

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 25 ноября 2009 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Татнфт Зап	64.99	1.5%
Газпрнефть	160	1.2%
Магнит ао	1790	1.1%
СевСт-ао	240	0.2%
ВТБ ао	0.064	-0.2%
Сбербанк-п	53.84	-0.2%
Уркалий-ао	136.3	-0.2%
ММК	24.23	-0.3%
Ростел -ао	189.9	-0.3%
Аэрофлот	46.2	-0.4%
Ростел -ап	67.4	-0.5%
ФСК ЕЭС ао	0.39	-0.5%
Сбербанк	71.2	-0.6%
Транснф ап	21847	-0.6%
УралСви-ао	0.757	-0.9%
Сургнфгз	27.41	-0.9%
Сургнфгз-п	13.55	-1.0%
Роснефть	254.3	-1.1%
ОГК-5 ао	2.35	-1.1%
РБК ИС-ао	49.66	-1.6%
ГАЗПРОМ ао	175.9	-1.9%
ЛУКОЙЛ	1721	-2.3%
Новатэк ао	160.1	-2.4%
МТС-ао	223.9	-2.5%
Татнфт Зао	142.5	-2.5%
Система ао	22.73	-2.6%
ПолусЗолот	1670	-2.9%
ОГК-3 ао	1.476	-3.0%
ГМКНорНик	3982	-3.5%

Вчера рынок продолжал упражняться в малообъяснимых, «разнонаправленных» движениях, но общий результат оказался отрицательным – индекс ММВБ потерял 1.8%.

Трейдерам продолжают ссылаться на мифического продавца, под которым подразумевают «Внешэкономбанк». Даже если это так, то ВЭБу нужны сравнительно небольшие деньги – всего «Русалом» размещается \$2-3 млрд. Госкомпания намеревалась купить треть или четверть, то есть речь идет о \$600-\$700 млн. В рублях это около 20 млрд., или треть от среднедневного оборота ММВБ. Кроме этого, были сообщения, что у ВЭБа уже имеется некая сумма наличности и продажи акций (если они вообще проводятся) могут быть даже меньше.

Начало торгов в России вчера было паническим – «гэп» с открытия и последующее снижение в первые полчаса приводили к провалу индекса ММВБ на 2.9%. Причина, похоже, крылась в Китае, акции которого вчера неожиданно резко упали. За час, где-то с 10-30 до 11-30 по пермскому времени, индекс CSI 300, состоящий из акций А-класса опустился на 4.2%. Это привело к паническому понижению других мировых рынков. Как можно понять из новостей, к провалу привела «утка». Якобы, китайский центробанк потребовал увеличить обеспеченность капиталом коммерческих банков до 13%, в связи с возможными плохими долгами, выданными с 4-го квартала прошлого года. Затем появились опровержения от самого центробанка, но акции были уже ниже. В результате оказалось, что пять крупнейших банков страны все-таки выслали регулятору планы по

повышению капитала, написанные по его требованию. Банки остаются под давлением и сегодня. На нашей памяти, Китай как фактор, не раз вызывал провал акций в мире, и почти каждый раз это связывалось с политикой китайского Центробанка. Инвесторы постоянно боятся того, что денежная политика в стране будет ужесточена, что курс юаня будет как-то не так отрегулирован. Иными словами, они опасаются, что будут совершены монетарные ошибки, которые прервут быстрый экономический рост Китая. Но что странно, каждый раз после таких провалов оказывалось, что страхи были ложными.

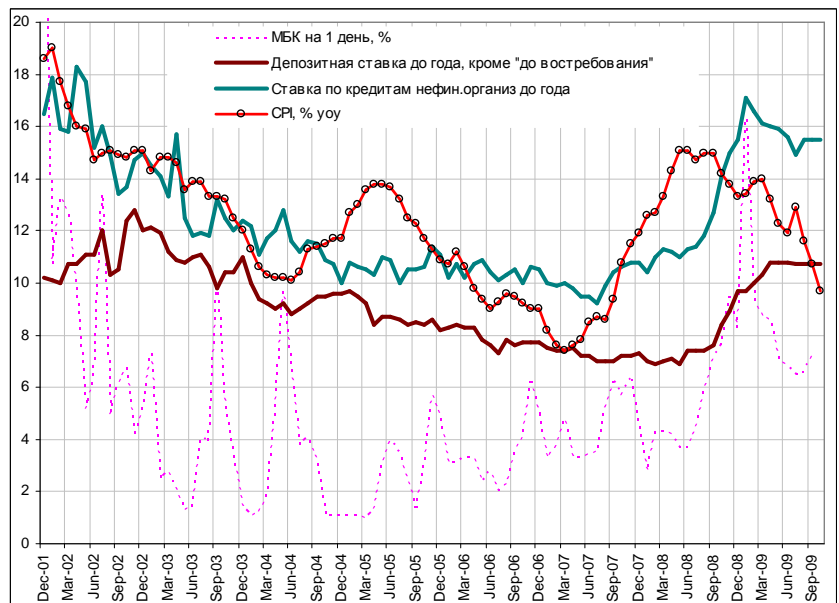
Резкое восстановление финансовых рынков, включая кредитные и акции, проходило под влиянием следующих факторов. Инвесторы в конце 2008 и начале 2009 года боялись «Великой Депрессии – II». Страхи были напрасными. Потом были ожидания

продолжительного спада, но экономическое дно состоялось в конце весны-начале лета. Были страхи второй волны, но и они были ложными. Сейчас рынками движут ожидания траектории восстановления, оно может быть продолжительным и медленным, но оно может быть и быстрым. Все это вызывает волатильность, но приходится



констатировать, что самая сладкая фаза роста акций прошла – дальнейший рост уже не может быть кратным, как это было в первые месяцы 2009 года.

Монетарная политика РФ – это то, что нас сильно волнует. В стране СМИ и аналитики уделяют, с нашей точки зрения, слишком небольшое внимание политике ЦБ, но это совершенно напрасно. «Кредитная зима», которую нам устроил ЦБ РФ, привела к существенному провалу экономики и нам еще только предстоит увидеть «кредитную оттепель». Формально, макроэкономическая политика смягчается, вчера ЦБ РФ понизил ставку рефинансирования до 9%, опустив ее на 0.5%. Мы уже не раз указывали, что реальными операционными ставками в российской

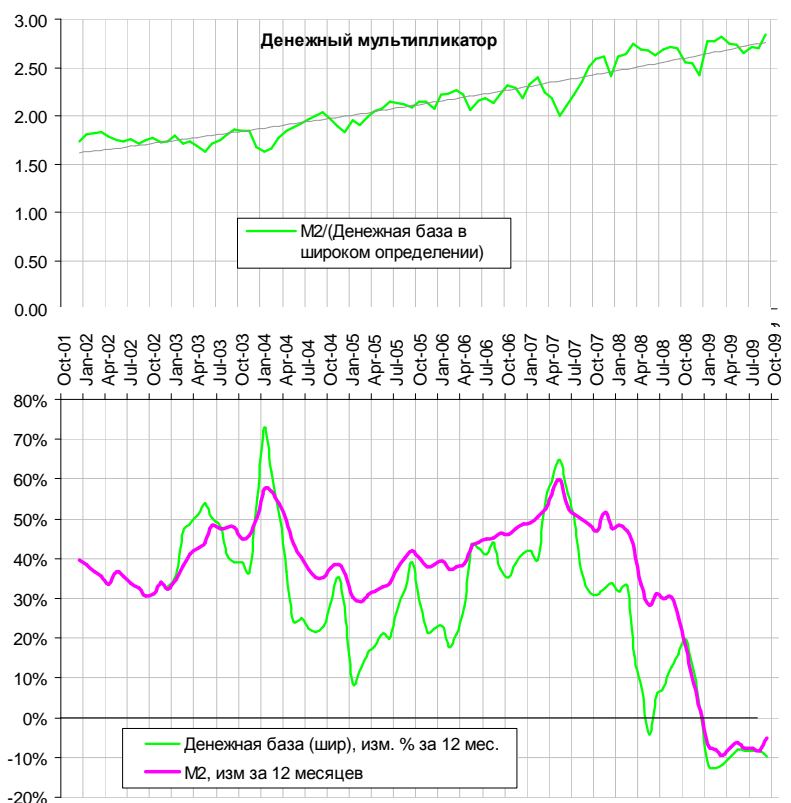


монетарной политике являются другие показатели – а именно ставка депозитов в Центробанке (том-некст или овернайт) и минимальная ставка краткосрочного аукционного РЕПО (на графике приведена не она, а эффективная ставка аукционов РЕПО овернайт). В итоге, формируется «коридорная система», которая эффективно ограничивает ставку межбанка овернайт между этими границами.

Каждый раз, когда ЦБ изменяет ставку рефинансирования, изменяются и другие виды ставок. И если мы посмотрим на значение МБК, то будет казаться, что в стране мягкая денежная политика – сейчас овернайт составляет 5%. Это ниже инфляции, которая, напомним, составляет 9.7% октябрь-октябрь. Классическая наука макроэкономика обычно исследует процентную ставку, когда анализируется монетарная политика государства. Мы, однако, в большей мере уделяем внимание изменению денежной базы, и анализируем факторы ее колебаний. Почему? На самом деле, краткосрочные ставки, складывающиеся в банковской отрасли, не отражают жесткость или мягкость денежной политики. Ее определяют ставки кредитования реального сектора. До сих пор мы имеем кредит, который стоит 15-20%, и конкуренцию за депозиты со ставками в районе 15%. Именно это определяет жесткость и течение «кредитной зимы».

Мы полагаем, что в нашей стране короткие ставки не работают, так как это предполагается экономической наукой.

Есть предположение почему так происходит – должна работать трансмиссия коротких ставок в длинные. Должен существовать межвременной арбитраж, чтобы банки могли перекредитоваться на коротке и дешево и выдать кредит на больший срок. Но это, похоже, в России плохо работает. Похоже, банки не доверяют МБК, поскольку не уверены, что получают нужное фондирование когда будет необходимо. У нас до сих пор маловато развиты инструменты фондового рынка, банки, похоже, не уверены, что ЦБ не свернет ломбардный и репошный кредит, каким - либо прекрасным утром. И тогда может случиться неприятность - негде фондироваться для уже выданных длинных кредитов и потенциально может случиться ситуация, которая была с ФБУ «Премьер» банка «Юниаструм» (вложения «на плече» в рублевые облигации финансировались на рынке краткосрочного РЕПО, этот рынок «сломался»). Похожее происходило у хедж-фондов Bear Sterns, да и во всей американской «теневого банковской системе», почему и случился финансовый кризис.



У нас в России не работают перетоки внутри банков. Символ этого - ставка Моспрайм. Банки второй сотни или даже второй полусотни не могут рассчитывать на надежный межбанковский кредит, он нестабилен, большие банки просто не выдают лимиты на менее крупных конкурентов. В итоге, в одной части может быть ликвидность, но она может не перетекать в другую часть. Конечно, это вопросы к ЦБ РФ – нужно выстраивание доверия банков друг к другу, организация нечто трехстороннего РЕПО или других механизмов стабильного внутреннего перетока капитала.

До тех пор, пока у нас будут такими очень разные короткие и длинные ставки нельзя говорить о мягкости политики. Можно сделать ставку рефинансирования еще ниже. Реальный сектор будет получать жесткий кредит.

Мягкость или жесткость денежной политики в стране определяется первичным предложением рублей, то есть величиной денежной базы. На графике выше показано, что соотношение М2 к денежной базе очень стабильно. Но есть хорошая новость - на конец сентября у ЦБ РФ был «запас прочности» - 2 трлн. рублей в виде кредита банкам. В октябре куплено 16 млрд. долл, в ноябре еще \$5 млрд. Итого \$21 млрд. по курсу 29 руб./\$ мы получим 600 млрд. руб. Вычитаем, и получаем, что «запас прочности» ЦБ уменьшился до 1.4 трлн. руб. В октябре и ноябре правительство потратит порядка 400 млрд. из стабфонда, что доведет "запас прочности" ЦБ еще до 1 трлн. рублей. Это тот кредит, который сейчас ЦБ выделяет банкам. Скоро надобность в нем исчезнет.

Официальный накопленный дефицит бюджета с января по октябрь 2009 года - 1.5 трлн. руб. Изначально планировался дефицит бюджета на год под 7-8%. Возьмем 7% от ВВП, $7\% \cdot 42$ трлн. = 2.94 трлн. Вычитаем уже потраченные 1.5 и обнаруживаем, что в ноябре-декабре, предположительно, может быть потрачено вплоть до еще 1.5 трлн. А запас "прочности ЦБ" составляет чуть больше 1 трлн. Добавив еще возможных интервенций на уровне 35 по корзине мы понимаем, что в новом 2010 году запланированному дефициту бюджета РФ в размере также около 7% от ВВП будет нечего противопоставить. А это означает, что уже с января денежная база в России превысит докризисную, что эффективно ослабит денежную политику. Следовательно, дефицит кредита в стране исчезнет, и «кредитная зима» скоро закончится.

Мы хотим объяснить, почему считаем денежную политику ЦБ плохой. Осенью-зимой или даже весной, неплохо было бы ослабить денежное предложение, можно было выдать гораздо больше рублей банкам. В этом случае ВВП бы не падал темпами 10.9%, и не было бы такого уныния в к экономике. Страны, типа Бразилии или Китая, имеют возможность стимулировать экономику дешевеющим кредитом и экономический спад там не был жестким. После того, как ЦБ РФ "прибил" экономику изъятием рублей, сейчас он начинает ее «реанимировать». От жесткой политики была польза - инфляция, агенты начали приспосабливаться к новым условиям. Получается, что российской экономике устроят новую волну денежного дождя. Но хороша ложка к обеду – спасать экономику лучше раньше, чем позже. В итоге, все муки экономики 1-го полугодия оказываются бесполезными. А то, что новая волна инфляционных денег собирается накрыть экономику, уже кажется почти 100%-м фактором. Вопрос только в степени и крутизне этой волны. Денежная политика имеет определенный лаг, и разгон цен будет ощущаться только в 2011 году, а в 2010 году инфляция может даже замедляться.

ЦБ может скупать резервов больше или меньше, вот и весь ресурс. Идеально, ЦБ может пойти на продажу части золотовалютных резервов, чтобы снизить объем рублевого предложения, но в это не верится по политическим проблемам (это будет укреплять рубль).

Вкратце:

- Совет директоров «Газпрома» утвердил бюджет на 2010 год и рассмотрел прогнозы на 2011-2012 гг. Несмотря на предполагаемый рост добычи, в ближайшие три года она не вернется на докризисные уровни. Однако газовая монополия ожидает, что выручка будет увеличиваться за счет роста цен на газ в России и СНГ. На капитальные затраты «Газпром» планирует направить более \$22 млрд., а на финансовые вложения - \$4,8 млрд.
- «Сбербанк» по итогам десяти месяцев 2009 года заработал \$530 млн. За октябрь прибыль банка составила \$275 млн., что не намного ниже докризисных уровней. Банк постепенно снижает отчисления в резервы. Так, в октябре на резервы «Сбербанк» направил \$758 млн., в то время как в предыдущие три месяца средний уровень отчислений составлял \$1,1 млрд.
- ФСТ сообщила, что тарифы на электроэнергию для ОГК в следующем году вырастут на 5%, для ТГК – на 9,2%. Это негативная новость для ОГК и ТГК, учитывая то, что тарифы на газ в следующем году могут вырасти на 26,6%. Однако это компенсируется тем, что доля свободного рынка электроэнергии в следующем году увеличится. Для «Русгидро» тарифы на электроэнергию вообще снизятся на 6,4%.
- «ЛУКОЙЛ» останавливает работу НПЗ в Болгарии на один месяц. Как сообщает компания, это остановка связана с плановым ремонтом.
- АСВ ожидает, что в следующем году закроется 80 коммерческих банков из-за несоответствия требованиям по размеру собственного капитала. Напомним, что с 1 января 2010 года минимальный размер капитала повышается до

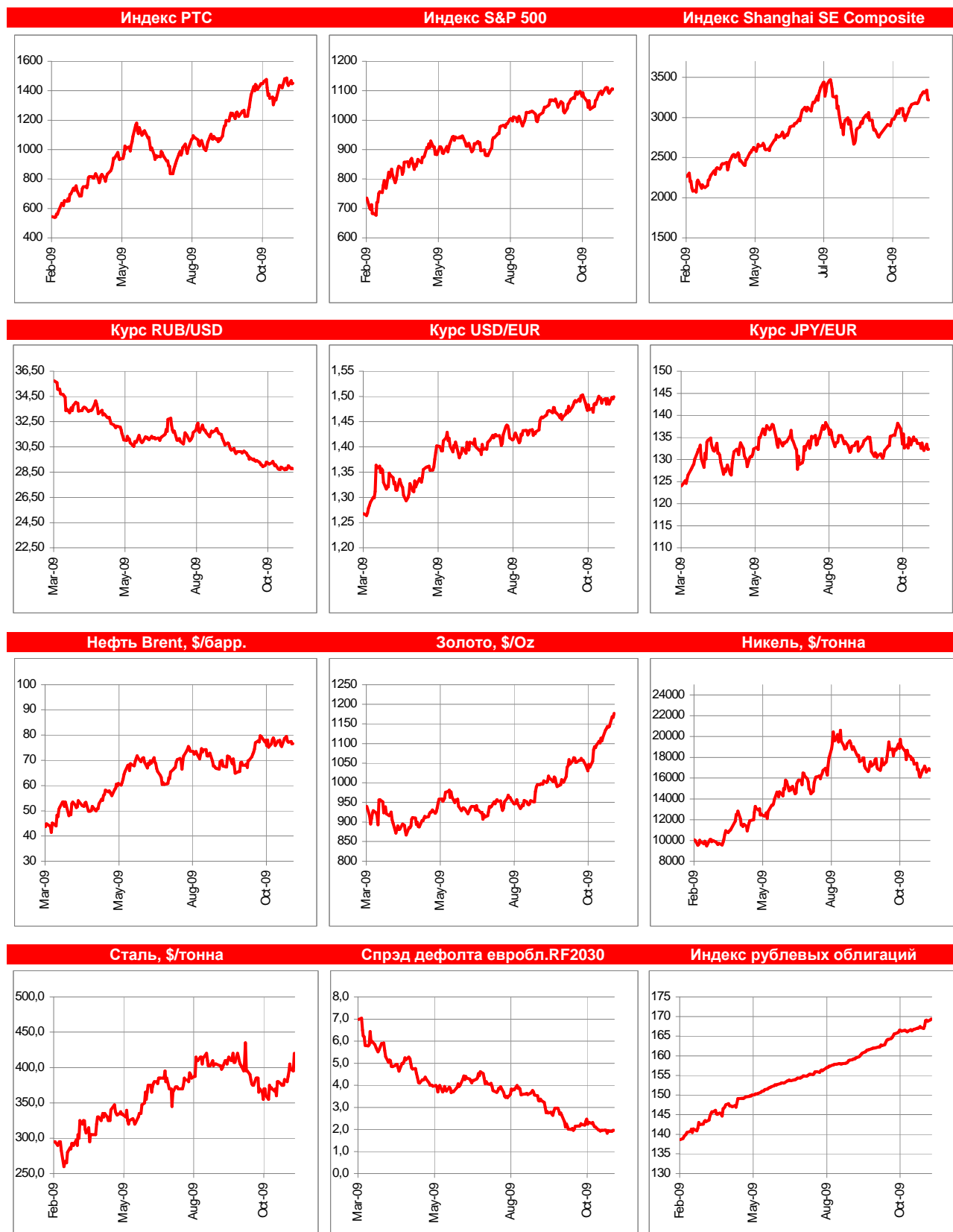
90 млн. рублей. По данным «Интерфакс» на 30 сентября новым требованиям не соответствует 124 банка. Однако сейчас эти банки ведут работу по увеличению уставного капитала.

- С. Галицкий сократил свой пакет акций «Магнита» до 34,6% с 37%. Таким образом, с сентября 2009 года Галицкий продал 9,4% акций ритейлера.
- ВЭБ до конца года инвестирует 20 млрд. рублей пенсионных денег в корпоративные облигации высокой надежности.
- JP Morgan Chase & Co ожидает, что в следующем году курс доллара опустится до рекордного минимума. Свой прогноз аналитики объясняют тем, что ФРС, вероятно, будет удерживать процентные ставки на околонулевом уровне до 2011 года, в то время как инвесторы ищут высокодоходные активы. По прогнозам JP Morgan во втором квартале следующего года курс евро поднимется до \$1,62.

Местное:

- «Уралкалий» из-за медленных темпов восстановления спроса на мировом рынке калийных удобрений переносит планы по увеличению производства с 5,5 до 7 млн. тонн с 2011 года на 2012 год.
- В отношении «Пермских авиалиний» возбуждено исполнительное производство о взыскании задолженности на сумму более 72 млн. рублей. Судебные приставы уже наложили арест на 11 воздушных судов, стоимость которых оценивается в 33,2 млн. рублей.
- Агентство по строительству и ЖКХ Пермского края объявило очередной аукцион на право поставки жилья для расселения ветхих и аварийных домов. Торги состоятся в конце ноября. Всего планируется приобрести более 2267 кв. м. по цене не более 29,9 тыс. рублей за метр.
- По данным Пермьстат, за девять месяцев 2009 года страховые компании края получили совокупный убыток почти 70 млн. рублей. С начала года страховщики заключили на 24,3% меньше договоров, а число договоров по добровольным видам страхования сократилось почти на 40%.

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.