

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 7 июля 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Система ао	11.5	0.5%
Аэрофлот	32.81	-0.6%
Магнит ао	1165	-1.3%
Ростел -ао	153.4	-2.9%
Ростел -ап	37.99	-3.0%
ПолюсЗолот	1148	-3.2%
МТС-ао	153.5	-3.5%
Роснефть	163.7	-3.5%
Сбербанк	37	-3.6%
Татнефть Зап	36.12	-3.7%
РБК ИС-ао	27.91	-3.8%
ЛУКОЙЛ	1318	-3.9%
Транснефть ап	14649	-4.1%
ММК	14.9	-4.1%
ОГК-5 ао	1.136	-4.1%
УралСви-ао	0.404	-4.3%
Сургутнефтегаз	20.51	-4.4%
ОГК-3 ао	1.507	-4.9%
РусГидро	1.177	-4.9%
Новатек ао	121.4	-4.9%
Газпромнефть	91.5	-5.1%
ВТБ ао	0.034	-5.2%
ФСК ЕЭС ао	0.243	-5.5%
ГМК Норникель	2646	-6.0%
Сбербанк-п	24.19	-6.1%
Уралкалий-ао	103.4	-6.4%
ГАЗПРОМ ао	144.5	-6.7%
Сургутнефтегаз-п	8.04	-6.8%
СевСт-ао	160	-7.4%
Татнефть Зап	108.9	-7.9%

Вчера российский фондовый рынок показал серьезное падение, индекс ММВБ упал на 5%, а с максимумов 1 июня российский рынок уже упал больше 20%.

Комментаторы склонны винить во вчерашнем снижении цены на нефть, но как обычно, мы сомневаемся в этом. Вчера нефть в Лондоне опустилась до \$64/баррель, что является минимумом с конца мая. Вероятно, нефть оказала некоторое психологическое влияние, но слишком синхронно падают и растут акции

во все мире. Так, вчера понижались рынки мало связанные с нефтью, например Индия или Украина. Вчера отмечались другие признаки «общемировой боязни»: росли йена и доллар к другим валютам. На этой волне курс рубля к доллару вчера поднялся до 31.4 (на максимумах достигал 31.55).

Значимой статистики вчера не было, можно обратить внимание на публикацию данных денежного предложения в узком определении (довольно странный агрегат, но все же). Справа показана траектория денежного предложения во время кризиса. Данные не сглажены на сезонность, пики под Новый год связаны с временным увеличением наличности на время праздников. Однако, в 2008/2008 году такого пика не было, и денежное предложение продолжало снижаться. Все это усугубляет шок от мирового кредитного кризиса.

В качестве примера влияния денежного предложения следует привести пример сессии Вальтера 1981 года, в США. Пол Волкер был главой ФРС, который остановил «Великую инфляцию» в США, разгоревшуюся в последние годы, в то время высокая инфляция в США существовала много лет и достигла двузначных значений (на пике, летом 1980-го, была 13.6%). Пол Волкер резко ужесточил денежную политику, убрав лишние доллары с рынка, поднял ставки, что привело к жесткому спаду экономики США. Однако инфляция была остановлена. Этот эпизод показывает, что центробанки полностью ответственны за инфляцию, и что игра с денежным предложением может оказывать сильное влияние на выпуск экономики (темпы экономического роста). Многие задаются вопросом, следовало ли так жестко поступать с экономикой и бороться путем экономического спада?

Вчера была опубликована инфляция в России в июне. В годовом выражении она снизилась до 11.9%, это минимум за полтора года. На графике выше мы показываем насколько близко траектория темпов инфляции описывает траекторию денежного предложения. Темпы роста агрегата М2 сдвинуты вперед на 14 месяцев (год и два месяца), что примерно соответствует лагу полного влияния денежных агрегатов в развитых странах (от 1 до 2 лет).

Рынки накануне:



В России снижение денежного предложения было вынужденной мерой, только для того, чтобы остановить бегство в доллар и евро. Центробанк оказался заложником выбранной политики страны по стабильности обменного курса. У Центробанка РФ вряд ли сейчас стоит задача обуздать инфляцию, по крайней мере, это не первый приоритет, и, даже, не второй. Было бы странно, если такая задача стояла сейчас, не время думать о таких мелочах, когда крыша в огне. Все это можно сравнить с политикой, проводимой ФРС и ЕЦБ. Денежная база в США практически утроилась во время кризиса, в Еврозоне удвоилась. В России мы видим минус, вопреки предписаниям современной экономической мысли: увеличивать денежное предложение во время экономических потрясений, чтобы снизить тяжесть кризиса и вернуть экономику к росту. Сейчас Центробанк восстанавливает денежное предложение, но делает это крайне робко и медленно, недостаточно чтобы вернуть экономику к состоянию роста этим методом. Тем не менее, экономика может возобновить рост самостоятельно, даже при зажатых денежных агрегатах, вот только на это потребуются больше времени.

Вкратце:

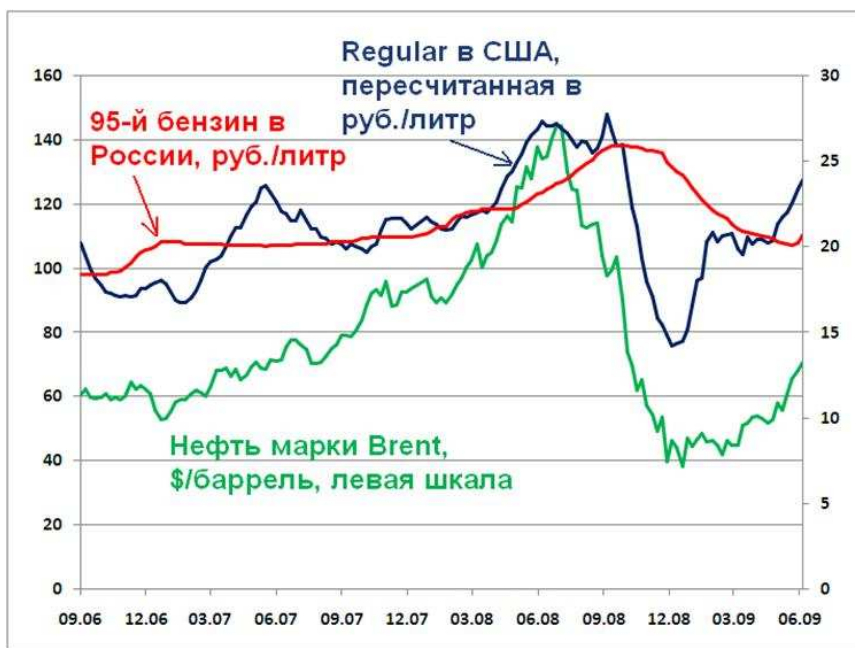
- Счетная палата в результате проверки угольных компаний пришла к выводу, что более 80% экспорта угля осуществляется через офшоры. При этом уголь продается по ценам на 30-54% ниже мировых и по оценкам аудиторов, за счет этого угольщики недоплатили налогов на сумму в \$2,4-45 млрд. Мы полагаем, что проверкам могут подвергнуться и остальные экспортно-ориентированные сектора: металлурги, нефтяники, производители удобрений и связываем это с стремлением властей повысить доходную часть бюджета за счет улучшения собираемости налогов.
- Отток капитала из страны прекратился и по оценкам Центробанка, в июне частный сектор привлек на \$7,2 млрд. больше средств, чем вывез. В последний раз сальдо движения капитала было положительным год назад во втором квартале 2008 года - +\$40,7 млрд. Мы не ждем повторения ситуации конца прошлого-начала этого года и полагаем, что второй волны бегства капитала из России не будет, даже наоборот, ожидаем приток.
- ФТС опубликовала свою оценку торгового баланса РФ за январь – май этого года. По расчетам службы торговое сальдо за первые пять месяцев составило \$41,9 млрд. «ЛУКОЙЛ» может построить НПЗ в восточной побережье США, который будет ориентирован на российские сорта нефти.

- В. Путин вчера заявил, что не видит возможности для снижения акцизов и, соответственно, цен на нефтепродукты. По его словам, если цена бензина на внутреннем рынке будет низкой, тогда возрастут объемы его экспорта и тогда придется поднимать пошлины. Кроме того, снижение акцизов приведет к недобору доходов в бюджет.

Справа мы приводим сравнение цен на бензин в США и России. Видно, что они примерно одинаковые, несмотря на то, что цена нефти на внутреннем рынке существенно ниже, чем на мировом. Основная составляющая стоимости бензина в России – это налоги (НДПИ, акцизы). Высокая доля фискальной составляющей делают внутренние цены на нефтепродукты

малочувствительным к ценам на нефть. В США же основная часть стоимости бензина – это нефть, поэтому там цены более чувствительны к мировым ценам на нефть. Кроме того, не следует забывать и про то, что с США очень высокая конкуренция на рынке нефтепереработки, поэтому цены на бензин чутко реагируют на стоимость сырья.

- Правительство расширяет программу льготного кредитования на покупку автомобилей. В частности, максимальная цена автомобиля увеличивается до 600 тыс. руб. с 350 тыс. руб., минимальный взнос по



кредиту уменьшается с 30% до 15%, а срок кредита увеличивается до трех лет. Кроме того, программа будет распространяться и на легкие коммерческие автомобили. Напомним, что по программе государство компенсирует 2/3 ставки рефинансирования, в итоге конечная ставка для покупателей автомобилей составит 6,33-9,33%. Мы полагаем, что включение в эту программу коммерческие автомобили увеличит спрос на продукцию «ГАЗа» и «Соллерса» (бывшая «Северсталь-Авто»).

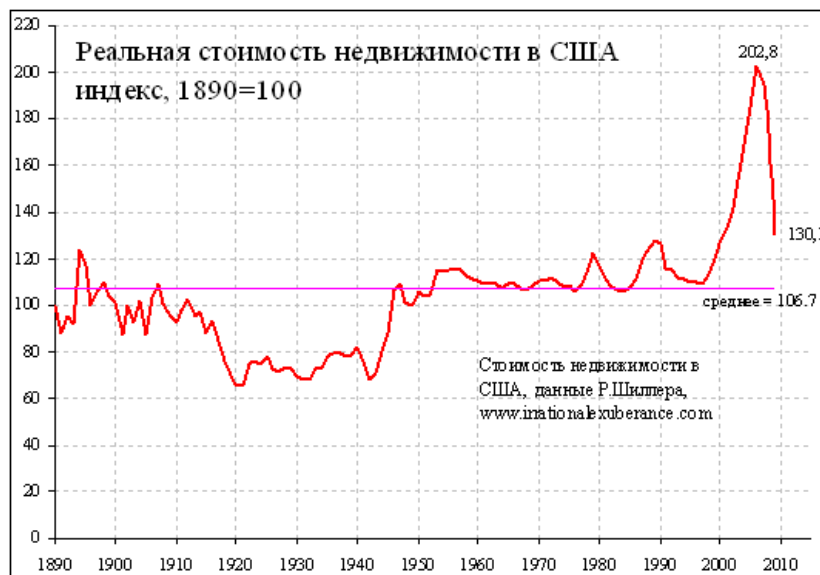
- Народный банк Китая оценивает рост ВВП страны во втором квартале в 7,5%. Кроме того, прогнозируется, что в третьем квартале ВВП Поднебесной увеличится на 8%, а в четвертом квартале – на 9%. Ускорение китайской экономики Народный банк связывает с ростом государственных расходов и количества денег в обращении. Напомним что по прогнозу китайских властей, объем ВВП Китая вырастет в этом году на 8%, а к 2011 году темпы роста китайской экономики превысят 9%.

Местное:

- Администрация города намерена провести очередной аукцион по покупке жилья для расселения ветхих и аварийных домов. Всего планируется приобрести 2,35 тыс. кв.м. жилья по максимальной цене в 33,6 тыс. руб.м.
- Группа «РИАЛ» продолжает судебную тяжбу относительно комплекса «Гринплаза». Напомним, что власти просят признать его строительство незаконным, так как объект расположен в зоне охраны памятников (Дворец Свердлова). Однако застройщик выступает против этого решения и объясняет это тем, что на момент получения разрешения на строительство, эта зона не являлась охранной. Сейчас обе стороны ведут переговоры относительно выхода из сложившейся ситуации.
- «ВСМПО-Ависма» и Boeing 7 июля запустят СП по обработке титановых изделий. Этот проект был анонсирован еще в 2005 году. Вложения в проект оцениваются в \$60 млн., а годовой оборот – в \$700-900 млн. Первые поставки продукции запланированы на первый квартал 2010 года. Этот проект позволит «Ависме» повысить эффективность производства и снизит конкуренцию на американском рынке. Процесс изготовления готовых изделий из титана устроен таким образом, что до 40% металла идет на отходы. Повторная переработка металла – достаточно сложный процесс и поэтому авиастроители предпочитают продавать отходы американским конкурентам «ВСМПО». Одна из титановых компаний США даже заявила, порядка 80%

Сравнение рынков недвижимости США и России

Роберт Шиллер известный экономист, специалист по пузырям акций и недвижимости, который также известен тем, что является одним из создателей индекса Кейса-Шиллера/S&P, измеряющего стоимость недвижимости в США (он предложил статистическую методику). У него есть книжка *Irrational Exuberance*, которая выходила в 2-х изданиях. Первое, в 1999 году, как раз перед тем как лопнул NASDAQ, второе - в 2005, а в 2006 году пузырь недвижимости в США достиг своего максимума и начал сдуваться. В обоих изданиях он предупреждал, что это пузыри. У Шиллера есть сайт, посвященный этой книге, www.irrationalexuberance.com, на котором он обновляет некоторые данные. Справа мы приводим один из графиков с этого сайта.



Для начала - как считается индекс на графике выше. Дело в том, что дома раньше и сейчас различаются, и напрямую сравнивать цены нельзя. То, что было построено в 1920-м, теоретически, могло не иметь туалета или ванной и так далее. Кроме того, в дома вкладываются, если провели капитальный ремонт, то он станет дороже. А этот индекс показывает стоимость домов без переделок, т.е. без дополнительных вложений. То есть, инвестиционную стоимость, сколько можно было заработать в реальном выражении (без учета роста цен). Для экономистов этот график интересен тем, что сопоставим во времени, поскольку дефлирован и отражает одинаковые дома.

Мы видим заметный провал во время 1-й Мировой, потом была Депрессия и новая война. Цены оставались низкими два с половиной десятилетия. После Второй мировой, предположительно, заработали ипотечные рынки, экономика оправилась от депрессии (считается, что только после войны, поскольку военный выпуск не шел на частное потребление). Домой вернулись солдаты, начался бейби-бум. После взлета стоимость домов была примерно одинаковой десятилетиями, с небольшими пузырями, которые, однако, не были настолько масштабными и общемировыми, как последний. Так, во второй половине 80-х виден рост недвижимости в США, который закончился крахом ссудо-сберегательных касс (S&L). По масштабам тот пузырь примерно в 4 раза меньше текущего.

Итак, некоторые промежуточные мысли:

1. Недвижимость - плохой инструмент для сбережений. Она в лучшем случае ведет себя как инфляция, то есть не приносит реальной доходности. Конечно, это только на долгосрочной перспективе. Краткосрочно (годы) бывают и пузыри и провалы.

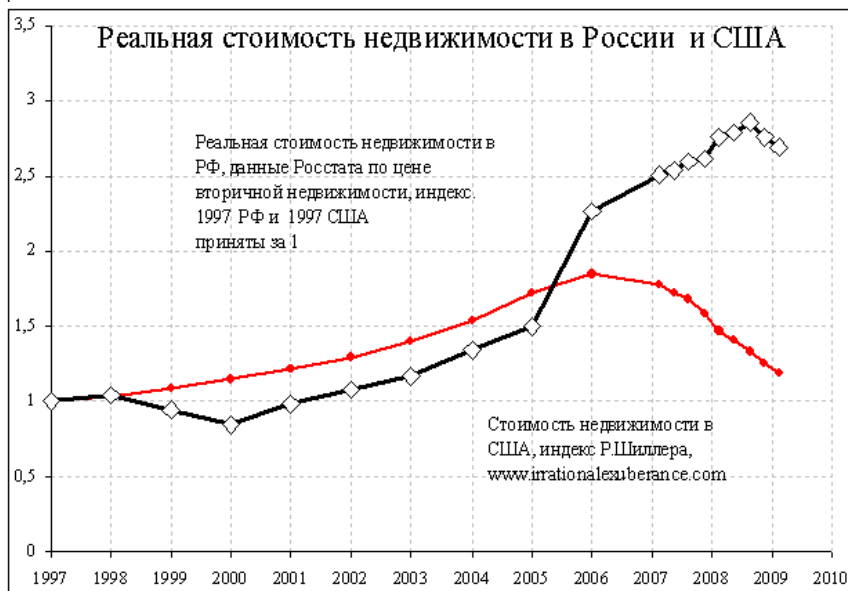
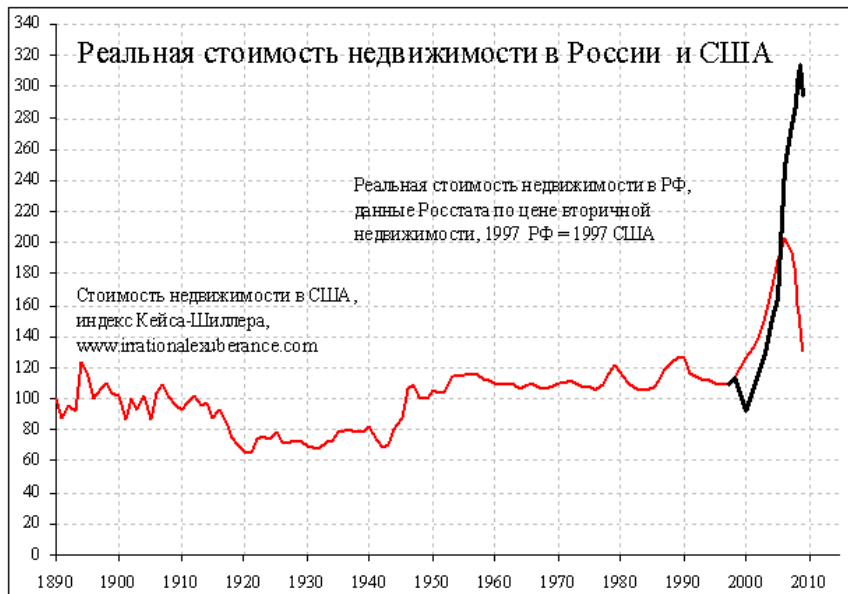
2. Мы посчитали простую арифметическую среднюю за всю, которую можно считать «нормальным уровнем» для недвижимости США, она составила 106.7 (Шиллер нормировал график 1890-м, который принят за 100). Итак, по имеющимся на данный момент данным 1-го квартала, недвижимость в США уже упала на 36% со своего пика (это общенациональный индекс, в ряде областей обвал был кратным). На пике 2006 она должна была упасть почти в 2 раза, (-47%), чтобы вернуться к «норме». Итак, за 3 года пузырь сдулся уже на 3/4 ($36\%/47\%=76\%$), если верить, что недвижимость не упадет ниже «нормы». Еще раз подчеркнем, цены реальные, все указанные здесь изменения также, в номинальных ценах - показатели чуть другие.

3. Чтобы достичь «дна», которое мы предположим на «нормальном» уровне, цены домов в США должны упасть еще на 18%. Текущие темпы падения таковы: по итогам 2008 года цены упали на 21%, скорость падения 1-й квартал 2009 г. YoY составляла 19%. Предположительно, в 1-м или 2-м квартале цены недвижимости в США могут перестать падать, конечно, если не подведет инерционность, то есть не случится «overshooting».

4. Все это может иметь весьма позитивные последствия для финансовой сферы и оживления рынка жилья США, поскольку залоги перестанут падать, дефолты нарастать, и появится спрос, поскольку люди поймут, что дно достигнуто.

Но еще интересно сравнить недвижимость в США с российской. У нас получился очень интересный график.

Итак, тот же самый график недвижимости в США, к которому мы добавили реальные цены недвижимости в России. Цены на недвижимость были рассчитаны по данным Росстата (только с 97 года и дефлированы их по индексу потребительской инфляции). Нормировано это все 1997 годом. Интересно, что в США в 1997 году был локальный минимум реальных цен и с 1998 начал надуваться нынешний пузырь.



В расчетах использованы цены вторичного рынка по России, которые неплохо отражают уровни цен в Перми. Так, в 1997 году средняя цена в РФ была 2583 руб./кв.м. В это время в Перми можно было купить однокомнатную «хрущевку» в районе центра за 90 тыс.рублей (90/37 кв.м.=2.43 тыс./кв.м.). На пике цена в Перми была ближе к 60 тысячам, а общероссийская стоимость вторичной недвижимости перед кризисом, в 3-м квартале была 57.1 тыс.руб./кв.м. Последняя точка 1-го квартала от Росстата - 57.8 тыс.руб., вообще говоря, это исторический максимум. Однако на графике мы видим, что цены падают. Почему? Потому, что инфляция растет быстрее, чем недвижимость и реальные цены падают. Потому и нужно смотреть реальные цены, чтобы не попасть в ловушку «иллюзии денег» (money illusion). Так, уровень цен с конца 1997 года по 1-й кв. 2009 вырос в 8.3 раза, недвижимость - в 22.4 раза. Реальный рост составил $22.4/8.3=2.7$ раз.

Пик реальных цен недвижимости в России пришелся на середину 2008 год, после чего они начали снижаться, продолжая, однако, ползти вверх номинально. Пик недвижимости в США пришелся на середину 2006 года, то есть мы от них отстали на 2 года. Кстати, Росстат показывает, что цены первичной недвижимости падают и в реальном и в номинальном выражении, но первичные мы здесь не рассматриваем (они близки, по понятным причинам).

Тот же график, что и выше, но за меньший промежуток времени. 1997 год нормирован единицей, чтобы можно было сопоставить реальный рост цен в России и США. Российский рост цен оказывается в 2 раза круче. Нам не хотелось бы делать далеко идущих выводов о том, что в России был пузырь недвижимости. Конечно, трудно сопротивляться искушению объявлять подобное, принимая во внимание настолько огромную разницу в росте цен. Вероятно, в 90-е цены жилья в РФ были занижены, и имеет место эффект базы. Мы полагаем, что эти рассуждения будут одним из аргументов против тех, кто считает, что недвижимость всегда растет. Может, номинально и будет расти, учитывая высокую инфляцию, но реально, вряд ли. В лучшем случае, можно надеяться на то, что в реальном выражении цены в России стабилизируются и не будут падать.

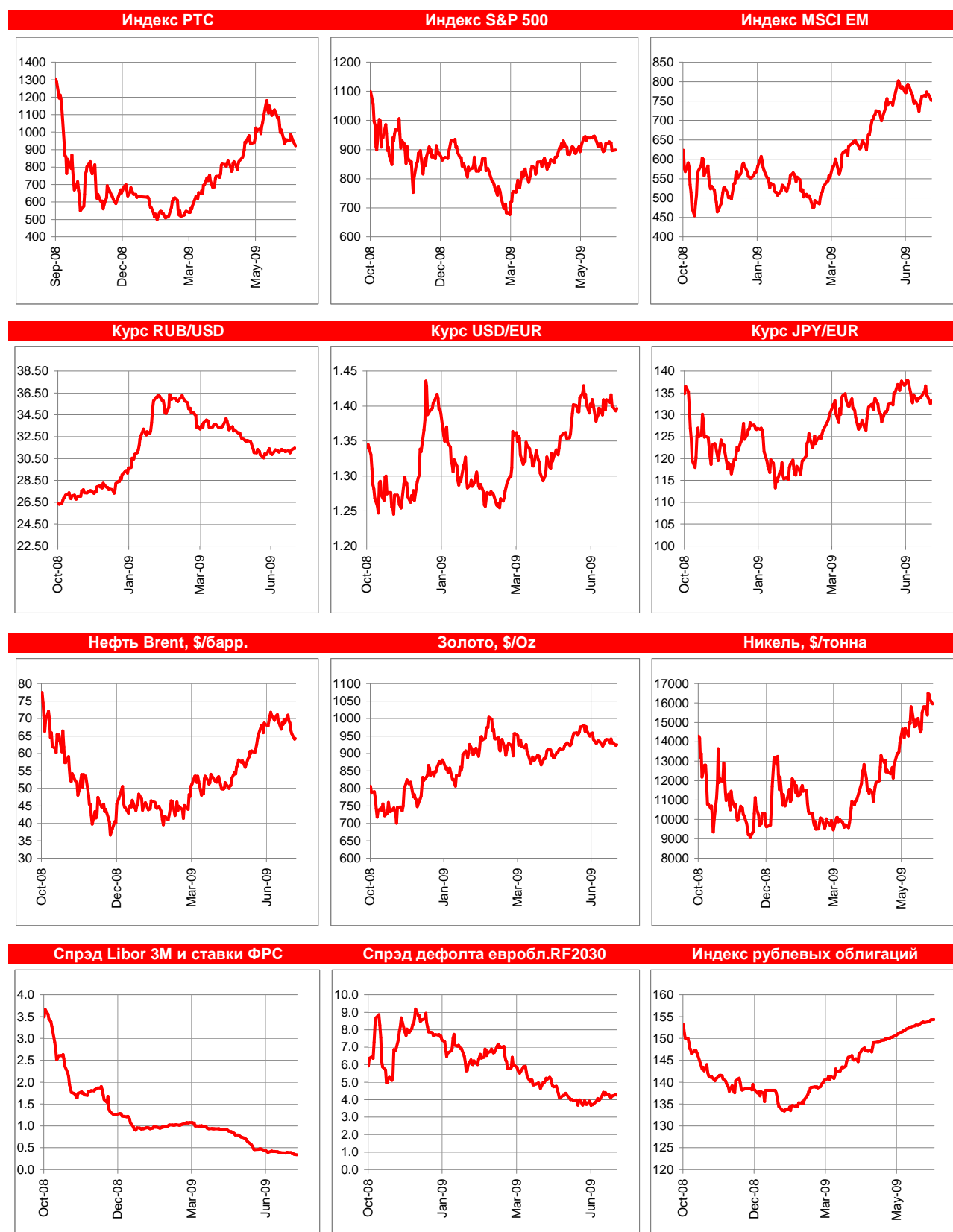
Напоследок:

Мерсер составляет списки самых дорогих городов в мире для жизни иностранцев, оценивается 143 города в мире, более чем по 200-м единицам товаров и услуг.. Москва в прошлом году была на 1-м месте (занимала это место с 2006), теперь ее место заняли японские города Токио и Осака (йена – единственная валюта, которая выросла к доллару во время кризиса, тогда как доллар вырос ко всем другим валютам). Лондон, выпал из списка 10-ти наиболее дорогих городов и находится на 16-м месте. Нью-Йорк поднялся на 8-е место с 22-го в прошлом году.

Данные Мерсер, Worldwide Cost of Living survey 2009, источник Bloomberg

2009 Rank	2008 Rank	City	Country	2009 Index	2008 Index	Rank Change
-----Top 10-----						
1	2	Tokyo	Japan	143.7	127.0	1
2	11	Osaka	Japan	119.2	110.0	9
3	1	Moscow	Russia	115.4	142.4	-2
4	8	Geneva	Switzerland	109.2	115.8	4
5	6	Hong Kong	Hong Kong	108.7	117.6	1
6	9	Zurich	Switzerland	105.2	112.7	3
7	7	Copenhagen	Denmark	105.0	117.2	0
8	22	New York City	US	100.0	100.0	14
9	20	Beijing	China	99.6	101.9	11
10	13	Singapore	Singapore	98.0	111.3	3

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.