

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 10 февраля 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Новатэк ао	89.99	15.5%
Татнефть Зао	69	12.9%
Сбербанк-п	8.67	12.3%
ММК	9.181	11.5%
МТС-ао	131.5	9.3%
ФСК ЕЭС ао	0.095	9.2%
ГАЗПРОМ ао	126	8.1%
Сбербанк	16.78	8.1%
ЛУКОЙЛ	1232.1	7.1%
Сургутнефтегаз	18.8	6.8%
СевСт-ао	151.08	6.6%
Роснефть	119	6.5%
ВТБ ао	0.0248	6.0%
Газпромнефть	83.99	5.3%
ГМК Норник	1625.2	4.5%
Система ао	5.698	4.5%
ОГК-5 ао	0.753	4.4%
Транснефть ап	7570	4.4%
УралСви-ао	0.291	3.9%
Уркалий-ао	36.9	2.8%
Магнит ао	592.01	2.7%
ОГК-3 ао	0.277	2.6%
Аэрофлот	24.59	2.0%
РусГидро	0.623	1.6%
РБК ИС-ао	10.69	1.5%
Сургутнефтегаз-п	8	1.5%
Татнефть Зап	32.25	0.0%
Ростел -ао	318.1	-0.9%
Ростел -ап	17.96	-1.3%
ПолюсЗолот	1214	-3.4%

Вчера, по мнению наших управляющих, был лучший день в 2009 году на российском фондовом рынке. Вчерашний день оказался даже лучше, чем позавчера (как мы писали). Индекс РТС вырос на 9%, а индекс ММВБ поднялся на 6.5%.

Накануне мы писали про то, что какой день подряд растут металлурги. Вчера их рост продолжился, но перекинулся на связанные с производством черного металла отрасли – угольные компании. Рост угольных компаний произошел рывком, и в середине дня после взлета на акции шахты «Распадской» (+16% по итогам дня) и «Белона» (+30%) были остановлены. Рост любой компании сейчас (кроме, может быть, «Ростелекома») мы считаем оправданным с точки зрения фундаментальной оцененности, российский фондовый рынок дешев, почти как снег за окном.

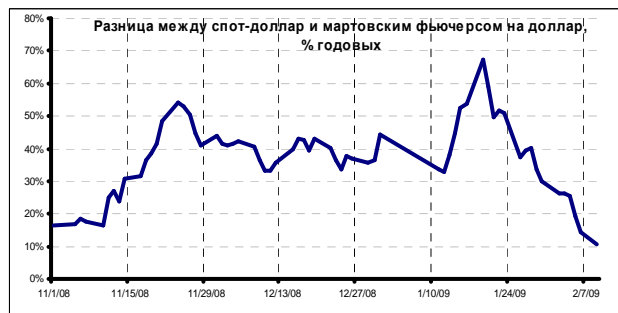
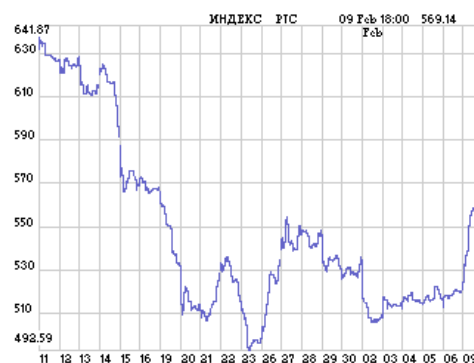
Нас удивила вчерашняя резвость спекулянтов, забытая за время обвала. История по нашему мнению выглядит так - растет один сектор - черная металлургия. Спекулянты присоединяются к росту, что нормально. Но затем спекулянты начинают думать, а на чем бы еще можно было заработать, и бросаются толпой покупать угольные компании. Казалось бы, что тут такого, обычная история. В том то и дело, что это необычная история, для текущего состояния рынка, над которым висит призрак апатии, отрешенности или, даже, обреченности. Вчерашняя спекулятивная резвостью говорит о том, что к инвесторам, хотя бы определенной ее части - спекулянтам, возвращается былая беззаботность.

А это, по нашему мнению, важный признак, внушающий определенный оптимизм. Все что происходит в экономике и на валютном рынке – это во многом результат доверия. Есть большое недоверие агентов к рублю, что заставляло бежать в валюту, и гробило российскую экономику. Есть недоверие к банкам и финансовой системе, и люди склонны держаться за наличные. Это приводит к падению уровней кредитов, и заставляет держаться за наличные. Cash is a king (мы настоятельно рекомендуем прочитать статью П.Кругмана, нобелевского лауреата 2008 года, о бизнес-циклах и разных точках зрения в конце обзора).

Беззаботность, с которой вчера играли спекулянты, может говорить о возврате доверия. Но почему так происходит? Есть временной фактор, после обвала в октябре, рынок, по большому счету стоит на одном месте, и страхи перед продолжением обвала становятся меньше.

Но что, может быть, более важно – это прекращение девальвации рубля. Заявления ЦБ о том, что уровень корзины на отметке в 41 будет обороняться, отбили охоту у спекулянтов играть на валютном рынке. Выше на графике можно увидеть, что разбег фьючерсов с реальным курсом рубля к доллару начал снижаться. График выражает разницу между фьючерсной ценой (июля и марта) и текущей ценой (т.е. базис), выраженной в % годовых. В январе на мартовском фьючерсе эта доходность была 70% годовых, тогда как сейчас 10% годовых. Разница в годовых, согласно теории ценообразования

Рынки накануне:



фьючерсов (модель cash-and-carry) должна отражать разницу в процентных ставках за рубежом и в России. 10% годовых, как раз может отражать эту разницу.

Сегодня в СМИ можно найти рассуждения, что деньги, которые раньше крутились на валютном рынке сейчас пошли на фондовый. Мы сомневаемся в корректности подобной интерпретации, все-таки рынки разные, инвесторы на них отличаются, да и купленный доллар резко направить на спекуляции с акциями на ММВБ довольно сложно, надо конвертировать в рубль обратно. Скорее, можно направить такие деньги в Лондон. Но с чем мы согласны, то, что есть психологическая связь между девальвацией и курсом акций.

Подобная краткосрочная корреляция курса с акциями наблюдалась в 1999 году – падение рубля (соотв.рост курса рублей за доллар), вызывало падение акций. В то время курс рубля примерно отражал риски, связанные с макроэкономикой страны, ее способность обслуживать внешний (тогда еще большой) госдолг. Рост рубля приводил к росту акций (правильнее говорить, что они двигались синхронно, под влиянием, вероятно, других факторов) и рубль примерно отражал краткосрочную динамику подразумеваемого суверенного рейтинга.

Сегодня в Блумберге есть неясные сообщения о том, что российские банки собираются провести реструктуризацию внешнего долга. Об этом сообщила газета Nikkei, ссылаясь на интервью с Анатолием Аксаковым, главой Российской ассоциации региональных банков. Насколько эти планы окажутся реальными и приведут ли они к чему-то, не ясно. Зато этой новостью уже объясняют падение курса евро (к доллару и другим валютам), якобы европейские банки больше других кредитовали российскую сторону и могут из-за этого пострадать. Логика нам не слишком ясна, и мы сомневаемся, что она вообще правильная. Но долговая проблема российских банков и корпораций, действительно высока. После случившейся довольно большой девальвации и начавшегося спада в недвижимости и экономике, качество многих валютных долгов российской коммерции стало сомнительным. Вероятно, что по заметной части подобных долгов будут (и уже есть) дефолты, а по многим уже прошли маржин-колла, и без реструктуризации не обойтись.

Вкратце:

- Реальный эффективный курс рубля к корзине валют государств – основных торговых партнеров России в январе 2009 года снизился на 7,4% по сравнению с декабрем 2008 года. При этом реальный курс рубля к доллару снизился на 7,5%, а к евро – на 8,1%.
- ЦБ намерен расширить ломбардный список, включив в него облигации 110 стратегических предприятий. На наш взгляд, данное расширение будет актуальным для мелких и средних банков, до которых ликвидность еще не дошла. Однако, несмотря на расширения инструментов по предоставлению ликвидности, ЦБ РФ начинает ее ограничивать для борьбы со спекулянтами, которые на деньги ЦБ покупали валюту. Центробанк уже повысил ставки по беззалоговым кредитам. По итогам вчерашнего аукциона по кредитам на 6 месяцев, средняя ставка составила 17,78% годовых, при этом было выдано кредитов на 88,4 млрд. руб. при спросе в 421,7 млрд. руб.
- «Мечел» получит кредит в \$1 млрд. от «Газпромбанка» сроком на три года. Средства пойдут на рефинансирование краткосрочной задолженности. Залогом выступают 25% в «Якутугле» и «Южном Кузбассе». Ранее «Мечел» договаривался о кредитной линии в «ВЭБе» по залог почти 100% акций в основных «дочках» компании, но под более низкую ставку, чем в «Газпромбанке». По различным оценкам, за счет разницы на процентах в этом году «Мечел» переплатит \$70 млн. (в 2009 году компания должна выплатить только проценты по кредитам на сумму в \$620 млн.). Однако если компания кредитруется в «Газпромбанке», угроза быть национализированным за долги и войти в состав объединенной металлургической компании, снижается.
- ОПЕК заявила, что приостановили или отложили реализацию 35 крупнейших проектов по добыче нефти и газа из-за снижения цен на нефть. Также ОПЕК сообщила, что страны-члены картеля на 80% выполнили свои обязательства по сокращению добычи. Напомним, что в конце прошлого года ОПЕК приняла решение сократить добычу на 4,2 млн. баррелей в сутки.
- Запасы «Новатэка» по итогам 2008 года выросли на 67 млрд. куб.м. до 690 млрд. куб.м. по стандартам SEC. При добыче в 2008 году в 31 млрд. куб.м. коэффициент замещения запасов составил 220%.
- Чешская PPF Group сообщила, что увеличивает долю в «Полиметалле» до 30% минус 1 акция с текущих 24,9%. Недостающие акции могут быть выкуплены как с рынка, так и у одного из акционеров «Полиметалла».
- «Сбербанк» открыл «Акрону» трехлетнюю кредитную линию на \$128 млн. Средства пойдут на финансирование текущей деятельности.

Местное:

- «Макромир», совладелец пермского ипподрома, продает 4,2 га из 34 га общей площади за 90 млн. руб. Средства от продажи должны пойти на погашение долгов по кредитам, которые собственники взяли на покупку ипподрома. Напомним, что этот участок покупался с целью постройки аквапарка, ТРК и гостиницы, однако из-за кризиса владельцы были вынуждены заморозить эти проекты.

Напоследок:

Мы недавно натолкнулись на старую статью П.Кругмана о теории бизнес-цикла, которая настолько понравилась ясностью изложения, так мы ее перевели. Она кратко излагает точку зрения мейнстрим-экономистов на теорию цикла, по крайней мере, в ее самой важной части, а также отражает конфликт с Австрийской школой экономики.

Теория похмелья

Являются ли рецессии неизбежной расплатой за хорошие времена?

Пол Кругман, 4 декабря 1998 года

Несколько недель назад, один журналист посвятил значительную часть в биографии вашего покорного слуги одной моей неудаче, отсутствию должного внимания к "австрийской теории" бизнес-цикла – теории которая, я считаю, заслуживает примерно столько же серьезного изучения, как теория горения флогистона (прим. перев. – флогистон, считалось, содержится во всех веществах, способных гореть). Ну да ладно. Но этот случай заставил меня подумать, не столько об этой отдельной теории, сколько об общем мировоззрении, лежащем в его основе. Назовем это теорией рецессии переинвестирования или "ликвидационизм", или просто назовем его "теорией похмелья". Такова идея того, что мы расплачиваемся за бум, и то что страдания, испытываемые экономикой, являются неизбежным наказанием за эксцессы предыдущего роста.

Теория похмелья выглядит извращенно соблазнительной - не потому, что она предлагает легкий путь выхода из него, а потому что она его не предлагает. Она превращает изгибы на наших графиках в игру морали, в сказку о надменности и расплате. Приверженцы получают особое удовольствие, выдавать подобный совет, со спокойной совестью и чувством уверенности, в том, что они не являются бессердечными, а просто практикуют бескомпромиссную любовь.

Сильные, какими могут быть любые соблазны, им нужно сопротивляться – поскольку теория похмелья упорствует в своих заблуждениях. Рецессии не являются необходимыми последствиями бумов. С ними можно и нужно бороться, не зажиманием расходов, а щедростью – политикой, которая поощряет людей тратить больше, не меньше. Это не просто академический спор: Теория похмелья может принести реальный вред. Взгляды ликвидационистов сыграли важную роль в развитии Великой Депрессии – с австрийскими теоретиками, такими как Фридрих фон Хайек и Йозеф Шумпетер, которые упорно возражали в самый разгар депрессии против попыток восстановить «притворное» процветание путем расширения кредита и предложения денег. И эти самые взгляды дают сейчас свой вклад, препятствуя восстановлению подавленных мировых экономик именно в этот самый момент.

Многие варианты теории похмелья рассуждают примерно так: в начале, инвестиционный бум вышел из-под контроля. Может быть, избыточное создание денег или безответственное кредитование банков создало это, может быть это просто результат иррационального изобилия/эйфории [прим.перев. - irrational exuberance] со стороны предпринимателей. Какими бы ни были причины, все это инвестирование ведет к созданию слишком больших мощностей – заводов которые не могут найти свои рынки, офисных зданий, которые не могут найти арендаторов. Поскольку конструкционные проекты требуют времени для завершения, бум может продолжаться некоторое время, прежде чем его беспочвенность становится очевидной. В конце концов, реальность настигает – инвесторы банкротятся, а вложения в инвестиции обваливаются. Так происходит спад, глубина которого зависит величины предыдущих эксцессов. Кроме этого, сам спад является частью необходимого процесса излечения: нужно избавиться от избыточных мощностей, цены и заработная плата падают с преизбыточных уровней бума, и только затем экономика готова восстанавливаться.

За исключением этого последнего куса насчет добродетели рецессии, это не плохая история про инвестиционные циклы. Каждый, кто наблюдал, скажем, за взлетами и падениями рынка недвижимости Бостона за последние 20 лет, могут вам сказать, что эпизоды, в которых избыточный оптимизм и избыточное строительство сопровождаются непроглядным утром – это просто часть реальной жизни. Но давайте зададим, казалось бы, глупый вопрос: почему взлеты и падения спроса на инвестиции должны приводить к взлетам и падениям в экономике в целом? Не говорите, что это очевидно – хотя инвестиционные циклы связываются с рецессиями и восстановлениями целой экономики, теория должна объяснить наблюдаемую корреляцию, а не просто подразумевать ее. И в действительности, это ключ к Кейнсианской революции экономической мысли – революции, которая сделала теорию похмелья в целом, и Австрийскую теорию в частности, устаревшей, как эпициклы. Ключ - в понимании Джоном Мейнардом Кейнсом важного вопроса, не почему инвестиционный спрос иногда снижается, а того, почему такие снижения вызывают обвал целой экономики.

Вот проблема: как вопрос простой арифметики, общие расходы экономики всегда равны общему доходу (каждая продажа - есть каждая покупка и наоборот). Так, если люди решили меньше тратить на инвестиционные товары, это не означает, что они должны принять решение увеличить расходы на потребление товаров – подразумевает ли это, что инвестиционный спад, должен быть всегда связано с соответствующим потребительских бумом? И если должен, тогда почему должен происходить рост безработицы?

Большинство современных теоретиков похмелья, вероятно, даже не понимают, что это проблема их интерпретации. Также не отвечают на эту загадку предположительно серьезные Австрийские теоретики. Лучшее, что фон Хайек или Шумпетер смогли ответить, было неотчетливое предположение, что безработица является фрикционной проблемой, возникающей тогда, когда экономика передает рабочих из раздутого сектора инвестиционных товаров обратно, к производству потребительских товаров. (А отсюда их оппозиция любым попыткам увеличить спрос: это может оставить «часть работы депрессии недоделанной», таким образом, массовая безработица становится частью процесса «адаптации структуры производства»). Но в этом случае, почему инвестиционный бум, который предположительно требует передачи рабочих в противоположном направлении, также не производит массовую безработицу? И в любом случае, эта история имеет мало сходства с тем, что действительно происходит во время рецессии, когда каждая отрасль – не только инвестиционный сектор – обычно сжимается.

Как это часто бывает в экономике (или, если это важно, в каждом интеллектуальном занятии), объяснение, каким образом может произойти спад, даже полученное после эпической интеллектуальной активности, оказалось весьма простым. Спад происходит, когда, по какой-то причине, значительная часть частного сектора пытается увеличить свои денежные запасы, в одно и то же время. Но даже, несмотря на всю простоту, понимание того, что спад связан с избыточным спросом на деньги, целиком превращает в нонсенс теорию похмелья. Ибо, если проблема заключается в том, что люди в общей массе хотят держать больше денег, чем имеется в обращении, то почему бы просто не увеличить предложение денег? Вы можете рассказать мне о том, что это не так просто, что в ходе предыдущего бума бизнесмены сделали плохие инвестиции и что банки выдали плохие ссуды. Ну, хорошо. Выбросьте плохие инвестиции и спишите плохие ссуды. Почему это должно требовать того, чтобы замечательные хорошие мощности простаивали?

Таким образом, теория похмелья оказывается интеллектуально непоследовательной; никто не смог объяснить, почему плохие инвестиции в прошлом требуют безработицы хороших рабочих в настоящем. Но даже с этим теория имеет сильную эмоциональную привлекательность. Чаще эта привлекательность более сильна для консерваторов, которые не могут воспринять идею, что решительные действия со стороны правительств (не говоря уже, о, ужас! печатать деньги) могут вообще быть хорошей идеей. Некоторые либертарианцы превозносят Австрийскую теорию, а не потому, что они действительно вникли в эту теорию, а потому, что они ощущают некоторую потребность в престижной альтернативе Кейнсианскому контексту государственного вмешательства. А некоторые люди, возможно, тяготеют к Австрианизму потому, что они воображают, что это девальвирует интеллектуальные притязания экономической профессуры. Но и умеренные и либералы также не имеют иммунитета к обольстительным чарам теории – особенно, когда она дает им шанс давать лекции о недостатках других.

Лишь немногие западные комментаторы сопротивляются искушению представить экономические проблемы Азии как повод для морализаторства на тему прошлых грехов региона. Сколько статей, которые вы прочитали, которые обвиняют текущую болезнь Японии эксцессами «экономики пузыря» 1980-х – даже, несмотря на то, что пузырь лопнул почти десятилетие назад? Сколько редакционных статей вы просмотрели с предупреждениями, что кредитная экспансия в Корее и Малайзии – это ужасная идея, потому как, в конце концов, именно кредитная экспансия создала проблемы вначале?

А азиаты, японцы в особенности, принимают такую критику серьезно. Можно часто услышать, что Япония дрейфует, потому что ее политики не в состоянии совершить трудный выбор, сделать то, что им положено. Суть в том, что японцы удивительно полагались на жесткие решения, такие, как резкое повышение налогов в 1997. На самом деле, они в беде отчасти потому, что упорствовали в совершении жестких действиях, в то время когда экономика на деле нуждалась в принятии мягкого варианта выхода. Великая Депрессия случилась преимущественно в результате представления политиков, что строгая экономия является путем борьбы с рецессией; а не настолько великая депрессия, поразившая большую часть Азии, отягощена тем же самым инстинктом. Кейнс понял правильно: часто, если не всегда, "именно идеи, а не корыстные интересы, это то, что опасно всегда".

Источник <http://www.slate.com/id/9593>

Как нам кажется, статья Кругмана буквально о том, что происходит в мире и в России прямо сейчас. Согласно этой теории спад происходит в результате того, что агенты экономики начинают копить деньги и меньше тратить, то это может быть поправлено вливанием дополнительных денег (с вертолета).

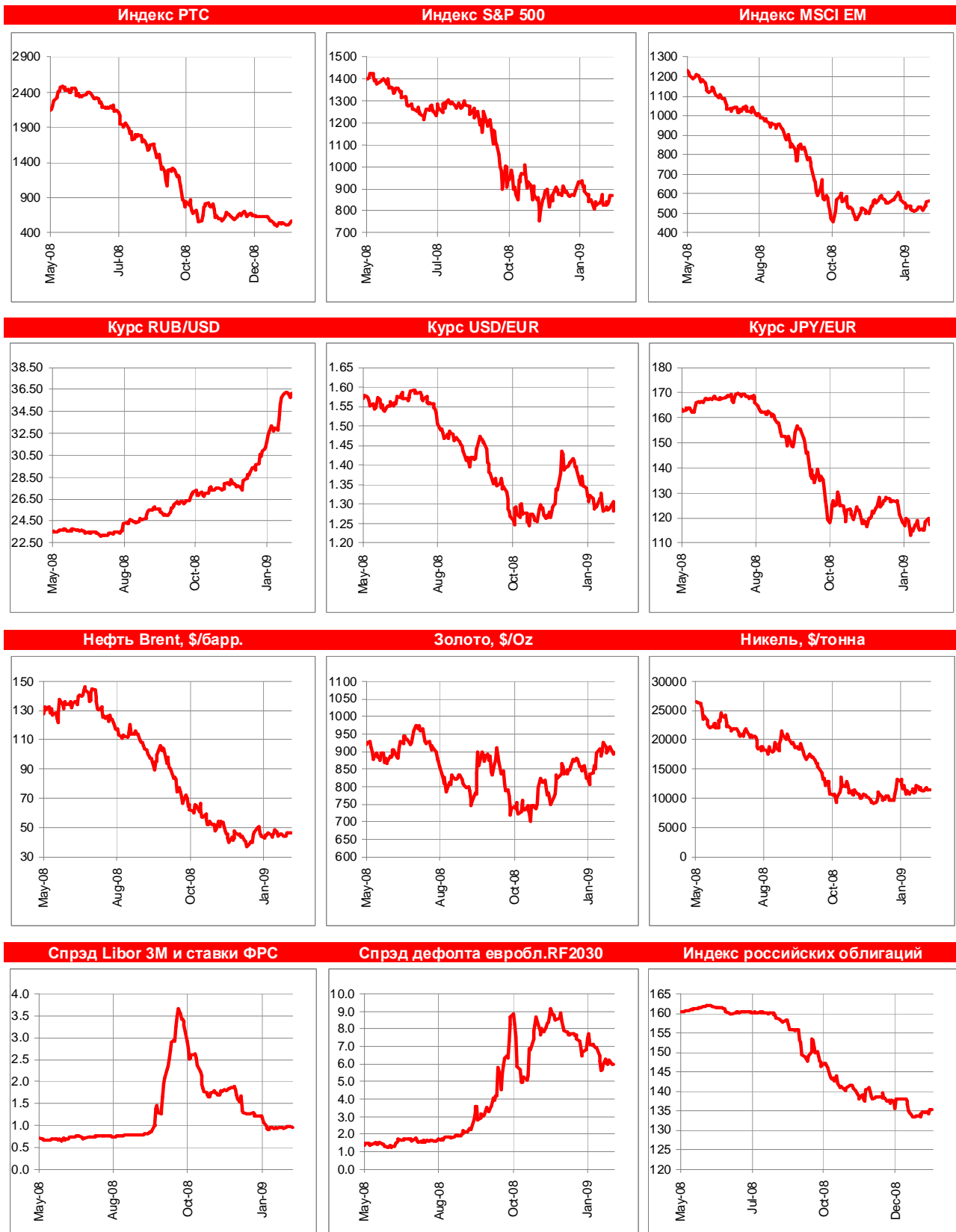
В России ситуация похожа, за небольшим исключением. Наши экономические агенты, включая население, тоже желают держать деньги, но только иностранные, а не рубли. В итоге, суть прежняя - идет экономический спад, но разбросать рубли вертолета не получается, они идут на валютный рынок, это как тушить пожар керосином. А поэтому мы не способны обеспечить хороший монетарный ответ кризису и вынуждены безучастно смотреть на глубокий спад. Пляски с бубном правительства и Путина это хорошо, но этого просто недостаточно, главного предписания мейнстим-экономики мы сделать не можем.

Это тупик политики таргетирования валютного курса, мы считаем, что России надо раз и навсегда отказаться от поддержки валютного курса. Такое состояние валютного рынка уже было у России один раз после развала СССР,

когда просто не было резервов, чтобы проводить интервенции, и курс плавал сам по себе. Оставив его плавать куда ему вздумается, и, проводя ответственную монетарную политику, с ограниченным ростом денежной массы, мы бы могли сейчас иметь другую страну. Россию, где была бы низкая инфляция, и люди доверяли бы покупательной способности рубля. Они не бежали бы конвертировать рубль по первому шороху, у них просто не было бы такого рефлекса. Потому, что 98-й вряд ли был бы возможен, поскольку дефицит бюджета продавался бы за рубли внутренним агентам экономики, а не спекулятивным хедж-фондам, работающим с окном в 3 месяца. У нас была бы своя финансовая система, которая не испытывала систематических крахов. В рублях было бы можно СБЕРЕГАТЬ, и сберегать на длинные сроки. Мы думаем, что могли иметь бы ВВП на душу населения в 1.5 раза больше, чем сейчас.

То, что сейчас происходит в российской экономике во многом является следствием фиксированного обменного курса. Он рано или поздно ломается, как это бывало не раз в США, когда они привязывались к золоту. И бывало в Европе, когда Сорос воевал с Банком Англии, и еще во многих местах, не обязательно в развивающихся странах. Свободно плавающий курс - единственное средство избежать девальваций. Вместо них будет волатильность колебаний курса, синоним неопределенности будущего движения курса. В результате, спекуляции с курсом рубля будут уделом редких спекулянтов, а не всей страны. Нужно запретить валютные интервенции и заставить ЦБ РФ заниматься инфляцией, точнее, инфляционным таргетированием, как делают все развитые страны.

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.