

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 24 февраля 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Роснефть	236.3	2.9%
Новатэк ао	179.9	2.4%
ГАЗПРОМ ао	171.8	2.3%
ГМКНорник	4710	2.2%
ФСК ЕЭС ао	0.308	2.0%
Сургнфз	25.01	2.0%
ЛУКОЙЛ	1590	1.8%
РусГидро	1.284	1.7%
ВТБ ао	0.074	1.5%
Татнфт Зап	75.61	1.3%
Татнфт Зао	141	0.8%
СевСт-ао	346.3	0.7%
Сургнфз-п	14.38	0.6%
РБК ИС-ао	36.21	0.5%
ММК	29	0.5%
Газпрнефть	142.6	0.4%
Сбербанк-п	64.95	0.4%
ОГК-3 ао	1.353	0.3%
ПолусЗолот	1452	0.2%
Ростел -ап	67.4	0.2%
ОГК-5 ао	2.41	0.0%
Трансф ап	23837	-0.1%
МТС-ао	230	-0.1%
Сбербанк	79.17	-0.2%
Ростел -ао	146	-0.4%
Система ао	26.26	-0.6%
Магнит ао	1987	-0.7%

В пятницу перед праздниками рынок открылся низко, что было обусловлено сообщением о повышении ставки дисконтного окна ФРС. Но затем, рынок непрерывно повышался весь день так, что на закрытии индекс РТС показал +0.9%, а ММВБ +1.1%.

За пару дней, пока Россия отдыхала, мировые рынки изменились несильно, понедельник был скорее нейтральным, вторник принес слабое понижение. Нефть торгуется на 1-2 доллара ниже круглой отметки в \$80/баррель. Курс евро продолжает медленно ослабевать, сейчас 1.354 \$/€.

Значимыми событиями последних дней стало понижение ставки рефинансирования ЦБ РФ до 8.5% (на -25 б.п.) и повышение ставки «дисконтного окна» ФРС до 0.75% (+25 б.п.). Поэтому отдельно остановимся на том, «что это значит».

На рынке есть мнение, что рост финансовых и товарных рынков вызван лишь мягкой денежной политикой ФРС и ЕЦБ, а, следовательно, когда начнется ужесточение

«все упадет», точно также как перестанет расти экономика. Мы не согласны с этими утверждениями. Является ли повышение дисконтной ставки признаком смены политики ФРС? В некотором роде – да. Это предвестник ужесточения, но не ужесточение само по себе. Выше приведена основная операционная ставка ФРС – «целевая ставка федеральных фондов» (или просто, «ставка ФРС»). Она установлена на уровне 0-0.25% и представляет собой целевой уровень, на котором должен торговаться «американский межбанк» овернайт. Эффективная ставка показывает, что пока никакого ужесточения не происходит.

В настоящее время ФРС имеет массу действующих альтернативных программ по рефинансированию финансовых компаний. Эти инструменты были открыты ФРС в 2008 году и замещали дисконтное окно, которое все прошлые годы было единственным инструментом получения денег. До кризиса банк, который не мог получить деньги на рынке федеральных фондов (например, потому что другие банки считали его рискованным), мог обратиться напрямую в ФРС и получить деньги там, через «дисконтное окно». Обращение к этому окну могло быть расценено как признание банком проблем, и банки не любили обращаться к этому источнику. Когда финансовый рынок впал в ступор, ФРС ввела больше дюжины новых инструментов рефинансирования.

Очевидно, что нулевые ставки не сохранятся надолго, и рано или поздно они начнут расти вверх. Рынки, безусловно, ожидают этого, текущие фьючерсы на процентные ставки федеральных фондов предполагают начало повышения с осени 2010 года. По мере нормализации ставок ФРС будет их двигать к нормальному значению, которое находится ближе к 4%. Возможно, ФРС через пару лет придется повысить ставку выше этой отметки, чтобы устранить инфляционное давление, если такое возникнет.

Точно также ужесточения денежной политики следует ждать и в ЕС и в Китае, где монетарная экспансия была главным инструментом борьбы с кризисом. Китай, очевидно, уже начал проводить эту политику. Как и для США, инвесторы должны ожидать цикла повышения ставок в этих валютных зонах, и ничего катастрофического в этом нет (конечно, если только мы не считаем, что на рынке живут конченные идиоты, верящие, что нулевые ставки сохранятся навсегда).



На это есть мрачные предсказания, что устранение экспансионистской монетарной политики означает снижение финансовых рынков и замедление экономики. Прогнозы катастрофистов во время кризиса остаются популярными, но, похоже, они не сбываются. Повышение ставок - это нормальное явление в то время, как мировая экономика начинает отталкиваться от дна. Индекс глобальной уверенности в промышленности JPMorgan за январь оказался на максимуме с 2003 года, а это значит, что приходит пора сворачивать стимулирующие меры.

Экономика должна расти сама по себе. В то время как монетарное и фискальное стимулирование преследовали одну цель - остановить порочный цикл спада, когда уныние других приводило к спаду потребления, разрушало доходы других, и так распространялась новая волна уныния. Вероятно, что ужесточение денежной политики не окажет никакого влияния на сырьевые рынки и, даже, может не особенно повлиять на валютные рынки. Вопреки распространенному заблуждению, нефть растет не на спекулятивных деньгах, а в результате баланса спроса и предложения (включая квоты ОПЕК). Мы также не ожидаем, что устранение политики нулевых ставок приведет к экономическому спаду. Безусловно, есть риск, что ФРС или ЕЦБ или китайский ЦБ «ошибутся» и ужесточат денежную политику сверх нормы, что будет способно вызвать спад. Но вероятность этого не высока.

Понижение ставки рефинансирования ЦБ РФ с 8.75% до 8.5% больше похоже на декоративную меру. Эта ставка сама по себе почти ничего не значит, но обычно с понижением этой ставки, ЦБ РФ изменял реальные операционные показатели денежной политики - минимальную ставку РЕПО и снижал ставки депозитов в ЦБ РФ. В нашей стране со времен кризиса формируется коридорная система. Рыночная ставка межбанка ограничивается сверху возможностью рефинансироваться через РЕПО в Центробанке, и снизу - возможностью разместить депозиты. Коридор очень широк и понижение всех операционных ставок на 0.25% не носит решающего воздействия.



Интересно, что ЦБ РФ понижает ставки в то время, когда другие Центробанки задумываются об их повышении. В этом кроется парадокс российской монетарной политики - она является проциклической, т.е. способствующей колебаниям бизнес-цикла, а не контрциклической - какой должна быть. Причина - в политике стабильного валютного курса, которая не только не позволяет действовать независимо, хуже того, она предполагает повышение ставок, чтобы спасти курс в то время, когда экономика нуждается в дешевых деньгах. На эту тему мы предлагаем прочитать раздел «напоследок» ниже.

Вкратце:

- «Газпром» начал поставлять часть своего газа европейским потребителям по спотовым ценам, а не по формуле цены, которая отстает от динамики нефти примерно на 6 месяцев. Покупателем по спот-ценам выступит E. On Ruhrgas. Объемы поставок не называются, однако, по словам главы немецкой компании, если считать в процентах, это небольшое двузначное число. Из-за падения цен на нефть и, соответственно, спот-цен на газ, Европа резко снизила потребление российского газа, который из-за формулы стал стоить существенно дороже спотового газа. Как результат - резкий провал экспорта газа «Газпромом». Для сравнения, в декабре 2009 года спотовая цена газа в Германии составляет около \$170 за тыс. куб.м., в то время как газпромовский газ стоит около \$270 за тыс. куб.м. По некоторым оценкам, перевод части поставок на спотовые цены снизит выручку «Газпрома» в 2010 году на \$3-4 млрд.
- Д. Медведев поручил руководителю ФТС проработать вопрос включения Украины в Таможенный союз. Объединение создаст преимущества для экспансии российского капитала в Украину, однако создаст дополнительные проблемы для металлургов. Сейчас российский рынок защищен различными импортными и антидемпинговыми пошлинами. В случае если Украина войдет в единое таможенное пространство, пошлины придется отменить. Кроме того, проблемы возникнут с взиманием экспортной пошлины на российский газ, который в основном экспортируется через Украину. Напомним, что подобный конфликт возник между Белоруссией и Россией, когда последняя отказалась освободить от пошлин экспорт нефти.
- В пятницу Минфин рассмотрел основные задачи налоговой политики на 2011-2013 гг. Ведомство предлагает оценить целесообразность налоговых каникул для нефтяных и газовых месторождений Ямало-Ненецкого округа с 2011 года. Это означает, что «Газпром» лишится льгот по НДС по Бованенскому месторождению (запуск планируется на конец 2013 года), которые составят около 17 млрд. рублей при нынешней ставке. Также Минфин предлагает повысить ставку НДС на газ.
- Запасы «ЛУКОЙЛа», рассчитанные по стандартам SEC по состоянию на начало года, составили 17,5 млрд. барр. н.э., из которых 13,7 млрд. барр. - это запасы нефти. Компания впервые опубликовала запасы по классификации SEC. Таким образом, по нефтяным запасам «ЛУКОЙЛ» является второй в мире после «Роснефти».

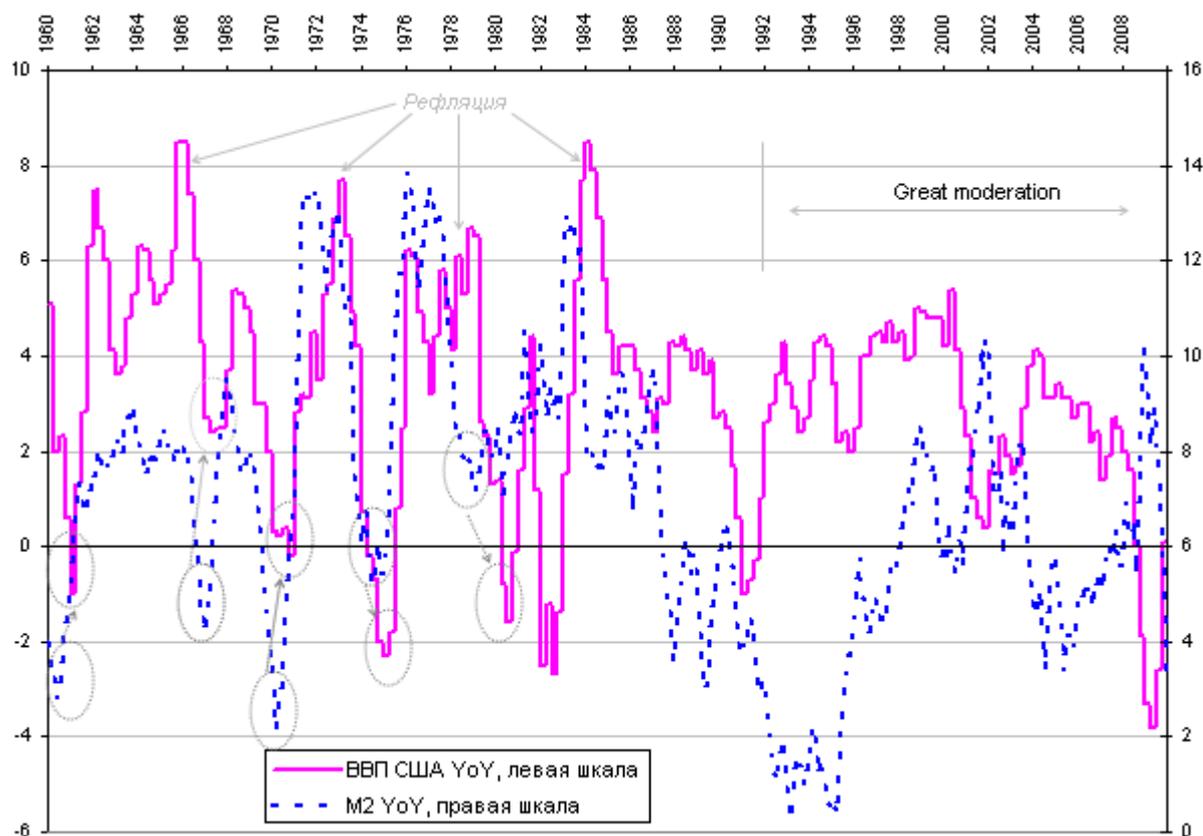
- Минюст зарегистрировал приказ ФСФР, позволяющий конвертировать акции в депозитарные расписки, не предлагая их сначала в России. Такую программу можно будет открывать только по бумагам, включенным в списки «A1» и «A2». Этот механизм, в частности, разрешит «Сбербанку» запустить программу депозитарных расписок.
- А. Костин заявил, что банк «ВТБ» в 2010 году планирует получить около \$2 млрд. чистой прибыли. По его словам, в этом году банк должен компенсировать все потери, которые были понесены в прошлом году.

Местное:

- В ответ на поручение И. Сечина посчитать потери от списания запасов после аварии на «Уралкалии» в 2006 году, компания заявила, что нет каких-либо экономических или правовых оснований требовать с нее стоимость списанных запасов.
- «Новый компаньон» пишет, что строящийся ТЦ «Разугляй'ся» (принадлежит «Добрыне») подвергся информационной атаке. Как сообщает издание, на подъездах ряда жилых домов, расположенных рядом с ТЦ, появились объявления, предупреждающие о якобы имеющихся проблемах с газовым котлом, расположенном внутри ТЦ. По словам К. Окунева, это могли инициировать те же самые люди, которые распускали слухи о трещине в «Колизее».

Напоследок:

В книге "О чем думают экономисты" мы натолкнулись на интересный график в интервью М.Фридмана Дж.Тейлону (май 2000 г.) и повторили его с обновленными данными. До 90-х годов экстремумы изменений M2 отлично описывали колебания реального ВВП. Резонно утверждать, что ФРС являлась причиной цикла.



Но в последние 2 десятилетия визуальная корреляция исчезла, что по случаю совпадает с периодом "great moderation", т.е. снижения размаха бизнес-цикла. Милтон Фридман считает, что ФРС чему-то научилась.

В конце интервью Милтон Фридман дал следующее определение понятию «регулятор»:

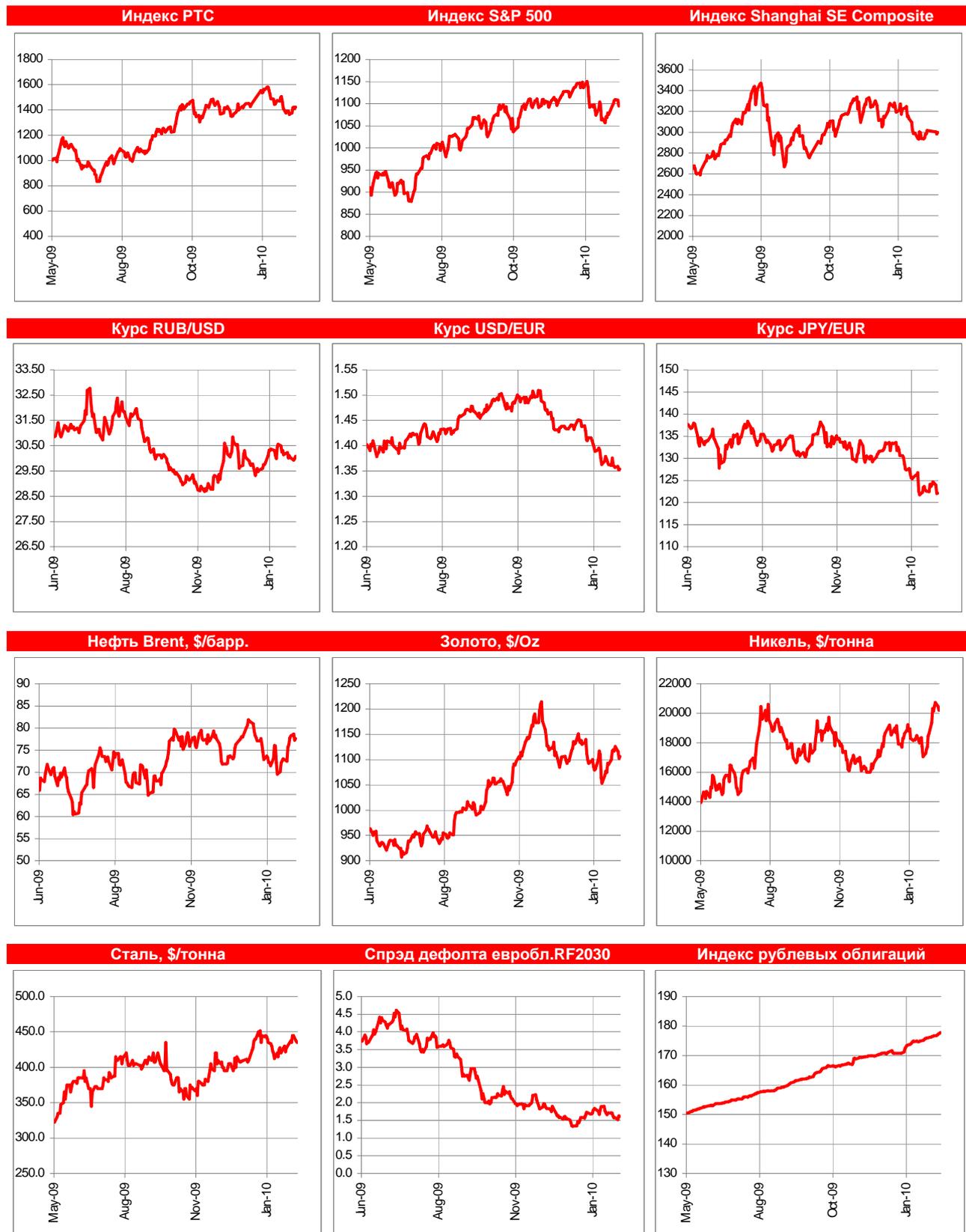
"Температура в комнате при наличии системы отопления, но при отсутствии терморегулятора, будет иметь положительную корреляцию с количеством топлива, поступающего в систему, и может значительно варьироваться. При наличии терморегулятора, настроенного на определенную температуру, корреляция между поступающим в систему топливом и температурой в комнате будет равна нулю, а корреляция между поступающим топливом и внешней температурой будет официальной. Кроме того, изменения температуры в комнате будут незначительны."

По аналогии, без приведения успешной денежно-кредитной политики для стабилизации экономики (регулятора) будет наблюдаться позитивная корреляция между количеством денег (топливом) и ВВП (температурой), как это показано на рис. до 1992 г. и то и другое может значительно изменяться. При проведении успешной денежно-кредитной политики мы увидим нулевую корреляцию между количеством денег и ВВП, как это показано на рисунке после 1992 г. Денежная масса при этом может значительно изменяться, но ВВП изменяется незначительно."

График наглядно отражает идею монетаризма, принимаемую нынешним мейнстримом, что колебания денежного предложения воздействуют на реальные показатели экономики. При негибких ценах и зарплатах деньги не являются «нейтральными». ФРС до 90-х годов, похоже, была главной причиной спадов и бумов, но после 90-х (с приходом Гринспена?), напротив, начала стабилизировать экономический цикл.

Ровно этого же мы ожидаем от ЦБ РФ, который, похоже, внес огромный вклад в величину спада 98/99 года и 2008/2009 годов. Сейчас мы ожидаем, что политика ЦБ РФ и правительства приведет к рефляции в стране. Это и есть плохой регулятор и проциклическая денежная политика. Контрциклической она может стать, только если ЦБ РФ откажется от политики стабильного рубля (переход к которой сейчас декларируется с 2012 года).

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.