

# Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 15 сентября 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.292	4.7%
РусГидро	1.091	4.0%
Аэрофлот	38.88	3.6%
Новатэк ао	126.5	2.4%
Сургнфгз	27.21	2.3%
УралСвИ-ао	0.707	2.2%
Сургнфгз-п	11.92	1.6%
Система ао	15.48	1.5%
ПолусЗолот	1393	1.2%
МТС-ао	207	0.8%
РБК ИС-ао	38.28	0.7%
Трансф ап	21830	0.5%
Сбербанк-п	37.2	0.3%
Роснефть	212.8	0.0%
Газпрнефть	121.1	-0.1%
Ростел -ао	159.3	-0.1%
ММК	21.97	-0.2%
ВТБ ао	0.047	-0.2%
Татнфт Зап	44.8	-0.2%
ГМКНорНик	3414	-0.3%
Сбербанк	58.91	-0.4%
ОГК-5 ао	1.427	-0.5%
ОГК-3 ао	1.566	-0.6%
ЛУКОЙЛ	1653	-0.7%
СевСт-ао	219.2	-0.9%
Магнит ао	1678	-0.9%
ГАЗПРОМ ао	172.3	-1.1%
Татнфт Зао	127.6	-1.3%
Уркалий-ао	116	-1.8%
Ростел -ап	49.04	-1.9%

Ралли на рынке акций продолжается. В начале дня была попытка скорректироваться вниз на понижительной динамике нефти и мировых фондовых рынков. Однако к вечеру этот провал был выкуплен, так, что индекс ММВБ закрылся в нуле. В итоге акции остаются вблизи посткризисных максимумов. Рост в России во второй половине дня не был изолирован, в это время начали расти акции других стран. Американские акции немного прибавили ночью, выйдя на новые максимумы за 11 месяцев.

Выделяются акции «ФСК» и «Русгидро», хотя особенных причин для этого не видно. Есть попытки объяснить рост грядущими допэмиссиями в обеих компаниях. Планы правительства по вливанию в капитал известны давно и вряд ли это следует считать основным фактором. Акции «Русгидро» после аварии на СШГ были явно не в фаворе у инвесторов и сильно отстали от общерыночного движения. Поэтому покупки в «Русгидро» могут идти от тех, кто ищет дешевизны и ловит на «дне».

Сегодня – знаменательный день. **15-го сентября** прошлого года мировые финансовые рынки начали впадать в ступор после краха «Lehman Brothers» и начался полномасштабный финансовый кризис, превратившийся в кризис реального сектора. Как сейчас известно, проблемы с несостоятельностью банка стали известны в четверг 11 сентября. Именно с этой даты Казначейство США и ФРС озаботились тем, что делать с проблемным инвестбанком. Попытки найти спасателей продолжались до выходных, но

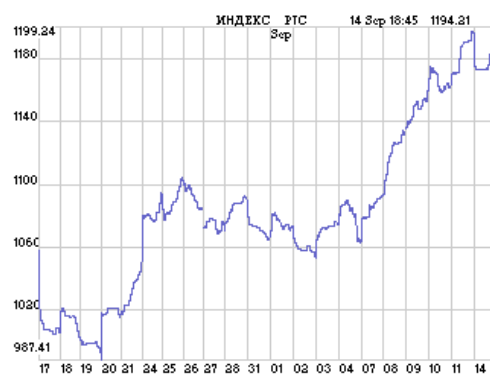
никто из частных банков не смог найти в себе силы взять на себя проблемный банк. Дыра в балансе «Lehman Brothers» оценивалась в \$30 млрд. и частный капитал отказывался взвалить на себя эту ношу. Казначейство США по непонятным причинам, отказалось выделять подобные деньги (конечно, всегда можно сослаться на бюджет и необходимость одобрения Конгрессом). Бен Бернанке сейчас объясняет невмешательство ФРС тем, что не имеет полномочий выдавать необеспеченные займы. Очевидно, власти США сейчас жалеют о том, что не вмешались, несмотря на то, что целый год до этого спасали финансовые институты, начиная от «Bear Sterns» заканчивая «AIG» на основании тезисов «too big to fail» и «too interconnected to fail».

Тогда было решено дать обанкротиться банку «Lehman Brothers» и он объявил об этом 14 сентября, в воскресенье, а с понедельника на рынках начался «кредитный ад». Власти США получали предупреждения от самого банка, что последствия будут крайне неприятными (сейчас цитируется презентация от «Lehman»), но похоже, не ожидалось, что проблемы будут настолько жесткими. Власти США решили сосредоточиться на смягчении последствий, чем на предотвращении проблемы.

Многие источники сейчас, в годовщину краха «Lehman», описывают, как начался массовый отток из фондов денежного рынка, как высох рынок коммерческих бумаг. Возникло подозрение «кто следующий», так что финансовая система США перестала работать. Потери от краха «Lehman Brothers» стали ощущаться в разных частях мира, начиная от Гонконга, заканчивая Великобританией, так что проблема стала глобальной. Все это создало мощный шок для реальных рынков, запустив спираль спада в большинстве стран мира. Начались движения валют, обвалились товарные рынки и начался кризис.

Рядом мы приводим график изменения спреда LIBOR к процентным свопам на ставку федеральных фондов. Сейчас, ровно через год можно сказать, что проблемы

Рынки накануне:



банковского рынка полностью закончились. Текущий спрэд составляет 10 б.п, что примерно равно тому, что было до начала финансовых пертурбаций в августе 2007 года, не говоря о крахе «Lehman». Однако, ситуация на реальных рынках далека от завершения.

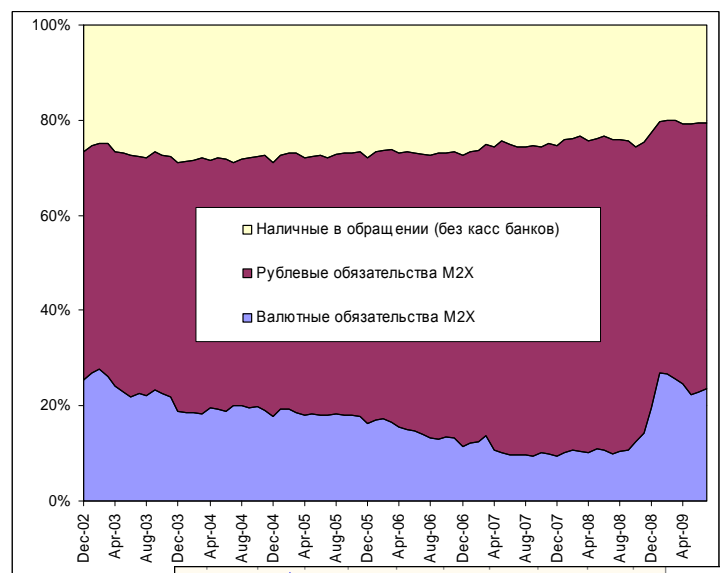
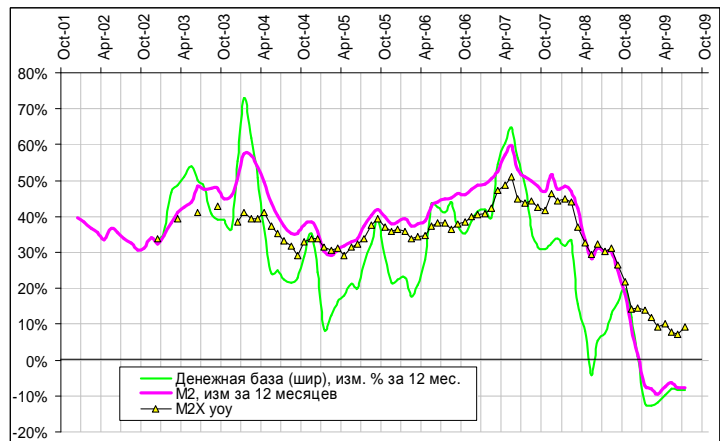
Так, что же случилось год назад? Тезисно мы представляем ситуацию так: 1) Произошел типичный банковский кризис, которые не раз встречались в истории. Особенность ситуации заключалась в том, что кризис случился не совсем в традиционных банках, а «теневой банковской системе». 2) Учитывая влияние американской финансовой системы на мир, глобализованность рынка финансов, это сказалось на всей мировой экономике. 3) Проблемы в банковской среде сейчас купированы и следует ожидать положительной реакции реальных рынков.

Такое объяснение отличается от того, что можно сейчас услышать. Мы не раз сталкивались с заявлениями, что «парадигма экономического роста сломалась». Есть заявления, что «Америка росла в долг». Есть ссылки, что структура экономики какая-то не такая, и теперь мировой экономике «не на чем расти». Мы категорически не согласны с подобными заявлениями. Экономические проблемы были вызваны банковским шоком, который не раз случался в истории человечества. Монетарные власти и правительства научились решать проблемы банков, а верхний график показывает, что они уже решены. В итоге, мы ожидаем возобновления экономического роста, который совсем не обязательно будет анемичным. Есть все шансы на то, что восстановление будет V-образным.

**Российская ситуация**, к сожалению, отличается от общемировой. Политика стабильного рубля заставила ЦБ урезать денежное предложение, которое резко высушило внутренний кредит в России. Справа на графике приведены изменения уоу денежной базы в широком определении и денежной массы (M2). Денежная масса, напомним, представляет собой рублевые депозиты банков плюс наличные рубли в обращении. Количество их заметно уменьшилось, а учитывая текущую инфляцию в 11.9%, в реальном выражении предложение рублей исчезло еще больше.

ЦБ РФ рассчитывает т.н. денежную массу в широком определении (агрегат M2X), которая также включает в себя инвалютные депозиты банков. Справа представлена процентная разбивка этого агрегата. В прошлые годы доля валютных депозитов банков сокращалась, и это была «дедолларизация». В ходе бегства в валюту осени-января доля долларовых депозитов резко выросла. Но нестабильность курса рубля не позволяет в полной мере задействовать валютные источники, тогда как рублевые ресурсы остаются в дефиците.

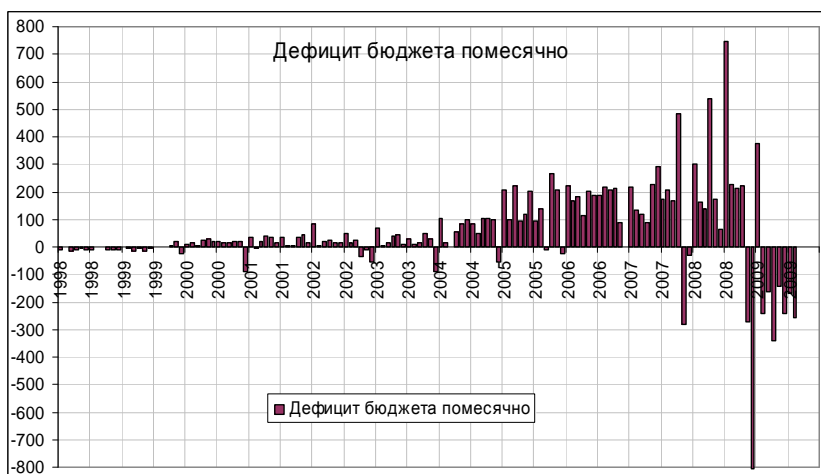
Вчера Центробанк понизил ставку рефинансирования до 10.5% на 0.25%. Несмотря на то, что в России ставка рефинансирования носит скорее декоративный характер (под нее трудно рефинансироваться), этот шаг ЦБ отражает реальное изменение денежной политики, которая становится менее рестриктивной. Справа мы показываем, как изменяются ставки на межбанковском рынке. Так, ставка Мосспрайм на 1 месяц понизилась ниже ставки рефинансирования и уровня в 10% где-то в районе мая. Май-июнь – это месяцы когда российская



экономика перестала обвально снижаться и перешла к траектории роста. Мы уверены, что резкая отрицательная динамика ВВП РФ в 1-м полугодии была вызвана кредитным сжатием, которое устроил ЦБ РФ в рамках борьбы за курс рубля.

Сейчас политика ЦБ изменилась. «Ведомости» сегодня описывают новый механизм, который введен ЦБ по регулированию курса. До сих пор ЦБ ориентируется на бивалютную корзину, однако границы ее установлены крайне широко - от 26 до 41 руб., при том, что текущее значение корзины находится на уровне 37.2. Также у ЦБ есть более узкие границы, когда дилеры вмешиваются в торги и совершают валютные интервенции. Но, в отличие от осени, как только величина интервенций превышает \$0.7 млрд. (сравните с продажами сентября-января в \$209 млрд.), ЦБ перестает оборонять этот уровень и переставляет котировку на 5 копеек по корзине (что примерно равно 5 коп. по курсу рубля к доллару или евро). Таким образом, сейчас ситуация сильно изменилась и ЦБ не собирается оборонять рубль. А все это дает возможность ослабить денежную политику.

Справа приведен график дефицита бюджета РФ показывающий, что в последние месяцы правительство тратит примерно на 200-300 млрд. рублей больше, чем получает доходов. Эти деньги берутся из «стабфондов», и автоматически увеличивают денежное предложение. В результате, к концу года денежная политика в России должна стать вполне мягкой, что будет положительно влиять на экономический рост. Кредит станет вполне доступным, а ставки продолжают падать. Жаль, что это делается очень медленно, но это позволит российской экономике окончательно выйти из ямы.



## Вкратце:

- ЦБ РФ вчера сообщил, что ожидает повышенной волатильности курса рубля, как следствие волатильности цен на нефть. Скорее всего, таким заявлением ЦБ РФ дает понять, что не будет осуществлять интервенции на валютном рынке, сглаживая небольшие колебания курса рубля.
- СМИ сообщают, что алюминиевый гигант «РусАл» может разместить 10-20% своих акций на Гонконгской фондовой бирже к концу этого года. Сама компания опровергает эту информацию. Заметим, что на фоне высокого спроса на сырьевые активы со стороны китайских и гонконгских инвесторов, размещение в Гонконге сулит быть успешным, тем более, что как показала практика, они готовы платить завышенную цену за сырьевые активы.
- «Роснефть» на период до 2020 года закладывает в свои бюджеты цену нефти в \$60 за баррель. По словам С. Богданчикова, они «не будут против, если она превысит этот рубеж», но свои капвложения рассчитывают исходя из цифры в \$60 за баррель. Мы считаем, что прогноз «Роснефти» достаточно консервативен и считаем, что в перспективе нескольких лет стоимость барреля нефти может превысить отметку в \$100 за баррель. Даже сейчас, когда мировая экономика только начинает демонстрировать первые признаки оживления, цены на нефть уверенно держаться выше отметки в \$60 за баррель.
- В начале года московские застройщики и девелоперы прогнозировали, что осенью цены на недвижимость начнут расти. В качестве основной причины они называли возможный дефицит из-за падения объемов строительства. Однако этого не случилось: вместо того, чтобы расти, цены снижаются. Эксперты по столичной недвижимости считают, что идея дефицита является надуманной. Из-за кризиса спрос на недвижимость упал в разы, в то время как предложение по самым пессимистичным прогнозам, вряд ли упадет больше, чем вдвое. Кроме того, не стоит забывать и про квартиры, которые покупались в инвестиционных целях. По прогнозам одного из членов совета Российского союза строителей, до конца года цены на жилье в Москве могут упасть до 60-70 тыс. руб. за метр, а в Подмосковье - до 30-35 тыс. руб.

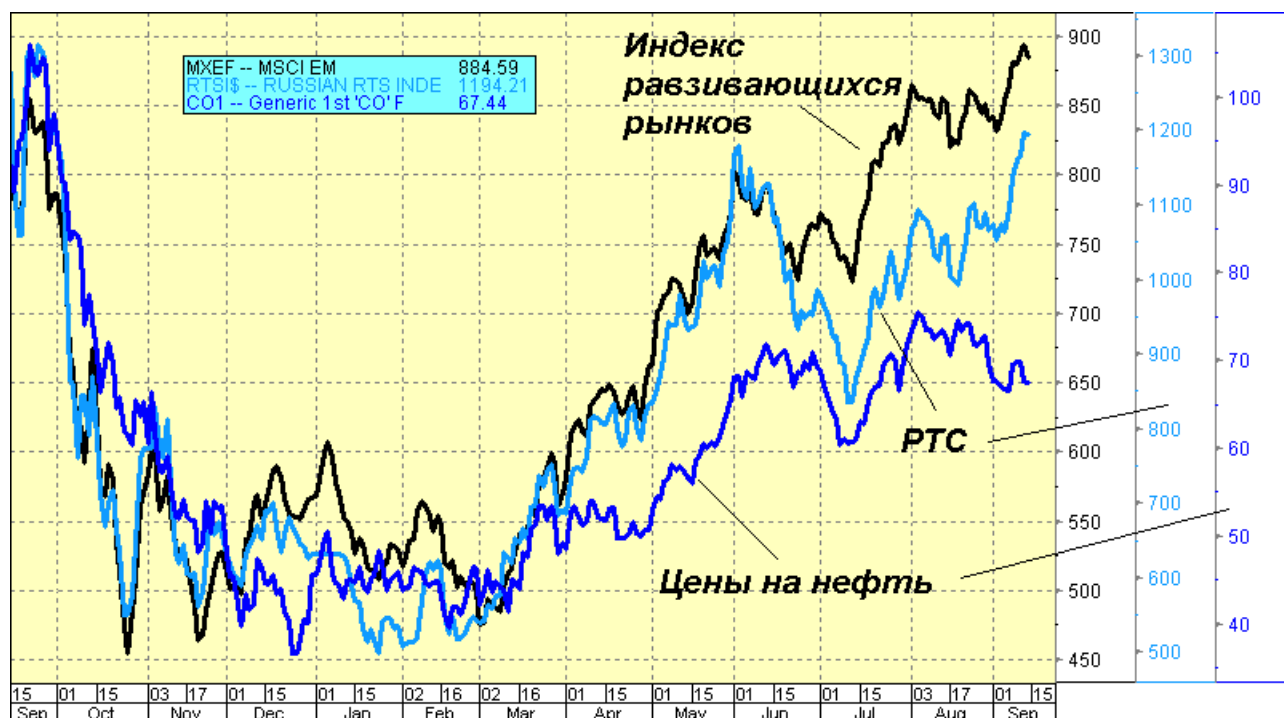
## Местное:

- По данным ЦБ РФ во втором квартале чистая продажа валюты населением Пермского края составило \$12,1 млн. против чистой покупки в \$90,97 млн. в первом квартале. Пик покупок пришелся на четвертый квартал 2008 года, когда чистая покупка составила более \$301 млн. Всего за второй квартал 2009 года оборот по валюте (покупка+продажа) составил \$141,74 млн.
- ФАС разрешила «Метафраксу» приобрести 6,21% регистратора «Интрако». После этой сделки «Метафраксу» будет принадлежать 25,69% акций регистратора. Покупка носит формальный характер, так как ранее «Метафракс» контролировал 25,69% акций «Интрако», однако из-за законодательных ограничений был вынужден перевести часть акций в другие структуры.
- Чистая прибыль «Уралкалия» по итогам первого полугодия 2009 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года сократилась в 3,1 раза до \$137,2 млн., оказавшись выше прогнозов. Выручка компании составила \$422,9, что в 2,1 раза ниже прошлогодних результатов. Ухудшение финансовых показателей связано со снижением добычи удобрений в 2,3 раза до 1,135 млн.т.

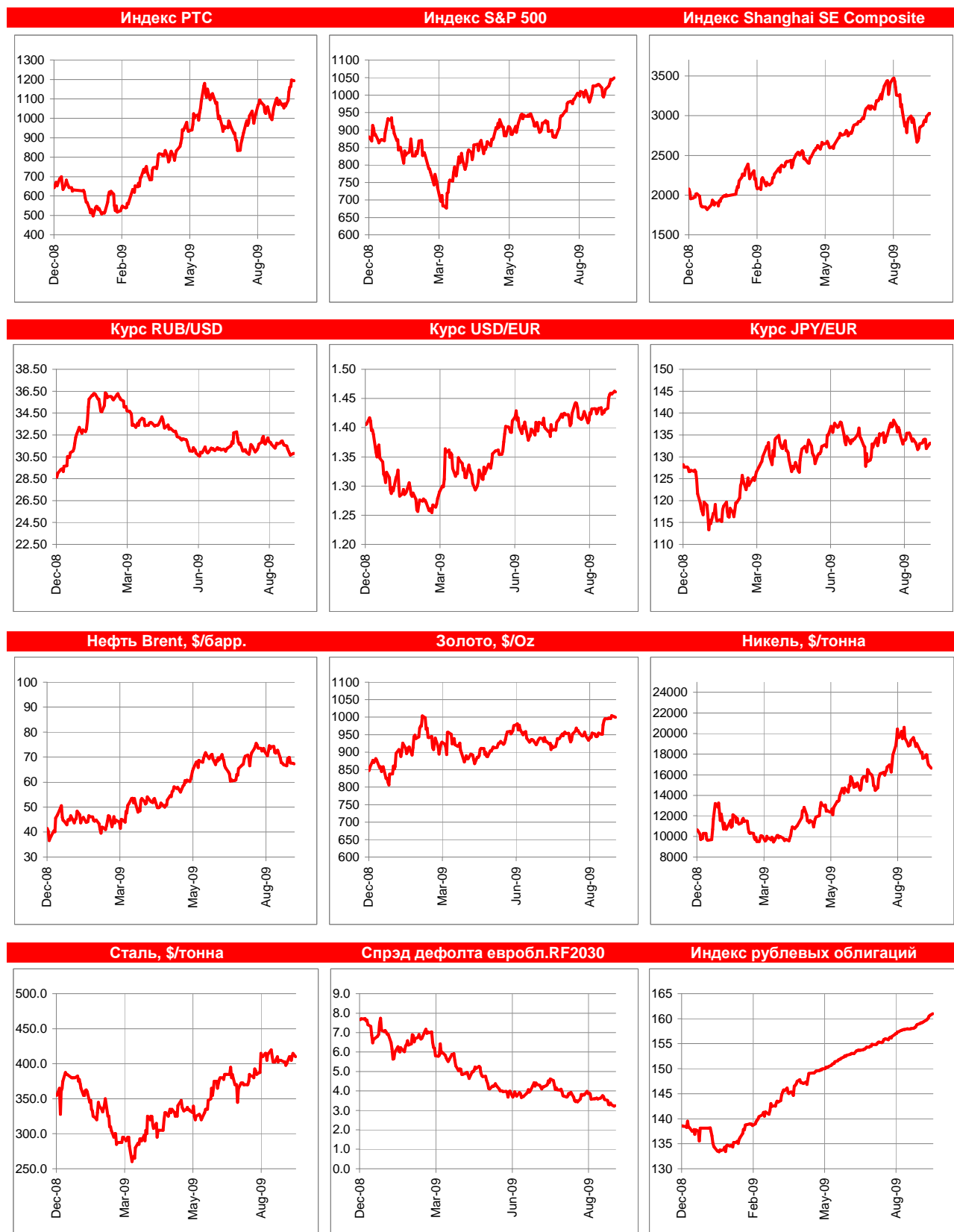
Также компания сообщила, что намерена потратить \$23 млн. на покупку корпоративного самолета Airbus, который будет построен в 2011 году. Мы считаем, что на фоне новых претензий со стороны «ТГК-9» и ФНС на сумму в \$96,3 млн. и \$18,4 млн. соответственно, покупка самолета – не самый лучший способ потратить средства.

## Напоследок:

Сравнительная динамика нефти, РТС и развивающихся рынков за 12 месяцев, со времени краха Lehman Broz.



## 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.