



## Стратегия

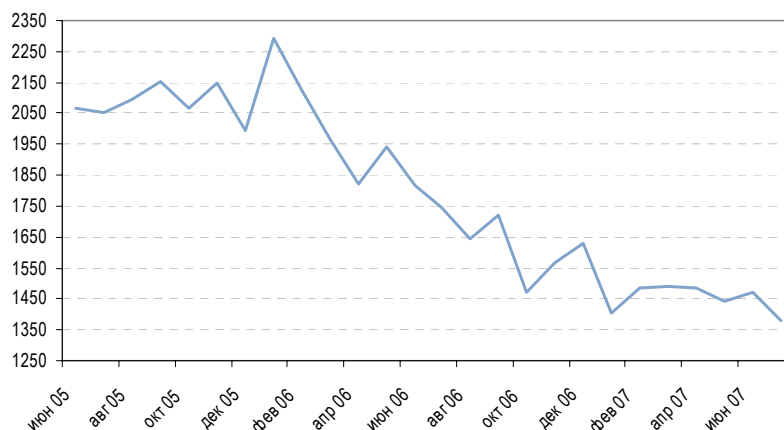
**Решение ФРС – не панацея**

Аналитик: Вадим Анциферов  
Эл. почта: VAnciferov@veles-capital.ru

## Анализ ситуации

За последние полтора года на американском рынке жилья наблюдалась отрицательная коррекция цен на жилые дома, которая в результате привела к существенному снижению их стоимости. Вследствие этого американские потребители, которые в большинстве своем львиную долю покупок осуществляют в кредит, столкнулись с серьезными проблемами, поскольку снижалась стоимость их залога, а значит, и ухудшались условия кредитования, и уменьшалась покупательская способность. Вместе с тем последовало и снижение спроса на жилье, и соответственно падение объемов строительства новых домов. Постепенно масштабы кризиса на рынке жилья разрослись до величины мирового уровня. Сначала резко возросло количество невыплат по ипотечным кредитам. Затем ряд крупнейших компаний и хеджевых фондов, имевших в своем портфеле высоко-рисковые американские облигации, обеспеченные ипотекой, стали нести ощутимые финансовые потери.

Объем новостроек



В числе жертв наступившего обвала оказался ряд европейских, азиатских, австралийских компаний и хеджевых фондов. Пожалуй, самым ярким примером стал один из крупнейших французских банков BNP Paribas, потерявший существенную долю денежных средств своих фондов. BNP Paribas стал первым серьезным и безоговорочным доказательством того, что кризис на рынке ипотечного кредитования затронул не только американский бизнес, но и отразился на финансовых структурах других стран. В свою очередь это повлекло за собой формирование кризиса доверия на мировом кредитном рынке. Ставки межбанковских кредитов в Лондоне (LIBOR) поднялись на многолетние максимумы. Центральным банкам Японии, Еврозоны и Федеральной резервной системе США пришлось делать огромные финансовые вливания для восполнения недостатка ликвидности. Однако все эти действия монетарных властей смогли привести лишь к приостановке падения фондовых рынков. В ситуацию пришлось вмешаться и президенту

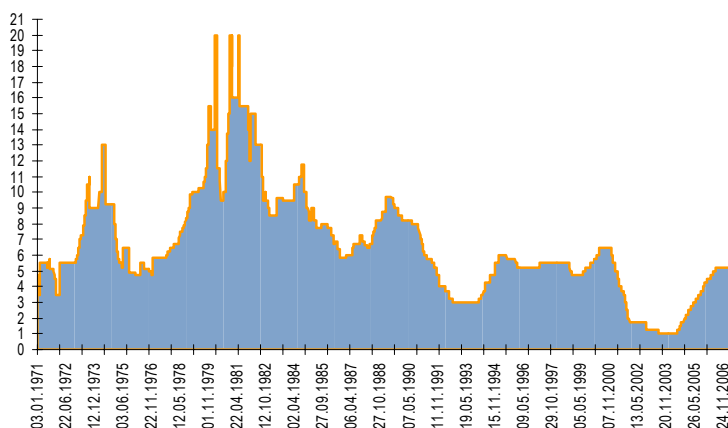
Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2007 г.



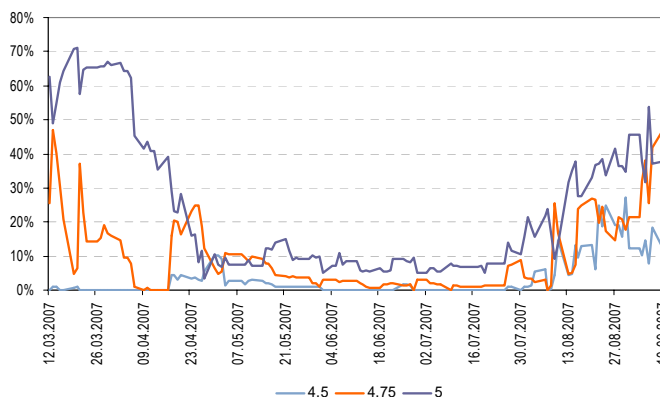
США. Джордж Буш пообещал помочь домовладельцам, оказавшимся неспособными расплатиться по ипотечным кредитам, обязав Федеральное управление жилищного строительства (ФНА) гарантировать их кредиты для возможности рефинансирования займов по более приемлемой ставке. Это облегчило ситуацию, но не окончательно и только для американских граждан, а не финансовых структур. 17 сентября ФРС пришлось пойти на более конкретные меры, комитет по открытым рынкам принял решение о снижении учетной ставки, по которой кредитуются не самые надежные заемщики, с 6,25% до 5,75% годовых, сократив тем самым спред с базовой ставкой на 0,5 п.п. Это решение способствовало охлаждению ситуации на финансовых рынках. Однако свой вклад в улучшении ситуации внесли и ожидания того, что ФРС вслед за учетной ставкой снизит и базовую ставку.

Ставка ФРС, % годовых



История уже знает случай, когда ФРС пришлось идти на такой шаг вопреки инфляционному давлению из-за финансового кризиса. Однако тогда во главе ФРС стоял Алан Гринспен, а сейчас во главе американского Центробанка стоит Бен Бернанке, который в подобной ситуации оказался впервые. До этого момента он зарекомендовал себя как человек не шедший на поводу у прессы и не поддающийся давлению. Тем не менее, из-за ухудшения ситуации на кредитном рынке и замедлении темпов экономического роста, многие инвесторы стали полагать, что базовая ставка будет снижена на ближайшем заседании ФРС. При этом, судя по фьючерсам на процентную ставку, вероятность снижения на 0,5 п.п. оценивается рынком даже выше, чем на 0,25 п.п – 53,2% против 36,4%. При этом 10,4% полагают, что ставка будет снижена на 0,75 п.п – до 4,5%.

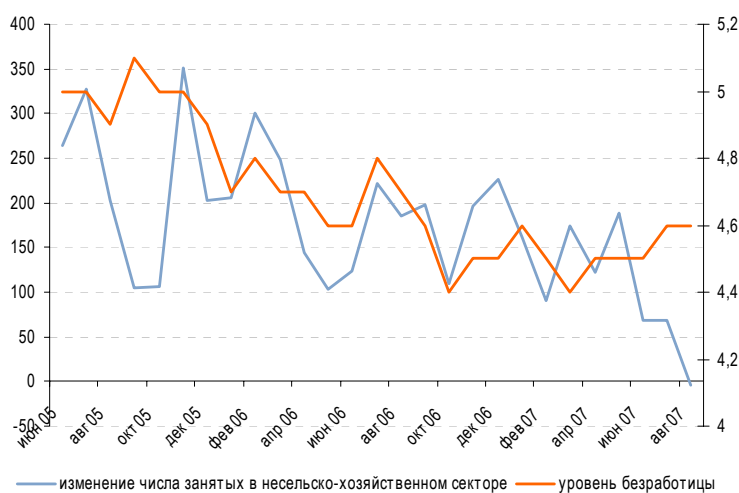
Котировки фьючерсов на ставку ФРС





Помимо трех сценариев снижения, рассматриваемых американским рынком. Возможно еще, что ставка ФРС будет оставлена без изменений по причине того, что инфляционные риски еще сохраняются, а доказательств того, что экономика катится к рецессии, по-прежнему нет. В то же время последние данные с американского рынка труда стали сенсационными, показав впервые за четыре года снижение числа рабочих мест. Считается, что рецессия начинается именно с падения занятости населения, однако для того, чтобы делать выводы на эту тему, необходимо выявить ухудшение ситуации на протяжении нескольких месяцев.

Рынок труда



Европейский Центробанк пошел на встречу экономике еврозоны, остановив цикл повышения базовой ставки. При этом не только активно выдавал кредиты овернайт, но и в 13 сентября выдал млрд на 3 месяца. Федеральная резервная система тоже активно рефинансирует заемщиков. Тем не менее, решиться ли она на изменение денежно-кредитной политики в рамках оказания поддержки экономике остается загадкой.

На наш взгляд, имеют право на жизнь все три сценария развития ситуации. На предстоящем заседании Федеральной резервной системы, комитет по открытым рынкам примет решение либо о снижении базовой ставки на 0,25 п.п. или о понижении на 0,5 п.п. либо о сохранении ее на прежнем уровне.

В качестве причины возможного понижения монетарные власти США, скорее всего, укажут на увеличение рисков перехода экономики к рецессии. Вместе с тем, вероятней всего, будет затронута и тема сохранения кризиса доверия на кредитном рынке. По сути, снижение ставки получится вынужденным, если учесть, что инфляционное давление хоть и снизилось до комфортного уровня, но все же вероятность его увеличения остается достаточно высокой. Тем не менее, чтобы не допустить негативного воздействия на макроэкономическую ситуацию в стране, ФРС может решиться на такой шаг. При этом она вполне может пойти на снижение сразу на 0,5 п.п., чтобы оказать более значительный эффект на финансовый рынок. Вместе с тем, снижение на 0,25 п.п. также выглядит достаточно реальным. Оно не окажет существенного воздействия на фондовые рынки, поскольку уже учтено в ценах. На кредитный рынок влияние будет еще меньше. В тоже время такое решение все же будет носить слегка успокаивающий характер, поскольку это будет означать, что ФРС идет на встречу рынкам и при необходимости сможет повторить этот шаг.

В случае если ФРС примет решение о сохранении базовой ставки на 5,25% годовых, а такое возможно из-за сохранения инфляционного давления, тогда на фондовых рынках во всем мире пройдет достаточно сильная ценовая коррекция, которая затронет и российский рынок. Такое действие будет неизбежно, поскольку снижение ставки уже заложено рынком в цены.



## Что дальше?

В целом, какое бы решение не приняли монетарные власти США нужно понимать, что ставка не панацея для российского финансового рынка. Ведь существенную роль в снижении фондового и долгового рынка, а также осложнении ситуации на российском кредитном рынке сыграли нерезиденты, которые активно выводили свой капитал за пределы России. К решению о выводе капитала их подтолкнул кризис на мировом финансовом рынке, а не изменения базовых ставок. Кроме того, на ситуацию влияет не только ФРС, но и другие Центробанки. В особенности ЕЦБ, который уже пошел на приостановку цикла ужесточения денежно-кредитной политики. Впрочем, как показала практика, это не решило всех проблем на кредитном рынке. Но совершенно очевидно, что ЕЦБ и другие Центробанки, активно рефинансирующие свой банковские сектора в период осложнения в мировой финансовой системе, не допустят дальнейшего ухудшения ситуации. Вместе с тем им пока не удается окончательно вернуть все на свои места и причина этому – время. Оно потребуется на подтверждение того, что мировая экономика не испытает существенных проблем из-за недавних потрясений. Сейчас такой уверенности нет, поскольку макроэкономические данные еще толком не затронули после кризисный период. При этом осень – это окончание финансового года, поэтому очень важными будут и отчетности компаний.

На наш взгляд российская экономика очень сильно защищена в данной ситуации. Об этом же недавно заявило и международное рейтинговое агентство Standard & Poor's, отметив, что Россия одна из самых устойчивых стран среди emerging markets. Кроме того, не стоит забывать, что цены на нефть продолжают оставаться в районе своих исторических максимумов, а это несомненный плюс для России. При этом система рефинансирования в банковской системе работает превосходно, что подтвердил конец августа. Тогда Банк России продемонстрировал, что готов активно рефинансировать российский банковский сектор. Первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев заявил, что во второй половине осени, возможно, возобновление дефицита ликвидности, а спрос на аукционах прямого РЕПО может достигнуть 300-400 млрд руб. Однако он добавил, что это не должно стать проблемой, ЦБ выдаст достаточно денежных средств для поддержания стабильности. При этом ломбардный список бумаг, под которые ЦБ кредитует банки, будет к этому времени значительно расширен, что увеличит глубину рынка.

Иными словами мы полагаем, что независимо от решения ФРС на российском финансовом рынке не произойдет ни существенного падения и значительного роста. При этом в конце ноября – конце декабря мы ожидаем возвращения нерезидентов в рублевые активы, а соответственно рост фондового рынка и восстановление долгового рынка.



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2007 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

**АККУМУЛИРОВАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

**СОКРАЩАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Аналитическое управление

[research@veles-capital.ru](mailto:research@veles-capital.ru)

**Михаил Зак**  
Начальник Управления  
Нефть и газ  
[MZak@veles-capital.ru](mailto:MZak@veles-capital.ru)

**Иван Манаенко**  
Начальник отдела анализа  
долгового рынка  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

**Илья Федотов**  
Телекоммуникации  
[IFedotov@veles-capital.ru](mailto:IFedotov@veles-capital.ru)

**Станислав Фоменко**  
Металлургия, машиностроение  
[SFomenko@veles-capital.ru](mailto:SFomenko@veles-capital.ru)

**Марина Ирки**  
Металлургия, машиностроение  
[MIrkly@veles-capital.ru](mailto:MIrkly@veles-capital.ru)

**Олег Зотиков**  
Энергетика

**Вадим Анциферов**  
Долговой рынок  
[VAnciferov@veles-capital.ru](mailto:VAnciferov@veles-capital.ru)

**Марина Матвиенко**  
Украина  
[MMatvienko@veles-capital.com.ua](mailto:MMatvienko@veles-capital.com.ua)

**Шон Гизатулин**  
Редактор/Переводчик  
[SGizatulin@veles-capital.ru](mailto:SGizatulin@veles-capital.ru)

## Управление фондовых операций

[sales@veles-capital.ru](mailto:sales@veles-capital.ru)

**Юрий Павлов**  
Директор (VIP клиенты)  
[YPavlov@veles-capital.ru](mailto:YPavlov@veles-capital.ru)

**Сергей Ветошкин**  
Корпоративные клиенты  
[SVetoshkin@veles-capital.ru](mailto:SVetoshkin@veles-capital.ru)

**Михаэль Хаазе**  
Глава международных продаж  
[MHaase@veles-capital.ru](mailto:MHaase@veles-capital.ru)

**Екатерина Точилкина**  
Трейдинг  
[ETochilkina@veles-capital.ru](mailto:ETochilkina@veles-capital.ru)

**Александр Таран**  
Трейдинг (Украина)  
[ATaran@veles-capital.com.ua](mailto:ATaran@veles-capital.com.ua)

## Управление стратегических инвестиций

**Андрей Ли**  
Начальник Управления  
[ALee@veles-capital.ru](mailto:ALee@veles-capital.ru)

## Управление доверительных операций

[am@veles-capital.ru](mailto:am@veles-capital.ru)

**Бейшен Исаев**  
Начальник Управления  
[BIsaev@veles-capital.ru](mailto:BIsaev@veles-capital.ru)

**Вадим Лабед**  
Работа с инвесторами  
[VLabeled@veles-capital.ru](mailto:VLabeled@veles-capital.ru)

**Станислав Бродский**  
Инвестиционные продукты  
[SBrodsky@veles-capital.ru](mailto:SBrodsky@veles-capital.ru)