

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 30 сентября 2009 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РБК ИС-ао	39.71	10.7%
Татнефть Зао	128.76	4.4%
Магнит ао	1810	3.8%
ФСК ЕЭС ао	0.374	3.6%
Транснефть ап	24650	3.4%
Сургутнефтегаз	26.059	2.3%
ЛУКОЙЛ	1656.3	2.2%
СевСт-ао	235	1.7%
Сургутнефтегаз-п	11.24	1.5%
ВТБ ао	0.0571	1.4%
Аэрофлот	44.1	1.2%
Газпромнефть	126.51	0.9%
Татнефть Зап	46.05	0.7%
Сбербанк	60.65	0.7%
Сбербанк-п	37.52	0.6%
МТС-ао	202.79	0.2%
Уралсвип-ао	113.4	0.0%
ГАЗПРОМ ао	179.49	0.0%
ОГК-5 ао	1.645	-0.2%
Система ао	16.24	-0.3%
Роснефть	229	-0.4%
РусГидро	1.039	-0.4%
Новатэк ао	129.66	-0.6%
УралСВИ-ао	0.671	-0.6%
Ростел -ао	146.31	-0.7%
ПолусЗолот	1345	-0.7%
ГМК Норник	3764.7	-0.7%
ОГК-3 ао	1.34	-1.3%
ММК	20.793	-1.9%
Ростел -ап	46.64	-2.2%

На рынке акций ничего нового опять не случилось. По индексу ММВБ рост составил +0.4%, а котировки продолжают оставаться вблизи своих посткризисных максимумов. Мы уверены в их пробитии, рано или поздно рынок обязан восстановиться. Изменения в ликвидных акциях были небольшими.

Интересные события происходят на валютном рынке. Если смотреть на курс рубля к доллару, то может показаться, что ничего не происходит – он остается чуть выше отметки в 30 руб./доллар (сейчас на электронных торгах - 30.06). Однако вчера бивалютная корзина установила новый рекорд, опустившись до минимума с 14 января. Сегодня СМИ со ссылкой на валютных трейдеров пишут о том, что ЦБ РФ вчера купил около \$2 млрд. поддерживая рубль от укрепления. То есть, только благодаря действиям ЦБ рубль не укрепился к доллару ниже отметки в 30. По сообщениям трейдеров (см. Ведомости), Центробанк сейчас проводит валютные интервенции в следующем формате – он все-таки ориентируется на корзину, выставляя заявки на покупку по \$700 млн. Если заявка выполняется, то он выставляет заявку на покупку ниже на 5

коп. по бивалютной корзине. Таким образом, валютная политика ЦБ РФ стала куда гибче, чем была год назад и она автоматически приспосабливается под колебания рынка. Есть все шансы, что сегодня курс рубля к доллару может «пробить» курс в 30 руб. и закрепиться ниже этой отметки.

Вчера банк ВТБ организовал большую конференцию для инвесторов, которая называется «Russia Calling». В связи с этим названием у нас родилась шутка, что год назад подобная конференция могла бы называться «Russia Margin Calling» - тогда рынок валился под влиянием ломающихся кредитных схем и автоматических продаж на маржин коллах. На конференции большое представительство официальных лиц правительства и звучат разные интересные заявления.

Так, Путин вчера заявил, что у правительства жесткий антиинфляционный курс: «Мы ставим перед собой цель сбить уровень инфляции практически в 2 раза» и, что к 2012 г. рост цен не должен превышать 5-7% (на самом деле, это официальная цель Центробанка РФ, см. обзор далее). Это заявление Путина противоречит его же словам, сказанным 11 сентября в Валдае, где он обещал не допустить сильного укрепления рубля, «как это было в прошлые годы». Дело в том, что не допустить укрепления рубля можно валютными интервенциями, так, как это делает Китай и на самом деле делала Россия, накопив резервы в \$600 млрд. к середине 2008 года. Эти интервенции проводятся за счет выпуска новых рублей, разгоняющих инфляцию. Мы сомневаемся, что правительство сможет одновременно снизить инфляцию и сдержать рубль. Судя по тому, что сейчас происходит с денежным предложением, инфляция продолжит падать и дальше. В начале 2010 г. она опустится ниже 10%.

Центральный банк РФ вчера понизил ставку рефинансирования на 0.25% до 10%. К сожалению, ставка рефинансирования в нашей стране не отражает стоимость денег, правда, вместе с понижением этой ставки ЦБ РФ понижает и другие ставки, такие как кредитование под РЕПО (создающие «потолок» коротких ставок межбанка) и депозиты в ЦБ (создающие «дно» ставок МБК).



Вкратце:

- АИЖК вслед за ставкой рефинансирования снизил базовую ставку рефинансирования стандартных кредитов на 0,5% до 10,05%. Мы считаем, что пересмотр ставки не приведет пересмотру банками ставок по ипотеке в сторону уменьшения.
- «УГМК» завершил приобретение 58% акций «Челябинского цинкового завода», который ранее входил в группу «ЧТПЗ». Сумма сделки не раскрывается. Отметим, что oferty миноритариям не будет, так как формально «УГМК» купил структуру, которая контролирует 58% акций «ЧЦЗ».
- Правительство рассматривает возможность конвертации долга «АвтоВАЗа» в акции, как одно из условий выделения господдержки на 12 млрд. руб. Банки-кредиторы и Renault, который контролирует 25% «АвтоВАЗа», высказались против этой инициативы. Сейчас размер долгов автозавода превышает 40 млрд. руб., причем основная часть является краткосрочной. Стороны пока не комментируют инициативу правительства. На текущий момент завод разрабатывает стратегию на ближайшие 5 лет и антикризисную программу.
- Правительственная комиссия рекомендует ввести 5%-ю экспортную пошлину на никель с 1 декабря 2009 года, а не с 2010 года, как планировалось ранее.
- «НМТП» по итогам первого полугодия 2009 года увеличил выручку на 6,2% до \$334 млн. При этом чистая прибыль порта увеличилась в 1,5 раза до \$129 млн. Рентабельность по EBITDA составила 62%, что свойственно портам. Улучшение финансовых показателей «НМТП» объясняет сокращением затрат. Исходя из текущих котировок «НМТП» торгуется с мультипликатором P/E 11, что, на наш взгляд, дорого.
- «Сбербанк» сократил свою долю во вкладах населения страны до 49,5% к 1 сентября. В августе эта доля составила 50,1%. Как объясняют в самом «Сбербанке», снижение доли на рынке вкладов является следствием того, что население стало отдавать предпочтение доходности депозита, а не надежности банка.
- А. Улюкаев вчера заявил, что ЦБ РФ продолжит дестимулирование беззалогового кредитования. По его словам, это «экзотичный инструмент и его роль исчерпана». Сейчас общая задолженность банков по этому инструменту рефинансирования сократилась с максимальной величины в 1,9 трлн. руб. до 400 млрд.
- Также А. Улюкаев сообщил, что Банк России принял основные направления денежно-кредитной политики на 2010-2012 гг., предусматривающий постепенный переход к таргетированию инфляции и к свободному плаванию курса рубля.
- J.P. Morgan повысил прогноз цен на нефть на четвертый квартал 2009 года до \$70 за баррель, а на 2010 год – до \$68,75 (старый прогноз \$65 и \$67,75 соответственно). Также J.P. Morgan отмечает, что рост напряженности между Западом и Ираном может привести к перебоям в поставках нефти.
- На экономическом форуме «Россия зовет» А. Кудрин заявил о планах правительства в среднесрочной перспективе снизить свое участие в госкомпаниях. Отмечается, что в течение пяти лет госдоля в «ВТБ» может снизиться ниже 50%. Однако Э. Набиуллина уточняет, что государство не планирует снижать долю в «Роснефти» ниже контрольной.

Местное:

- «Мечел» в первой половине ноября может принять решение взять в управление «Нытвенский метзавод», который входит в группу «Эстар». Кроме «Нытвы», «Мечел» может взять под управление и другие активы «Эстара».
- Сотрудники кизеловского «ЗападУралКрана» перекрыли трассу из-за долгов по заработной плате. Однако, несмотря на проведение акции, движение по трассе не нарушалось, так как были организованы объездные пути. В регионе это первый случай, когда работники предприятия из-за долгов по заработной плате пошли на крайние меры.

Напоследок:

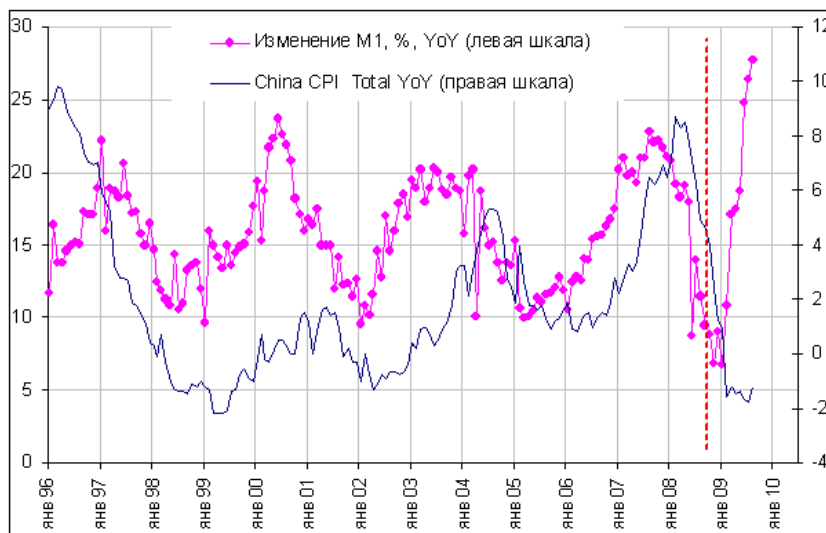
Мы приводим график изменения валютных резервов Центробанков в мире. Во время кризиса резервы падали, но уже со второй половины 2009 года они превысили максимум 2008 года. Около 2/3 резервов приходится на доллар. Таким образом, старые докризисные тенденции сохраняются. Российские валютные резервы ЦБ в размере \$415 млрд. это 5.8% всего объема. ВВП РФ это 3.3%, если считать по паритету и 2.7% по номинальному среднегодовому курсу



Инфляция и денежное предложение BRIC:

Вчера мы выкладывали графики показывающие связь денежного предложения и инфляции в некоторых странах, мы продолжаем эту тему по всем странам BRIC

В Китае изменение денежного предложения сопровождается полной реакцией цен примерно через 6 месяцев. Визуально видно, что волны изменения M1 идут чуть раньше, чем волны изменения темпов роста цен, что подтверждает идею "инфляция всегда монетарный феномен". Однако сейчас, в кризис, мы видим, что накачка денежного предложения (темпами под +28% уоу!) не приводит к немедленному росту цен. Более того, CPI Китая в минусе - т.е. в стране дефляция. Зато накачка китайским ЦБ экономики деньгами отразилась на ценах жилья и фондового рынка. Если китайский ЦБ не уберет лишние деньги с рынка, то разгона инфляции не миновать, но, похоже, это проблема не текущего, а следующего года.



Китайский ЦБ имеет ограничения на движение капитала. То есть иностранцы не могут просто так покупать юани, также как и китайцы не могут просто так конвертировать свои средства в другую валюту. В соответствии с трилеммой, страна имеет развязанные руки в регулировании одновременно курса и денежного предложения, что позволяет проводить контр-циклическую монетарную политику и бороться с кризисом. Трилемма сформулирована в модели Мандела-Флемминга для открытой экономики. Она говорит о том, что среди трех компонентов - стабильность валютного курса, свобода движения капитала и независимая монетарная политика - можно выбрать только две составляющие. Все три невозможно.

Связь денег и инфляции в Бразилии тоже неплоха. Волны колебания M2 опережают индекс цен примерно на 7-9 месяцев. В 2003 году индекс цен взлетал выше 10% отметки, но это вполне объясняется резким ростом денежного предложения в 2002 году, очевидно, в связи с аргентинским кризисом, который влиял на всю Латинскую Америку. Бразильские монетарные власти, тогда, очевидно, решили, что инфляция меньше зло, чем экономический спад.

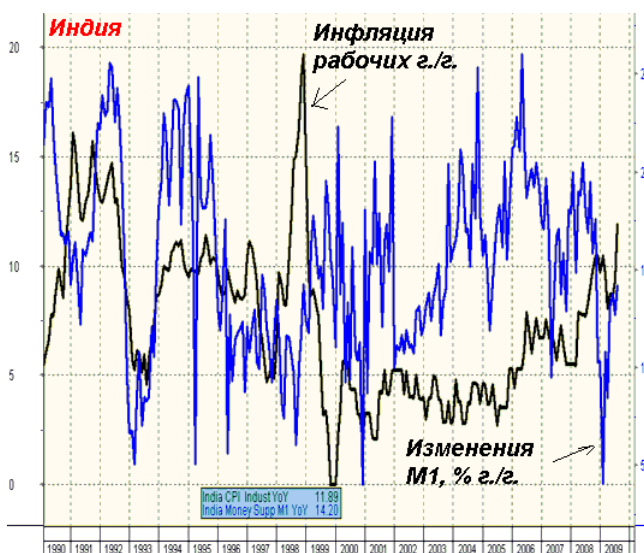
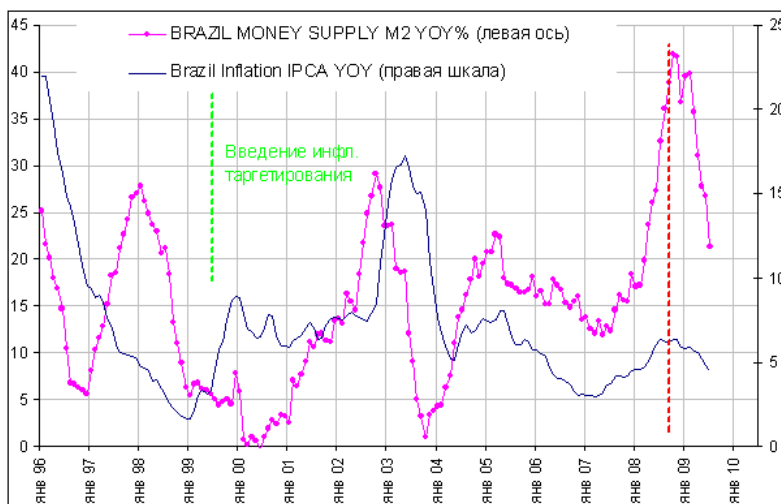
Бразилия - единственная из стран BRIC таргетирующая инфляцию, эта политика начата с 1999 года. На 2010 год установлена цель в 4.5% процента роста цен. В согласии с трилеммой Бразилия имеет плавающий валютный курс реала (эта валюта крайне волатильна), хотя иногда проводятся интервенции "против ветра". Руки бразильского ЦБ также развязаны - спад экономики второго квартала составляет всего -1.2% уоу, в формате измерения SAAR экономика падала только в 4-м и 1-м квартале, а сейчас растет.

Индия - это что-то! Непонятно, что вообще происходит с денежным предложением в этой стране - оно может резко изменяться в течение нескольких месяцев, рисуя невообразимые зигзаги. Википедия пишет, что основной целью Резервного банка Индии является регулирование курса, что вполне объясняет видимую на графике нестабильность денежного предложения. На сайте самого Резервного банка Индии декларируется цель "ценовой стабильности". Связь инфляции (индекс цен промышленного рабочего) и денежного предложения в этой стране самая слабая среди стран BRIC.

Валютные резервы Индии довольно велики и изменчивы. Максимум резервов в мае 2008 \$306 млрд., затем \$237 млрд. в декабре 2008, сейчас они растут и достигли \$264 млрд. Рупия управляется, для этого и проводятся валютные интервенции. Bloomberg в описании валюты пишет, что это "managed floating rate with no preannounced path". В этом смысле Индия близка к России по стилю выбранной валютно-монетарной политики. Ограничения на движение капитала отсутствуют, рупия управляется, а это приводит к нестабильности денег и нестабильности цен. С весны 2009 года валютные резервы растут, похоже, Резервный банк Индии старается удержать рупию от укрепления, оставляя ее дешевой. ВВП страны растет, во втором квартале был +6.1% уоу. Спад ВВП не зарегистрирован. Тем не менее Индия куда мягче в установлении курса, российская валютная политика была ближе к привязке, в Индии managed floating.

Индия для осталась загадкой, можно изучать ее внутреннее устройство далее. Похоже, у Резервного банка или правительства должны быть какие-то инструменты стерилизации валютных интервенций, поскольку они не так и малы.

Если взглянуть на инфляцию и денежное предложение в России слишком прямолинейно, то можно решить, что печатание денег вызывает падение инфляции, и наоборот. М даже встречали статью с таким утверждением в одном из журналов. На самом деле, есть лаг и деньги влияют на цены через некоторое время. Этот лаг, в России составляет порядка 14-12 месяцев, если пытаться совмещать вершины и донышки графиков.



Российский лаг в 14 месяцев заметно больше, чем 6-9 месяцев в Китае или Бразилии, по непонятным причинам.

Как и в Индии, при регулируемом курсе рубля, ЦБ РФ лишен возможности проводить ответственную денежную политику. Как показала практика, и ответственную валютную политику тоже. Вывод очевиден - отпустить рубль раз и навсегда. Китайский путь не для нас, валютные ограничения не вести. Бразилия - наш ориентир из сестер по BRIC.

Политика ЦБ РФ

Монетарная политика нашей страны содержится в документе, который называется "Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2009 год и период 2010 и 2011 годов". Сам ЦБ РФ говорят следующее: *"Режим свободно плавающего валютного курса необходим для введения таргетирования инфляции в полном объеме"*. Инфляционное таргетирование в нашей стране предполагается ввести в 2011 году, согласно этому документу. К тому времени инфляция должна опуститься *"до 5-6,8% в 2011 году (из расчета декабрь к декабрю)"*. А на это время намечался противоречивый переходный период ("не рыба-не мясо"). *"Однако в ближайшее время денежно-кредитная политика во многом будет сохранять черты, сформированные в последние годы: продолжится применение режима управляемого плавающего валютного курса рубля, использование денежной программы для контроля за соответствием денежно-кредитных показателей целевому уровню инфляции, использование бивалютной корзины в качестве операционного ориентира политики валютного курса."* Далее планируется *"одновременно с сокращением участия Банка России в курсообразовании"* ... *"реализация комплекса мер по превращению процентной ставки Банка России в главный инструмент денежно-кредитной политики, влияющий на инфляционные ожидания экономических агентов и формирующий монетарные условия функционирования экономики."*

Для этого предполагается *"постепенное сужение коридора процентных ставок по собственным операциям Банка России и снижение волатильности ставок денежного рынка. При этом все большее влияние на формирование процентных ставок денежного рынка будут оказывать ставки по рыночным инструментам рефинансирования банков, прежде всего по операциям прямого РЕПО."*

Ниже представлен график ставки МБК из «Отчета по инфляции» за 2-й кв., чтобы было понятно, о чем идет речь.



Вчера ЦБ РФ понизил ставку рефинансирования до 10%. На что влияет эта ставка, если смотреть на график? На то, что автоматически понижаются другие ставки, действительно влияющие на МБК? Так не проще ли называть их ориентирами денежной политики?

Еще одна замечательная фраза в "Направлениях" о будущем: *"Процентная политика Банка России будет осуществляться исходя из состояния экономики и динамики инфляции"*. Практически по правилу Тейлора, предполагающему изменения ставки исходя из отклонений наблюдаемой инфляции от таргетируемого и размера «гэпа» (т.е. разницы выпуска в экономике по сравнению с потенциальным выпуском).

Переходный период в три года может объяснять следующая сложная для понимания фраза: *"Установление целевых ориентиров прироста потребительских цен в рамках трехлетнего скользящего периода, превышающего продолжительность основных лагов в действии трансмиссионного механизма денежной политики, позволяет учитывать влияние динамики денежного предложения и решений о корректировке его годовой траектории на инфляцию за пределами одного календарного года."* Можно понять так, раз существует лаг, то таргетировать инфляцию надо начинать раньше, чем будут достигнуты поставленные цели (а лаг я насчитал почти в 1.5 года).

"Направления" были одобрены советом директоров ЦБ РФ в самый разгар кризиса - 17 октября 2008. Следующие "Направления" должны появиться в ближайшее время, если, конечно, они одобряются ежегодно в это время. Так, что скоро мы узнаем, как изменились мысли идеи властей о монетарной политике.

О связи инфляции и количества денег

В России многие пытаются спорить с тем, что инфляция сугубо монетарна. Обычно идут ссылки на коррупцию, тарифы монополий, курс валюты и скорость обращения денег. Приведенные выше графики BRIC можно интерпретировать, как то, что инфляция не зависит от количества денег. Тем более что для Индии эту связь визуально не просто установить. На это есть три замечания.

Во-первых, действительно индекс цен не идеален, он меряет специфическую часть цен и не учитывает многих других цен в экономике, особенно стоимость активов, промышленных цен и даже курс национальной валюты.

Во-вторых, связь количества денег и инфляции не линейна и может ощущаться с заметным лагом. Этот лаг может составлять от считанных дней в период гиперинфляции и "горячих денег", до десятков месяцев. Кроме того, лаг может меняться со временем в соответствии с "long and variable lag", как говорил Милтон Фридман.

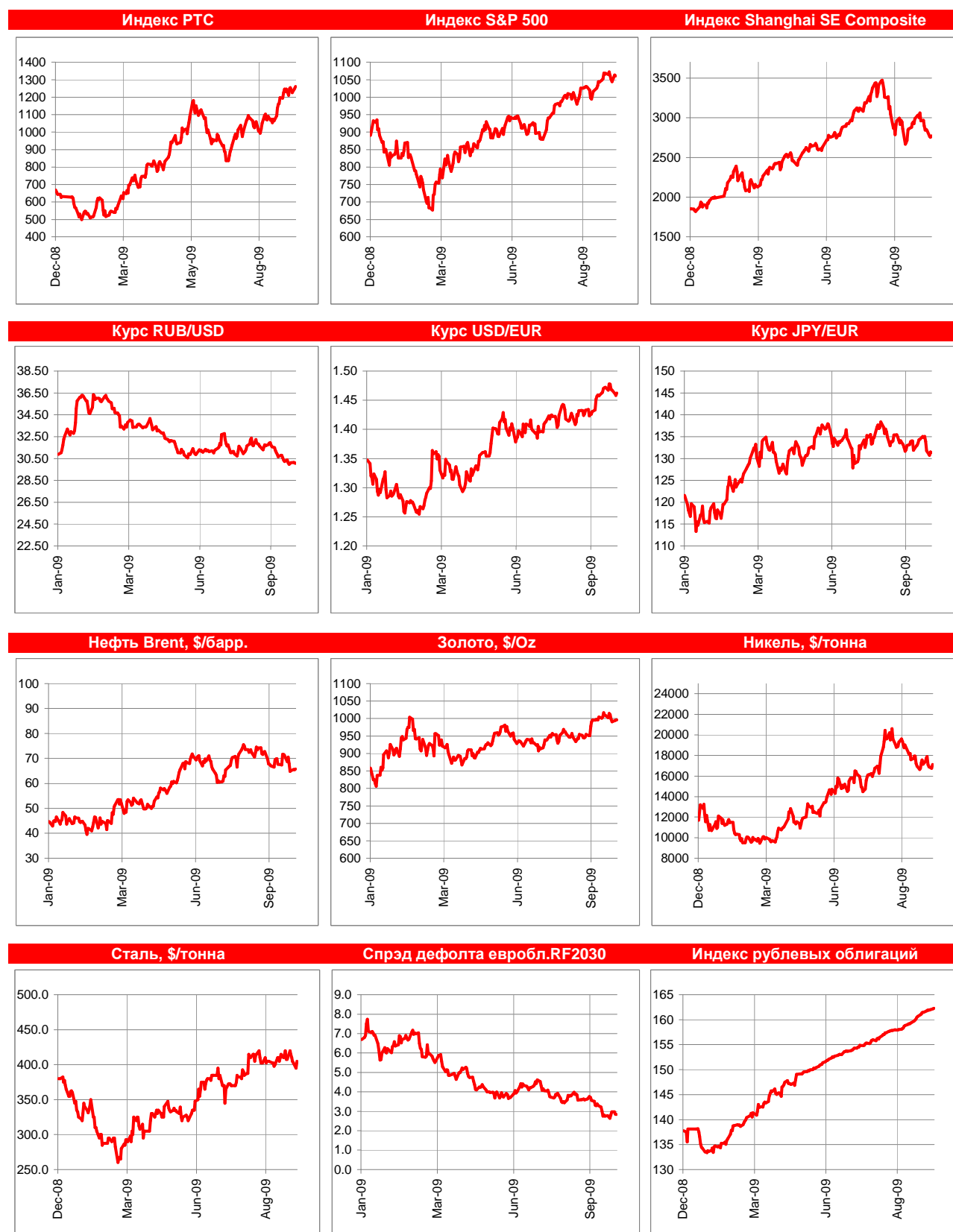
В-третьих, наши измерения количества денег не идеальны - ни денежная база, ни M1-M4 нельзя считать достоверными измерениями того, что есть деньги в экономике. Скажем, в том же M2 складываются вместе рубли на руках населения с рублевыми текущими депозитами и срочными депозитами. А эти деньги не равны друг другу, у них разная "мощность", по идее, их нужно как-то взвешивать. Это в закрытой экономике, но мы-то живем в глобализованном мире, и доллары в России тоже деньги. Если взять измерение M2X, то к национальному M2 еще добавляются депозиты в иностранной валюте (срочные и текущие счета), что делает подобное измерение количества денег еще более странным.

В итоге мы пытаемся сравнивать не идеальный индекс цен с не идеальным измерением количества денег, понимая, что еще существует некий неопределенный лаг. Доказать, что инфляция монетарна можно только двумя способами: показывая корреляцию одного с другим или доказывая это логикой или ее формой - математическими, графическими моделями. Любая корреляция может оспариваться тезисом "наличие корреляции не означает наличия причинно-следственных связей" и возможностью влияния некоего третьего фактора на обе составляющие. А кроме этого есть неопределенный лаг, не идеальности наших измерений, так что эконометрика вряд ли разрешит спор. Остаются модели. Можно вспомнить классические AS/AD, где инфляция всегда монетарна.

Сама инфляция тоже нуждается в определении. Это продолжающийся рост общего уровня цен. Мы меряем инфляцию ценовым индексом и если в нем выросла картошка или нефть, при прочих равных, то индекс повысится. Но это не будет инфляция, поскольку это рост не "общего уровня цен". Точно также, если из-за разового роста налогов все проиндексируют цены, то это тоже не инфляция, поскольку "не продолжающаяся". Итак мы продолжаем верить, что "инфляция всегда монетарна", а желающим оспорить это можно воспользоваться только двумя путями эконометрика или модели.

Происходящие в России изменения позволяют нам дать прогноз, что период большой, двузначной инфляции закончился.

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.