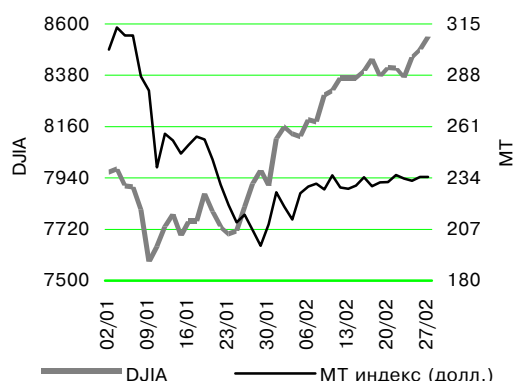


ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

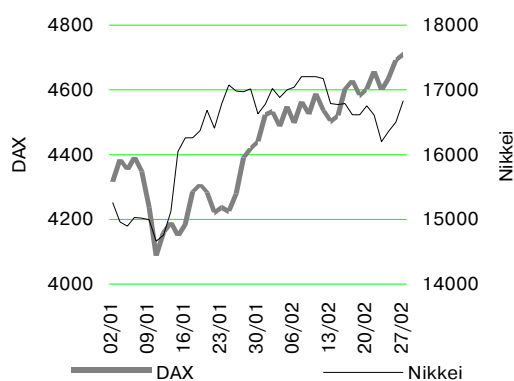
Equity Market

Equity prices continued to fluctuate by 2–3% in February. The equity market was a little inactive. The market's indifference to what was happening around it was explained by the fact that it was mostly domestic operators who supported price levels.

Динамика индексов МТ и DJIA в 1998 г.



Динамика индексов DAX и Nikkei в 1998 г.



Обзор фондового рынка

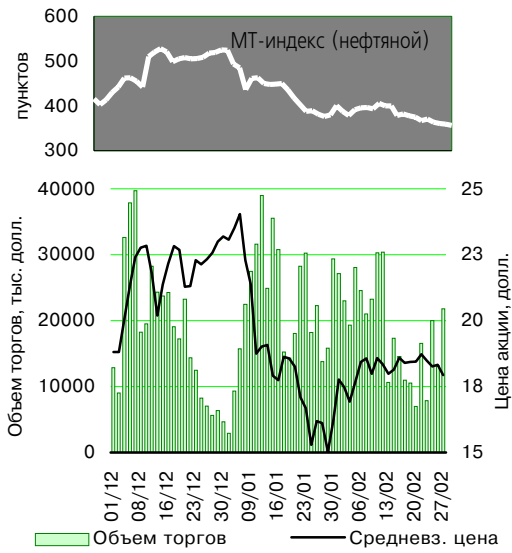
Анализируя ситуацию, сложившуюся на рынке российских акций в феврале 1998 г., можно говорить о стабилизации котировок большинства фондовых инструментов отечественных эмитентов. В истекшем месяце наступил, по-видимому, переломный момент в тенденции к снижению стоимостного уровня корпоративных ценных бумаг, наблюдавшейся с конца октября прошлого года, и началось формирование устойчивого горизонтального тренда. В первые несколько дней месяца понижительная ценовая динамика, преобладавшая в январе, сохранялась, однако затем движение курсовых показателей ценных бумаг большинства корпоративных эмитентов приобрело колебательный характер с незначительным среднедневным интервалом изменений ($\pm 2-3\%$). Индекс РТС, находившийся к началу месяца на отметке ниже 300 пунктов, превысил этот психологически важный рубеж 6 февраля и остался на данном уровне до конца месяца.

В начале месяца в формировании конъюнктуры рынка преобладала спекулятивная составляющая, кроме того, отмечался интерес нерезидентов к российским акциям: на настроения инвесторов оказали позитивное воздействие превышение индексом DJIA 8000-ной отметки, а также сообщения об улучшении ситуации на мировых фондовых площадках, и прежде всего на азиатских.

В середине февраля нерезиденты сочли целесообразным воздержаться от активных действий в ожидании новостей, способных инициировать на российском фондовом рынке появление определенных тенденций. Конъюнктуру при этом поддерживали в основном усилия отечественных операторов, действовавших к тому же достаточно осторожно в ожидании проявлений активности со стороны иностранных инвесторов. Спад на рынке в этот период объяснялся и частичным перераспределением денежных средств операторов в пользу госбумаг. Внимание участников рынка корпоративных финансовых инструментов в период затишья на нем, по обыкновению, было обращено на фондовые ценности категории blue chips: операции с этими акциями обеспечивали более 90% оборота «организованного» фондового сегмента. Приток на рынок средств, так же как и нерезидентский спрос, возобновился в последней декаде месяца, приведя к увеличению объема торгов.

Произошедшая в феврале стабилизация конъюнктуры фондового рынка была обусловлена целым рядом как внешних, так и внутренних влияющих разнонаправленных факторов, среди которых в

Итоги торгов в РТС по акциям НК «ЛУКОЙЛ»



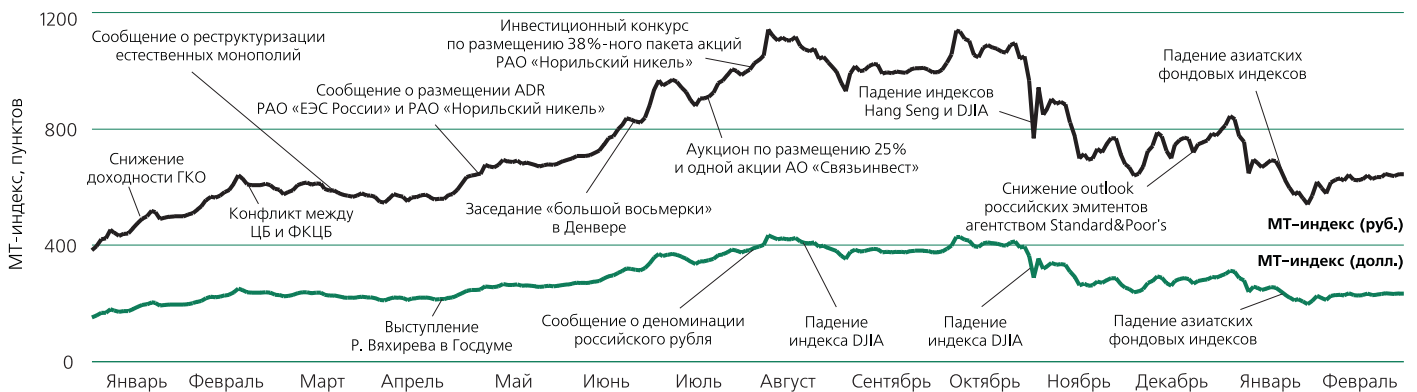
первую очередь следует выделить улучшение ситуации на мировых фондовых площадках, в частности на азиатских. Индикатор курсовой стоимости американских акций - индекс DJIA, являющийся одним из основных ориентиров субъектов отечественного рынка, в течение месяца несколько раз превышал свой исторический максимум (максимальное значение - 8545.72 пункта - было достигнуто им 27 февраля). Данное обстоятельство, несмотря на его значимость для российского фондового сегмента, лишь в некоторых случаях являлось благоприятной предпосылкой для формирования конъюнктуры последнего.

В целом в истекшем месяце состояние рынка характеризовалось некоторой инертностью, особенно с точки зрения динамики его количественных показателей (объема торгов), и относительной индифферентностью к событиям, потенциально способным в иной ситуации оказать значимое положительное влияние на движение котировок ценных бумаг. Имеются в виду такие факторы, как динамика мировых фондовых индексов, благополучное окончание переговоров официальных российских представителей с МВФ, снижение ставки рефинансирования, ежегодное послание Президента РФ к Федеральному Собранию, а также улучшение ситуации на рынке ГКО. В феврале же в ответ на все подобные события рынок реагировал, как упоминалось выше, лишь колебаниями цен в пределах 2–3%.

Причем периоды наибольшей активности на фондовом сегменте, как правило, сопровождалась ведущей ролью иностранного капитала в формировании его конъюнктуры, и именно отсутствие в истекшем месяце на рынке большого числа нерезидентов привело к существенному уменьшению объемов торгов «организованного» фондового сегмента. Безучастность же рынка к происшедшему вокруг объяснялась тем, что в течение февраля уровень цен поддерживался, как уже говорилось, в основном усилиями отечественных операторов.

Повышению нерезидентского спроса препятствовали несколько обстоятельств, в том числе и неопределенность, связанная с перспективой изменения/неизменности кредитного рейтинга РФ. Поступавшие в течение месяца сообщения о возможном снижении данного индикатора мировыми рейтинговыми агентствами, в частности Fitch IBCA и Moody's, несколько дестабилизировали

События, оказавшие наибольшее влияние на конъюнктуру российского внебиржевого рынка акций в 1997–1998 гг.



обстановку на рынке и вызвали кратковременный отток средств с него. Так, в начале месяца было распространено сообщение о возможном снижении агентством Moody's кредитного рейтинга РФ и отечественных бумаг, российских внешних заимствований, а также некоторых крупных банков и компаний. Затем, в середине февраля, процесс продажи акций отечественных эмитентов был интенсифицирован сведениями о возможном снижении агентством Fitch IBCA кредитного рейтинга РФ по долгосрочным заимствованиям в иностранной валюте.

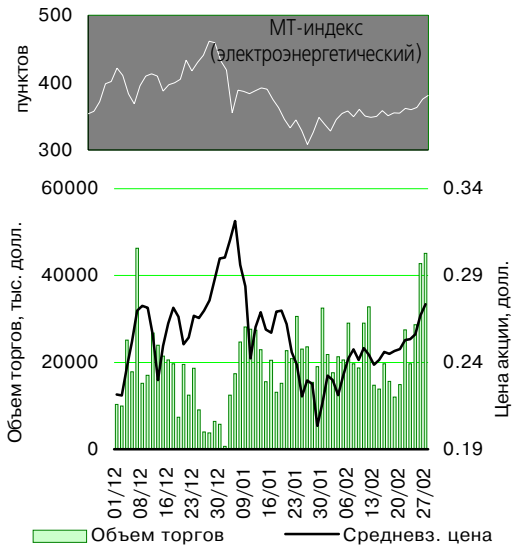
Но в течение месяца решение о кредитном рейтинге России так и не было принято, однако меры, к которым прибегли в начале года руководящие структуры для доказательства стабильности экономической ситуации в стране, позволяют предположить, что этот индикатор скорее всего будет оставлен на прежнем уровне. Тем не менее подобная неопределенность стала поводом для иностранных инвесторов занять в середине месяца выжидательную позицию и ограничиться проведением ряда краткосрочных операций на российском фондовом рынке в первой и последней декадах февраля.

Кроме того, доверие инвесторов было сильно подорвано случаями нарушений прав акционеров. Здесь прежде всего имеются в виду признание ФКЦБ несостоявшимся выпуска конвертируемых облигаций НК «СИДАНКО» и вынесенное данным органом предписание дочерним компаниям НК «ЮКОС» об устранении нару-

Сравнительная доходность наиболее ликвидных акций в РТС

Эмитент	Февраль 1998 г.		Январь 1998 г.		Средневзвешенная цена акции на 27/02/98, долл. США
	% в месяц	% годовых	% в месяц	% годовых	
Пурнефтегаз	37.78	453.33	-39.23	-470.78	6.20
Иркутскэнерго	32.31	387.77	-44.79	-537.44	0.15
Мосэнерго	30.89	370.71	-21.03	-252.30	1.31
ГАЗ	27.66	331.91	-13.61	-163.28	120.75
ЕЭС России	27.41	328.89	-27.70	-332.43	0.27
Сургутнефтегаз	25.55	306.61	-45.99	-551.93	0.15
Славнефть-Мегионнефтегаз	23.33	280.00	-43.16	-517.90	3.62
Ростелеком	20.21	242.47	-12.84	-154.10	3.50
МГТС	19.40	232.84	-50.37	-604.44	800.00
Уралсвязьинформ	15.12	181.40	-26.18	-314.12	0.05
КамАЗ	13.68	164.21	-47.13	-565.57	1.12
ЕЭС России (прив. акции)	13.58	162.91	-31.21	-374.48	0.17
Ростелеком (прив. акции)	12.77	153.22	-25.32	-303.90	2.01
ЛУКОЙл	11.98	143.79	-30.01	-360.17	17.94
Татнефть	11.00	132.00	-32.50	-390.00	113.03
Норильский никель (прив. акции)	10.75	129.00	-35.74	-428.92	4.41
Сургутнефтегаз (прив. акции)	10.00	120.00	-37.84	-454.13	0.08
Норильский никель	9.47	113.68	-24.90	-298.84	5.22
ЛУКОЙл (прив. акции)	7.21	86.54	-36.73	-440.80	11.29
СПбГТС	5.00	60.00	-21.43	-257.14	1.05
Сбербанк РФ	-2.47	-29.59	-29.88	-358.61	178.36

**Итоги торгов в РТС по акциям
РАО «ЕЭС России»**

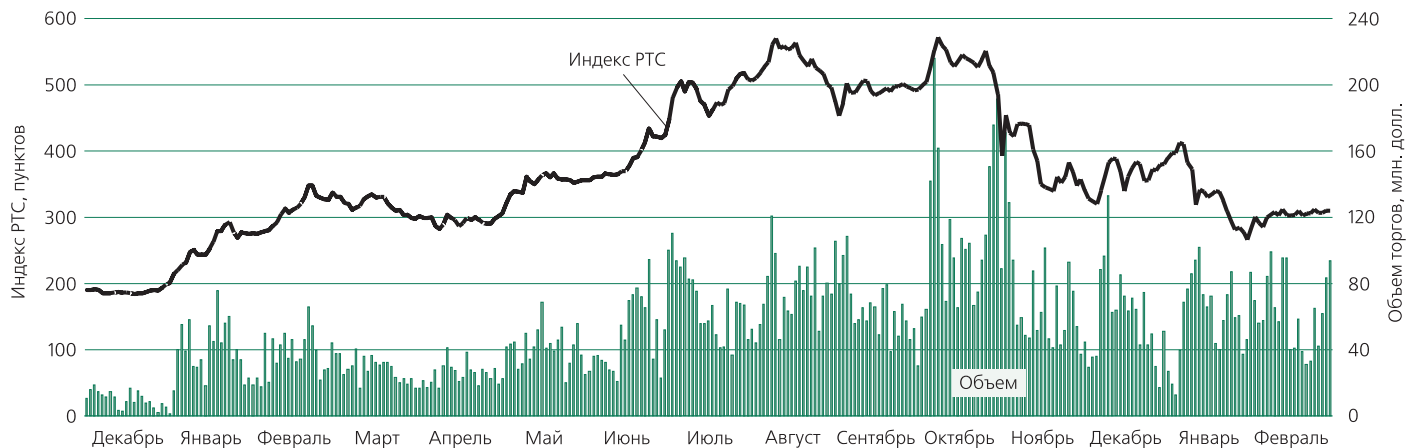


шений прав инвесторов, а также конфликтная ситуация в РАО «ЕЭС России», подробности которой см. в предыдущем номере «ФР» (1998, №2).

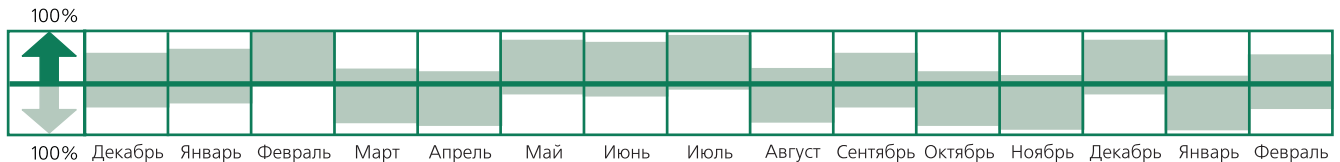
Так, в середине февраля ФКЦБ, в связи с предоставлением компанией недостоверной информации при регистрации эмиссии, приостановила, а затем аннулировала выпуск конвертируемых облигаций НК «СИДАНКО». Выпуск облигаций был осуществлен компанией в соответствии с решением собрания акционеров от 28 декабря 1996 г. с целью дальнейшей консолидации акций дочерних предприятий в рамках управляющей компании и поэтапного перехода на акцию единого образца. Однако эмиссия была признана несостоявшейся в связи с выявлением ФКЦБ фактов ущемления прав мелких иностранных акционеров, владеющих в совокупности 4% акций компании, со стороны группы «МФК-Ренессанс» и ОНЭКСИМбанка, которые контролируют НК. Эти сведения неблагоприятным образом отразились на стоимостном уровне акций дочерней компании «СИДАНКО» - «Черногорнефть».

Далее, группа акционеров открытых акционерных обществ «Самаранефтегаз» и «Юганскнефтегаз», каждый из которых владеет более чем 2% обыкновенных голосующих акций этих ОАО, подала в суды иски о признании недействительной эмиссии облигаций, предпринятой с целью реструктуризации налоговой задолженности этих компаний. Инвесторов не устраивало принятое на собраниях акционеров этих ОАО решение о делегировании их советам директоров права утверждать крупные сделки большинством голосов. ФКЦБ потребовала от дочерних компаний «ЮКОСа» привести решения собраний акционеров в соответствии с действующим законодательством, для чего им потребуется созвать новые собрания. Названные события привели к удешев-

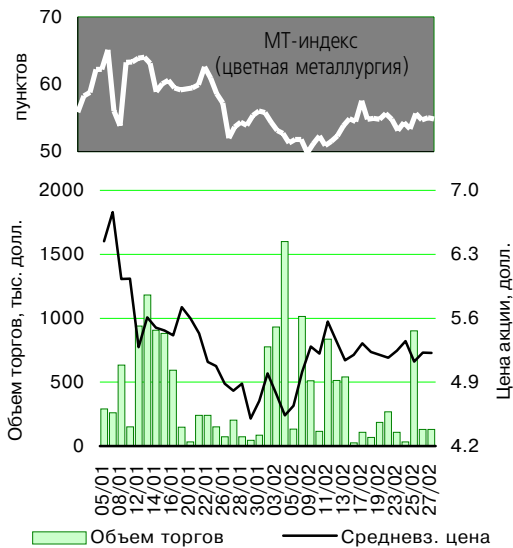
Итоги торгов в РТС и доля акций, котируемых в системе, стоимость которых в декабре 1996 г. — феврале 1998 г. повышалась (понижалась)



Доля акций, стоимость которых повышалась (понижалась)



**Итоги торгов в РТС по акциям
РАО «Норильский никель» в 1998 г.**



лению акций НК «ЮКОС» на 5% в день вынесения ФКЦБ дочерним предприятиям указанного холдинга своих предписаний.

Все эти обстоятельства, тем не менее, не повлекли за собой отмену аукциона по продаже облигаций дочерних компаний НК «ЮКОС», вызвавшего 9%-ное повышение курсовой стоимости бумаг «Юганскнефтегаза» в день проведения аукциона 9 февраля. Данное мероприятие явилось первым в России случаем, когда государство продавало долговые обязательства корпоративного эмитента в виде облигаций. Победителем аукциона по продаже облигаций «Юганскнефтегаза» и «Самаранефтегаза» по всем восьми выставленным лотам был признан банк «МЕНАТЕП».

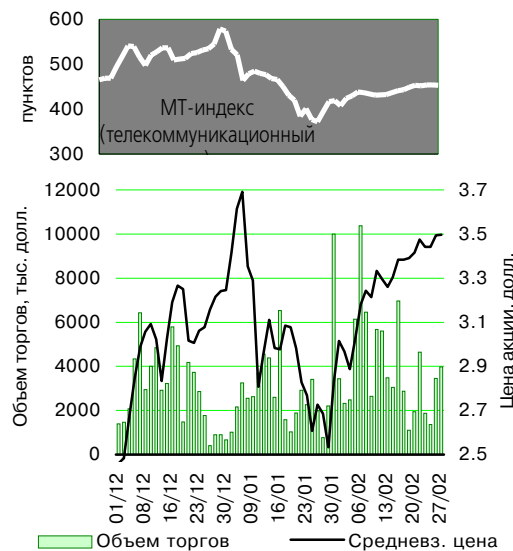
Среди предпосылок, напротив, благоприятным образом повлиявших на рассматриваемый сегмент отечественного финансового рынка, следует выделить положительный исход переговоров российских представителей с МВФ относительно текущего и дальнейшего кредитования РФ, который оказал оживляющее воздействие на фондовую торговлю. Вместе с тем нельзя не отметить и дестабилизирующую роль данного фактора на фондовом сегменте во время длительных переговоров с миссией МВФ в первой половине февраля. В этот период информация о том, что российская сторона не достигла договоренности с представителями МВФ (по итогам инспекции миссией фонда состояния национальной экономики) о выделении очередного транша кредита, вызвала напряженность на рынке акций, интенсифицировав процесс продажи ценных бумаг отечественных корпоративных эмитентов.

Договоренность между двумя сторонами была наконец достигнута во время пребывания в стране директора-распорядителя МВФ Мишеля Камdessus, в ходе которого программа кредитования на 1998 г. была полностью согласована и, в частности, подтверждено, что она будет осуществляться по ранее принятому графику. Кроме того, председатель правительства РФ и директор-распорядитель МВФ договорились о продлении срока расширенного финансирования до начала 2000 г. Благоприятный итог переговоров оказал соответствующее воздействие на настроения нерезидентов, а под их влиянием — и отечественных игроков, вызвав потепление инвестиционного климата и приток нерезидентских средств на рынок российских акций в конце месяца.

Постепенное уменьшение в течение февраля доходности госбумаг и снижение ставки рефинансирования ЦБР также стимулировали небольшие всплески активности на рассматриваемом финансовом сегменте.

На общем фоне положительных новостей рост рыночной активности сдерживался в конце месяца такими обстоятельствами, как напряженная ситуация вокруг Ирака, которая спровоцировала падение мировых цен на нефть, что, в свою очередь, вызвало снижение стоимостного уровня акций большинства отечественных нефтяных эмитентов. Исключением явились акции «Сургутнефтегаза», длительный опережающий, по сравнению с общерыночным, ценовой рост которых объяснялся прежде всего тем, что падение курсовой стоимости этих бумаг в предыдущий период было наибольшим, а также сообщениями о предстоящем выпуске данным эмитентом ADR.

**Итоги торгов в РТС по акциям
АО «Ростелеком»**



Сложившийся низкий уровень мировых цен на нефть обусловил перераспределение основной массы инвестиционных средств в акции альтернативных отраслевых сегментов – телекоммуникации и электроэнергетики. Наиболее ярко данная тенденция прослеживалась в последнюю неделю месяца, когда в период с 20 по 27 февраля нефтяной индекс внебиржевого рынка снизился на 5%, при том что электроэнергетический и телекоммуникационный индексы выросли на 7 и 2% соответственно. 20%-ный месячный рост курсовой стоимости акций «Ростелекома» был обеспечен не только ролью названного фактора, но и реакцией рынка на официальное начало торгов ADR данной компании на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Прогноз

Если расценивать сложившуюся в феврале стабильную конъюнктуру национального фондового рынка как следствие разнонаправленного влияния на него внешних и внутренних факторов, то в дальнейшем подобное неустойчивое равновесие может смениться понижательным трендом. Ухудшение состояния рынка вероятно, в частности, вследствие снижения рейтинга РФ мировыми рейтинговыми агентствами, продолжения конфликтной ситуации вокруг Ирака, а также возможных перестановок в правительстве. Вместе с тем на фондовом рынке в настоящее время преобладают все-таки оптимистичные настроения, поэтому в ближайшее время ухудшение положения здесь маловероятно, но и говорить о массовом притоке нерезидентских средств на российский рынок акций, как уже упоминалось выше, еще рано.

На данный момент для иностранных инвесторов наибольший интерес представляют российские ценные бумаги, обеспеченные государственной гарантией, и до тех пор пока в стране не будет окончательно решена проблема с обеспечением прав акционеров, иностранные операторы будут настороженно относиться к вложению средств в фондовый сегмент отечественного финансового рынка.

Следовательно, в начале марта велика вероятность сохранения на рынке конъюнктуры, преобладавшей здесь в истекшем месяце, т.е. последняя будет поддерживаться в основном усилиями отечественных операторов при участии незначительного числа нерезидентов, наибольшие же всплески активности на рынке акций будут наблюдаться в результате действий спекулятивно настроенных игроков. Во второй же половине следующего месяца, при благоприятном стечении обстоятельств внешнего характера и определенной стабильности политической и экономической обстановки внутри страны, совокупность позитивных факторов вполне может привести к новому всплеску активности на рынке и сформировать здесь повышательный ценовой тренд.

Не следует также упускать из виду и того факта, что фондовый рынок США в настоящее время несколько «перегрет» (как уже упоминалось выше, индикатор курсовой стоимости американских акций – индекс DJIA – в течение февраля несколько раз превышал свой исторический максимум), и это усиливает вероятность реструктуризации портфелей потенциальных инвесторов в сторону увеличения в них доли акций российских корпоративных эмитентов.