

## Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 23 ноября 2009 г.

### Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Система ао	22.8	4.6%
ПолюсЗолот	1694	3.8%
Сбербанк-п	53.81	2.5%
УралСвИ-ао	0.762	2.0%
ФСК ЕЭС ао	0.384	1.6%
МТС-ао	226.5	1.5%
<b>Газпрнефть</b>	155.5	1.4%
<b>Татнфт Зао</b>	144.6	1.4%
РусГидро	1.154	1.4%
ОГК-5 ао	2.38	1.1%
<b>Транснф ап</b>	21954	1.1%
ММК	23.9	0.8%
Ростел -ап	66.79	0.7%
Новатэк ао	158	0.5%
РБК ИС-ао	50.51	0.3%
Сургнфгз-п	13.39	0.2%
ВТБ ао	0.063	0.2%
Татнфт Зап	63.2	0.1%
<b>ГМКНорник</b>	4107	0.0%
ОГК-3 ао	1.517	-0.1%
Магнит ао	1785	-0.2%
<b>Сбербанк</b>	71.2	-0.2%
СевСт-ао	238	-0.8%
Аэрофлот	46.01	-1.0%
Ростел -ао	188.3	-1.0%
<b>Сургнфгз</b>	26.3	-1.4%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1755	-1.4%
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	178	-1.6%
Уркалий-ао	135.7	-1.8%

Рынок акций сохраняет невнятные колебания, смысла в которых не очень много. Динамика торгов слабая, по большей мере рынок стоит на одном месте. Сегодня рынок акций может открыться чуть повыше, об этом говорят торги фьючерсами на РТС (+1.2% к закрытию основной сессии) и фьючерсами на S&P500 (e-mini +0.5%).

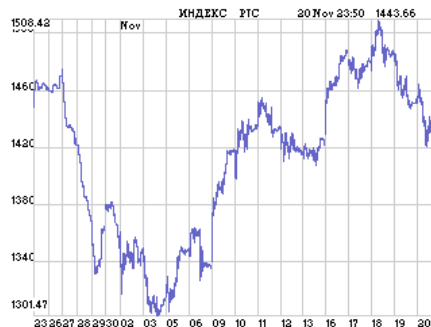
В пятницу курс рубля продолжал слабеть и по отношению к доллару достигал уровня 29 руб./\$. Напомним, что в четверг зампред ЦБ РФ А.Улюкаев объявил рынку, что текущая валютная политика предполагает диапазон колебаний по бивалютной корзине между 35 и 38 рублями (формально, это даже не корзина, а расчетная величина). Таким образом, рынку был дан сигнал, что уровень 35 по корзине будет обороняться ценой больших интервенций, а не так как осуществлялась текущая тактика ЦБ на валютных торгах – продать \$700 млн. и отступить на 5 копеек по корзине.

Мы уже выражали недовольство

этим решением ЦБ. Проблема в том, что валютная политика в нашей стране вступает, и всегда вступала в противоречие с монетарной политикой. Можно сказать, что монетарной политики в нашей стране никогда не было. У нас сложилась очень странная система, когда регулированием денежного предложения занимается Минфин. ЦБ покупал валюту, накопив \$600 млрд. перед кризисом, по среднему курсу около 27 руб./\$, что предполагает эмиссию в размере 16.2 трлн. руб.. Минфин стерилизовал деньги, изымая их в качестве налогов, но тратил не все, профицит складывался на счет ЦБ. Так перед кризисом на этом счету, включающем фонды Нацблагосостояния и Резервный, было 9.8 трлн. рублей, а в конце января 11.5 трлн. руб.. Вычитая одно из другого – эмиссию ЦБ и деньги правительства в ЦБ мы получаем  $16.2 - 9.8 = 6.4$  трлн. На самом деле, размер денежной базы был 5.3 трлн. рублей. Разница возникала из-за непростых взаимоотношений ЦБ РФ и правительства, связанная с гашением внешних долгов и займами для финансирования бюджета в конце 90-х.

Мы недовольны тем, что правительство сейчас тратит деньги из Резервного фонда и собирается продолжать делать это и дальше, тогда как ЦБ собирается оборонять уровень в 35 по бивалютной корзине (тогда зачем было оборонять рубль от ослабления осенью, если сейчас его надо удерживать от укрепления?). Все это приведет к тому, что денежная база в России будет бурно расти и в начале 2010 года может превысить докризисную величину. Победа над инфляцией, которая далась нашей стране ценой большого экономического спада, окажется бесполезной – инфляция может вновь начать разгоняться во второй половине 2010 года и в 2011 году, на который намечено таргетирование инфляции. Величина предложения рублей в экономике крайне важна, поскольку влияет на экономический выпуск и деловую активность, влияет на устойчивость финансовой системы, на стоимость сбережений.

Недавно мы предполагали, что инфляция в России упадет ниже 10% (она уже упала до 9.7% в октябре к октябрю 2008) и что продолжит падать и дальше. Мы даже выдвигали идею, что большая инфляция в России побеждена до конца, однако, сейчас мы уже не так уверены в этом. Кроме этого, мы выдвигали предположения, что курс рубля к доллару опустится ниже отметки в 28, что было связано с заявлением Улюкаева, что страна живет с "квази-плавающим рублем". Квази-плавание, как оказалось, заканчивается на отметке в 35 руб. за бивалютную корзину.

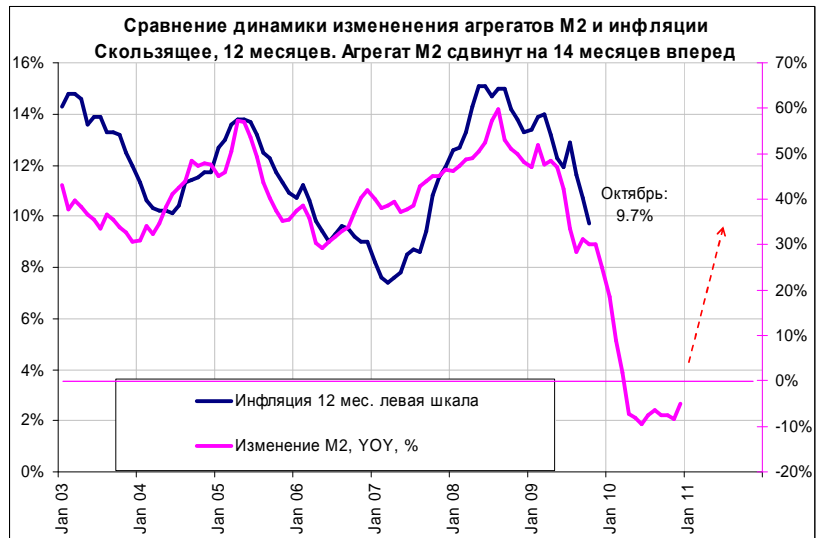


RUB - Bivalent Basket of CBR G-1 Daily 11/24/09 to 11/23/09 Copyright © 2009 Bloomberg Finance L.P. 23-Ноя-2009 09:41:29

Между тем, правительство и Путин делают противоречивые заявления, показывающие, что во власти до сих пор нет единой позиции относительно валютной и монетарной политики. В пятницу Путин выступал на съезде Единой России, где заявил про инфляцию следующее: "... в этом году, к концу года мы выйдем где-то на 9,6%, во всяком случае, точно меньше 10%, что является одним из самых лучших показателей, начиная с 1992 года. Но и 9%, и 10% – это все ещё очень много, недопустимо много. Поэтому жесткий антиинфляционный курс будет продолжен" То, что ЦБ РФ делает с рублем говорит нам, что жесткая антиинфляционная политика закончилась где-то в октябре, когда ЦБ приступил к массивному наращиванию валютных резервов и, похоже, продолжит свои интервенции, обороняя 35 по бивалютной корзине.

Общий вывод таков. Денежная политика имеет заметный лаг, который мы оцениваем, примерно в 14 месяцев. Печатание рублей, которое сейчас осуществляют ЦБ РФ и правительство

приведет к росту денежной массы, а с ним и росту агрегата М2. Агрегат М2 представляет собой рублевую ресурсную базу для кредитования банками. Напомним, что М2 - это количество наличных рублей в обращении за пределами банков плюс текущие счета и срочные депозиты в банках. Рост М2 будет способствовать снижению ставок в стране, оживлению экономической активности, но также и последующему росту цен. Если наша оценка лага в 14 месяцев верна, то на ближайшие месяцы можно ожидать продолжения падения инфляции, и начала ее роста где-то со второй половины 2010 года (заметьте, что на графике выше, "доньшки" роста М2 были раньше, чем "доньшки" по инфляции, примерно на полгода, и лаг разгона инфляции заметно короче – порядка 8 месяцев).



## Новости вкратце:

- Сегодня "Ведомости" публикуют статью, в которой описывается, как в открытых фондах пайщики подавали заявки на переводы паев из открытых фондов в консервативные фонды и обратно в периоды сильных движений рынка. Проблема в том, что если рынок сильно изменяется, то перевод денег по фондам давал пайщику гарантированную доходность за счет других пайщиков, остающихся в этом фонде. На самом деле, это мошенническая схема, которая существовала в США до 2003 года, и была там признана незаконной и называется "late trading". "Ведомости" пишут, что "в некоторых случаях активы спекулянтов достигали 10% и даже 20% от стоимости чистых активов фонда. По крайней мере, такое колебание наблюдалось у фондов под управлением «Альфа капитала», «КИТ фортекс», «Максвелл эссет менеджмент», «Райффайзен капитала», «Атон менеджмент» и др." Если "Ведомости" правы, то схема довольно распространена. Если называть вещи своими именами, то это - схема обворовывания пайщиков и это почти точная калька американского варианта. Подробнее про нее можно почитать на Википедии. [http://en.wikipedia.org/wiki/2003\\_Mutual-fund\\_scandal](http://en.wikipedia.org/wiki/2003_Mutual-fund_scandal)
- А. Кудрин не исключает снижения цен на нефть. По его словам, сейчас цена «благоприятна» для России, но несколько искусственная. И как только снизятся антикризисные меры во всем мире и начнут расти ставки центральных банков, нефть может подешеветь.
- М. Прохоров и С. Керимов передумали продавать акции «Полюс золота» из-за неблагоприятных рыночных условий. Как пишет «Ведомости», цена возможной продажи акций не устроила акционеров, и они решили отказаться от сделки. Напомним, что М. Прохоров и С. Керимов выставили на продажу 5% акций компании.
- ФСФР зарегистрировала допэмиссию «Русгидро» на 19 млрд. акций (7% от текущего уставного капитала). При этом 1,5% выпуска разрешено обращению за рубежом. Размещение пройдет по открытой подписке в конце этого года – в начале следующего года.
- «Интерфакс» пишет, что ведомства могут вернуться к идее объединения «Русгидро» и «Интер РАО». Сегодня ожидается, что председатель правления «Интер РАО» Евгений Дод будет назначен главой «Русгидро» и на новом посту он сможет, в частности, проанализировать возможность слияния двух компаний.

## Местное:

- Как и следовало ожидать, акционеры «Сильвинита» одобрили договоры поручительства перед «Сбербанком» по кредитам своей «дочки» - «Камской горной компании» на сумму в \$1,5 млрд. Средства привлекаются для рефинансирования кредита ВТБ.
- Пермское УФАС признало «Эр-Телеком» нарушившим закон о конкуренции. Напомним, что дело в отношении «Эр-Телекома» было возбуждено по заявлению телеканала «ВЕТТА». Теперь компании грозит штраф от 1 до 15% от выручки на рынке, где произошло нарушение. «ЭР-Телеком» намерен обжаловать решение ФАС.
- Business-class со ссылкой на объявление, размещенное на портале «Бизнес Магазин», пишет, что в Перми продается сеть кафе быстрого питания. Сеть состоит из 6 точек в разных районах города, службы доставки, а выручка составляет 2,5 млн. руб. в месяц. Business-class предполагает, что на продажу выставлена сеть пиццерий «Дока-Пицца».
- Правительство края продает свою 34% долю в ООО «Ист Ва», которая разрабатывает пресное месторождение воды. Эту долю может выкупить производитель соков «Санфрут» (сейчас он консолидировал 66%). Как пишет «Коммерсант», краевые власти уже заказали оценку этого актива.

## Напоследок:

В пятницу британская Credit Market Analysis оценила вероятность дефолтов 63 государств по итогам третьего квартала 2009 года. Анализ проводился на основании динамики цен на CDS (кредитные дефолтные свопы). Так, Россия вошла в десятку стран, дефолт по суверенным долговым обязательствам которых наиболее вероятен. По оценкам Credit Market Analysis, вероятность дефолта составляет 14,5%. Сейчас 5-ти летние CDS России торгуются в 192,9 базисных пункта. Это означает, что покупатель свопа ежегодно платит 1,9% за страховку от дефолта величиной 100% и длительностью 5 лет.

Самыми рискованными являются обязательства Украины, вероятность дефолта по которым оценивается в 53,7%.

В пятницу появились сообщения о том, что игроки на рынке FOREX обеспокоены ситуацией на Украине. Слухи не беспочвенны, так как недавно Украинская железная дорога объявила дефолт по своим обязательствам и предложила реструктуризацию. Это подтверждается и стоимостью CDS, которые сейчас торгуются в 1556,6 базисных пунктов.

В таблице ниже представлены цены CDS для различных стран. Видно, что украинские CDS являются самыми дорогими.



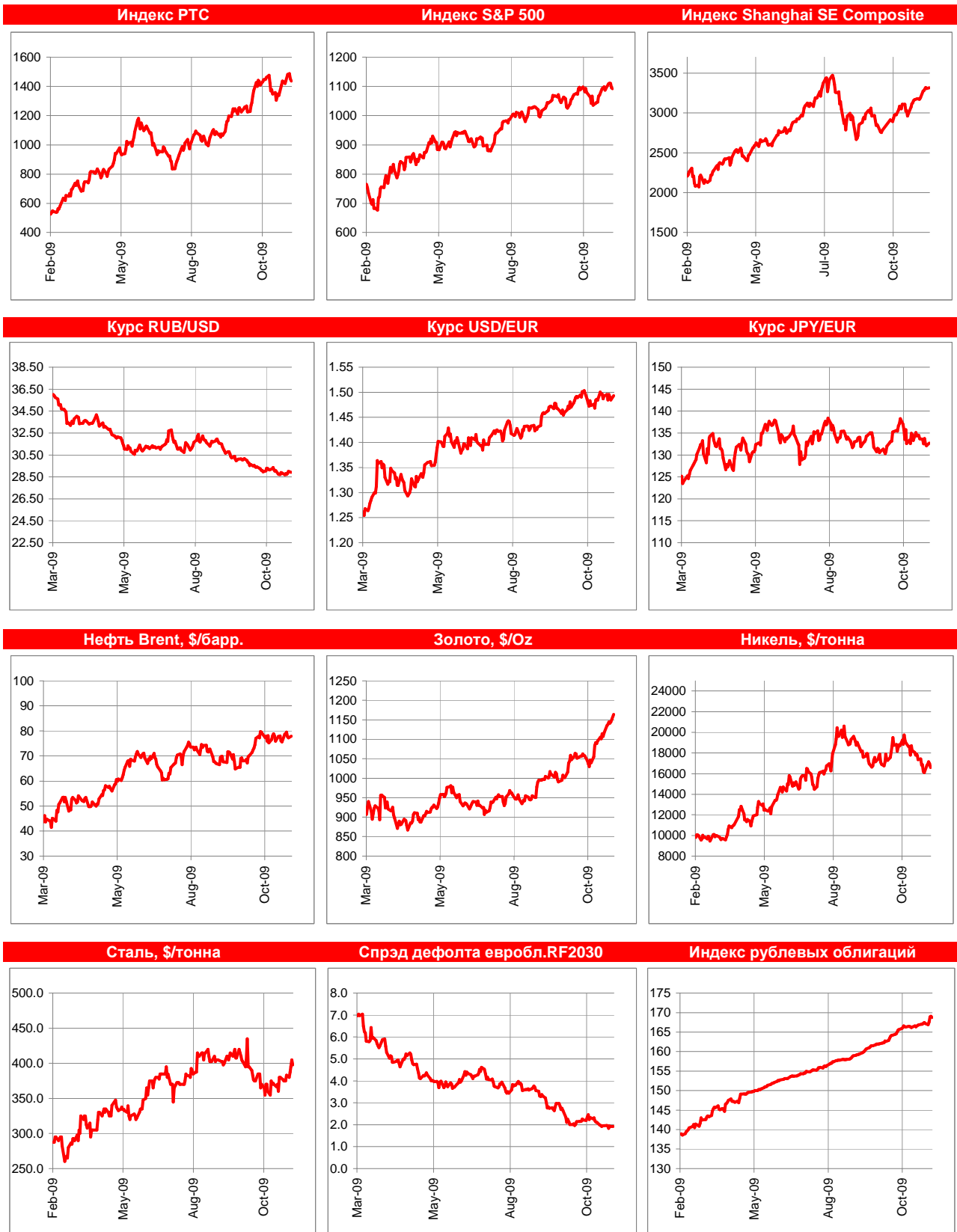
Credit default swaps – 20 ноября 09

Issuer	5Yr	Time	31-Dec
Ukraine	1557	11/1/9	3092
Venezuela	1096	11/1/9	3229
Argentina	944	11/1/9	3905
Iceland	388	11/1/9	977
Lithuania	328	11/1/9	596
Romania	287	11/1/9	635
Lebanon	260	11/1/9	545
Kazakhstan	237	11/1/9	671
Egypt	224	11/1/9	600
Bulgaria	219	11/1/9	499
Hungary	219	11/1/9	419
Croatia	217	11/1/9	443
Vietnam	210	11/1/9	498
Turkey	199	11/1/9	411
Indonesia	198	11/1/9	638
Russia	192	11/1/9	744
Greece	184	11/1/9	232
Philippines	178	11/1/9	384

Issuer	5Yr	Time	31-Dec
Bahrain	171	11/1/9	442
South Africa	169	11/1/9	396
Ireland	168	11/1/9	181
Colombia	152	11/1/9	308
Mexico	145	11/1/9	292
Panama	138	11/1/9	307
Peru	127	11/1/9	303
Poland	127	11/1/9	245
Brazil	125	11/1/9	299
Israel	117	11/1/9	161
Thailand	106	11/1/9	256
Abu Dhabi	100	11/1/9	229
South Korea	99	11/1/9	319
Malaysia	97	11/1/9	225
Qatar	94	11/1/9	218
Italy	89	11/1/9	157
Spain	86	11/1/9	101
Czech Republic	84	11/1/9	174
China	80	11/1/9	188

Issuer	5Yr	Time	31-Dec
Saudi Arabia	78	11/1/9	235
Portugal	74	11/1/9	96
Slovakia	72	11/1/9	155
Austria	72	11/1/9	133
United Kingdom	68	11/1/9	107
Japan	68	11/1/9	44
Chile	66	11/1/9	203
Sweden	56	11/1/9	124
Belgium	50	11/1/9	80
New Zealand	44	11/1/9	N.A.
Switzerland	42	11/1/9	N.A.
Denmark	35	11/1/9	N.A.
Netherlands	35	11/1/9	87
Australia	34	11/1/9	118
USA	33	11/1/9	67
France	28	11/1/9	54
Germany	24	11/1/9	46
Finland	24	11/1/9	60
Norway	19	11/1/9	38

## 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.