

# Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 12 июля 2011 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ао	200.98	3.4
Ростел -ап	90.92	1.0
ГМКНорник	7542	0.6
ВТБ ао	0.08306	0.5
ФСК ЕЭС ао	0.39731	0.1
ПолюсЗолот	1794	0.1
ММК	24.848	-0.1
ОГК-3 ао	1.3428	-0.4
Уркалий-ао	259	-0.5
Трансфл ап	41999	-0.6
ОГК-5 ао	2.45	-0.7
Новатэк ао	375.02	-0.8
РусГидро	1.3699	-1.0
Аэрофлот	70.91	-1.2
Система ао	31.828	-1.3
ЛУКОЙЛ	1803.9	-1.3
Магнит ао	3968.9	-1.4
Роснефть	235.73	-1.4
Татнфт Зап	95.4	-1.5
Татнфт Зао	189	-1.6
Сбербанк-п	79.5	-1.7
МТС-ао	237.7	-1.7
ГАЗПРОМ ао	201.94	-1.7
СевСт-ао	509.6	-1.7
Газпрнефть	132.4	-1.9
Сурнфгз-п	14.069	-2.1
Сбербанк	102.46	-2.7
Сурнфгз	28.099	-2.8

за неделю примерно на 11%. Резкие продажи банков отмечались еще в прошлую среду. Еще один график – стоимостей 5-ти летних CDS показывает продолжение движения вверх по всем странам PIIGS. Котировки по Греции поднялись до максимума 23.37%, означающие «риск нейтральную» вероятность дефолта страны на протяжении 5-ти лет в 85.7%. Напомним, что суть этого контракта в том, что покупатель платит продавцу 23.37% от номинальной суммы контракта ежегодно на протяжении 5-ти лет, за возможность получить 60% (подразумеваемые потери от 100% минус recovery gate, стандартно принятую за 40%).

Ставки на кризис стали довольно популярными, интересующимся можем порекомендовать книгу Майкла Льюиса «The Big Short: Inside the Doomsday Machine» (на русском доступен перевод «Игра на понижение»). На крахе 2008 года удалось заработать считанным единицам, и их пример воодушевляет.

Подобные ставки часто бывают «асимметричными» - если итальянские банки действительно испытают «набег» вкладчиков и депозиты из них будут изыматься, а это потребует их докапитализация за счет государства, то существующие акционеры будут «вымыты» из капитала дополнительной

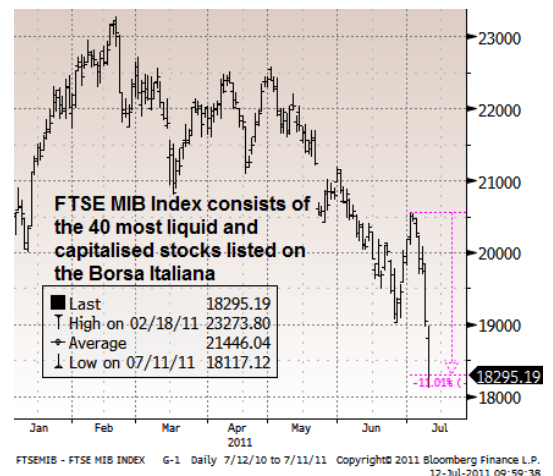
**Начался новый приступ страхов.** связанных с долговым кризисом. Европейские индексы вчера обвалились на 2-4%, S&P500 ночью упал на 1.8%. Индекс ММВБ откатился на 1.3%, сегодня открытие должно быть еще ниже. Мы опасаемся, что сегодня на рынке будет «резня».

Напомним, что минимум (см. справа) акций пришелся на май, откуда рынки отскочили после того, как стало ясно, что ЕС и МВФ выделяют помощь Греции, и та сможет пройти пик платежей по облигациям в июле-августе.

На прошлой неделе Bloomberg опубликовал статью, в которой описывалось, что после очередного спасения Греции хедж-фонды начали делать ставки на углубление кризиса. Описывалось, что занимаются короткие позиции по облигациям Испании и Италии, продаются «в короткую» акции этих стран в ожидании худшего.

Справа приведен график итальянских акций, которые упали

## Рынки накануне:



эмиссией. Потери, в случае если краха не случится, не слишком велики по сравнению с выигрышем.

Также можно утверждать, что кризисы – это дело привычки. Если бы вкладчики не боялись краха банков, то они не изымали бы вклады и развала финансовой системы бы не происходило. Так можно сравнить два пузыря недвижимости – лопнувший в США в 2006 году и японский показавший пик в 1990-м. В Японии велико доверие к системе и, несмотря на обилие плохих долгов, вкладчики не осаждали банков. Сдувание произошло постепенно без феерических крахов. Кризис - это почти всегда самоисполняющееся пророчество, будь это бегство из валюты и девальвация, будь это крах банка или «обратный пузырь» акций.

Сейчас, когда куча инвесторов в 2008 году «обожглась на молоке», они стараются дуть на воду. Игра на кризисе стала популярной и добавляет волатильности рынкам. Самое печальное, что подобные игры могут привести к действительным проблемам. Так что долговая проблема Европы реальна.

**Мнение по Греции.** 1) Дефолт Греции неминуем. Размер в 144% госдолга от ВВП является крайне неустойчивым, в будущем году он может приблизиться к 160% от ВВП (за счет падения экономики и сохранения дефицита). Если бы Греция занимала по низким ставкам, например под 4%, то на обслуживание госдолга в 150% пришлось бы тратить  $4\% \cdot 150\% = 6\%$  от ВВП. Это уже большая цифра, которую можно сопоставить с типичным значением дохода правительства в районе 20-40% от ВВП (без учета трансфертов, таких как пенсии или пособия по безработице).

2) Инвесторы опасаются, что им не заплатят, что подняло ставку заимствования до 20%. Если предположить, что Греция рефинансирует свой долг под такую ставку, то ей придется платить уже  $150\% \cdot 20\% = 30\%$  от ВВП только на проценты. Мы не говорим уже о гашении долга. Очевидно, что такие расходы не являются реалистичными, и страна не смогла бы платить. Греция подключена к «аппарату искусственного дыхания» в виде денег ЕС и МВФ, только это спасает сейчас от дефолта.

3) Вряд ли Греции удастся «вырасти из долга», то есть увеличить ВВП, то есть знаменатель в формуле «госдолг»/ВВП. Демократия в стране означает, что власти должны прислушиваться к мнению населения. МВФ, ЕС и Германия требуют самоограничительных мер, сокращения бюджетных трат, что согласно кейнсианской теории ведет к падению ВВП (через «мультипликатор госрасходов»). Сейчас правящая партия имеет 155 голосов из 300 в парламенте, слишком шаткое большинство, которое можно быстро потерять. Очень вероятно, что дефолт Греции случится в ближайшие годы, когда новое правительство решит, что электорат им дороже, чем держатели облигаций. Текущие котировки CDS приближаются к почти 90%-процентной вероятности дефолта на ближайшие 5 лет. Похоже, что и МВФ и ЕС осознают, что дефолт неизбежен.

4) Тогда зачем же они выделяют деньги? Ответ простой – ЕС «покупает время», оттягивая неизбежное на позднюю дату. Есть две связанные причины почему следует бояться краха Греции. Первое, это влияние на банки и возможность повторения ступора a-la Lehman Brothers, что может прекратить течение кредита и вновь отправить реальный сектор в состояние рецессии. Второе, периферия Европы уязвима со своими долгами. Есть опасность эффекта домино, когда за Грецией последуют другие страны PIGS и в самых суровых сценариях докатятся до Франции с Германией. Покупая время для Греции, ЕС надеется, что эти страны успеют поправить свои балансы и привести к норме дефициты, так что станут менее уязвимыми. Это вполне рациональное действие.

5) Дефолты бывают разные. Греческий, может, и неминуем, но может пройти по разным сценариям. В жестком варианте новое популистское правительство «пошлет» инвесторов. С 1830 года Греция 50% времени (!) находилась в состоянии дефолта, что подразумевает, что она имела неурегулированные обязательства перед инвесторами. В новейшей истории все может повториться – страна «пошлет» инвесторов и закроется, может быть, надолго. В мягком варианте держателей греческих облигаций заставят обменять старые бумаги на новые с низким купоном и потерей части номинала. Да, будут потери, но долг продолжит обслуживаться на новых условиях.

**Выводы по долговому кризису.** Пока ситуация с Грецией не вышла из под контроля, мы не можем сказать распространится ли кризис на остальную периферийную Европу. Более конкретный вопрос в этой связи – следует ли продавать акции сейчас?

Это зависит от временных горизонтов. Краткосрочные игроки могут пытаться поймать волну вниз и сделать ставку на углубление кризиса. Вероятность заработать на этом имеется. Это сценарий «второй волны», имеющий некоторую вероятность. Однако следует сопоставить это с тем, что Азиатский кризис 1997-2001 годов не слишком повлиял на мировые фондовые рынки и не смог остановить экономический рост. Тогда тоже был ряд дефолтов в России и Аргентине, «качались» Турция и Бразилия, была масса девальваций и экономических проблем в ряде стран. Не обязательно, что европейский долговой кризис станет Армагеддоном. Также против этого выступает следующее. Нет эффекта неожиданности, который был в 2007-2008 годах. Также проблемы локализуются в Европе, касаются функционирования внутренних банков, которые не имеют таких ярких связей с мировой экономикой, как это было с американской финансовой системой. Если инвестор действительно

долгосрочный, он может жить, как будто кризисов вообще нет. В конце концов, все они проходят, а фондовые рынки долгосрочно растут. Но это чересчур фаталистическая точка зрения для многих.

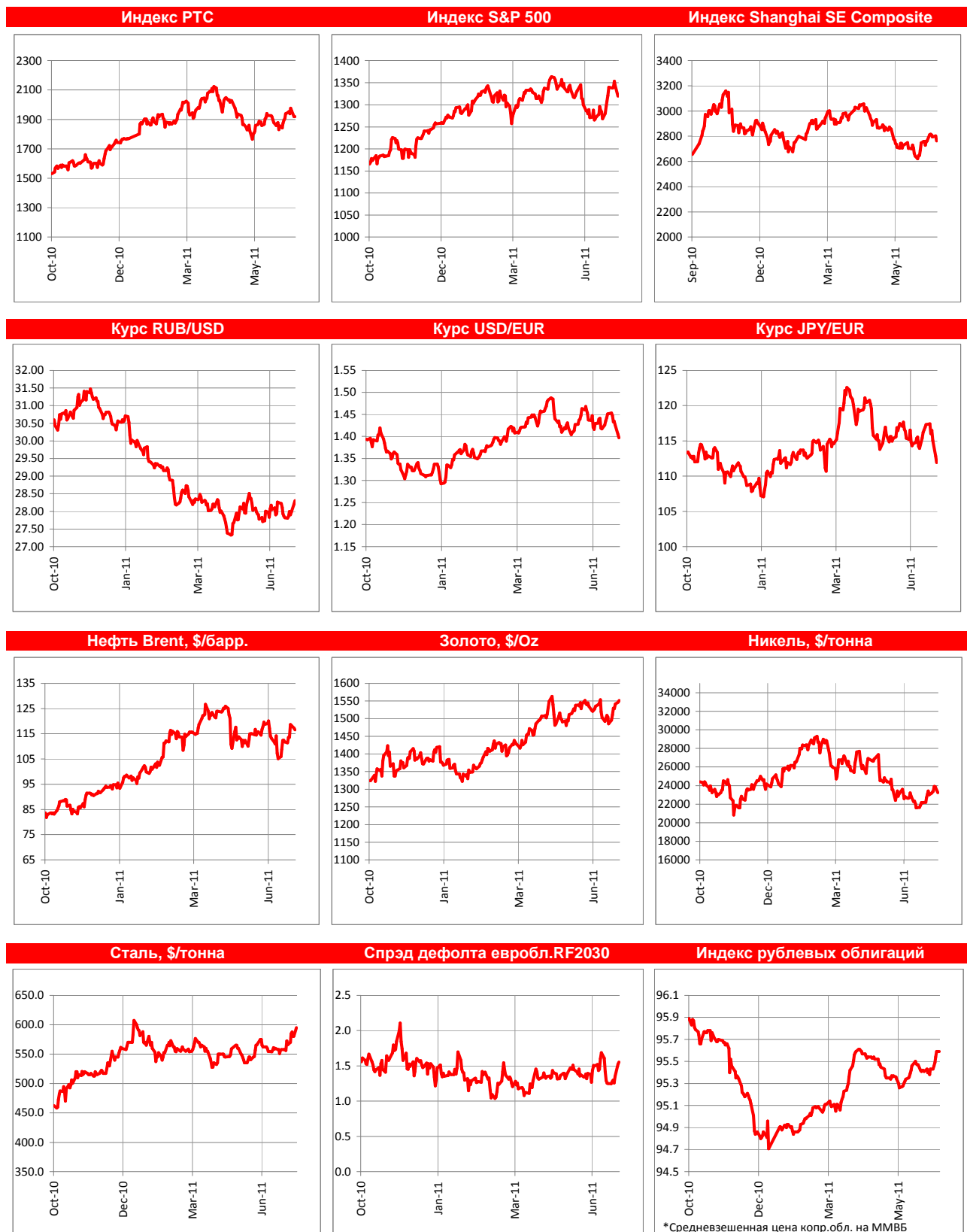
## Вкратце:

- Биржа ММВБ-РТС планирует нарастить к 2015 году чистую прибыль со \$153 до \$515 млн. При этом выручку планируется удвоить до \$850 млн. По оценкам брокеров, такое станет возможным, если биржи к этому моменту увеличат обороты в три раза. Так как в ходе предстоящей приватизации и IPO ряда компаний капитализация российского рынка вряд ли увеличится в три раза, биржам остается надеяться на то, что обороты будут наращивать уже действующие клиенты за счет привлечения торговых роботов. Интересно, но биржа ММВБ пытается ограничить алгоритмическую торговлю из-за повышенной нагрузкой на сервера, которую создают роботы. Получается, что биржа сама себе рубит сук, на котором сидит.
- В мае сальдо внешней торговли по сравнению с апрелем сократилось на 12,8% до \$16,6 млрд. Это связано с падением экспорта на 3,4% и ростом импорта на 3,3%.
- «Северсталь» намерена до 2015 года инвестировать в свое развитие \$8,66 млрд. Из этой суммы \$1,2 млрд. пойдут на развитие золотодобывающей «дочки» - Nordgold.
- Вчера В. Путин на встрече с представителями РАН предложил меньше слушать А. Кудрина, так как он научит нехорошему. Это было сказано в контексте разговора про низкую конкурентоспособность российской экономики и про то, что необходимо ориентироваться на экономические модели стран континентальной Европы, где очень высокая доля госрасходов. Также ученые из РАН предложили увеличить денежную массу, чтобы подстегнуть экономический рост. Объясняют они это тем, что объемы производства на 80% зависят от роста цен, и только на 20% - от спроса (!), что выглядит очень странно. Также ученые посчитали, что Минфин занимается не своим делом, а кредитовать предприятия должен сам Центробанк под очень маленькие проценты. Таким образом, встреча еще раз показала, что уровень экономического знаний у российских ученых-экономистов недалеко ушла от плановой идеологии.
- «Ведомости» пишут, что чиновники одобрили приватизацию «Роснано». Всего инвесторам может быть предложено 10% акций, предварительная оценка размещаемого пакета составляет \$1 млрд. Правда, как следует из статьи, это может быть частное размещение. Пока госкомпания внятных результатов не показала, поэтому трудно понять дорого или дешево отдавать за «Роснано» \$10 млрд.
- «КЭС-Холдинг» ведет переговоры с подконтрольным «Газпрому» «Газпромом газораспределение» о продаже своих газотранспортных активов, которые консолидированы в «Газэкс». Он контролирует газораспределительные сети в ряде регионов России и на Украине и прокачивает порядка 30 млрд. куб. м газа в год. Помимо «Газпрома», активами «КЭС-Холдинга» интересуется «Итера» для получения собственных газотранспортных мощностей на основном рынке сбыта – в Свердловской области. Представители «Газпрома» и «КЭС-Холдинга» от комментариев отказываются.
- «Сбербанк» подписал меморандум о намерениях с фондом «Сколково». Планируется открыть R&D-центр на базе «Сколково». На данный проект планируется инвестировать порядка \$700- 800 млн. Для «Сбербанка» наряду с выходом на зарубежные рынки и дальнейшие планы по европейской экспансии, важно показать свою нацеленность на использование современных технологий обработки данных.
- Во время встречи с В. Путиным, А. Клепач заявил, что по приблизительным прогнозам Минэкономразвития следующий экономический кризис будет в 2018 – 2019 гг. При этом очагом кризиса, возможно, станет американская экономика, что окажет воздействие на экономики других стран.

## Местное:

- «Уралкалий» переименовал одну из своих «дочек» в «Сильвинит». Скорее всего, таким способом компания хочет сохранить бренд «Сильвинита», что конкуренты не смогли его использовать.
- Прокуратура начала проверку деятельности «Камского речного пароходства», которое было собственником затонувшего теплохода «Булгария». Однако на момент трагедии находилось в аренде у ООО «Бриз» и в субаренде у ООО «Аргоречтур». Также проверки пройдут в Российском речном регистре и его филиалах, которые выдали свидетельства о готовности судна к эксплуатации.

## 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.