

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 30 июня 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Татнефт Зап	90.37	4.5
ВТБ ао	0.0858	4.1
Газпрнефть	128.81	2.0
ФСК ЕЭС ао	0.38633	1.9
Аэрофлот	69	1.5
ОГК-5 ао	2.3393	1.3
Татнефт Зао	177.25	1.3
ГАЗПРОМ ао	201.51	1.2
ПолусЗолот	1752.6	1.2
Уркалий-ао	251.12	1.1
Роснефть	236.45	0.9
СевСт-ао	510.7	0.6
Сургнфгз	27.65	0.5
Магнит ао	3800	0.5
Сбербанк	99.47	0.3
ОГК-3 ао	1.3435	0.2
Сбербанк-п	75.31	0.1
МТС-ао	228.59	0.0
ГМКНорник	7310	-0.1
РусГидро	1.3293	-0.3
ЛУКОЙЛ	1757	-0.3
Новатэк ао	341	-0.3
Система ао	30.491	-0.3
Ростел-ап	86.3	-0.4
Сургнфгз-п	13.82	-0.5
Транснф ап	40085	-0.6
Ростел-ао	188.72	-0.9
ММК	24.652	-1.0

данной «положительной обратной связи» обуславливает неустойчивость экономики, позволяя развиваться неуправляемому спаду.

Итак, Европа сейчас покупает время, позволяя экономике укрепиться, но долговая проблема Греции, вероятно, останется надолго. И весьма вероятно, что дефолт все-таки произойдет, страна потребует списания части номинала и облегчения своего бремени. Мы поясним почему это неминуемо.

Начнем издали — с проблемы «дисбалансов», которые в сумме с 1999 по 2009 год (11 лет) составили \$10 трлн. В упрощенной логике во время надувания мирового пузыря недвижимости некоторые страны получали большие притоки капитала. Среди них были страны PIIGS — смотри справа, накопленные (простая сумма) цифры счета текущих операций.

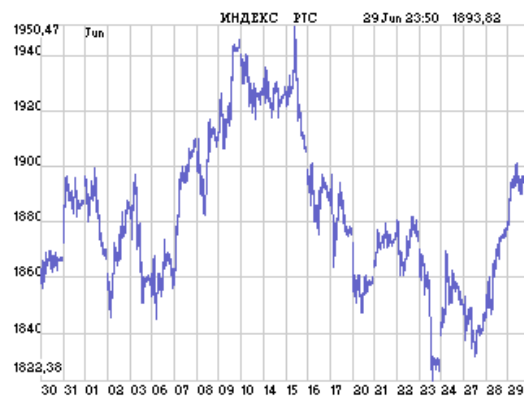
Платежный баланс, исходя из названия, является сбалансированным. Счет текущих операций равен счету капитала с обратным знаком. Итак, таблица говорит, что Греция в 1999-2009 годах получила \$243 млрд. притока. При этом размер экономики

Рост рынков вчера был обусловлен голосованием греческого парламента по самоограничительным мерам, открывающим доступ к финансированию ЕС и МВФ. Европа выросла на +2%, S&P500 закрылся +0.8%, и на их фоне повышение российского индекса ММВБ на +0.5% выглядит очень скромно.

Сегодня греческий парламент продолжит голосовать по отдельным статьям увеличения налогов, включая программу приватизации и сокращения расходов. Предположительно в воскресенье, 3 июля «тройка» (ЕС+МВФ+ЕЦБ) выделит второй транш помощи и в понедельник можно будет окончательно сказать, что приступ долгового кризиса преодолен.

К сожалению, проблема Греции будет сохраняться и дальше. Европейские власти, осознают, что дефолт страны сейчас будет крайне негативным в данный момент. Они не хотят повторения сценария Lehman осени 2008 года. Тогда разрушение финансовых рынков прекратило нормальное течение кредита, привело к реальному шоку в экономике,

что вызвало дальнейшее ухудшение финансовых рынков и так далее. Наличие



Суммарная величина счета текущих операций 1999-2009 гг. включительно, млрд. долларов, и в долях от совокупной величины (\$10 трлн.)

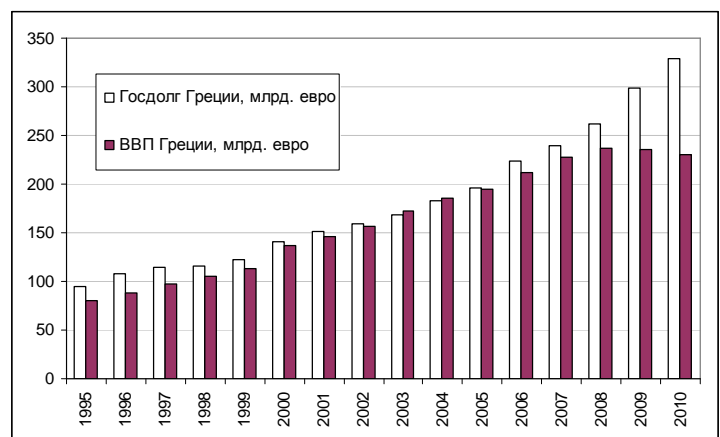
United States	-6039	59,5%	China	1723	16,5%
Spain	-749	7,4%	Japan	1589	15,2%
United Kingdom	-492	4,9%	Germany	1150	11,0%
Australia	-360	3,6%	Russia	638	6,1%
Italy	-319	3,1%	Saudi Arabia	554	5,3%
Greece	-243	2,4%	Norway	438	4,2%
Turkey	-178	1,8%	Switzerland	399	3,8%
Portugal	-177	1,7%	Netherlands	381	3,7%
Poland	-117	1,2%	Singapore	266	2,5%
Mexico	-115	1,1%	Kuwait	264	2,5%
Romania	-93	0,9%	Taiwan	262	2,5%
Brazil	-88	0,9%	Sweden	254	2,4%
South Africa	-82	0,8%	Malaysia	212	2,0%
India	-79	0,8%	Hong Kong SAR	188	1,8%
Hungary	-67	0,7%	Venezuela	170	1,6%
New Zealand	-63	0,6%	Algeria	156	1,5%
Ireland	-53	0,5%	Korea	153	1,5%
Bulgaria	-42	0,4%	Libya	152	1,5%
Czech Republic	-38	0,4%	UAE	150	1,4%
Sudan	-35	0,3%	Iran	137	1,3%
Slovak Republic	-32	0,3%	Nigeria	131	1,3%
Lebanon	-30	0,3%	Qatar	128	1,2%
Pakistan	-30	0,3%	Canada	103	1,0%
Serbia	-29	0,3%	Finland	96	0,9%
Croatia	-29	0,3%	Belgium	86	0,8%
Vietnam	-27	0,3%	Denmark	74	0,7%
Colombia	-26	0,3%	Thailand	71	0,7%
France	-24	0,2%	Indonesia	70	0,7%
Lithuania	-21	0,2%	Austria	61	0,6%
Latvia	-20	0,2%	Brunei Darussalam	48	0,5%
Iceland	-19	0,2%	Luxembourg	35	0,3%

страны в долларовом выражении в 1999 году был \$135 млрд., а на пике в 2008 г. был \$350 млрд. (столь внушительный рост произошел, в том числе из-за вступления страны в зону дорогой валюты – евро).

Мы приводим эти цифры для того, чтобы показать насколько большим был приток – страна получала порядка 10% от своего ВВП ежегодно. Справа приведен график (поквартальный) размера дефицита счета текущих операций в процентах от ВВП.

Данный дефицит означал, что Греция получала больше ресурсов от внешнего мира, чем давала. Разница покрывалась притоком капитала. Эта фраза будет понятнее, если упростить ее до следующего. Страна потребляла больше, чем давала остальному миру, оплачивая разницу своими обязательствами расплатиться позже. В основном, «обещало» расплатиться греческое правительство, накопившее долгов на сумму €330 млрд. или \$440 млрд. в эквиваленте. Но также капитал поступал в частный сектор.

Можно это выразить так – страна жила в долг. В стране повысились зарплаты, пенсии (выраженные как в евро, так и в «натуральном выражении» - в товарах). С завершением мирового бума недвижимости, греческая прибрежная недвижимость стала менее популярна. Приток капитала в страну начал иссыхать. Стране как-то нужно было оплачивать привычное потребление. Какое-то время приток капитала продолжался за счет больших заимствований греческого правительства, пока долг не вырос до огромных значений, и не встал вопрос о возможном дефолте.



История про приток и избыточное выражение тесно связана с валютой страны – Греции. Чтобы страна смогла жить «по средствам», она должна стать конкурентоспособной на мировом рынке. В обычной ситуации это происходит за счет падения курса национальной валюты. Тогда уровень зарплаты в данной стране становится низким по мировым меркам, страна начинает больше экспортировать и меньше импортировать, наращивая профицит счета текущих операций. За счет этого профицита финансируется дефицит счета капитала (то же что «отток капитала»). Так, например, после девальвации 1998 года Россия резко увеличила профицит счета текущих операций (за счет падения импорта) и этим начала расплачиваться по долгам бывшего СССР и новейшей России. Экономисты используют выражение J-curve, по такой траектории движется чистый экспорт после девальвации. Некоторое время требуется экономике для перестройки («ножка» буквы J), а потом начинается бурный рост экспорта.

Но для Греции это не вариант, поскольку она приняла единую валюту ЕС, которая не может быть девальвирована. Для того чтобы страна стала конкурентоспособной на мировом рынке, уровень зарплат (пенсий и других доходов) в стране должен упасть. Так, чтобы она потребляла меньше импорта и давала больше экспорта. Падение доходов людьми воспринимается как нечто плохое из-за эффекта «иллюзии номинальных денег». Если это происходит из-за девальвации, при номинальной стабильности (как это было с рублевыми зарплатами в РФ в 98-м), это воспринимается людьми вполне нормально. Упала валюта, а не зарплаты (хотя в долларовом выражении зарплаты в РФ после девальвации обвалились кратно).

Сокращение зарплат происходит через большую безработицу, его снижению мешают законодательные нормы, психология людей (за меньшие деньги лучше вообще не буду работать). То же касается сокращения пенсий. И поэтому мы видим мощные волны протеста в Греции. К сожалению, этот процесс будет продолжаться, вина лежит на единой валюте. Экономическая логика требует продолжения этого мучения, но простым людям это трудно объяснить. В итоге, весьма вероятно, что к власти придут популисты. Правящая партия ПАСОК сейчас имеет 155 мест из 300. Ей удастся голосовать за самоограничительные меры. Но на следующем раунде выборов очень вероятно, что она проиграет. Политические противники взваливают вину на нынешнюю власть и пообещают «облегчение». В этом смысле дефолт Греции нам кажется почти неминуемым. Очень вероятно, что это случится в ближайшие годы – время наибольших мучений страны.

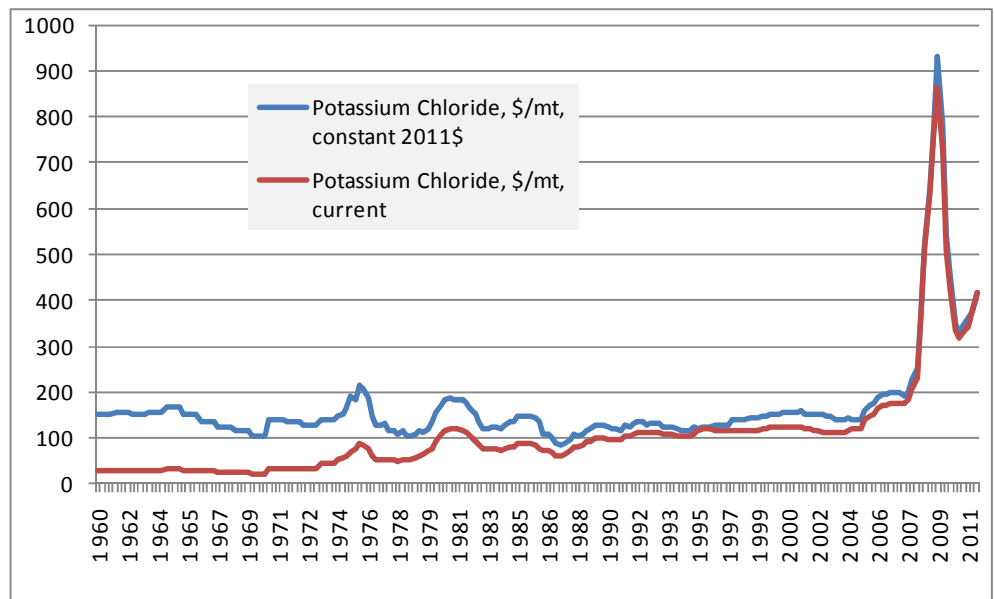
Лучшее, что может сейчас сделать ЕС – купить время пока экономика слаба, поддерживать Грецию. Долг под 150% от ВВП является неустойчивым. Так что, увы, греческая история еще не раз будет напоминать о себе.

Вкратце:

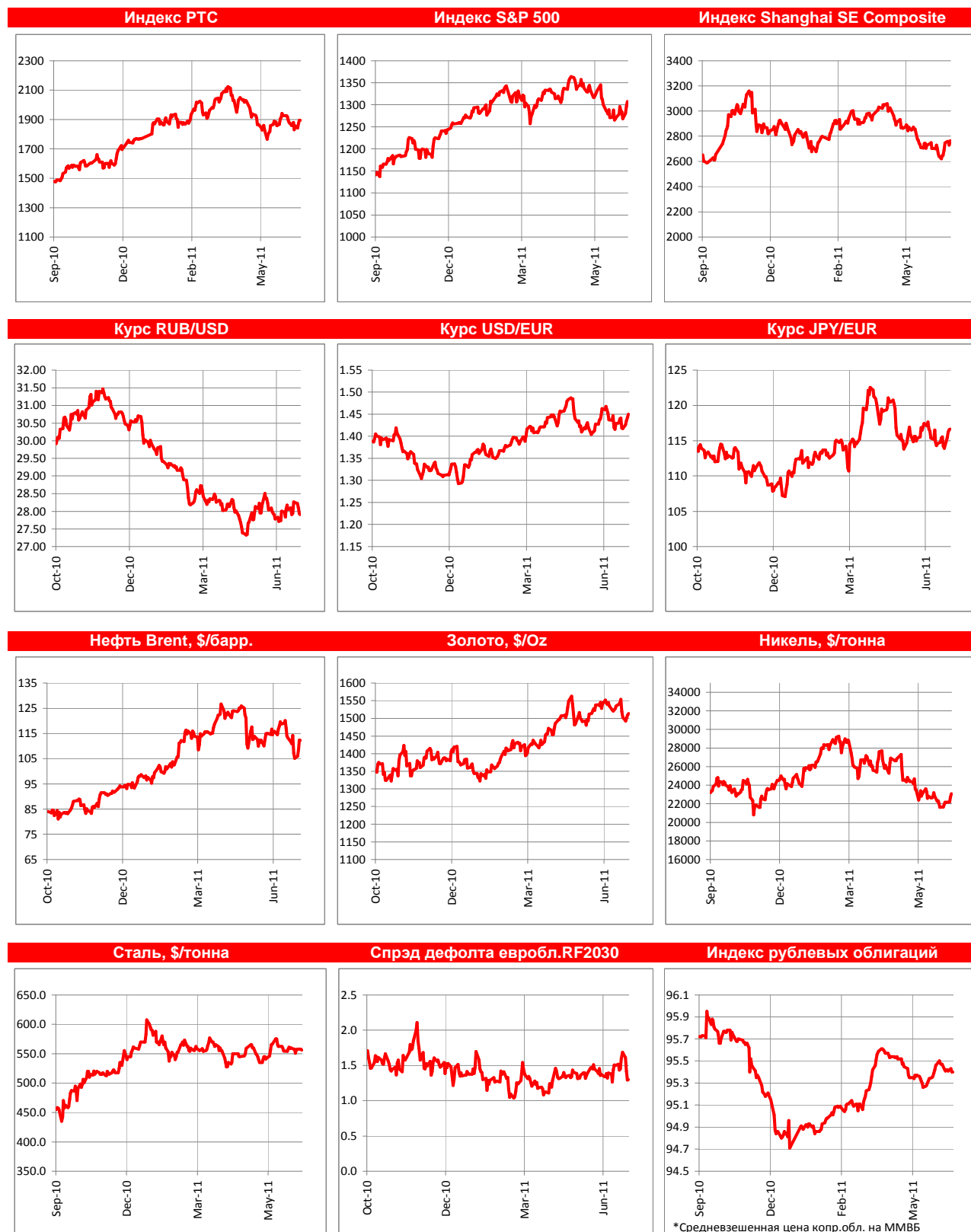
- Сегодня пройдет годовое собрание акционеров «Газпрома», на котором должны быть утверждены дивиденды (3,85 на акцию) и определен состав совета директоров. Однако сразу после годового собрания, «Газпром» проведет внеочередное собрание акционеров, которое переизберет совет директоров с учетом требований Д. Медведева (из чиновников, скорее всего, останется только В. Зубков).
- Д. Медведев предложил компенсировать выпадающие доходы от снижения ставок страховых взносов за счет приватизации, нефтегазовых доходов и других резервов. По оценкам А. Кудрина, объем выпадающих доходов составит 400 млрд. рублей ежегодно.
- «Мечел» в первом квартале 2011 года заработал \$309,1 млн. чистой прибыли, что в 36,4 раза выше, чем год назад. Выручка компании увеличилась в 1,5 раза до \$2,9 млрд. Также компания сообщила, что осенью может провести IPO горнорудной «дочки» - «Мечел-майнинг». Всего инвесторам может быть предложено до 25% акций за \$1,5 млрд.
- «Газпром» ожидает, что в этом году цены на газ по европейским поставкам достигнут отметки в \$402 за тыс. куб. метров (прежний прогноз - \$352). Как результат, «Газпром» прогнозирует рост чистой прибыли головной компании в 2011 году в 1,5 раза до 750 млрд. рублей без учета переоценок. Заметим, что размер дивидендов монополии привязан к показателям головной компании, поэтому они могут вырасти до 5,54 рублей на акцию.
- «Аэрофлот» по итогам 2010 года заплатит акционерам дивиденд в 1,0851 рубль в расчете на акцию (доходность 1,6%). Это почти в 3 раза превышает уровень дивидендов за 2009 год: тогда было выплачено 0,35 рублей. Всего на дивиденды будет направлено 1,2 млрд. рублей или около 10% чистой прибыли по РСБУ.
- Госдума в первом чтении приняла законопроект, дающий миноритариям доступ к коммерческой тайне компаний и информации об их «дочках». При этом они должны будут дать расписку с обещанием не разглашать коммерческую тайну. Скорее всего, после принятия поправок компании все равно продолжат скрывать информацию от миноритариев. В качестве примера, можно привести противостояние А. Навального и «Роснефти». Последняя, несмотря на решения суда, отказывается выдавать протокол одного из заседаний совета директоров. Как комментирует А. Навальный, чтобы норма действительно заработала, нужно ввести высокие штрафы за нарушение закона, а также расширить права миноритариев на предъявление исков к менеджерам компаний.
- Сегодня состоятся заседания по согласованию окончательной схемы санации «Банка Москвы», в которых примут участия АСВ, ЦБ и комитет банковского надзора. Ожидается, что ЦБ выделит кредит на сумму более 150 млрд. руб. на возвратной основе сроком на 10 лет по ставке ниже рыночной. «ВТБ» в будущем докапитализирует «Банк Москвы» на сумму порядка 100 млрд. руб. Представители «ВТБ», «Банка Москвы» и ЦБ от комментариев отказались. Таким образом, оказание финансовой помощи поможет решить текущие проблемы «Банка Москвы», однако банку в дальнейшем необходимо жестче следить за качеством кредитного портфеля. При этом требуется усилить банковский надзор за частными банками во избежание подобных случаев.
- Вчера ЦРФИН получил статус саморегулируемой организации, которая объединит компании, оказывающие услуги на рынке Forex, в частности по разработке стандартов работы брокеров на Forex. Создание СРО рассматривается как первый шаг к созданию законодательства, регулирующего рынок Forex. Глава ФСФР Д. Панкин признал, что рынок «надо приводить в порядок, так как на нем масса нарушений, масса жуликов». Таким образом, ожидаем, что создание правового пространства на международном валютном рынке увеличит популярность и количество участников.
- Ритейлеры выходят на рынок IPO. «Модный континент» рассматривает возможность провести публичное размещение в этом году. Компания оценивает себя под \$1 млрд. и рассчитывает получить порядка \$200 млн. от IPO. Напомним, что «Модный континент» - это сеть магазинов модной одежды.

Местное:

- БКК повысил цены на хлористый калий для Китая на 17,5% до \$470 за тонну. Как пишут сегодня «Ведомости» со ссылками на источники, для Индии цена может вырасти до \$500 за тонну. Таким образом, цены на хлористый калий продолжают расти. Также вчера появились сообщения, что на «Беларуськалии» подтопило одну из шахт. Если проблемы у компании будут серьезными, то это может ускорить цены на удобрения.
- Росимущество намерено продать на аукционе 0,0018% «Уралкалия» (57 тысяч акций). Начальная цена лота составляет 13,707 млн. рублей (~240 рублей за акцию).



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.