в том, что у ЦБ есть порог, дальше которого он отпустит рубль.

Таким образом, встает вопрос, пройдем ли мы отметку в 41 рубль за доллар или нет (что дает текущие 36+ руб. за доллар)? Мы полагаем, что для сбалансированности счета текущих операций было бы достаточно текущей девальвации и курса в 36. Иными словами с текущим курсом и нефтью в 41 мы бы жили не так и плохо, поскольку стране было бы, чем платить за импорт (который тоже упадет) и платить проценты по взятым внешним долгам.

Рынки накануне:



Изменение межд. валютных резервов ЦБ РФ. Курсовые разницы и изменения по неделям



Но проблема курса рубля в другом. Напомним, что платежный баланс, который должен компенсировать Центробанк интервенциями, это сумма счета текущих операций (экспорт-импорт+доходы от капитала) и счета движения капитала. Когда каждый в стране думает, что нужно купить доллар или думает, что хотя бы из предосторожности лучше купить доллары, то начинает работать самоисполняющееся пророчество. Когда бабушка и олигарх захотят вложить свой свободный рубль конвертировать в что-то потверже, то Центробанку не устоять. Никаких резервов не хватит.

И такое движение в валюту приобретает самоподдерживающийся, разрушающий экономику характер. Иными словами, чем хуже, тем больше покупают долларов, тем хуже становится экономике страны, тем больше хочется купить долларов. И где может случиться остановка, сказать трудно. Играет психология людей, которая разрушает экономику, и это давит на психологию. Эта ситуация неустойчивая, плохо описывается стандартными экономическими уравнениями. И где у кривой будет стоп, сказать трудно. Много зависит от нефти, если она поползет вверх, давление может спастись.



Иными словами, падение рубля к доллару - это не "фундаментальная проблема" низкой нефти, для сбалансированности потоков хватило бы небольшой девальвации. А нефть - это повод, вызвавший проблему доверия в экономике. В результате, мы можем представить себе и гораздо больший обвал рубля к доллару, чем произошел сейчас.

Другое дело, что у Центробанка есть средства, чтобы остановить бегство в валюту, для этого надо сделать крайне дефицитными рублевые ресурсы. И возможности для этого есть – текущий размер монетарной базы составляет около \$150 млрд. в эквиваленте по текущему курсу (выпущенные наличные + безналичные). Иными словами, если ЦБ будет продавать доллары и не будет впрыскивать другой рукой в банковскую отрасль ликвидность, то очень скоро станет не на что покупать доллары. Центробанк может перестать кредитовать банки и возврат кредитов, выданных им для рефинансирования, создаст подобный эффект. Но цена такого действия слишком высока – мы увидим массовое банкротство банков, неплатежи в промышленности будут нарастать и вместо валютного кризиса, мы увидим кризис финансовой системы, банковскую панику и очень глубокий спад экономики, более глубокий, чем видим сейчас. Центробанк находится перед дилеммой – либо давление на валюту, либо спад в экономике. Выбранный путь «посредине» предполагает, что сохранится и то и другое, просто в меньших объемах. Что является большим злом? Мы думаем - девальвация и поэтому мы не исключаем, что при наборе факторов в будущем Центробанк может в очередной раз переступить за черту бивалютной корзины в 41, «нарисованную на песке».

Есть предпосылки к тому, что государство скоро начнет ужесточать свою позицию по отношению к банкам, поскольку у власти (судя по комментариям) сложилось понимание, что они направляют ресурсы не на кредитование, а на покупку валюты. Вчера стало известно, что банки получают меньше поддержки, чем ожидалось. Путин на правительстве вчера заявил, что будет увеличен капитал первого уровня у банка ВТБ на 200 млрд. руб. и ВЭБа на 100 млрд. руб. ВЭБ может получить в форме субординированного кредита еще 100 млрд. рублей. Еще стало известно, что допэмиссия в пользу Центробанка может быть осуществлена «Сбербанком». Но частным банкам вливания в капитал не ожидаются, максимум что возможно, это субординированные кредиты.

Также «Ведомости» сегодня пишут, что «на закрытой от прессы встрече с банкирами в подмосковном пансионате «Бор» руководители Центробанка заявили, что считают задачу по наполнению системы ликвидностью выполненной. ЦБ убедился, что средства, выдаваемые крупным банкам, не расходятся по экономике, а меняются на валюту, пересказывают слова выступавших банкиры. Поэтому в ближайшем будущем регулятор будет ограничивать объем предоставления денег. Тем более что уже есть примеры, когда из-за собственной щедрости ЦБ пришлось столкнуться с проблемами. Один из банков взял у ЦБ кредит под залог прав требований по обеспеченному кредиту предприятию, а вернуть его не смог, потому что по самому кредиту предприятию случился дефолт, передают участники встречи слова начальника сводного экономического департамента ЦБ Надежды Ивановой».

В рамках дилеммы – курс рубля или стабильность финансовой системы, похоже, маятник власти начинает склоняться в пользу курса. Иными словами, в ближайшие месяцы возможно ужесточение (и без того жесткого) положения банков и объемы ликвидности будут снижаться. Мы полагаем, что это может привести к еще нескольким банковским крахам.

Последствия кризиса – дефицит бюджета

Вчера А.Дворкович, помощник президента, сообщил, что дефицит бюджета России в 2009 г. составит не менее 6,1% ВВП». Ранее вице-премьер Алексей Кудрин говорил о таких же цифрах, по закону о бюджете расходы должны составить 9 трлн. руб., доходы будут на 40% меньше запланированных — 6,5 трлн. Для сравнения, ВВП России в 2008 году составил 41.5 трлн. рублей и столько же должно быть в 2009 по оценке Минэкономразвития. Тот факт, что ВВП не будет расти в номинальном выражении отражает прогноз падения в реальном выражении (уменьшение физического выпуска товаров), а также падение цен некоторых статей выпуска, что предполагает почти неизменный дефлятор. Также напомним, что номинальный ВВП – это потребление всех конечных товаров по текущим ценам, и рост номинального ВВП следует разбивать на ценовой рост (оценивается дефлятором) и реальный (рост ВВП, в том виде, как его обычно публикуют).

Таким образом, правительство собирает наращивать расходы, а размер дефицита в 6.1% от ВВП составляет около 2.5 трлн. рублей или около \$70 млрд. долларов по текущему курсу. Откуда возьмет эти деньги правительство? Из бывшего Стабфонда (разбитого на Фонд будущих поколений и Резервный фонд). Таким образом правительство не будет занимать эти деньги на рынке, как делают большинство развитых стран, финансируя бюджет. Напомним, что Стабфонд аккумулировал избыточные рубли, вбрасываемые Центробанком в рамках скупки долларов, выступая инструментом стерилизации избыточной денежной массы. Сейчас когда Центробанк продает доллары и забирает рубли, функцию по наполнению денежной системы рублями станет выполнять правительство, а необходимые дополнительные рубли будет обеспечивать Центробанк за счет прямых займов банкам (рефинансирования), как это делается сейчас.

Таким образом, мы не видим больших проблем с тем, что правительство начинает тратить стабфонд, это крайне важная мера, не сокращать траты бюджета (секвестрируя), а наращивать их (как предполагалось при принятии бюджета в еще спокойной и расслабленной ситуации роста). Увеличение трат бюджета вполне соответствует кейнсианскому консенсусу, согласно которому государство должно проводить фискальную экспансию во время экономического спада, для возврата экономики к траектории нормального роста и «полной занятости».

Распаковывание бюджета не несет в себе особой инфляционной составляющей – количество рублей в экономике продолжает падать. Официальный прогноз по инфляции в этом году составляет 13%, в минувшем году было 13.3%. Удивительно, но на этот раз, пожалуй впервые, мы согласны с правительственным прогнозом и даже предполагаем, что инфляция может оказаться ниже правительственной оценки. Есть несколько факторов увеличивающих цены, главное – это прошедшая девальвация, которая повысила цены на импортные товары. Рост курса рубля к доллару с 23 до 36 руб./\$ составляет 56% и это огромная величина. Важны инфляционные ожидания, которые возросли и они обусловлены опытом 1999 года, когда была показана инфляция в 36% за год. Тем не менее, мы думаем, что есть огромное понижательное давление, связанное с сокращением потребления и спроса. Пока известно, что реальные доходы населения упали на 11% в декабре, и это после 8 лет почти непрерывного роста темпами на 10%. С учетом инфляции, декабрьские доходы населения упали (в номинальном выражении) почти на 25% и это означает, что население теперь способно тратить на 25% меньше. Тренд падения доходов пока не ясен и следует смотреть выходящие цифры, но факт остается фактом – спрос на товары сильно упал. Помня традиционное для экономистов – цена это результат пересечения графиков спроса и предложения можно представить какое понижательное воздействие будет оказывать на цены спрос.

Вчера вышли данные по инфляции за январь, показавшие рост на 2.4%. В январе 2008 года, когда инфляция разогналась, рост цен был меньше – 2.3%. Неправильно делать вывод из цифр одного месяца на целый год, но пока инфляция растет и мы думаем, что причина – девальвация. В ближайшие месяцы девальвационное воздействие, скорее всего, будет двигать цены выше, но затем оно закончится. Росстат сообщает, что в январе все товары подорожали на 1,1%, где продовольствие выросло на 1,4%, а непродовольственные на — на 0,7%, большой традиционный рост показали услуги из-за роста цен на тарифы — на 6,3%.

Есть еще небольшие анекдотические сообщения, от ритейлеров, которые прогнозируют скачок цен на продукты в 2009 г. до 30% из-за удорожания импорта и активного использования импортных составляющих в производстве продуктов питания российскими производителями. Но это сообщение мы пока оставим за скобками, ритейлеры – заинтересованные лица в повышении своей маржи.

Вкратце

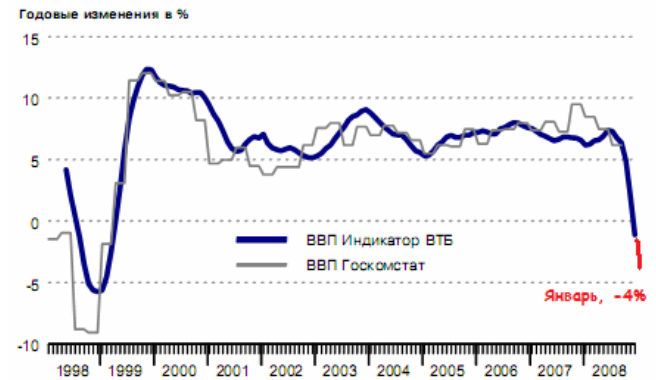
- Центробанк РФ со следующего понедельника, 9 февраля начинает проводить сделки РЕПО с облигациями на ММВБ. В конце февраля планируется запустить РЕПО с акциями, также на ММВБ. Это означает, что скоро не только банки могут рефинансироваться в Центробанке и потоки ликвидности по финансовой системе начнут менять свои русла. Пока не известно условий (ставка и сроки) на которых Центробанк будет выдавать кредиты в рамках РЕПО. Вероятно, присутствие ЦБ на этом рынке будет скорее номинальным и необходимым для поддержки ликвидности в случаях когда участники рынка перестают кредитовать. Несколько финансовых крахов сентября в России были связаны с поломкой рынка РЕПО. Это обвал ОФБУ «Премьер» банка Юниаструм, крах «Кит-

Финанса» и, предположительно, большие проблемы «Тройки-диалог» и «Ренессанс-капитала», которые резко лишились этого источника рефинансирования.

- ФАС продолжает предпринимать попытки лишить «Аэрофлот» роялти за пролет над Россией иностранных самолетов. Однако Минтранс и Минэкономразвития выступают против этой инициативы. По словам главы ФАС, взимать роялти за пролет над страной в пользу авиакомпании является дикостью. Точная сумма роялти не сообщается, однако по различным оценкам, она составляет \$500 млн. из которых \$200 млн. перечисляется Росавиации и Росаэронавигации. Напомним, что роялти занимает существенную долю в прибыли «Аэрофлота» и если ее лишить этих платежей, то финансовое состояние авиакомпании серьезно ухудшится.
- «ВТБ-Европа» оценила темпы падения ВВП России в январе в 4% по сравнению с январем прошлого года. Темпы падения ВВП стали рекордными с 1999 года. По прогнозам аналитиков банка, темпы падения ВВП в первом квартале будут максимальными.

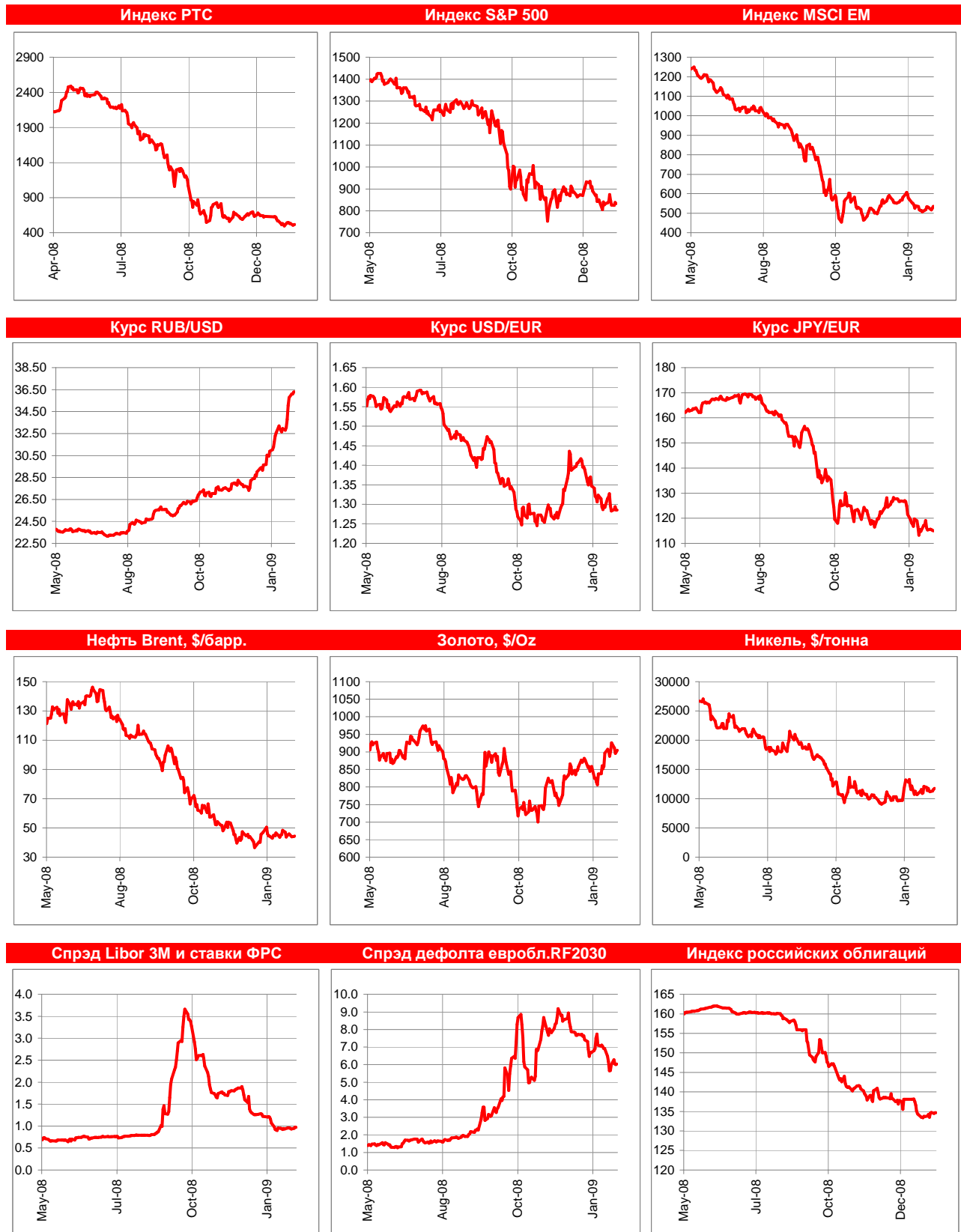
Есть некоторая хитрость - в России данные сравниваются с аналогичным периодом прошлого года, тогда как в США говорят оценку к соседнему кварталу, приведенную в годовое выражение, скорректированную на сезонные факторы. Возможно, декабрь стал самым сильным месяцем спада (по темам), но большой минус будет в 1-м квартале.

Российский Индикатор ВВП



- АИЖК сообщила, что доля просроченных кредитов в их портфеле составила почти 8%. При этом в некоторых регионах размер просрочки превышает 30% от объема выданных кредитов. Заметим, что это данные только по 10% кредитов, которые были рефинансированы в АИЖК. Агентство рефинансировало только те кредиты, которые соответствовали их стандартам. А они были достаточно высокими. В период кредитного бума в 2006-2007 гг. банки прядьявляли, куда гораздо меньшие требования к заемщикам, чем АИЖК. Какая доля просрочки по этим кредитам — не понятно. Однако проблема неплатежей по ипотечным кредитам продолжит только ухудшаться, что может нанести серьезный урон банковской системе.
- Федеральная сетевая компания в 2009 г. получит из бюджета через допэмиссию меньше, чем планировала, около 40 млрд. руб. (\$1.11 млрд.), сообщил первый зампред правления ФСК Александр Чистяков. Капитализация ФСК — \$2.65 млрд.
- Акции «РБК» исключены из котировального списка А1 из-за несоответствия требованиям. Акции продолжать торговаться на бирже, только в другой секции.
- Девелоперская группа «Миракс» договаривается о реструктуризации задолженности с Credit Swiss, которому должна \$200 млн., и держателями еврооблигаций на \$180 млн (см. статью Ведомостей сегодня). Moody's вчера снизила рейтинг с В3 до Саа1 (чуть ниже — дефолт) с плохим прогнозом. По данным агентства, в течение ближайших недель «Миракс-групп» должна выплатить кредиторам \$380 млн. Напомним, что основной владелец «Миракс» - Сергей Полонский, знаменитый своим заявлением «у кого нет миллиарда могут идти в ...». Компания «Миракс» не является публичной, но показывает степень напряженности, которая есть в отрасли. Эта компания может быть первой, которая объявит дефолт, похоже, без этого в отрасли не обойдется.
- «Сильвинит» просит у «ВТБ» отсрочки платежа на 2009 год по кредиту на 34,14 млрд. руб. по ставке не более LIBOR+10.5%, который был получен на оплату Половодовского месторождения. Сейчас компания испытывает финансовые затруднения из-за существенного снижения спроса на удобрения и поэтому она не в состоянии обслуживать свои обязательства.

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.