

## Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 20 мая 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолусЗолот	1435	1.2%
Новатэк ао	194	0.0%
РусГидро	1.652	-1.0%
Система ао	27	-1.3%
Татнефт Зао	130.1	-1.6%
ОГК-3 ао	1.81	-1.6%
ГМКНорник	5050	-1.7%
Ростел -ап	69.41	-1.7%
ЛУКОЙЛ	1524	-2.3%
РБК ИС-ао	38.95	-2.6%
ММК	27.4	-2.6%
Аэрофлот	58.3	-2.8%
ФСК ЕЭС ао	0.33	-2.9%
МТС-ао	239	-3.2%
ГАЗПРОМ ао	157.8	-3.2%
УралСвИ-ао	0.931	-3.2%
ВТБ ао	0.072	-3.4%
Татнефт Зап	70.45	-3.4%
Газпрнефть	130.5	-3.4%
Ростел -ао	106.9	-3.8%
Сбербанк-п	56.35	-3.9%
СевСт-ао	341.1	-4.0%
ОГК-5 ао	2.244	-4.1%
Уркалий-ао	107.5	-4.1%
Магнит ао	2465	-4.5%
Сбербанк	73.68	-4.6%
Роснефть	215.9	-4.8%
Сургнфгз	27	-5.1%
Сургнфгз-п	12.99	-6.1%
Транснф ап	27300	-6.3%

монетарного союза или даже дефолт не так страшен, как опасны последствия для финансовых рынков, неуправляемый распад. И он, к сожалению, имеет некоторые шансы на повторение. Слишком хорошо мы помним события осени 2008 года, когда правительство США отказалось спасти банки на деньги налогоплательщиков.

Это происходит не первый раз в истории. С 1929 по 33 банкам тоже давали резать голову и получили Великую Депрессию. Тогда также население ненавидело банки, считая их виновниками экономического спада. Грабители банков (такие как Джон Дилинжер) воспринимались как народные спасители. Политики следовали этому мнению, банки массово лопались - за 4 года с 1929 по 1933 лопнуло треть, затем правительство одумалось, и Ф.Д.Рузвельт создал институты по предотвращению финансовых паник (включая систему страхования).

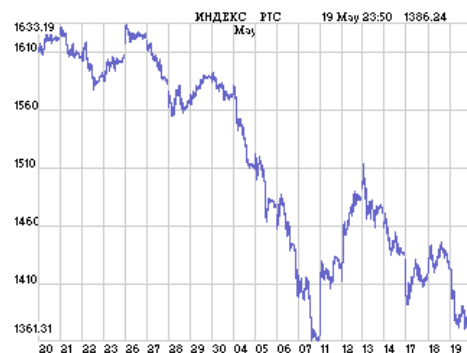
В 2008-м во время электоральных настроений, обе партии США кричали: «не дадим тратить деньги народа на «бейлауты» (bailouts). Весной ФРС с Минфином еще удалось обойти политические ограничения, и организовать выкуп в Bear Sterns с участием государственных средств. Но затем, это стало невозможно. Сейчас можно прочитать мемуары Хэнка Полсона (книга «On the brink») о том, как принимались решения. О том, как Полсон желал спасти Lehman Brothers, но не имел возможности. Фактически, Обама с Маккейном и не дали этого сделать. Спасение AIG и компаний Fannie Mae/ Freddie Mac прошло только под нажимом Джоржа Буша. Затем законодатели слишком долго принимали «план Полсона» T.A.R.P., это

## Рынки накануне:

Вчера по всем мировым рынкам прокатилась волна продаж. Большинство наблюдателей склонны винить решение Германии по запрету некоторых коротких продаж (непокрытых «шортов» по акциям и непокрытые покупки CDS на госдолги ЕС). В этой интерпретации, одностороннее решение Ангелы Меркель, вызвавшее недоумение у соседей по ЕС, называется «актом отчаяния» чтобы защитить евро. Его называют, «исторической» реакцией, которая может говорить о неспособности Европы победить кризис. Вчера курс евро продолжал снижаться и достигал на экстремуме 1.2144 \$/€, тогда как сегодня курс слегка «отскочил» - 1.236 \$/€. В «Ведомостях» можно найти комментарий о том, что когда курс евро к доллару был 1.5-1.6 \$/€ «все хоронили доллар», теперь все хоронят евро. Мы согласны с этим – текущие колебания остаются вполне в рамках исторических колебаний.

Несмотря на то, что угроза развала блока евро существует, это не означает полной катастрофы. Действительно, Греция может выйти из зоны евро, за ней могут последовать еще некоторые страны из когорты PIGS, но единая валюта, продолжит существовать, поддерживаемая Францией и Германией. Иными словами, катастрофа еще не случилась.

Финансовые рынки, тем не менее, находятся в напряжении. Если курсы акций и валют слишком волатильны, чтобы можно было делать однозначные выводы, можно посмотреть на «температуру» кризиса – спреды в банковской среде. Справа приведен традиционный график, разница рискованного и бездискового (обеспеченного) кредитования в Еврозоне и США. С мая спреды расширились и сейчас находятся на уровне сентября 2009 года. Собственно, выход одной из стран и зоны Европейского

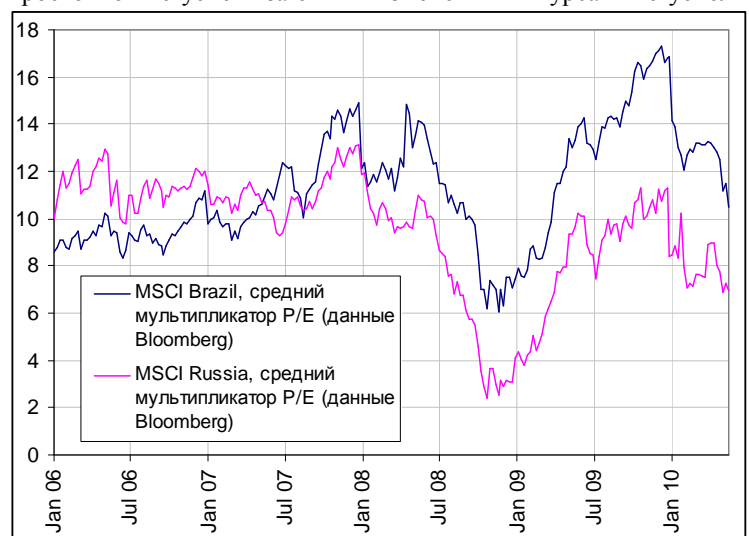


продолжалось несколько недель пока все финансовые рынки не вошли в окончательный ступор. Капитализма без капитала не бывает. Работает простая логика: развалились банки – развалилась экономика.

Несмотря на пессимизм сказанного, мы не готовы кричать «все пропало». Ситуация с долгами Европы выглядит как «ограниченная», политики сейчас «на воду дуют» и вряд ли хотят повторить неуправляемый распад a-la 2008. Или, можно сказать иначе – если мы успешно пережили распад финансовых рынков на падении \$20 трлн. рынка недвижимости и других «плохих долгов», то насколько могут быть страшны проблемы долгов проблемных европейских стран, измеряемых, максимум, сотнями миллиардов евро (или единицами триллионов, если включить все страны PIGS)?

Пессимистические мнения порой перегибают палку. Недавно ЦБ РФ опубликовал годовой отчет, в котором содержались цифры по долевному распределению валютных резервов. За 2009-й год доля евро упала на 3.7% до 43.8%. В этой связи сегодня Bloomberg публикует статью с заголовком «Россия прекратила «воинственные» разговоры после роста резервов в долларах». В ней содержатся рассуждения аналитиков BNP Paribas, что «возобладала рациональность вместо воинственной политики» и также вывод, что «евро продолжит падать дальше», потому, что капиталы движутся в «safe havens». На деле, ЦБ РФ уже давно старается держать долю в 44% в евро, о чем не раз заявлялось. Падение доли в 2009 на 3.7%, вероятно, отражает возврат к этой норме и то, из-за курсовых разниц в конце 2008 доля евро была завышена по ряду соображений. Так, в октябре-ноябре 2008 курс был 1.25-1.3 \$/€, а год закрылся на 1.4 \$/€. Центробанк просто мог не успеть за этими изменениями курса и не успел восстановить прежнюю долю. Другая версия – во время «плавной девальвации» ЦБ продавал преимущественно доллары, что тоже могло временно сделать долю евро завышенной. Это уже не первая статья про то, что Россия «одумалась» в отношении доллара и с нашей точки зрения она абсолютно необоснованная. Так, на пустом месте можно раздуть большую теорию...

Справа мы приводим сравнительный график мультипликатора P/E по России и Бразилии. Диспаритет между этими двумя странами не дает нам покоя. Когда-то Россия имела премию по мультипликатору к этой стране, сейчас – заметный дисконт. Чтобы догнать Бразилию по этому измерению России нужно вырасти в 1.5 раза (!).



## Вкратце:

- Рейтинговое агентство S&P ожидает, что в 2010 году прирост кредитования в России будет на уровне 10%. В 2011 году рост кредитования составил 20%, а в 2012 году – 25%. Также рейтинговое агентство прогнозирует снижение доли проблемных активов (просроченных и реструктуризированных) с 36% в 2010 году до 14% в 2012 году. При этом реальные потери банков могут составить 8,6% таких кредитов.
- «Сбербанк» по итогам апреля 2010 года получил чистую прибыль в 4,3 млрд. рублей. С начала года прибыль банка составила 47,4 млрд. рублей. Апрель стал для банка худшим месяцем в этом году из-за значительных налоговых выплат на сумму около 20,2 млрд. рублей. Размер просрочки в апреле вырос на 0,4% до 5,5%.
- Центробанк сообщил, что «Сбербанк» допускает нарушения, за которые Банк России не может наказать, поскольку является основным акционером. Для устранения этого конфликта интересов регулятор предлагает выйти из капитала банка. Сейчас ЦБ контролирует 63% акций «Сбербанка». Разговоры о том, что государство должно выйти из капитала банков, идут с 2000-х годов. Приватизация необходима для повышения конкуренции в секторе и улучшения эффективности работы банков. Зимой 2010 года к этому вопросу вернулся Г. Греф, предложив государству продать часть своего пакета в «Сбербанке» для финансирования бюджетного дефицита.
- «Распадская» из-за аварии приостанавливает экспорт и будет продавать уголь «нескольким российским контрагентам». Сейчас металлургические компании ищут альтернативных поставщиков, а угольщики наращивают производство, однако резервов по росту добычи небольшие.
- «Интерфакс» со ссылкой на издание «Маркер» пишет, что «Ростехнологии» купит 12,12% акций «Камаза», исходя из оценки всей компании в \$2,5 млрд. Это почти в 1,5 раза выше вчерашних котировок на ММВБ. Продавцом этого пакета выступит консорциум во главе с «Тройко Диалог». После сделки доля «Ростехнологий» в «Камазе» достигнет 49,9%. Средства на покупку госкомпании предоставят «ВТБ» и «ВЭБ».

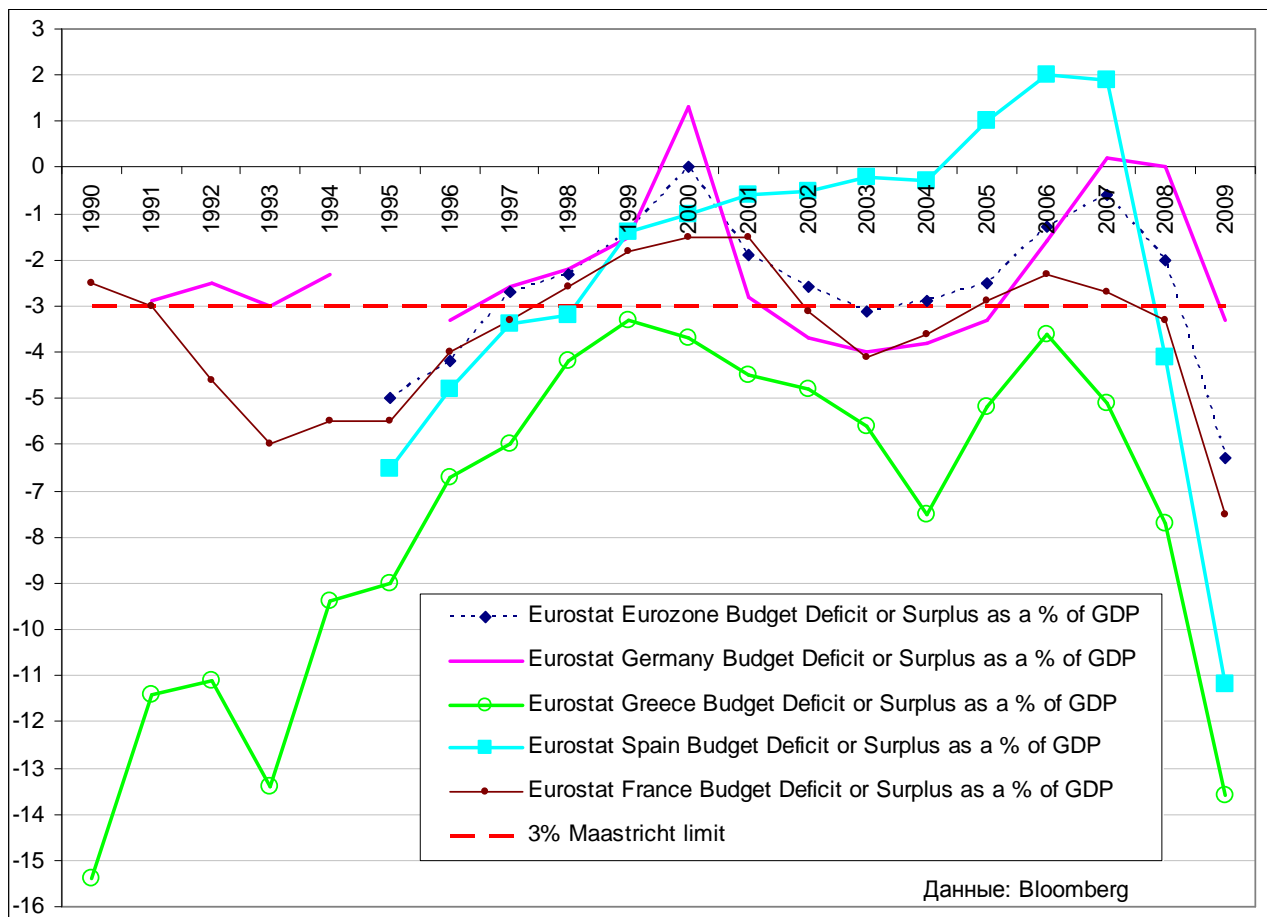
- Совет директоров «ТМК» рекомендовал акционерам не выплачивать дивиденды по итогам 2009 года. Последние дивиденды были выплачены в 2008 году на 1,5 млрд. рублей.

## Местное:

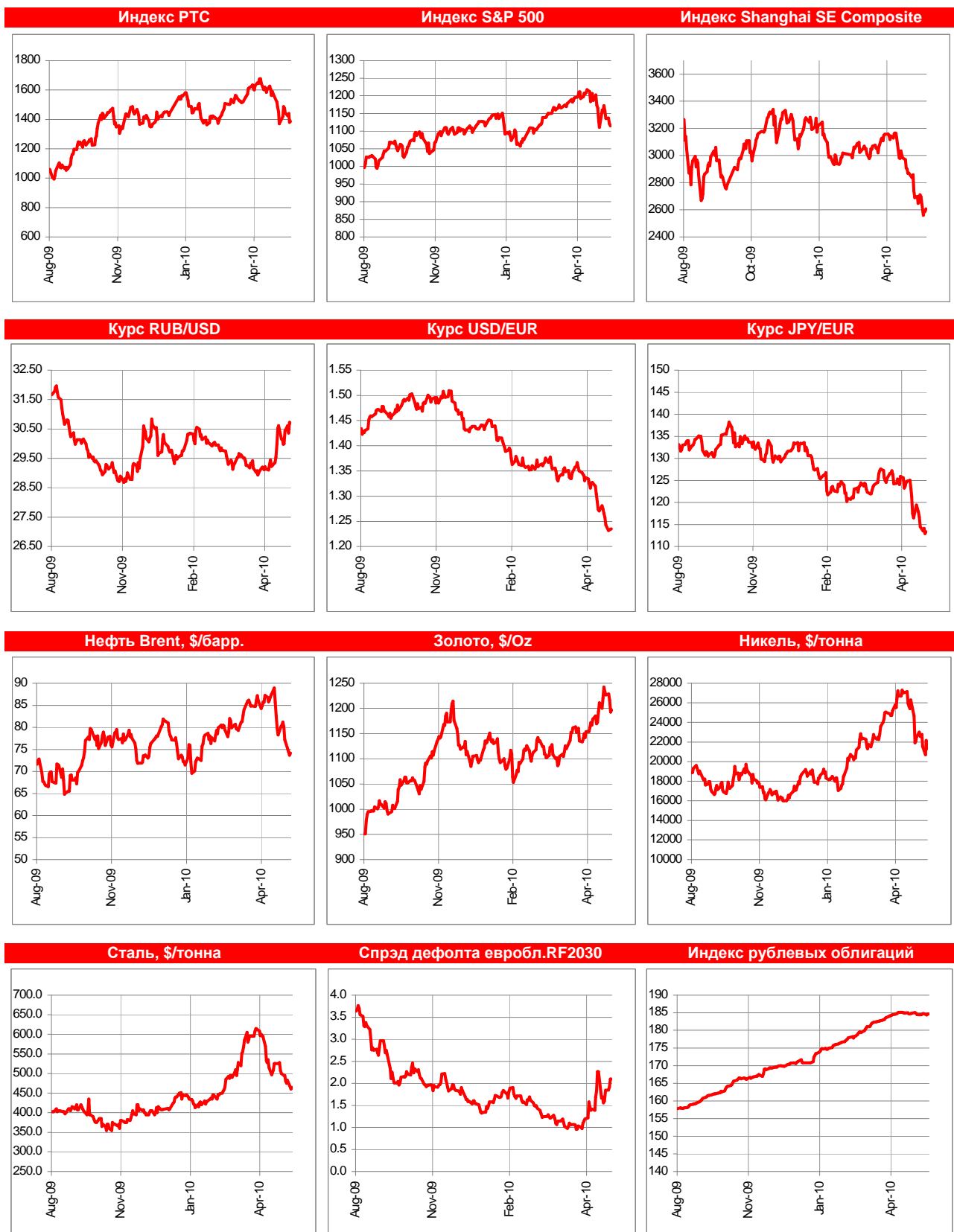
- «КЭС-Холдинг» продал в номинальное держание VTB-Capital 7,48% акций «ТГК-5», 8,09% «ТГК-6» и 5,31% «ТГК-9». Ранее эти пакеты были на балансе аффилированного с «КЭС» офшора Semafer Holdings Limited. Для чего это было сделано «КЭС» не комментирует.
- По данным Пермьстата, доходы населения края в реальном выражении в январе-апреле 2010 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года снизились на 0,1%. При этом Пермьстат отмечает, что покупки иностранной валюты снизились в 2,4 раза, а на сбережения, включая недвижимость и изменение задолженности по кредитам, было направлено в 1,4 раза больше средств, чем в прошлом году.
- СП и «Искра-Авигаз» будет производить 60 компрессоров в год с 2012 года. Сейчас начато строительство производственного комплекса на площадях «Велты». Основным покупателем компрессоров будет «Газпром».

## Напоследок:

Ниже представлен график с величиной бюджетных дефицитов стран Евросоюза. Видно, что наибольший дефицит у Греции, которая уже давно и систематически живет не по средствам, игнорируя Маастрихтские соглашения. Согласно этому соглашению, дефициты бюджетов стран Еврозоны не должны превышать 3% от ВВП, а у Греции дефицит систематически выше этих 3%.



## 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.