

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 1 сентября 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Трансф ап	20400	4.6%
РусГидро	1.101	2.4%
ФСК ЕЭС ао	0.268	0.8%
Система ао	14	0.4%
Уркалий-ао	120.5	0.2%
Новатэк ао	118.4	0.0%
Газпромнефть	114.7	0.0%
УралСви-ао	0.604	-0.3%
Ростел -ап	45.86	-0.5%
ПолюсЗолот	1188	-0.6%
Магнит ао	1585	-0.6%
РБК ИС-ао	31.87	-0.6%
Татнефть Зап	43.69	-0.9%
ВТБ ао	0.043	-0.9%
Аэрофлот	32.35	-1.2%
МТС-ао	182	-1.3%
Ростел -ао	163.8	-1.3%
ЛУКОЙЛ	1580	-1.4%
Сбербанк	47.45	-1.7%
Сургутнефтегаз-п	10.95	-1.8%
Татнефть Зап	126.6	-1.8%
Роснефть	198.3	-1.9%
Сбербанк-п	27.84	-2.1%
ОГК-3 ао	1.506	-2.2%
ГАЗПРОМ ао	163.1	-2.4%
ГМКНорник	3385	-2.4%
ОГК-5 ао	1.352	-2.6%
СевСт-ао	225.4	-2.8%
ММК	20.88	-2.8%
Сургутнефтегаз	26.05	-3.1%

Практически весь день фондовый рынок России медленно сползал. Акции потеряли порядка 2%, чему способствовало падение Китая. В этой стране, то ли началась коррекция на фондовом рынке, то ли начал сдуваться очередной пузырь акций. К открытию торгов в России Китай показывал -7%. Все это задавало унылое настроение на торгах акциями по всему миру, и понижались и Европа и США. В Лондоне вчера был «летний банковский выходной», что обусловило неликвидность

российского рынка и малый размах колебаний – отсутствовали раздражители и основные игроки.

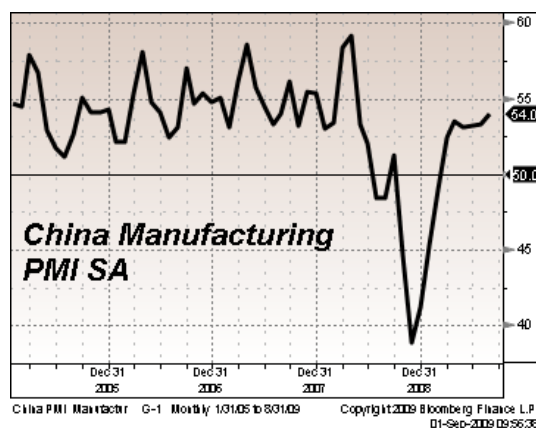
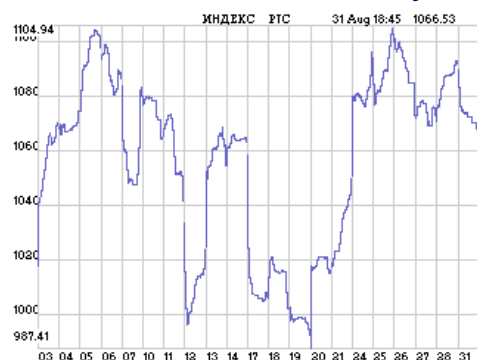
Сегодня Китай задает больше положительное настроение. Утром были опубликованы пара индексов августовской уверенности в промышленности. Официальный Purchasing Managers' Index находится на максимуме с апреля 2008 года, аналогичную по смыслу картину рисует индекс PMI рассчитываемый HSBC.

Напомним, что индексы уверенности

рассчитываются на базе ответов с вопросами, как обстоят дела в компании, есть ли планы наращивать производство и так далее. Если число положительных ответов превышает отрицательные и нейтральные, то индекс (в данном случае) находится выше 50. Вчера новости из Китая заставляли товарные рынки снижаться, так что ближайшие фьючерсы на Брент и WTI опустились чуть ниже \$70/баррель. Сегодня новости о росте китайской промышленности заставляют нефть и товарные рынки расти. Сегодня российские акции, также, похоже, вырастут.

На момент написания записки в России также был опубликован аналогичный индекс уверенности Markit Economics/VTB Capital Research (справа). Он показал очень незначительное улучшение активности в промышленности по сравнению с июлем – 49.6. Он находится практически на границе в 50 пунктов, что означает, что промышленность не растет, но и не падает. Однако субиндексы объема производства и новых заказов, которые рассчитываются Markit, находятся на уровнях 51.6 и 51.4, что говорит о некотором росте выпуска. Неприятной новостью стал рост закупочных цен при почти неизменных ценах сбыта, что уменьшает прибыльность компаний и может быть помехой на пути восстановления, как пишет ВТБ. Позитивные результаты новых заказов и выпуска были нивелированы продолжающимся сокращением рабочих мест (см,

Рынки накануне:



Индекс Менеджеров по снабжению



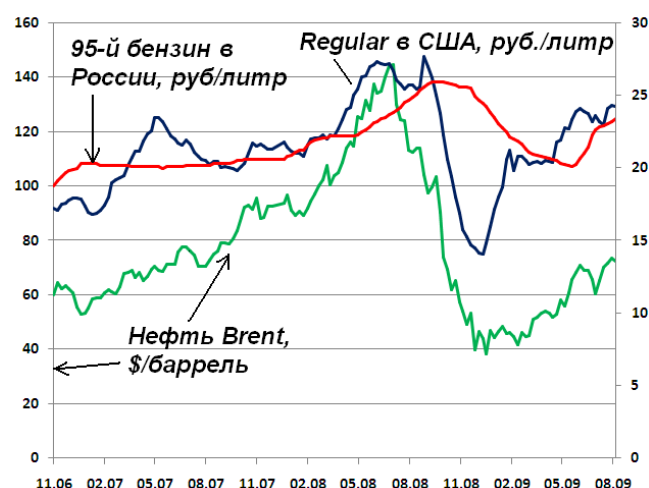
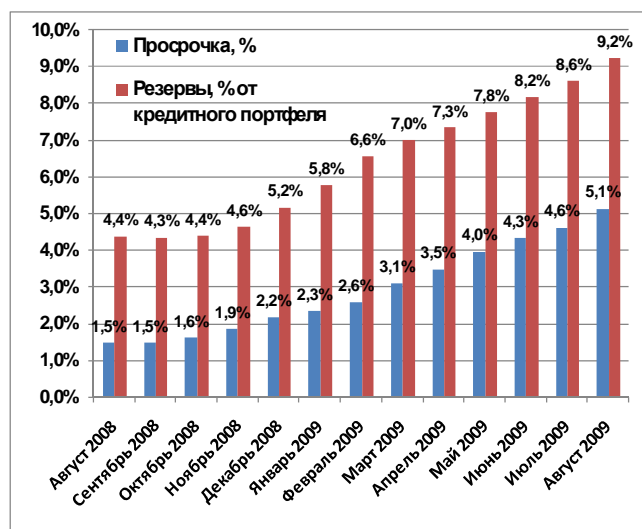
Показатель занятости



справа), хотя и с меньшими темпами, чем за последние 11 месяцев. Общее заключение – бизнес в РФ восстанавливается, но пока крайне медленно.

Вкратце:

- Российские банки завершили публикацию отчетности за июль 2009 года. Согласно отчетности банков, размер суммарной просрочки на 1 августа составил 5,1% от кредитного портфеля. При этом банки нарастили резервы на возможные потери до 9,2% с 8,6% по состоянию на 1 июля.
- Совет директоров «Новатэка» рекомендовал выплатить дивиденды по итогам 1-го полугодия в размере 1 рубля на акцию (дивидендная доходность – 0,8%). Реестр на дивиденды и на собрание закрывается 9 сентября. Всего на дивиденды планируется направить около \$95 млн., что составляет около 33% от чистой прибыли за первое полугодие, рассчитанной по МСФО.
- СМИ сообщают, что государство приобрело акции допэмиссии «ВТБ» на 180 млрд. руб. В результате доля государства в банке увеличилась до 85,5%.
- ФСФР подготовил изменения в законодательство, расширяющие круг лиц, ответственных за неисполнение эмитентом своих обязательств. В частности, предлагается в список ответственных лиц, кроме руководства компании, включить аудиторов, инвестбанкиров, финконсультантов и спецдепозитарии. Мы согласны с тем, что ответственность за неисполнение обязательств необходимо ужесточать, так как в начале года некоторые эмитенты специально задерживали выплаты по своим облигациям, ссылаясь на мировой финансовый кризис.
- Росстат вчера сообщил, что, несмотря на рост промышленного производства в июле 2009 года на 4,7% в месячном исчислении, в 30 регионах этот показатель был отрицательным. Наихудшая статистика за июль – у Южного федерального округа, где промпроизводство упало на 7,2%, а наибольший прирост в 14,7% наблюдался в Дальневосточном федеральном округе.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что в сентябре 17 российских НПЗ будут остановлены на плановые ремонты, что может послужить новым толчком для роста цен на нефтепродукты на внутреннем рынке. Сейчас цены на бензин уже вернулись на начало года (тогда нефть стоила ниже \$50 за баррель). Таким образом, по мере роста цен на нефть можно будет ожидать дальнейшего роста цен на нефтепродукты. Это должно позитивно отразиться на прибыльности нефтяных компаний. Однако активность ФАС в вопросах ценообразования на рынке нефтепродуктов может несколько ограничить рост цен на нефтепродукты.



Местное:

- «СОГАЗ» застраховал имущественный комплекс пермских «Минудобрений» на сумму в 25 млрд. руб. (\$780 млн.). Как сообщается, кроме имущества, компания застраховала гражданскую ответственность предприятия за причинение вреда жизни третьих лиц и окружающей среде. Интересно, что валюта баланса предприятия составляет 5,1 млрд. руб. а капитализация предприятия – 7,7 млрд. руб. Поэтому у нас имеются вопросы по расчету страховой суммы.
- «ВСМПО-Ависма» подала в федеральный суд США по международной торговле иск к правительству США с требованием признать необоснованным повышение импортных пошлин на магний до 43,58% в сентябре 2008 года. Заметим, что продажи магния занимают небольшую долю в выручке «ВСМПО» – около 3%, при этом в США в прошлом году было продано несколько десятков тонн этого металла, поэтому в случае отмены пошлин, выигрыш для компании будет несущественным.

- В арбитражном суде зарегистрирован иск от ООО «Рубеж» к А. Флегинскому с требованием признать его банкротом. Ранее «Рубеж» уже судился со структурами А. Флегинского, однако, несмотря на решение суда, деньги они так и не выплатили. Теперь «Рубеж» требует взыскать задолженность с А. Флегинского.
- Две структуры автохолдинга «Верра Моторс» подали в суд заявление с требованием признать себя банкротами. Это ООО «Управляющая автомобильная компания» (головная компания холдинга) и ООО «Ин-Авто». Общая сумма задолженности этих компаний не называется, однако ранее «Альфа-Банк» и «МДМ-Банк» предъявили к холдингу иски на 2 млрд. руб. Глава автохолдинга А. Новокшенов заявил, что через процедуру банкротства пройдут еще несколько структур холдинга.

Напоследок:

Войны экономистов

Макроэкономистов разводит в разные лагеря экономический цикл. А именно вопрос - почему происходят экономические колебания, и что следует делать правительству в ответ на эти колебания. В первоначальном смысле слово цикл подразумевает ритмичность и постоянный размер роста и спада. Но постоянства не имеется, так, что бизнес-цикл в экономике сравнивается с отпечатками пальцев – нет похожих. Однако экономисты пытаются найти в них нечто общее, объясняющее этот феномен. И поэтому враждуют между собой.

Классическая школа

Классическая экономика господствовала в 18-м 19-м веке до Великой депрессии. Ключевые мыслители: Адам Смит, Дэвид Рикардо и т.д. Классики жили в эпоху зарождающегося капитализма, промышленной революции, ускоряющегося прогресса, который сильно изменял образ жизни людей. Считалось, что свободный рынок способен творить чудеса и обходиться без регулирования. Конечно, классики видели колебания экономических переменных, но тогда не считалось, что это ошибка рынка. Напротив, экономические спады объяснялись именно неадекватным поведением правительства – войнами, инфляцией, вмешательством в дела рынка. Считалось, что экономика стремится к полной занятости и проблемы безработицы практически не существовало.

Кейнсианство

Великая Депрессия с ее безработицей в 25% и многолетним падением ВВП привела к пониманию, что свободные рынки не всегда могут работать идеально и случаются ошибки рынка (market failure). Дж.Майнард Кейнс, в 1938 году свергнул классическую школу с ее высот, произведя т.н. «кейнсианскую революцию». Он объявил, что бизнес сам по себе не всегда способен самостоятельно справиться с проблемами, а правительство может и должно влиять на экономический выпуск, предотвращая рецессии. То есть, свободный рынок нуждается в периодическом регулировании.

Кейнсианский крест и модели IS-LM с тех пор, активно экономических специальностях, и считается, что в первом приближении они неплохо отражают действительность. Было несколько фактов, которые подтверждали идеи Кейнса:

- «Новый Курс» Франклина Рузвельта, вместе с огромными тратами бюджета в 40-х во время войны вывели США из депрессии на новые высоты, как и предсказывал Кейнс.

- Чистый кейнсианизм достиг зенита во время снижения налогов Кеннеди в 1964 году, что сделало 60-е одними из самых бурных лет роста бизнеса в США.

Кейнсианство находилось в зените до начала 70-х годов, когда в США разыгралась Стагфляция. Теория предполагала, что фискальное и монетарное стимулирование способно вернуть экономику на путь роста, всего лишь слегка повысив уровень цен. И тут кейнсианство зашло в тупик. Дилемма была такова: фискальное стимулирование увеличивало инфляцию, а прекращение стимулирования углубляло рецессию.

Монетаризм

В 60-е годы начал набирать силу монетаризм. Кейнсианство недооценивало роль денег в бизнес цикле и оказалось неспособным ответить на стагфляцию. Милтон Фридман давал иной взгляд, уверяя, что экономические спады происходят, когда правительство печатает слишком мало денег, а инфляция происходит, когда печатается слишком много денег. Он даже утверждал, что номинальный выпуск краткосрочно прямо пропорционален предложению денег (что не лишено смысла). Великая Депрессия объяснялась простой неспособностью ФРС обеспечить экономику адекватным количеством долларов.

Полагалось, что экономический цикл объясняется влиянием государства, ведущего себя как плохой водитель. Поэтому Фридман предлагал ликвидировать ФРС и заменить его механической системой, увеличивающей денежные агрегаты на 4% в год.

Монетаризм, вопреки названию, не приемлет монетарную экспансию. Как и не примет вообще вмешательства в экономический цикл. Монетаризм признает, что манипуляции с предложением денег способны корректировать течение экономического цикла, но при этом считает, что реализация затруднительна и чревата ошибками. В этом смысле монетаризм близок к классической школе, считающей, что правительство просто должно стоять в стороне от рынка. Фискальная экспансия полагалась неработающей из-за «эффекта вытеснения» (crowding out), когда правительственные займы для финансирования бюджетного дефицита отнимают инвестиционные ресурсы у бизнеса. В результате эффект фискальной экспансии считается нулевым. Важно только количество денег, но лишь краткосрочно, тогда как долгосрочно деньги нейтральны. Денежные манипуляции по Фридману отклоняют экономику от уровня естественной безработицы, а инфляция и занятость связаны напрямую.

Попытки использовать предложенную монетаризмом технику таргетирования монетарных агрегатов в 70-е не увенчались успехом, поскольку монетарные агрегаты вели себя крайне нестабильно. Но кроме этого монетаризм указывал, что победить инфляцию и инфляционные ожидания можно, только если уменьшить денежное предложение, и тем самым вызвать искусственную рецессию. Что и было сделано ФРС в начале 80-х, когда были подняты ставки и снижено денежное предложение. «Шок Волкера» оставил неприятное впечатление у населения и политиков, поскольку рецессия 1981 года (Volcker Recession) была одной из самых глубоких в послевоенной истории США. Но это была и победа монетаризма, показавшего, что количество денег важно и того, что инфляцию можно победить (существует менее шоковый антиинфляционный рецепт монетаристов - «градуализм» предполагающий плавное снижение темпов роста денежного предложения).

Школа предложения

После выхода из периода Стагфляции в США и Великобритании возникло движение «экономики предложения» или supply side economics. Рональд Рейган и Маргарет Тэтчер продвигали эти идеи на политической арене. Supply side economics сводится к тому, что нужно стимулировать предложение, т.е. давать простор бизнесу. Как? Через снижение налогов на капитал, уменьшение регулирования и устранение барьеров.

Тогда бизнес получают больше стимулов для работы, будут давать больше продукта, что увеличит предложение в экономике, снизит инфляционное давление (не забывались и уроки Фридмана и необходимость контролировать количество денег). Главный инструмент – снижение налогов на капитал, чтобы капиталист мог воспользоваться плодами своего труда.

В отличие от монетаризма, supply side economics предлагало мягкий путь решения многих проблем – увеличить рост экономики, снизить давление цен. Но более парадоксально, после снижения налогов ожидалось, что доходы бюджета не упадут, а вырастут. Теоретической основой стала «кривая Лаффера» (Laffer curve) предполагающая, что с ростом ставки налогообложения доходы бюджета сначала растут, а потом начинают падать. Когда налоги запредельные, бизнес уходит в тень и перестает платить налоги, а белый бизнес просто умирает. Стагнация 70-х объяснялась запредельностью налогов, инфляция также (а монетарная причина инфляции считалась вторичной). Кейнсианство, напомним, предполагало стимулирование стороны спроса, что, по мнению «экономики предложения» создавало инфляционное давление (demand pull inflation). Возник классический спор о курице и яйце: что правильнее, фраза «спрос рождает предложение» или «предложение рождает свой собственный спрос». В целом школа предложения близка к классической традиции – невмешательства.

Это невероятное решение всех проблем разом путем уменьшения налогов и государства удивляло. Так, что в 1980-м году товарищ Р.Рейгана по республиканской партии Дж.Буш назвал этот рецепт «экономикой вуду» (Voodoo economics). Некоторые экономисты (и похоже, правильно) не признают "школу предложения" как самостоятельное экономическое направление вообще.

Неоклассики

Начиная с 1980 х годов набрало силу движение «неоклассиков». Движение базировалось на идеалистической теории «рациональных ожиданий» Роберта Лукаса. Согласно этим воззрениям, любая контрциклическая политика государства - монетарная или бюджетная бесполезны. В случае печатания денег экономические агенты распознают это и переставят цены выше. В итоге не будет никакого стимулирующего действия, а только инфляция. А если государство запустит дефицит бюджета и начнет больше тратить, то умные экономические агенты начнут больше сберегать, зная, что их потом обложат большими налогами. В итоге никакого «кейнсианского креста» не существует и эффект трат правительства в точности нивелируется снижением частных расходов.

Единственный случай влияния монетарной и фискальной политики возможен, если государство «обдурило» экономических агентов, да и то временно, поскольку агенты потом «научатся».

Неоклассическая школа видит бизнес-цикл как последовательность случайных внешних шоков, и как «оптимальную реакцию» бизнеса на изменения бизнес-среды, «максимизирующую полезность». Так что государству следует ориентироваться только на долгосрочные цели и не реагировать монетарными и бюджетными стимулами на колебания. Это соответствует выводам первоначальной классической школы.

Считается, что позиция невмешательства привела к проигрышу Дж. Буша Биллу Клинтону во время выборов 1992 года. Экономика США тогда выходила из рецессии (Буря в Пустыне, дорогая нефть), но идеология неокейнсианцев предполагала, что ничего не нужно делать. Один из лозунгов компании Клинтона был: «It's the economy, stupid», что бы показать отсталость Буша и его невнимание к экономике при избыточном внимании к внешним проблемам (конец Холодной войны и Ирак).

Проблема с рациональными ожиданиями и неоклассиками в том, что они предъявляют нереалистические требования к людям: видеть, ожидать и понимать, что делает правительство. Тем не менее, в теории ожиданий Боба Лукаса имеет некоторый смысл. Неоклассическая школа также использует очень сложные математические модели. За это ее критикуют, как науку в себе, не имеющую связи с реальностью.

Новые кейнсианцы

Все это обусловило возврат в мейнстрим-экономику идей Кейнса, начиная с 1990-х их можно считать центральными в экономическом мышлении и в политике. В английском направлении называется New Keynesian economics («новые кейнсианцы», не путать с неокейнсианцами, устаревшим синонимом неоклассиков). Как и неоклассики, новые кейнсианцы строят свои макромоделли на базе микромоделей, предполагающих, как ведут себя экономические агенты. Они уже не игнорируют сторону ожиданий и монетарную сторону. Новые кейнсианцы считают, что правительство должно проводить контрциклическую политику, и нынешние события по денежной и бюджетной накачке этому подтверждение.

Здесь не упомянута Австрийская школа, которую, на деле, можно считать продолжением традиций классиков. Приверженцы этой школы объясняют цикл неправильными инвестициями, которые возникают из-за вмешательства правительства в денежное обращение и влияние на ставки. Поэтому предписание – меньше государства, и свободная банковская система без центрального банка.

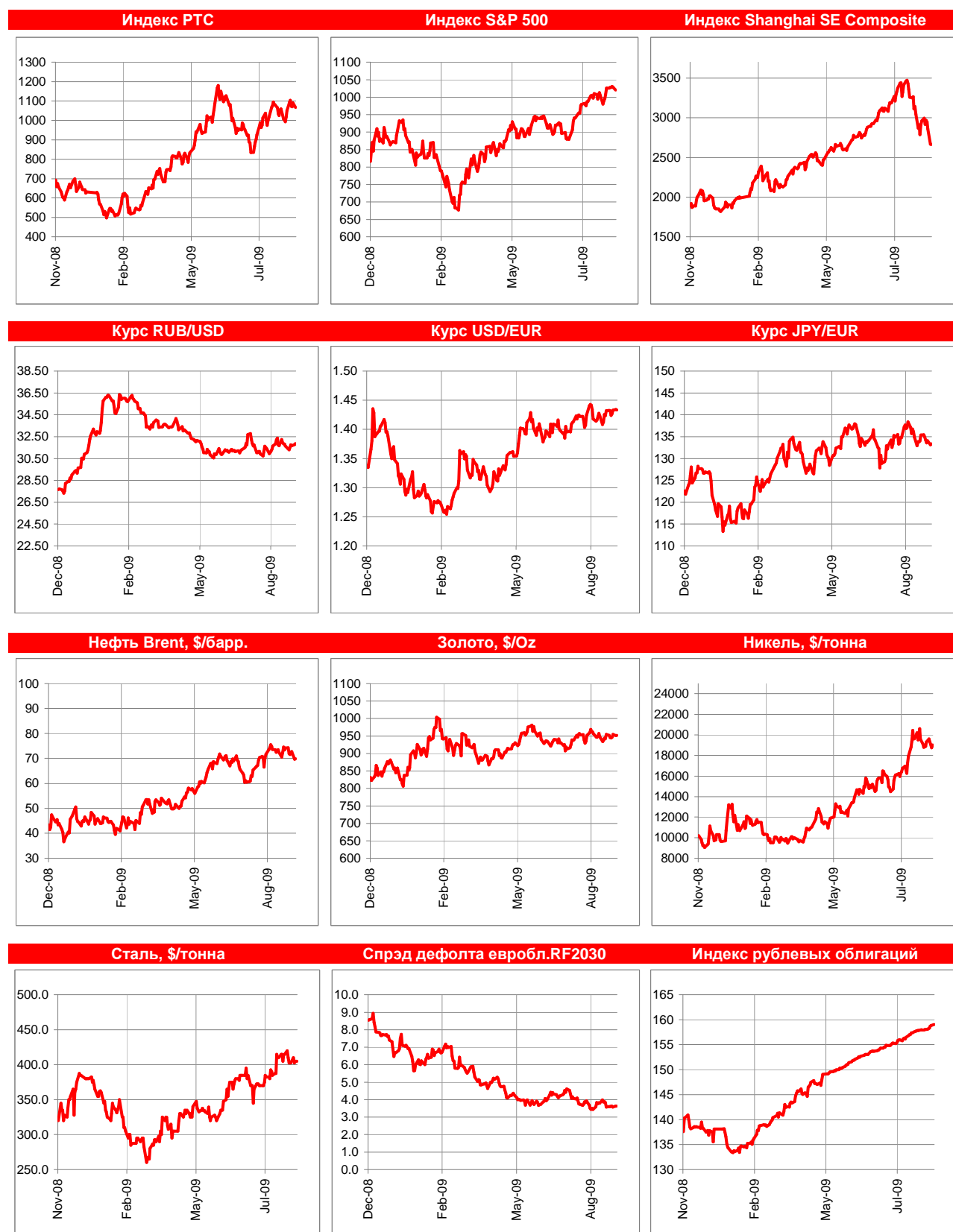
На самом деле экономические идеи оказывают большое влияние на течение истории (или нашей интерпретации истории). Великая Депрессия развивалась в то время, когда считалось, что невмешательство это хорошо, а развал экономики носит лечебный характер. Стагфляцию можно пытаться объяснять как период чрезмерной увлеченностью стимулированием экономики, которое, если применять его постоянно приведет лишь к инфляции. Дерегулирование, берущее свои корни в экономике предложения, и поддерживаемое Аланом Гринспеном и Республиканской партией США, возможно, создало поле для нынешнего кризиса. Гринспен регулярно повторял, что в процесс финансовых новаций не следует вмешиваться, и пропустил создание теневой банковской системы. А поскольку она банковская по натуре, то получила проблемы, от которых, казалось, избавились в 30-х после создания системы рефинансирования, страхования вкладов, отчетности и подконтрольности. Возможно, развал СССР, сопровождавшийся шоковой терапией и надеждой, что рынок сам все исправит, основывался на идеях «школы предложения» и неоклассиков. Возможно, тогда полагали, что рынок сам все исправит, нужно создать лишь условия.

И остается без ответа вопрос, БЫЛО ли больше пользы или больше вреда от экономистов?

Вопрос	Мейнстрим экономисты (кейнсианство)	Монетаризм	Рациональные ожидания	Supply-side economics
Взгляд на рыночную экономику	Потенциально нестабильная	Стабильная долгосрочно на естественном уровне безработицы	Стабильная долгосрочно на естественном уровне безработицы	Может стагнировать в случае недостаточных стимулов к труду, сбережениям и инвестициям
Причина наблюдаемой нестабильности экономики	Инвестиционные планы не равны планам к сбережениям	Неподходящая монетарная политика	Неожиданные шоки AS и AD краткосрочно	Изменения в AS
Правильная макроэкономическая политика	Активная фискальная и монетарная	Монетарное правило	Монетарное правило	Политика по увеличению AS
Как изменения в денежном предложении влияют на экономику	Путем изменения процентной ставки, которая изменяет инвестиции и реальный ВВП	Прямо изменяет AD, что изменяет величину ВВП	Нет эффекта на выпуск, потому, что цены изменяются и ожидаются	Путем влияния на инвестиции и поэтому на AS
Взгляд на скорость обращения денег	Нестабильный	Стабильный	Нет консенсуса	Нет консенсуса
Как фискальная политика влияет на экономику	Изменяет AD через процесс мультипликатора	Нет эффекта если не изменяется предложение денег	Нет влияния на выпуск потому, что изменения цен ожидаются	Влияет на ВВП и уровень цен через изменения в AS

Во многом материал основан на одной из аудиолекций Питера Наварро по курсу "Принципы экономики" (англ., mp3) http://www.recordedbooks.com/courses_pdf/UT063.pdf

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.