

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 18 июня 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РБК ИС-ао	35.38	17.7%
Транснф ап	20301	9.6%
Аэрофлот	36.11	1.7%
Ростел -ао	200	1.4%
Магнит ао	1163	-0.1%
МТС-ао	179	-0.1%
ОГК-5 ао	1.372	-0.2%
Сурнфгз-п	9.85	-0.5%
Сбербанк-п	26.73	-0.8%
Сурнфгз	23.6	-0.9%
ПолюсЗолот	1364	-1.1%
Газпрнефть	103.1	-1.9%
РусГидро	1.25	-1.9%
Ростел -ап	44.91	-1.9%
ВТБ ао	0.038	-2.8%
ЛУКОЙЛ	1514	-3.0%
Сбербанк	43	-3.1%
ММК	14.5	-3.2%
СевСт-ао	163.4	-3.3%
Татнфт Зап	41.5	-3.4%
ФСК ЕЭС ао	0.281	-3.8%
Роснефть	181	-4.5%
Система ао	12.44	-4.6%
Татнфт Зао	114.9	-4.7%
УралСвиИ-ао	0.505	-4.9%
ГМКНорник	3032	-6.5%
Новатэк ао	127.5	-6.6%
ГАЗПРОМ ао	162.3	-6.9%
Уркалий-ао	102.2	-9.3%
ОГК-3 ао	1.699	-9.8%

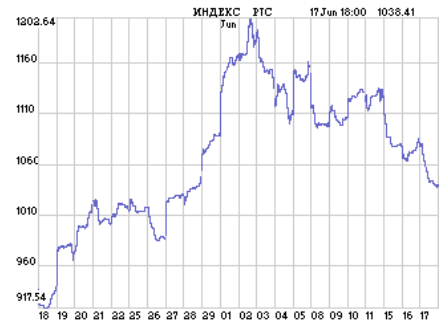
Индекс РТС упал на 4%, примерно настолько же вчера упали фондовые рынки Греции, Австрии и Норвегии и некоторых других стран. Индексы Западной Европы упали на 2%, но в этом есть определенная логика: во время летнее-осеннего спада акции в России обвалились с максимумов в 5 раз, а Европа примерно в 2 раза. Российские акции более волатильны в обе стороны – они падают быстрее и растут тоже быстрее. Так, по темпам роста с начала года индекс РТС (+64%) показывает второй сверху результат после Перу среди 89 суверенных индексов разных стран, отслеживаемых Bloomberg.

Причины провала акций в мире нам не очевидны, объяснения в комментариях сводятся к тому, что рынок был слишком оптимистичен, что экономическое восстановление идет не так быстро как ожидалось и т.п. В отличие от событий осени, вчера провал в большей мере касался акций, но не товарных рынков. Так, цены на нефть остаются на уровне около \$71/баррель, как в Лондоне, так и в Нью-Йорке, валюты не падали по отношению к доллару, йена не росла. Рубль также остается стабильным около отметки в \$31.1/доллар.

Можно сказать, что в на российском фондовом рынке идет первая нормальная коррекция, после трехмесячного ростового ралли. Попытки корректировки бывали и раньше, но каждый раз оказывались неудачными, все провалы «выкупались», но в это раз эта краткосрочная традиция «сломалась». Во время крайне низких цен на фондовом рынке мы считаем, что лучшая стратегия игнорировать коррекции, хотя такое поведение, вероятно, подходит не всем (в большей мере по психологическим причинам). Поскольку акции

крайне дешевы, они должны расти, но известно, что рост на фондовом рынке не бывает линейным, коррекции бывают, это нормальное состояние рынка. Очень велик соблазн поймать коррекцию, на этом можно заработать приличные деньги. Но есть большая проблема – понять, когда началась коррекция можно только по факту, когда рынок уже очень сильно отвалиться от своих максимумов. А когда рынок сильно упал, продавать уже часто не имеет смысла, это может быть убыточно. Очевидно, что продавать лучше перед тем как коррекция наберет ход, вот только для этого надо научиться определять максимумы и минимумы рынка, а этого не умеет делать никто. Так, в ходе роста с февраля рынок акций в России не раз начина довольно резко снижаться и не раз казалось, что коррекция будет. Но те, кто бросались и продавали акции в надежде на провал, зачастую были вынуждены покупать еще дороже, потому, что провалы не удавались. И вот он удался, сейчас кто-то может сказать: «я же говорил!», но эта фраза пуста. Она сродни притче про мальчика кричавшего «волк-волк!». Именно поэтому, инвестор должен выбирать, хочет ли он обрабатывать волны роста рынка или он хочет зарабатывать на направленном движении. Задачи эти часто оказываются взаимоисключающими.

Рынки накануне:



Вчера одним из лидеров снижения оказались акции «Уралкалия». Вчера была волна продаж калийных компаний, так Potash Corp, самый крупный в мире производитель калийных удобрений упал даже сильнее, -10%. А немецкий K+S обвалился на 13%. Эта компания вчера заявила, что ожидает «дальнейшего значительного ухудшения в доходах и прибыли» в этом году, ссылаясь на продолжающийся «экстрординарно слабый спрос» на калийные удобрения. Это крайне удивительно как отрасль за год превратилась из дефицитной в избыточную.

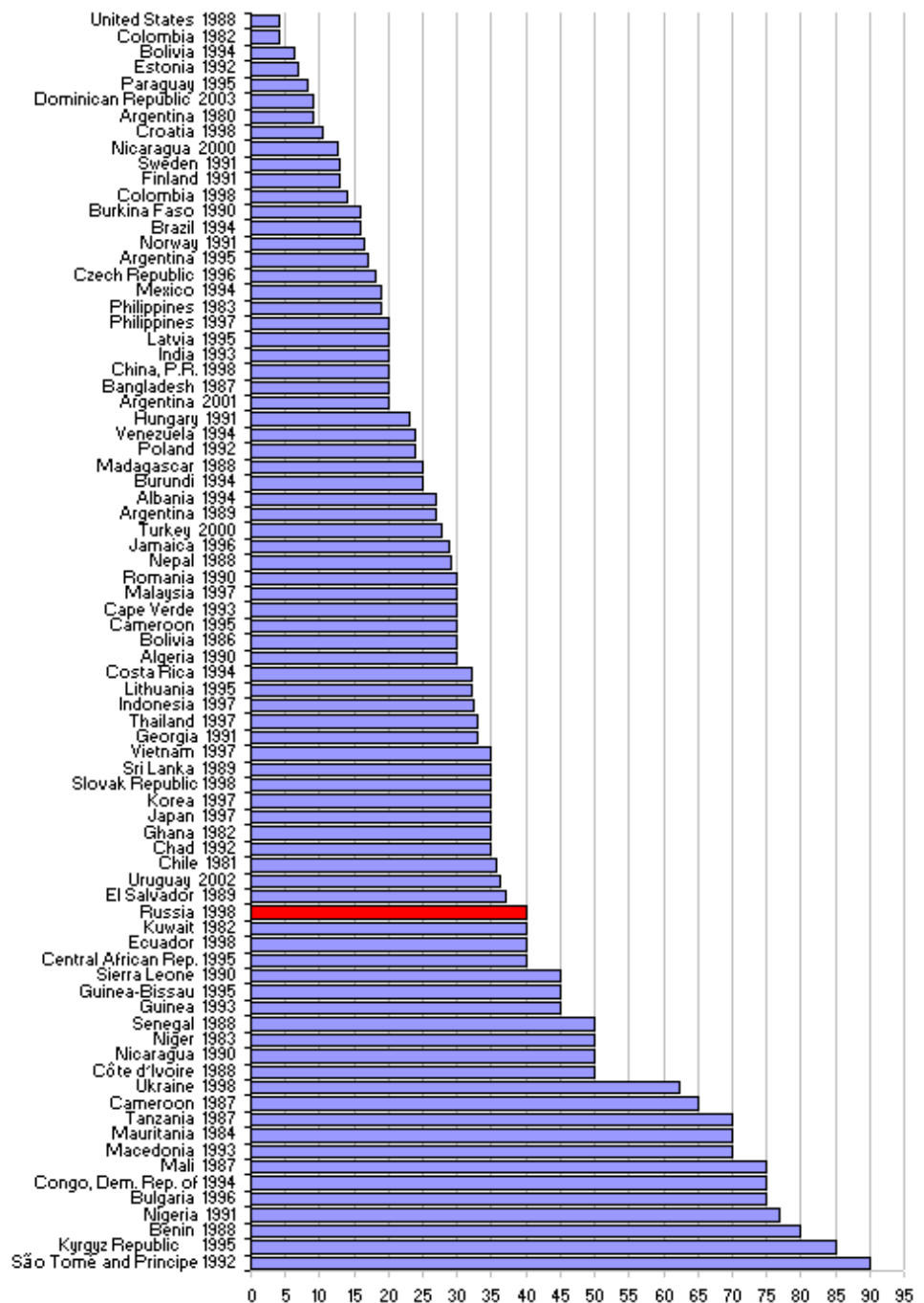
Одной из самых главных проблем сейчас признаются «плохие долги». Сторонники идеи «второй волны» ссылаются именно на них, когда обосновывают сценарий в формате W, есть такие кто ожидают спада в виде «ванны» в формате буквы L (на тексте можно выразить так _/_/). В конце февраля мы писали, что проблема плохих долгов может стать проблемой на пути роста и углубить кризис. Но сейчас мы несколько изменили точку зрения и считаем, что катастрофические сценарии менее вероятны.

Почему вторая волна должна случиться? Якобы, к осени проблема плохих долгов в России станет очевидна, банки уже больше не смогут *прятать* проблему. Тогда банки получат проблему недостаточности капитала, и, во-первых, не смогут наращивать активы (то есть кредитовать), а во-вторых, некоторые из них будут вынуждены избавляться от части активов, снижая рычаг, что может еще дальше снизить стоимость активов (включая залоговые активы, такие как недвижимость). А это как-то должно привести ко второй волне.

И вот тут мы не видим логики. Да у банков плохие долги, но это проблема касается только банков и финансовой системы. Как она может негативно повлиять на реальный сектор?

Банки важны для экономики в части кредита, уменьшение кредита, недоступность, высокие ставки уже оказали глубокое депрессивное воздействие на реальную экономику. Главный вопрос: будут ли банки еще хуже кредитовать экономику РФ, если проблема плохих долгов, которая существует прямо сейчас, будет признана бухгалтерами? Мы полагаем, что нет, ситуация с кредитованием может стать хуже, но вряд ли будет значительно хуже, чем сейчас.

Доля плохих долгов на пике (Share of NPLs at peak (in %)) по данным IMF Financial crisis episodes database 2008



Но сегодня в «Ведомостях» можно найти заметку с заголовком «будет хуже», где написано, что эксперты Standard & Poor's насчитали, что объем проблемных активов российских банков, включая реструктурированные кредиты, может в течение трех лет достичь \$213 млрд.— это 38% от величины кредитного портфеля банков на начало этого год. Оценка в 38% это даже не бухгалтерская величина, которой оперируют чиновники (они говорят про проблемные активы, и называют пороговой цифру в 10%). 38% от S&P включает в себя все долги по номиналу, включая реструктуризированные, тогда как в российских бухгалтерских правилах банков под проблемный долг может попадать только неоплаченный платеж, а реструктуризированные кредиты таковыми не являются. Но зато, цифра в 38% сравнима с базой данных МВФ по кредитам, представленная на графике. Она составлена по неофициальным оценкам и предполагает, что текущий кризис будет сопоставим с тем, что был в 1998 году, когда доля плохих долгов в банковской системе достигла 40%.

Это правда, что в 2008-2009 году банковская система играет куда большую роль в экономике и инвестиционных процессах, чем была в 1998 году. Однако, правительство России вполне осознает проблему и купирует ее негативные проявления. Это означает, что ситуация с банковским кредитованием может не ухудшаться, тем более, что хуже почти некуда.

Резюмируя, есть важная идея: запланированных кризисов не бывает, даже если это «вторая нога» W. Кризисы всегда неожиданны. Если все говорят про вторую волну, то это вызывает большие вопросы.

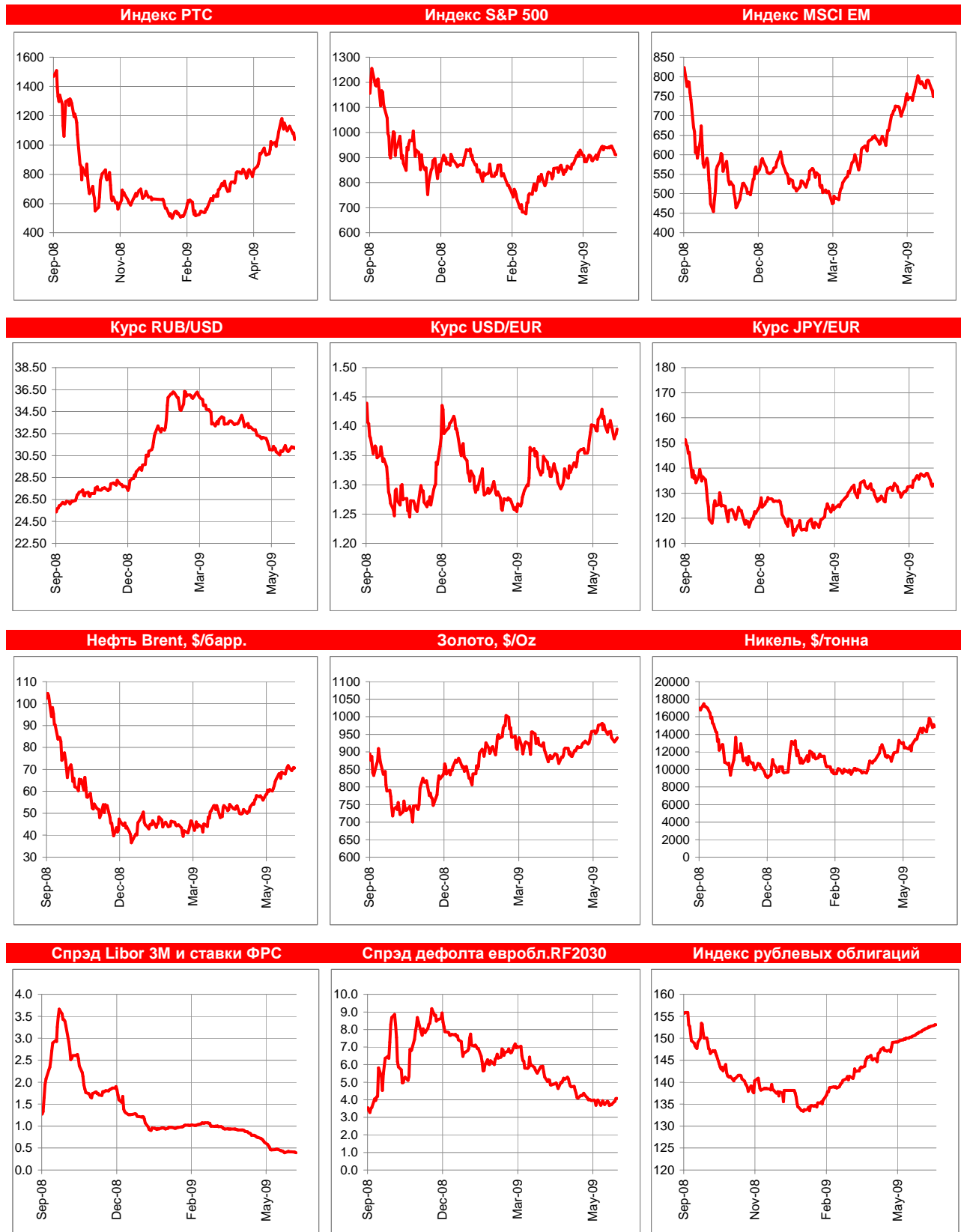
Новости вкратце:

- Минэнерго пришло к выводу, что при текущей системе налогообложения разработка большинства новых нефтяных месторождений нерентабельно. По расчетам ведомства, их 10-ти крупнейших проектов только три позволяют нефтяным компаниям получить отдачу свыше 15% при цене нефти выше \$60-90 за баррель. Сейчас в министерстве разрабатывается новая концепция налогообложения нефтяной отрасли: взамен НДС будет введен налог на дополнительные доходы (сверхдоходы). Пока это находится на уровне идей и концепций и ее реализацию не следует ожидать ранее 2012 года.
Однако налоговая нагрузка в газовой сфере, скорее всего, будет только увеличиваться. Минфин продолжает проталкивать идею повышения НДС на газ, чтобы частично компенсировать дефицит бюджета. «Газпрому» пока удастся противостоять намерениям Минфина, однако мы считаем, что по мере роста внутренних тарифов на газ налоговая нагрузка на газовые компании также будет увеличиваться. Для сравнения НДС на газ составляет менее \$1 за баррель нефтяного эквивалента, а НДС на нефть - \$9,8 (при нефти в \$60 за баррель).
- Газета «Ведомости» со ссылкой на Deutsche Bank пишет, что Carrefour приостановила переговоры о покупке «Седьмого континента» на 45 дней. За это время Carrefour намерен сформировать окончательное решение. Напомним, что вчера были сообщения о том, что Carrefour уже закрывает сделку по покупке «Седьмого континента».
- Рейтинговое агентство Standard & Poor's пересмотрело в сторону понижения рейтинги 11 крупных российских банков. Пересмотр рейтингов агентство объясняет снижением качества активов российских банков. По оценкам аналитиков Standard & Poor's, общий объем проблемных активов в течение трех лет может достичь \$213 млрд., что составляет 38% от кредитного портфеля.
- Газета «Коммерсант» со ссылкой на опросы Merrill Lynch пишет, что в дальнейший спад мировой экономики и во вторую волну кризиса верят только 7% инвесторов. Еще в апреле доля пессимистов была 70%. Отмечается, что доля инвесторов, отдающих предпочтение наличным, упала до 12% с 20% в мае, а предпочтение развивающимся рынкам отдают предпочтение 37% опрошенных.
- ЦБ РФ намерен внести изменения в порядок расчета обязательных нормативов банка, уменьшив коэффициенты риска на отдельные активы, что позволит банкам снизить нагрузку на капитал. В частности, коэффициент риска по ипотечным кредитам снизится с 1 до 0,7, т.е. на 30%.
- Замминистра финансов С. Шаталов вчера заявил, что Минфин выступает за введение налогового вычета в размере до 1 млн. руб. на доходы физлиц, инвестирующих на фондовом рынке. Ввести эту меру предлагается с 1 января 2010 года. Будет ли это распространяться на спекулятивные операции, пока не уточняется.

Местное:

- «Пермский мукомольный завод» направит на дивиденды по привилегированным акциям 5% от чистой прибыли за 2008 год (3,23 млн. руб.). По обыкновенным акциям принято решение не выплачивать дивиденды.
- «Пермэнергосбыт» пытается в судебном порядке взыскать с «Пермского порохового завода» долги за электроэнергию. Суд уже обязал завод выплатить в пользу энергетиков 45 млн. руб. Сейчас в суде находится еще один иск от «Пермэнергосбыта» на 12 млн. руб.

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.