

## Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 17 сентября 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
<b>Роснефть</b>	205.5	2.6%
УралСВИ-ао	1,159	2.5%
Новатэк ао	235.47	0.7%
ПолусЗолот	1408.9	0.7%
СевСт-ао	420.64	0.6%
<b>ГМКНорник</b>	5008.9	0.6%
Магнит ао	3425	0.4%
Аэрофлот	66.8	0.3%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1721.2	0.2%
МТС-ао	258.26	-0.1%
Сурпнфгз-п	14,622	-0.1%
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	163.17	-0.2%
ФСК ЕЭС ао	0.367	-0.3%
Татнфт Зап	72.89	-0.4%
РусГидро	1,617	-0.6%
<b>Татнфт Зао</b>	146.05	-0.6%
ВТБ ао	0.0891	-0.7%
<b>Газпрнефть</b>	120.22	-0.8%
Ростел -ап	92.84	-0.8%
ОГК-3 ао	1,563	-0.8%
РБК ИС-ао	37.6	-1.1%
ОГК-5 ао	2,621	-1.1%
Сбербанк-п	59.45	-1.1%
ММК	27,698	-1.1%
Система ао	26,392	-1.2%
Уркалий-ао	144.22	-1.4%
<b>Сбербанк</b>	83	-1.6%
<b>Транснф ап</b>	34785	-2.0%
<b>Сурпнфгз</b>	30,097	-2.1%
Ростел -ао	139.22	-2.5%

Индекс ММВБ вчера снизился на 0.4%, основное движение случилось во второй половине дня. Торги были спокойными, часть акций закрылась в плюсе, часть в минусе. «Роснефть» с «Норникелем» поменялись местами с «Транснефть-прив.» и «Ростелекомом». За день до этого первые бумаги падали, вторые росли. Вчера – все наоборот.

Долларовый индекс РТС упал больше – на 1.4% на что повлияло курсовое изменение рубля показавшего вчера -1% к доллару.

Сегодня, похоже, будет положительная тенденция, Азия растет, +1%, фьючерсы на американские индексы также на 1% выше по сравнению с тем, когда российский рынок закрывался. Ничего нового.

На рынке рубля продолжается забег, курс к доллару достиг 31.3, что является максимумом с начала июля, но при этом ниже 31.9 руб./\$, которые были в июле на греческих страхах. Курс к евро достиг 41 руб./€, это максимум с февраля 2010 года. Напомним, что в мае курс опускался до 37.2 руб./\$, с этой отметки рост составляет +10%. Бивалютная корзина также достигла максимумов с февраля (график ниже в тексте). Движение резкое и контрастирует с поведением других сырьевых валют. Если позавчера во время японских интервенций можно было сказать, что рубль снижается к доллару вместе с норвежской кроней или бразильским реалом (см. график далее в тексте), то вчера и сегодня рубль падает вопреки росту сырьевых валют. К примеру, австралийский доллар вчера показал новый максимум к доллару после кризиса, а бразильский реал близок к нему.

Большая волатильность курса валют – это то, к чему россияне должны привыкнуть. Раньше рубль жестко контролировался Центробанком, поскольку у него это была первичная операционная цель. Инфляция, уровень выпуска и безработица наши монетарные власти практически не беспокоили. Но политика начинает меняться и согласно «несовместимой троице», для таргетирования инфляции властям придется в большей мере оставить попытки контролировать валютный рынок. Проблема в том, что валютные интервенции силами Центробанка вносят постоянные возмущения в величину предложения рублей, делая невозможным проведение адекватной монетарной политики (это также причина, почему произошел отказ от золотообменного стандарта). Справа приведен график волатильности (среднеквадратического отклонения, окно 10 недель, в годовом выражении). Перемена поведения очевидна. Правда, следует указать, что волатильность многих валютных курсов к доллару стала выше, чем была до кризиса.

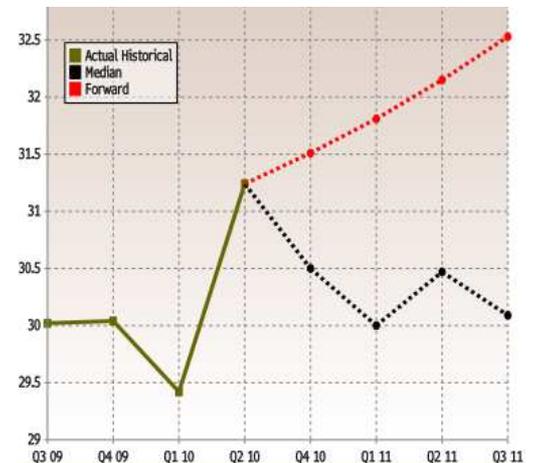
В комментариях с валютных торгов ММВБ есть сообщения, что Центробанк в последнее время отсутствует, так что рынок предоставлен сам себе. Во вчерашнем росте мы склонны винить отчасти и вчерашнюю статью в «Ведомостях», где говорилось о «неизбежности девальвации», а также «переоцененности рубля». Рассуждения о переоцененности являются пустыми, если не дается расчетов «внутренней стоимости» рубля. К сожалению, теория паритета покупательной способности, способная дать такую оценку не работает в краткосрочном периоде. Она схожа, по сути, с оценкой внутренней стоимости акций, для исправления

## Рынки накануне:



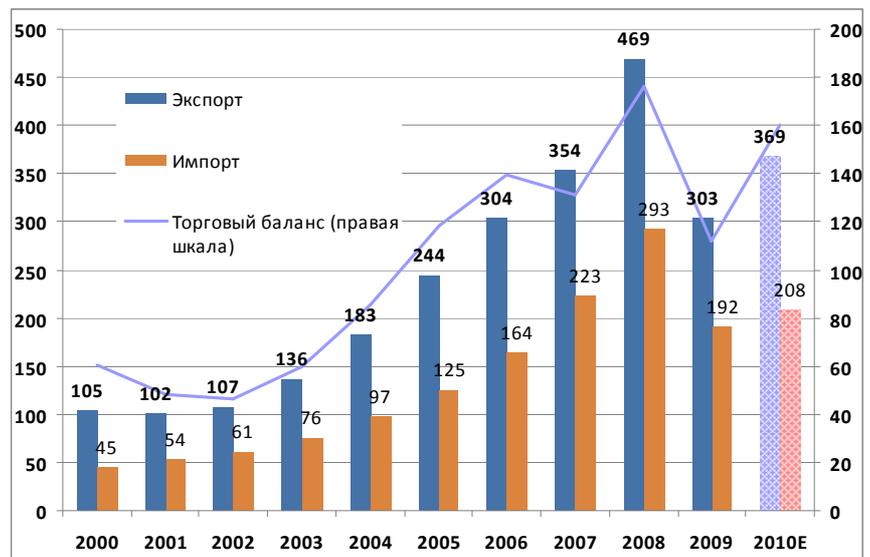
неправильной цены (рыночной «неэффективности») может потребоваться много лет. Поэтому, мы склонны видеть в движении лишь очередной приступ движения капиталов. На рынок могут влиять разовые сделки. Чисто гипотетически, предположим, что Д. Рыболовлев получил в оплату рубли за продажу доли в «Уралкалии» и конвертирует их в доллары, чтобы вывести в Швейцарию (кроме активов, он должен был получить порядка \$4 млрд. наличных). Или, консорциум покупателей, получив рублевый кредит, конвертирует его, чтобы расплатиться в долларах. Мы осознаем, что это все выглядит натянуто и не в коем случае не настаиваем, это иллюстрация. Это может быть «Русал», «АФК Система» или другие крупные заемщики, рефинансирующийся в рублях по снижающимся ставкам и отдающие валютные кредиты. Так, в «Коммерсанте», пишут, что это может быть «ЛУКОЙЛ» или Батурина. Крупные разовые сделки способны вызывать движения на рынке. Временные перекосы спроса и предложения существуют на любом финансовом рынке, поэтому они и не стоят на месте, а правды мы не узнаем. К покупателю долларов могли присоединиться отечественные спекулянты, и возник подобный забег.

Раньше, когда Центробанк жестко контролировал валютный рынок, мог компенсировать перекося, таргетируя свою бивалютную корзину. Теперь это сделать некому, падение рубля пока не выглядит достаточным, чтобы против него начали играть среднесрочные валютные трейдеры (если они вообще есть в рубле). Центробанк, начиная с февраля 2009 года, играет только в одну сторону – на ослабление рубля (что вызывает резонный вопрос – зачем он так сильно сопротивлялся его ослаблению с сентября 2008 по январь 2009 года).



В любом случае, мы пока не готовы присоединяться к паническим рассуждениям о неизбежности снижения рубля. Аналитики, опрошенные Bloomberg, видят курс в районе 30 руб./\$ на следующий год (см. справа, форвардная кривая имеет положительный наклон и объясняется паритетом ставок, нежели ожиданиями). Наш прогноз также относительно нейтрален – мы ожидаем курса в районе 30, коль скоро наш прогноз на укрепление не оправдался (мы полагали, что ЦБ раньше начнет следовать своим декларациям по таргетированию инфляции и прекратит интервенции, оказалось – пока нет).

На сторону укрепления рубля играет большой перекося платежного баланса, в страну по-прежнему притекает много валюты. Чтобы курс оставался на месте, приток валюты должен компенсироваться оттоком по линии счета капитала. Либо частного, либо Центробанка. Последний уже скупил \$50 млрд. после девальвации. Остается одно большое неизвестное – валютный долг частного сектора составляющий \$415 млрд. (на 1 июля 2010 года). Напомним, что этот долг до кризиса составлял \$500 млрд. В октябре 2008 это было \$300 млрд. от корпораций и \$200 млрд. – банки. Первыми начали отдавать валютные долги банки, поскольку получили другой источник валютных пассивов – вклады от бизнеса, от населения, ринувшегося в валюту.



После кризиса общий спрос на кредиты сильно иссяк, на валютные в большей мере из-за их рискованности. Из-за падения процентных ставок по рублевым ресурсам, их доступность возросла и, возможно, произошло переключение на них. Если некто покупает валюту, чтобы вернуть валютный долг, это выглядит как отток капитала, и толкает рубль вниз. Остающаяся величина валютных кредитов частного сектора в \$412 млрд. выглядит объемной (и сопоставимой с валютными резервами ЦБ РФ в \$475 млрд.) Дальнейшее поведение рыночных агентов, их желание взять или отдать валютный долг может сильно влиять на курс.

Все это делает прогнозы рубля очень условными. Раньше мы полагали, что капитал может начать приходить в Россию, что вызвало бы укрепление рубля. Но этого так и не случилось, отток продолжается. Это не означает, что рубль обречен, а показывает, что предсказания на финансовых рынках сбываются лишь по редкому случаю. На то они и рынки, чтобы не было предсказуемости. Отсюда вывод – копить нужно в тех валютах, в которых предполагаются траты, это избавит от неожиданностей любого рода.

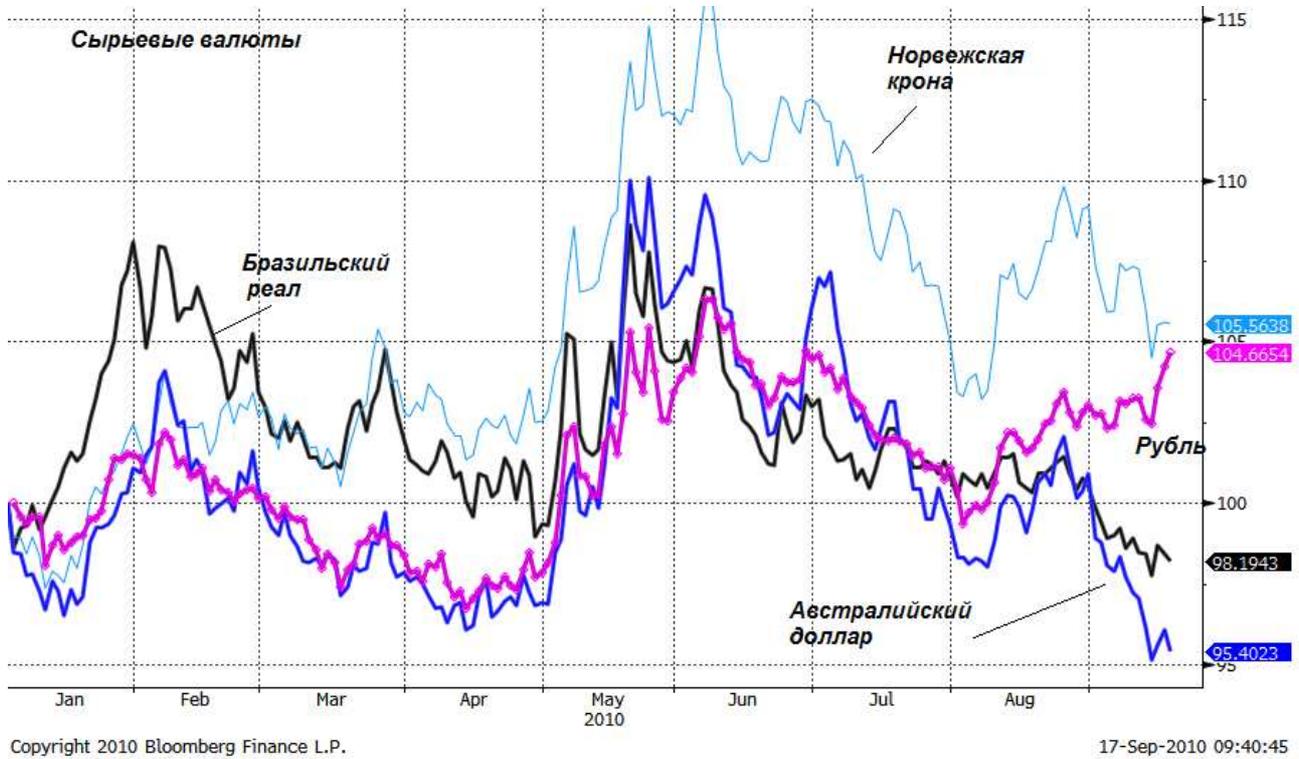
## Вкратце:

- Минэкономразвития не исключает введение экспортных пошлин на калийные удобрения, начиная с 2011 года. По словам представителя ведомства, решение будет зависеть от ценовой конъюнктуры на рынке в третьем квартале 2010 года, причем не исключено, что ставка налога будет привязана к мировым ценам. Как пишет «РБК Daily», ставка может составить 5% при цене на хлористый калий выше \$500 за тонну. Для сравнения, сейчас российские компании экспортируют его по \$405-420 за тонну. На наш взгляд, вероятность того, что экспорт калия начнут облагать налогами достаточно высокая.
- Также с ноября этого года может быть введена 10%-ая экспортная пошлина на никель и медь. А с декабря 2010 года размер ставки будет привязываться к мировым котировкам на металлы. Так, по информации «Ведомостей», при цене тонны никеля в \$12-15 тыс. ставка составит 5%, при \$15-20 тыс. - \$750+15%, а если цена никеля превысит \$20 тыс. за тонну - \$1500 + 30%.
- Международные резервы Центробанка за неделю снизились на \$1,6 млрд. до \$475,7 млрд. Сокращение резервов связано с переоценкой евро и фунта.
- «АвтоВАЗ» утвердил новый производственный план на 2011 год, согласно которому объем производства автомобилей по сравнению с 2010 годом вырастет на 22% до 699 тыс. Ранее завод планировал выпуск на уровне 465 тыс. автомобилей. Пересмотр планов связан с тем, что правительство продлило программу автоутилизации. При заявленных планах «АвтоВАЗ» может заработать 200-220 млрд. рублей выручки и выйти на положительную прибыль до 6-7 млрд. рублей. Однако планы автозавода могут оказаться чересчур оптимистичными, так как число автомобилей, попадающих под программу автоутилизации, сокращается.
- «ММК» по итогам первого полугодия увеличил выручку почти в два раза до \$3,8 млрд. Чистая прибыль компании составила \$147 млн. против убытка в \$73 млн. в первом полугодии 2009 года.
- По расчетам Fitch, доля проблемных кредитов в банковской системе составляет 25%. К проблемным активам агентство относит ссуды, просроченные на срок более 90 дней, кредиты, выведенные за баланс (SPV, ЗПИФы, коллекторы), а также пролонгированные ссуды (их доля около 11%).
- «ЛУКОЙЛ» может получить льготы по экспортным пошлинам на два каспийских месторождения: им. Ю. Корчагина и им. В. Филановского. Однако пошлины будут не нулевыми, как ожидала компания, а сниженными (45% от превышения цены в \$50 за баррель). Льготы, скорее всего, заработают со следующего года и будут действовать до выхода проектов на окупаемость. По некоторым оценкам, до 2018 года «ЛУКОЙЛ» на льготах сэкономит \$3-4 млрд.

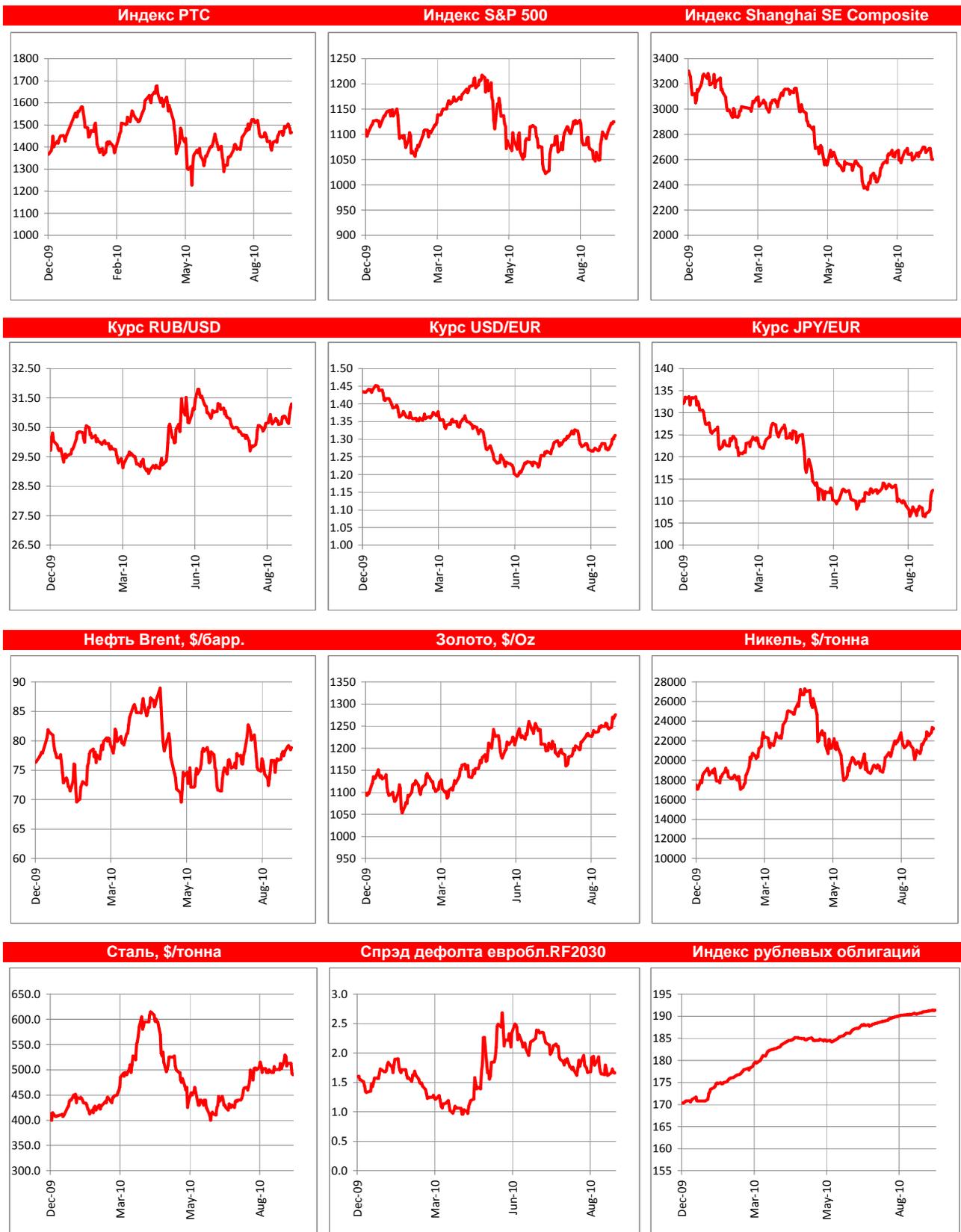
## Местное:

- УФАС по Пермскому краю посчитало, что «Виват» нарушил антимонопольное законодательство, создав для поставщиков товара невыгодные условия. Ранее аналогичные нарушения были выявлены и у «Семьи», «Пятерочки» и «Нормана».
- Аукцион по продаже права аренды земельного участка на Кислотных дачах площадью 15 тыс. кв. метров признан несостоявшимся. Начальная цена за участок была установлена в размере 8,2 млн. рублей (54,5 тыс. рублей за сотку), целевое назначение – зона оптовой торговли, открытых рынков.
- «РИАЛ» намерен построить два торговых центра районного значения в м/р Парковый и по ул. Светлогорская. По словам представителя компании, точных сроков строительства пока нет и все будет зависеть от договоренностей с потенциальными арендаторами.
- Судебные приставы по долгам арестовали теплоходы «Тарас Бульба» и «Екатерина Великая» принадлежащие ООО «Судоходная компания «Урал». Как пишет «Коммерсант», задолженность судоходной компании превышает 100 млн. рублей. Сейчас судебные приставы намерены выставить арестованные суда на торги.

## Напоследок:



# 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.