

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 20 июля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Система ао	32.32	2.9
ВТБ ао	0.08534	2.4
Магнит ао	4003.9	2.3
ОГК-5 ао	2.44	1.4
Роснефть	232	1.2
Сургнфгз-п	14.068	1.1
Сбербанк	102.34	1.0
ГАЗПРОМ ао	199.9	1.0
СевСт-ао	510.1	1.0
ЛУКОЙЛ	1826.1	0.9
ГМКНорник	7559	0.8
РусГидро	1.3366	0.7
Трансфп ап	42101	0.7
Сбербанк-п	80.5	0.7
Аэрофлот	69.17	0.6
Сургнфгз	27.758	0.6
Новатэк ао	369	0.5
МТС-ао	239.7	0.4
ОГК-3 ао	1.3442	0.3
ФСК ЕЭС ао	0.37998	0.1
ММК	24.7	0.1
Газпрнефть	136.65	-0.1
Татнфт Зап	93	-0.2
Татнфт Зао	185.2	-0.4
Ураллий-ао	266.01	-0.8
Ростел-ап	87.9	-1.2
Ростел-ао	198.8	-1.4
ПолюсЗолот	1745	-2.5

одной страны к другой.

Нобелевский лауреат Р.Манделл в 1961 году разработал идею «оптимальных валютных зон» [http://en.wikipedia.org/wiki/Optimum_currency_area], территорий на которых можно вводить единую валюту. Она включает 4-е требования: 1) Мобильность трудовых ресурсов в регионе 2) Открытость экономики со свободой движения капитала, товаров. Гибкие (не регулируемые) цены и зарплаты. 3) Система разделения рисков, таких как автоматические фискальные трансферты зонам с экономическими трудностями 4) схожесть бизнес циклов стран (или зон) участников. Это необходимо для проведения единой монетарной политики.

В дальнейшем академики добавили к этим критериям дополнительные, такие как продуктовая диверсификация, гомогенные (единообразные) предпочтения и «солидарность». По названным критериям ЕС очень плохо вписывается в теорию «оптимальной валютной зоны». Нет мобильности трудовых ресурсов из-за языковых и культурных проблем. Есть существенные различия в экономиках, так что монетарная политика ЕЦБ может усугублять спад в пострадавших зонах и вызывать пузыри в других.

Основная проблема ЕС – сохранение суверенитета, которым придется дальше поступаться, если есть желание сохранить евро как единую валюту. Процессы преодоления кризиса, которые сейчас идут, описываются теорией Манделла, следуют из нее. Выпуск единых облигаций ЕС предполагает солидарную

Рынки накануне:

Вчера рынки пережили некоторое облегчение после волны напряжения предыдущего дня. Индекс ММВБ вырос на 0.7%, тогда как развитые страны показали рост от 1 до 2%.

Причины повышения связаны с тем, что в США движется процесс по разрешению долговой проблемы. Вчера Обама подписал двухпартийный план, можно надеяться, что консенсус будет наконец-то достигнут.

Вторая причина - завтра начинается внеочередной европейский саммит, который может принести новые меры по преодолению кризиса. Были заявления от Ангелы Меркель что быстрых одноэтапных решений не будет, тем не менее, Европа медленно куда-то движется.

Среди возможных мер преодоления кризиса – выпуск панъевропейских облигаций, по которым будет отвечать весь Евросоюз. Ранее эта идея не находила понимания, против (как обычно) выступала Германия. Этой стране, так или иначе, придется выступать основным донором. Понятно, что электорат Германии не слишком доволен, что им придется «кормить» другие страны ЕС, и политики вынуждены с этим считаться.

Процесс «заражения» сейчас идет от Греции к другим странам. Если ЕС будет выступать как единое лицо, то будет как в притче про веник, веточки которого можно ломать по отдельности, а вместе сложнее. С самого начала создания единой валюты, экономисты указывали на системную слабость – отсутствие единого правительства со своим бюджетом, который мог бы перераспределять доходы от



ответственность по выплатам из нее. Немцам, если они хотят оставаться в евро, придется взять на себя часть потерь и платить за другие страны. Фонд европейской стабильности, который частично выделяет деньги на спасение Греции, Португалии и Ирландии, - это часть такого механизма.

Дефолт Греции, похоже, неизбежен. Вчера руководство ЕЦБ заявило, что допускает это событие, хотя ранее выступали категорически против (в конце обзора мы приводим статью Н.Рубини на эту тему).

На предыдущей странице приведен график стоимости акций немецкого Коммерцбанка, упавшего до минимумов с 2009 года. Инвесторы опасаются, что дефолты периферии потребуют докапитализации банков и новых размывающих допэмиссий. При этом спреды LIBOR-OIS и EURIBOR-EUREPO остаются низкими, и говорят, что большого напряжения в банковской системе нет. Вернее сказать следующее – до сих пор продолжают действовать программы экстренной ликвидности, американская система залита ликвидностью QE1, QE2 и большой потребности в краткосрочных деньгах у них нет.



Отличительные особенности «второй волны» (если случится).

1. Политики и финансовые власти готовы ко второй волне, в случае необходимости все будет работать по накатанным рельсам. Банки рефинансируют, наполняют капиталы, выкупят проблемные активы (или делают их менее проблемными через быструю реструктуризацию долга)
2. Элемента неожиданности нет. Это означает, что бизнес, финансовые институты готовы к краху. У многих из них есть избыточная ликвидность «про запас», больших долгов нет. Это означает, что существенных провалов стоимости активов не будет. То есть, вряд ли мы увидим большое падение акций, такое как было в 2008/2009 году.
3. В 2008 году была другая фаза кредитного цикла. Было слишком много спекулятивных позиций, предполагавших финансирование длинных и менее ликвидных активов за счет краткосрочных займов. Например, занимаем на денежном рынке (овернайт или РЕПО) и вкладываем в ипотечные бумаги или, даже, акции. Пока активы растут, есть большая прибыль. Длинные ставки обычно больше чем краткосрочные и такой «арбитраж внутри кривой доходности» так или иначе, всегда присутствует. Но в 2008 году его было слишком много. Сейчас таких позиций мало, что могло сломаться, сломалось в 2008 году, нового еще накопилось. А это означает, что массивного сброса позиций как в 2008 году не будет.

Итак, с долгосрочной перспективы мы думаем, что российские акции остаются по-прежнему интересными. Мы не можем предсказать траекторию и глубину возможного провала, но ситуация сейчас сильно отличается. Известно, что генералы всегда готовы к прошлым войнам. Новые экономические проблемы если и случатся, то будут не похожи на то, что мы видели.

Вкратце:

- Вчера Росстат опубликовал данные по реальным зарплатам, располагаемым доходам и розничным продажам. Неожиданно, располагаемые доходы вышли в плюс по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В Российской экономике дела развиваются не так плохо. Опубликованная вчера безработица в июне составила 6.1% - это минимум с докризисных времен.
- «ВТБ Капитал» приобрел за \$500 млн. 4,35% акций En+ O. Дерипаски. Таким образом, вся компания оценена для сделки в \$11,5 млрд. Основные активы En+ - это 47,6% акций «Русала» и «Евросибэнерго». Если ориентироваться на оценку «Евросибэнерго» для IPO в \$5,6 млрд., получается, что активы En+ стоят \$15,1 млрд. или \$660 млн. за 4,35% акций. Таким образом, «ВТБ Капитал» купил миноритарный пакет с дисконтом. Как пишут сегодня «Ведомости», технически



сделка прошла как конвертация части долга «Базэла» перед «ВТБ Капиталом». Возможно, с этим и связан дисконт.

- «Полнос золото» утвердило стратегию развития до 2020 года. Как предусматривает стратегия, к 2016 году добыча золота на нынешних активах в России должно вырасти с 43 до 115 тонн, а к 2020 году – превысить 137 тонн. В планах «Полноса» через пять лет стать крупнейшей золотодобывающей компанией мира. Для достижения этих целей компания намерена потратить \$9 млрд. без учета покупок. Основным драйвером роста должно стать Наталкинское месторождение, план разработки которого утвержден в 2010 году. На наш взгляд, планы компании являются амбициозными, примерно также вели себя нефтяные компании в 2007-2008 гг., когда рисовали радужные перспективы на фоне роста цен на нефть. Однако в дальнейшем планы по добыче были скорректированы.
- ФАС удовлетворила ходатайство «Русгидро» на покупку 50% «Иркутскэнерго». Напомним, что «Русгидро» до конца года получит 40% «Иркутскэнерго», для чего проведет допэмиссию, которую выкупит «Интер РАО».
- «Ведомости» сегодня публикуют статью, в которой экономисты пугают очередной девальвацией рубля в середине 2012 года. Она будет вызвана ростом импорта и стабилизацией экспорта без соответствующей компенсации со стороны счета движения капитала. При этом снижение цен на нефть может обернуться очередным валютным кризисом. Мы категорически не согласны с этим, и не видим никаких факторов, которые способствовали бы ослаблению рубля. До кризиса российский ЦБ боролся с укреплением рубля, проводя валютные интервенции. Девальвация рубля в 2008-2009 годах была связана не с тем, что сильно вырос импорт (счет текущих операций оставался стабильно положительным), а резким оттоком капитала из-за проблем с ликвидностью. Сейчас отток вызван тем, что российские компании гасят свои зарубежные долги, поэтому отток по линии капитала – это даже плюс, чем минус.
- «Роснефть» в ответ на призыв ФАС снизить цены на бензин, заявила, что не может это сделать. По мнению нефтяной компании, снижение цен на топливо приведет к ажиотажному спросу, раскачиванию со стороны закупки и, как следствие, новому дефициту. При этом «Роснефть» не исключает, что независимые трейдеры будут скупать бензин на розничном рынке и отправлять его на экспорт. Чтобы разрешить ситуацию, «Роснефть» предлагает насытить внутренний рынок бензином, отменив требование по Евро-3. Также нефтяная компания предлагает считать монополю высокими цены на бензин, если они превышают стоимость нефтепродуктов, импортированных из Европы. Мы полагаем, что вряд ли ФАС и правительство согласятся с последним пунктом. Европейские НПЗ работают на нефти, которая стоит \$110-120 за баррель, отечественные НПЗ получают нефть примерно по \$50 за баррель. Получается, что если цены на бензин будут такими, что выгоднее будет импортировать топливо из Европы, то отечественная переработка станет просто золотой жилой.

Местное:

- «Сбербанк» обратился в арбитражный суд Пермского края с иском к «Пермпромнедвижимости», которая входит в группу «Стратегия» П. Пьянкова. Банк требует взыскать с «Пермпромнедвижимости» 173 млн. рублей и установить обеспечительные меры в отношении должника.
- «Камская долина» намерена продолжить застройку микрорайона Юбилейный, и готовит документы на жилой комплекс «Авиатор-2» площадью 50 тыс. квадратных метров.
- «ВТБ» выдаст «Редуктор-ПМу» кредит на 150 млн. рублей. Средства пойдут на модернизацию производства.

Напоследок:

Мы публикуем позавчерашнюю статью Нуриэля Рубини (также известного как Mister Doom), посвященную реструктуризации долга Греции. Она дает представление, как может проходить дефолт.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini40/Russian>

2011-07-18

Последняя линия обороны еврозоны

НЬЮ-ЙОРК. Кризис в еврозоне достигает своей кульминации. Греция неплатежеспособна. Португалия и Ирландия недавно почувствовали, как ценность их облигации снизилась до уровня простых бумажек. Испания все еще может потерять доступ к рынку, так как к ее валютным и финансовым неурядицам добавилась политическая неопределенность. Финансовое давление на Италию сейчас усиливается.

К 2012 году государственный долг Греции составит 160% ВВП и будет расти. Альтернативы реструктуризации долга быстро улечиваются. Полноценная официальная финансовая помощь государственному сектору Греции

(Международного валютного фонда, Европейского центрального банка и Европейского стабилизационного фонда) станет причиной всех действий, связанных с моральными рисками: чрезвычайно дорогих и политически почти невозможных, из-за сопротивления основных голосующих еврозоны – начиная с Германии.

Тем временем, нынешнее предложение Франции о добровольном продлении кредита терпит неудачу, так как это навязывает чрезмерно высокие процентные ставки на греков. Таким же образом выкуп долга станет значительной тратой официальных ресурсов, так как остаточная стоимость долга увеличивается, когда он покупается, что приносит больше выгоды кредиторам, чем стране-должнику.

Таким образом, единственным и реальным решением является правильная и ориентированная на рынок – но принудительная – реструктуризация всего государственного долга Греции. Но как может быть достигнуто послабление долга без навязывания значительных потерь греческим банкам и иностранным банкам, которые являются держателями греческих облигаций?

Ответ – следовать примеру того, как ответили на кризис суверенного долга в таких странах, как Уругвай, Пакистан, Украина и многие другие развивающиеся экономики, где организованный обмен старых долгов на новые долги имел три отличительные черты: идентичная номинальная стоимость (так называемые “пар”-облигации), долгий срок погашения (20-30 лет) и процентные ставки, которые намного ниже сегодняшних неподъемных рыночных ставок – и близкие к изначальной процентной ставке или даже ниже.

Даже если номинальная стоимость греческого долга не была бы уменьшена, продление срока погашения долга предоставило бы значительное облегчение Греции □ на основе стоимости на сегодняшний день – так как евро долга, который придется отдавать через 30 лет, стоит намного меньше, чем евро долга, который придется отдавать через год. Кроме того, продление срока выплаты долга решает риск ролловера в предстоящие десятилетия.

Преимущества “пар”-облигаций заключается в том, что кредиторы Греции – банки, страховые компании и пенсионные фонды – смогли бы, и им бы позволили, продолжать оценивать свои греческие облигации по 100 центов за евро, таким образом избегая потерь в своих балансовых отчетах. Это бы, в свою очередь, резко сдерживало риск финансового заражения.

Рейтинговые агентства считали бы этот обмен долга “кредитным событием”, но только на очень короткий период – примерно несколько недель. Вспомните Уругвай, чей рейтинг был снижен до “избирательного дефолта” на две недели, пока происходил обмен, а затем увеличился (хоть и не до инвестиционного уровня), когда, благодаря успеху обмена, его государственный долг стал более устойчивым. ЕЦБ и банки-кредиторы смогут прожить две-три недели со временным понижением рейтинга греческого долга.

Более того, будет мало тех, кто откажется участвовать в обмене. Предыдущий опыт говорит о том, что большинство инвесторов, ждущих срока выплаты долга, приняло бы “пар”-облигации, в то время как большинство инвесторов, которые предпочитают рыночную переоценку, приняло бы дисконтные облигации с более высокой процентной ставкой (то есть облигации с более низкой номинальной стоимостью) □ альтернатива, которую можно предложить (и была предложена в прошлом) таким инвесторам.

В то же время лучшим способом ограничить финансовое заражение стало бы применение паневропейского плана по рекапитализации банков еврозоны. Это подразумевает использование таких ресурсов, как Европейский стабилизационный фонд, не для того чтобы поддержать неплатежеспособную Грецию, а чтобы рекапитализировать банки страны □ а также банки Ирландии, Испании, Португалии, Италии и даже Германии и Бельгии, которым нужно больше капитала. Тем временем, ЕЦБ должен продолжать предоставлять неограниченные ресурсы банкам под давлением стресса ликвидности.

Чтобы уменьшить риск финансового давления на Италию и Испанию, обеим странам нужно продолжать усиливать финансовое самоограничение и проводить структурные реформы. Более того, их долг может быть огражден более крупным пакетом ресурсов Европейского стабилизационного фонда и/или выпуском еврооблигаций – дальнейший шаг в направлении валютной интеграции.

Наконец, еврозоне нужна стратегия, чтобы возобновить экономический рост на периферии. Без экономического роста, любая строгость и реформа приведут только к социальному беспорядку и постоянной угрозе политической обратной реакции, без восстановления устойчивости долга. Чтобы возобновить рост, ЕЦБ надо прекратить повышать процентные ставки и полностью изменить курс. Еврозона также должна следовать определенной политике □ частично через ослабление валютной политики – которая значительно ослабит стоимость евро и восстановит конкурентоспособность периферии. А Германии следует отложить свой план по самоограничению, так как последнее, что нужно Европе, это сильный фискальный “тормоз”.

Нынешний неэффективный подход еврозоны является нарушением равновесия. Поверхностное решение проблемы и трата денег впустую не сработает. Или еврозона движется в направлении другого состояния равновесия □ более сильной, экономической, денежной и политической интеграции, к стратегии, которая возродит экономический рост и конкурентоспособность, включая организованную реструктуризацию долга и

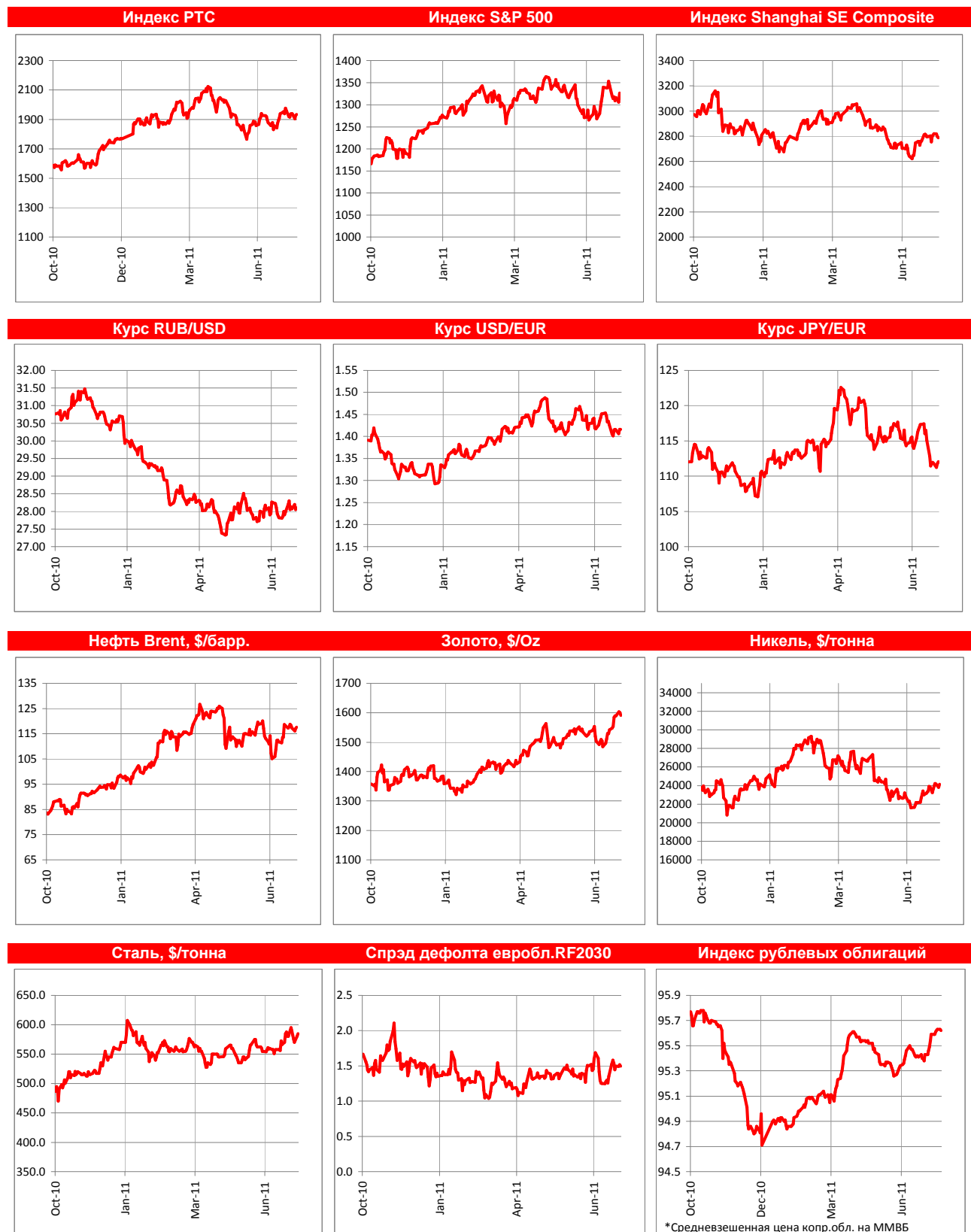
более слабый евро – или это закончится беспорядочными дефолтами, банковскими кризисами и, в конечном итоге, разрывом денежного союза.

Статус-кво больше не является устойчивым. Только всеобъемлющая стратегия может спасти сейчас еврозону.

Нуриэль Рубини – председатель глобальной экономической консалтинговой службы Roubini Global Economic (www.roubini.com), профессор экономики в Школе бизнеса Стерн при Нью-Йоркском университете и соавтор книги «Экономика во время кризиса».

Copyright: Project Syndicate, 2011. www.project-syndicate.org Перевод с английского – Татьяна Грибова

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.