

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 5 октября 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ОГК-3 ао	1.75	5.6
Татнефт Зап	77.45	3.3
Газпромнефть	120.45	2
Татнефт Зао	152.06	1.8
Сургутнефтегаз	29.9	1.5
Роснефть	213.03	1.2
РБК ИС-ао	36.36	1.2
ГМК Норник	5315	1.2
РусГидро	1.59	1.1
ГАЗПРОМ ао	161.99	0.9
Сбербанк	89.88	0.9
Сбербанк-п	62.52	0.8
МТС-ао	252.48	0.8
УралСВИ-ао	1.19	0.6
Сургутнефтегаз-п	14.78	0.5
ПолюсЗолот	1406	0.5
ВТБ ао	0.0893	0.3
Аэрофлот	67.1	0.2
СевСт-ао	449.24	0.2
Новатэк ао	237.8	0.1
Транснефтепродукт	33930	0
ЛУКОЙЛ	1740	-0.5
ОГК-5 ао	2.715	-0.6
Система ао	27.25	-0.6
ММК	29.95	-0.8
Уралкалий-ао	133.06	-0.9
Ростел -ап	88.25	-0.9
Ростел -ао	133	-0.9
ФСК ЕЭС ао	0.363	-1.4
Магнит ао	3747	-1.4

Индекс ММВБ вчера вырос на 0.65%, это наивысшее закрытие с апреля 2010 года, хотя общая динамика акций анемичная, сильно отличающаяся от энергичных забегов наверх и обвалов прошлого года. Кто-то может сказать, что рынок растет, но мы считаем, что он остается в рамках бокового тренда.

Индекс развивающихся рынков Morgan Stanley Capital International Emerging Markets продолжает медленно ползти наверх, обновляя посткризисные максимумы (в отличие от России). Между тем развитые страны не показывают оптимизма, европейские акции вчера падали 6-й день кряду, индексы США в последние дни чаще показывают небольшие минусы, чем положительные изменения. В целом, мировые рынки, скорее, остаются в боковом тренде, растут лишь акции некоторых развивающихся стран.

Интересно, что общее настроение в комментариях о рынке улучшилось, многие ссылаются на улучшение экономических показателей в мире. Однако, улучшение наблюдается только в Китае, тогда как развитый мир продолжает замедляться. Есть рассуждения про «decoupling», предполагающий, что развивающийся мир сможет расти даже, если экономика США будет оставаться анемичной. Но мы помним, что предкризисная история о «тихой гавани» не удалась.

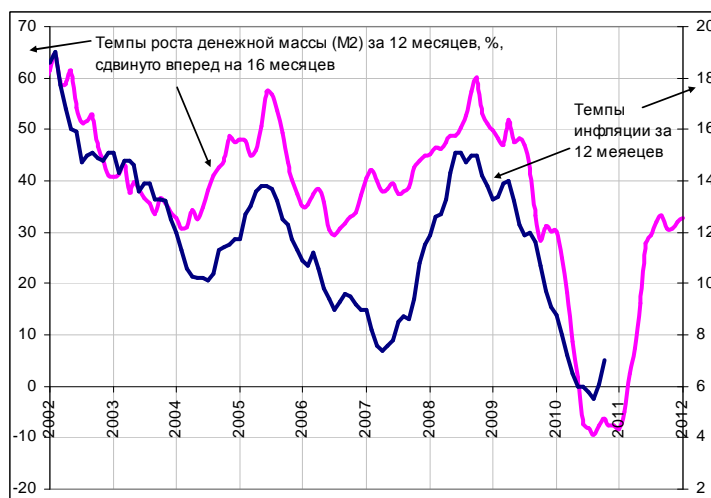
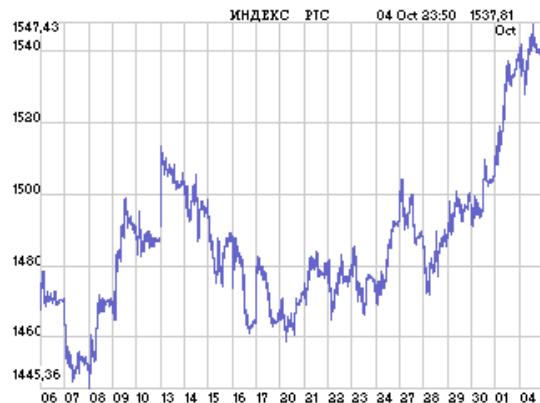
Вчера Росстат опубликовал цифры потребительской инфляции в РФ, с начала года цены выросли на 6.2%, за сентябрь на 0.8%, за 12 месяцев сентябрь-сентябрь на 7%.

Прогнозы роста цен по 2010 году уже перешагнули за порог в 8%, хотя еще пару месяцев назад 12-ти месячные темпы инфляции доходили до рекордных 5.5%, (побив преддефолтный рекорд июля 1998 года, когда 12-ти месячная инфляция опускалась до 5.6%).

В ускорении инфляции нет никаких сюрпризов, справа мы приводим традиционный график, хорошо объясняющий динамику. Это активное расширение денежного предложения, вызванное тратами Стабфонда на покрытие дефицита бюджета, плюс скупка долларов, чтобы удержать рубль от укрепления после «плавной девальвации». Инфляционная кривая предопределена не только на ближайшие месяцы, но и на ближайший год, поскольку лаг воздействия денежного предложения составляет почти 1.5 года.

Любопытно, что Центробанк не видит в этом проблем. С недавних пор Центробанк стал регулярно проводить совещания по процентным ставкам и после них публикует комментарий (по образцу и подобию FOMC в США). В последнем сообщении от 28 сентября, Центробанк так комментирует неизменность ставки финансирования (7.5%) и других операционных ставок: «Банк России по-прежнему считает, что инфляционные риски, обусловленные монетарными условиями, находятся на приемлемом уровне ... в августе продолжился рост объема кредитования экономики, а ставки по кредитам реальному сектору

Рынки накануне:



приблизились к докризисному уровню. Вместе с тем, повышение степени неопределенности развития внешнеэкономической ситуации создает дополнительные риски для устойчивости роста российской экономики, что определяет необходимость сохранения стимулирующей денежно-кредитной политики для поддержки внутренних факторов роста... действующие параметры процентной политики рассматриваются Банком России как обеспечивающие в ближайшие месяцы приемлемый баланс между основными макроэкономическими рисками».

Очевидно, что Центробанк РФ не считает инфляцию проблемой. Российские власти никогда не считали ее таковой и даже сейчас, перед введением режима «инфляционного таргетирования» с 2011 года позиция не сильно поменялась. Мы уверены, что большая инфляция это то, что не позволит России создать «международный финансовый центр», поскольку без ценовой стабильности Россия не будет способна создать внутренний стабильный источник инвестиционных ресурсов. Финансовые рынки нуждаются в длинных деньгах, а надолго сберегать в рублях при неопределенной инфляции невозможно. Тем не менее, мы остаемся оптимистами и надеемся, что после 2011 года инфляция упадет, а Центробанк окончательно сместит фокус своей политики от таргетирования обменного курса рубля к таргетированию инфляции. Возможно, начиная с 2012 года, инфляция в России упадет ниже 10%-й отметки и больше никогда не поднимется выше нее.

Вкратце:

- Сегодня Bloomberg публикует обзорную статью, посвященную консолидации рынка калия. В России, похоже, вскоре произойдет объединение пермских предприятий - «Уралкалия» и «Сильвинита» (последний сравнительно дешевле, поэтому мы предпочитаем его акции). В Канаде над лидером отрасли Potash Corp висит недружественное предложение от BHP Billiton о выкупе за \$42.97 млрд. (текущая капитализация Potash Corp \$42.8 млрд., на момент выставления оферты премия к котировкам составляла 25%), тогда как китайская Sinochem, возможно, выставит более высокую цену. В статье отрасль производства калийных удобрений называется «олигополией», и сравнивается с рынком «соды», где Coca-Cola Co. контролирует 47%, а PepsiCo Inc. 21%. Тогда как подразделение Procter & Gamble Co., выпускающее бритвы Gillette Co, контролирует 72% (!) рыночной доли бритвенных лезвий.
- «Норникель» опубликовал отчетность по МСФО за первое полугодие 2010 года. Выручка компании выросла на 70% до \$6,8 млрд., а чистая прибыль – подскочила в пять раз до \$2,4 млрд. Для сравнения, по итогам 2009 года «Норильский никель» заработал \$2,65 млрд. Рост финансовых показателей обусловлен улучшением конъюнктуры на рынке металлов. «Русалу» нужны деньги на обслуживание кредитов, поэтому он снова может поднять вопрос о выплате промежуточных дивидендов.
- Россия продолжает наращивать добычу нефти и в очередной раз установила новый рекорд в 10,16 млн. баррелей в сутки по итогам сентября. Основной прирост добычи обеспечили месторождения Восточной Сибири. Вполне возможно, что если для этих месторождений сохранять льготы по экспортной пошлине, это будет не последний рекорд по добыче нефти.
- «Северсталь» сообщила, что рассматривает возможность проведения IPO золотодобывающего сегмента. Параметры возможного размещения пока не называются. Заметим, что перед IPO компании нужно будет собрать золотодобывающие активы в отдельной структуре. Мы не исключаем, что размещение может пройти по сценарию «Норникеля», из которого выделяли «Полус Золото», когда акционеры первой компании бесплатно получили акции второй. По нашим оценкам, золотодобывающие активы «Северстали» стоят около \$4,5-5 млрд. Причем текущая капитализация «Северстали» в \$14,6 млрд. вряд ли учитывает эту стоимость. Таким образом, только от простой реорганизации, акционерная стоимость «Северстали» может вырасти в 30-35%.
- «Мостотрест» завтра начнет премаркетинг IPO. Ранее компания сообщала о том, что намерена привлечь около \$500 млн. Бумаги этой компании торгуются на РТС, но размещение будет проводиться в Лондоне.
- «КЭС-холдинг» намерен принять участие в аукционе по продаже госпакета акций «ТГК-5». На аукцион будет выставлен 25,5% пакет акций компании. Сейчас «КЭС» владеет 46,1% пакетом акций «ТГК-5».
- SEC раскрыла результаты расследования резкого провала котировок на американских биржах 6 мая 2010 года. Как выяснило ведомство, причиной такого падения котировок стало решение Waddell & Reed Financial продать фьючерсы на индекс S&P 500 на \$4,1 млрд. при помощи «роботов». Часть объема была выкуплена «скальперами», которые буквально через несколько минут начали выходить из своих позиций. В итоге объемы торгов выросли, и «робот» Waddell & Reed Financial начал увеличивать объемы продаж, что негативно сказалось на котировках. Другие роботы, видя падение, начали продавать, что усугубило ситуацию. Таким образом, в провале виноваты «роботы», как и предположили буквально в тот же день. Тем не менее, отчет SEC не содержит предложений по ограничению или запрету алгоритмической торговли. Заметим, что биржи часто жалуются на действия «роботов», которые своими действиями иногда мешают их работе: биржи не успевают обработать все заявки. Например, РТС ограничила число заявок, которые может выставить клиент в течение одного дня. Однако полного запрета на использование «роботов», скорее всего, не будет, так как они совершают очень много сделок и приносят бирже дополнительную комиссию. Вряд ли биржи захотят потерять такой источник дохода.

Местное:

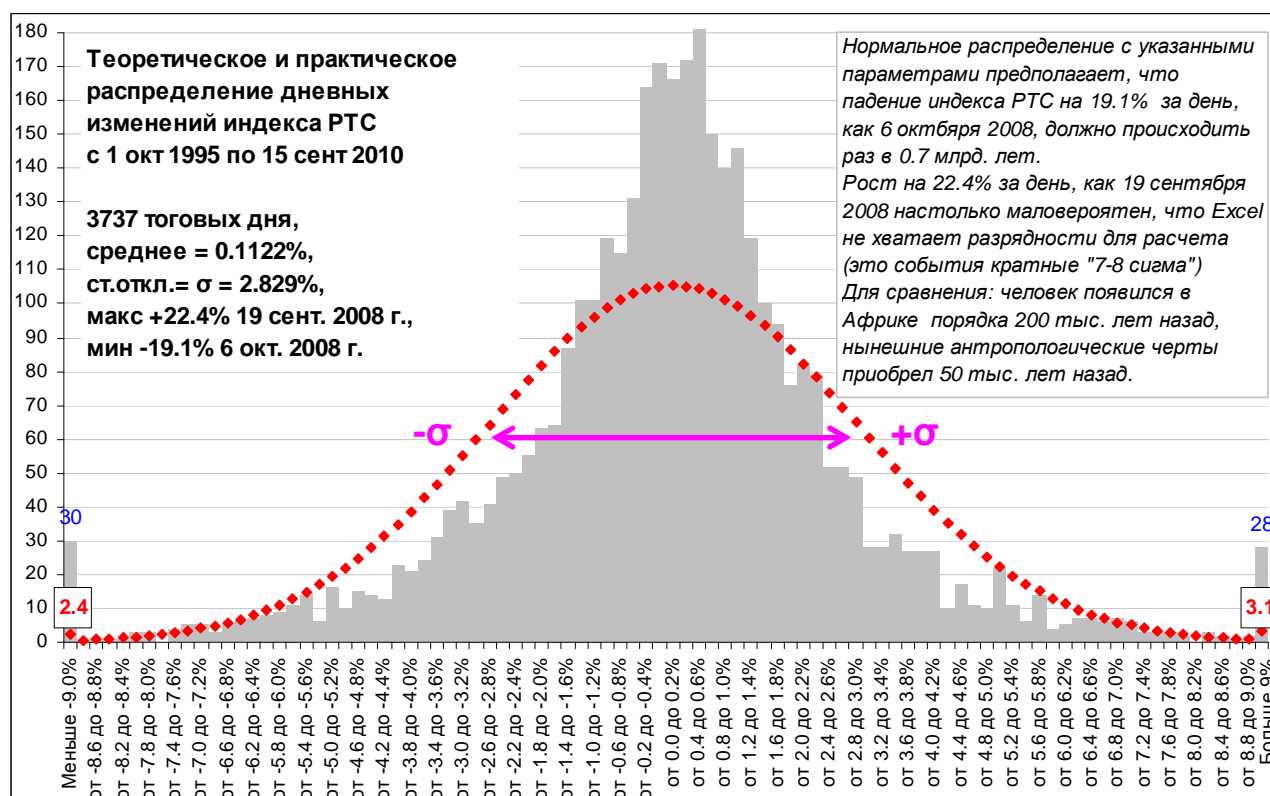
- Собственники радиостанции «Эхо Перми» выставили актив на продажу. По сведениям «Коммерсанта», за радиостанцию просят 40 млн. рублей. Вместе с радиостанцией на продажу выставлено оборудование и недвижимость. По итогам 2009 года «Эхо Перми» заработало около 1,8 млн. рублей чистой прибыли. Участники этого рынка считают, что справедливая цена радиостанции составляет 15-20 млн. рублей. Как пишет «Коммерсант», собственники - Ю. Хомутов и И. Хомутова - продают радиостанцию уже три года.
- В бюджет Пермского края за девять месяцев 2010 года поступило 188,8 млн. рублей от налога на добычу полезных ископаемых. Годовой план выполнен на 85,4%.

Черный лебедь, что ты вьешься над моею головой?

[Это черновик статьи, только что опубликованной в Д-Штрих, автор Тимофеев Дмитрий]

Ты добычи не дождешься, черный лебедь, я не твой. Так можно было бы ответить Нассиму Талебу, человеку, который стал довольно знаменит со своей книгой «Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости» (это русское название, оригинальное: *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*). В ней содержалось утверждение, что банкиры - это люди, сидящие на куче динамита и притворяющиеся, что ведут консервативный бизнес. Книга опубликована в мае 2008 года, а в сентябре банки Wall Street посыпались как карточный домик. Так Талеба провозгласили «человеком, предсказавшим кризис».

Но мы здесь будем обсуждать не это, а проблему «толстых хвостов», выражаясь языком эконометристов. Ее лучше пояснить на примере. В основе большинства финансовых расчетов и моделей, лежит предположение о нормальном, гауссовском распределении. На графике показаны реальные и «идеальные» дневные изменения индекса РТС с начала его существования (сентябрь 95 года, «карман» столбиков равен 0.2%). Среднедневной рост получился 0.112%, стандартное отклонение или «сигма» 2.83%



Очевидно, что формы идеального и реального колоколов не совпадают, но самое интересное находится по краям. За рассматриваемый период индекс РТС 30 раз падал больше 9% за день, тогда как гауссовская кривая предполагает всего 2.4 случая. Аналогично с ростом – должно было быть 3.1 случая, вышло 28. Вот это статистики и называют феноменом «толстых хвостов», нормальное распределение не предполагает наличия стольких экстремумов.

Талеб использовал для этого красочную аллегорию «черный лебедь». В средние века в Европе ходила пословица, что все лебеди белые. После открытия Австралии был найден вид черного цвета и многовековая мудрость разрушилась. Итак, «черный лебедь» - это событие, имеющее низкую «априорную» вероятность, но которое

случается и резко изменяет ход событий. Выражение «толстые хвосты» и «черный лебедь» это одно и то же. В книге Талеба содержится большая порция философии, распространяющая проблему на всю человеческую жизнь.

Так вышло, что предположение о нормальном распределении лежит буквально за всеми распространенными теориями финансов и эконометрики. Это модель САРМ, эконометрические расчеты, модели оценки риска VAR, модели оценки опционов и так далее. Талеб объявляет гауссовский колокол мошенническим, требует его запретить. Если сделать так, то из экономики и финансов исчезнут почти все цифры и останутся лишь слова. На деле, Талеб идет еще дальше и заявляет, что мир был бы лучше, если бы в нем не было экономистов.

Признаюсь, что когда прочитал эту книгу в сентябре 2008-го, я был поражен и поддался силе слова этого человека. Представленный здесь график был сделан в октябре, когда российский фондовый рынок рос и падал вплоть до 20% за день - движение почти невероятное в гауссовской кривой. Так падение на 19.1% за день 6.10.08 в идеальном колоколе должно происходить раз в 0.7 млрд. лет. Рост на 22.4% 19.09.08 практически невероятен (он кратен 7.91 «сигма»), так что разрядности Excel не хватило для расчета вероятности. Для сравнения, человек появился на Земле порядка 200 тыс. лет назад., а возраст Вселенной 13.7 млрд.лет.

Но через несколько месяцев после кризиса я уже не так восторженно относился к Талебу. Можно начать с того, что многие идеи книги не оригинальны и идут из книжки Роджера Ловенштейна «Когда гений терпит поражение», вышедшей в 2001 году. На днях Талеб во Франции ошарашил слушателей тем, что финансовые рынки вообще не подходят для «хранения стоимости» и должны использоваться для игры. Замечу, что под определение финансовые рынки попадают и депозиты в банках и государственные облигации, то, что люди называют «безрисковыми» вложениями. Эпатажные требования Талеба по увольнению все экономистов тоже кажутся перебором. Как и запрет «мошеннической гауссовской кривой».

Ну, хорошо, распределение не совсем нормальное, мир чуть другой. И что? Точно также любая модель не является миром, мир всегда сложнее. Не только в экономике, но и других науках. Давайте, к примеру, не будем говорить, что Земля это шар. Потому, что она не ровная, да еще и приплюснутая. Давайте отменим геометрию, потому что бесконечно малых точек в природе нигде нет, бесконечных больших плоскостей тоже. Чертежи зданий тоже рисовать не будем, потому, что реальные стены чуть-чуть, но кривые. Можно запретить философов, поскольку они используют платонические идеальные образы в неидеальном мире. Можно запретить «идеально упругие тела» в физике. Только чему тогда мы будем учить школьников? Черным лебедям?

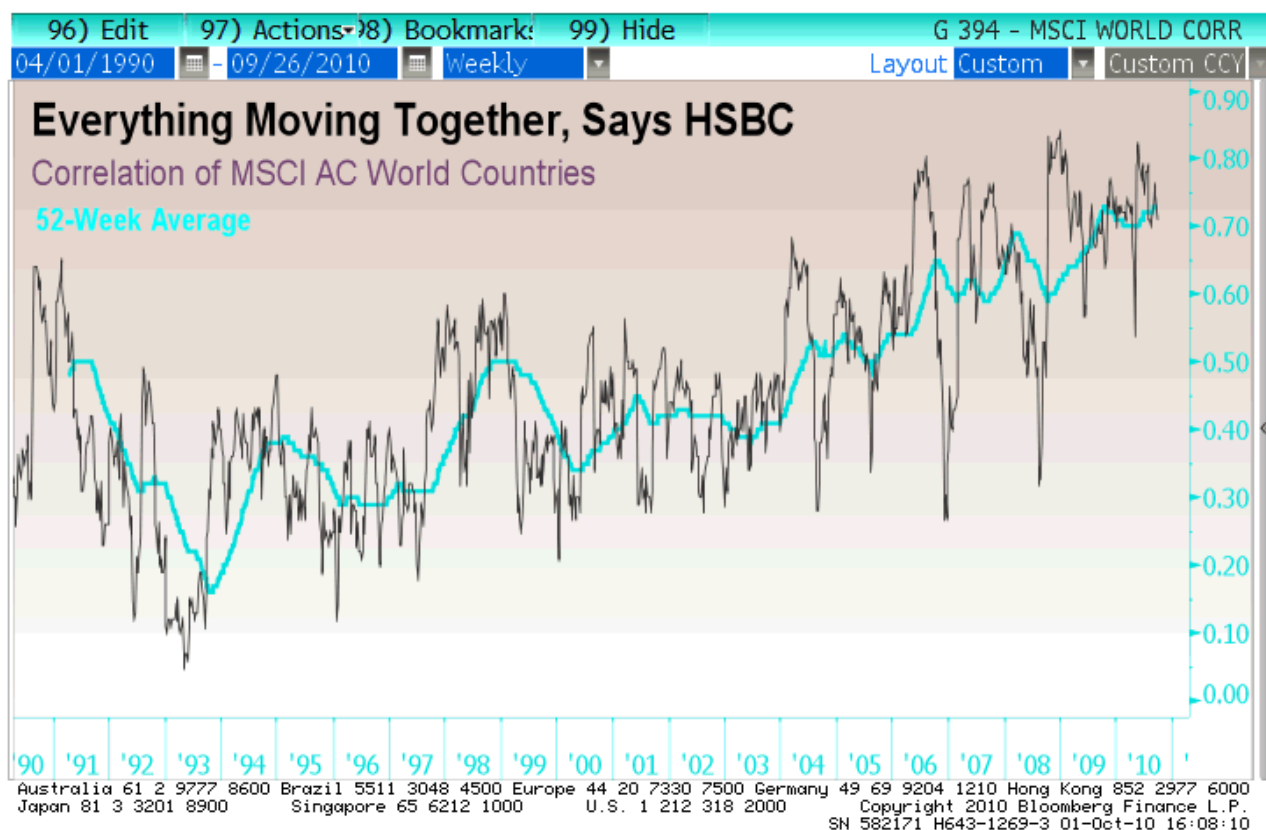
С некоторых пор я патетику Талеба я не понимаю. Серьезные ученые-экономисты вполне осознают недостатки и ограничения моделей. О «ненормальности» финансовых данных известно давно. Возможно, слепая вера в модели не дала некоторым финансистам возможность правильно оценить риск. Возможно, некоторые студенты выходят из ВУЗов в розовых очках. Недостаточно пресвященными в этом плане, не осознавая различий между моделью и реальной жизнью.

Пусть, нобелевский лауреат Мертон получил крах хедж-фонда LTCM, пользуясь моделями оценки риска. Ну, так это вполне вписывается в столь любимый Нассимом и сугубо прагматический метод проб и ошибок. Вполне возможно, что модель оценки риска VAR внесла некоторый вклад в крах рынков, поскольку привела к низким нормам достаточности капитала банков, согласно «Базелю-2». Но на это можно ответить, что кризисы были и до "современной портфельной теории".

Как известно, микроскопом можно гвозди забивать. Моделями нужно тоже уметь пользоваться и понимать как пределы их работоспособности, так и их ограниченную полезность. Многие из больших экономистов, сколько я за ними наблюдал, обладают некоторым чувством смирения (humility). Они понимают, насколько сложны экономика и финансовые рынки и как мало они знают. Модели и используемые в них предположения не идеальны, поэтому всегда были и будут в чем-то ущербны. Но для них это не повод ставить жирный крест.

В любой науке есть проблема недостаточных знаний и неожиданных неприятных последствий. Тот же Талеб в книжке указывает, что медики больше людей угробили, чем вылечили, по крайней мере, до изобретения пенициллина. "Настоящие ученые" физики (в отличие от «ненастоящих» экономистов) косвенно виноваты в Чернобыле. Некоторые говорят, что Большой адронный коллайдер может произвести черную дыру. Вот уж будет вселенская катастрофа, после которой экономический кризис 2008 года покажется забавным приключением. Кто-то готов поручиться на 101%, что физики все просчитали и риска нет? Может, именем Талеба, остановим прогресс и поубиваем всех очкариков, как в Камбодже во времена красных кхмеров. Это будет вполне логичный вывод из революционного учения Талеба, не кажется ли вам?

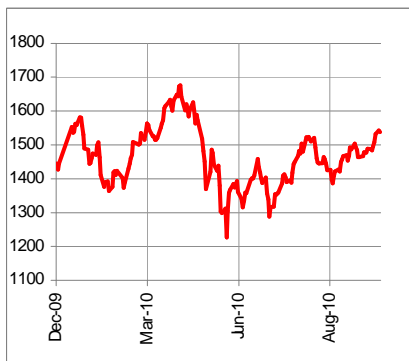
Напоследок:



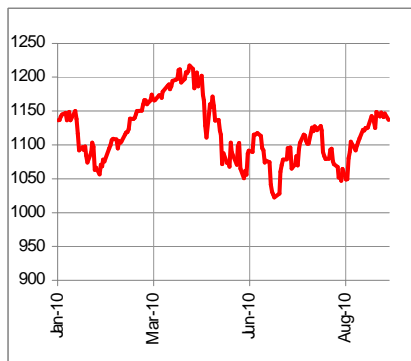
Bloomberg опубликовал «картину дня», которая показывает растущую корреляцию движений фондовых индексов 45-ти стран, входящих в индекс MSCI All-Countries World. В начале 90-х корреляция составляла около 20%, сейчас поднялась до 70%. Значение в 100% означает полную коррелированность движений, тогда как значение 0% означает отсутствие связанности колебаний.

Конъюнктура рынков:

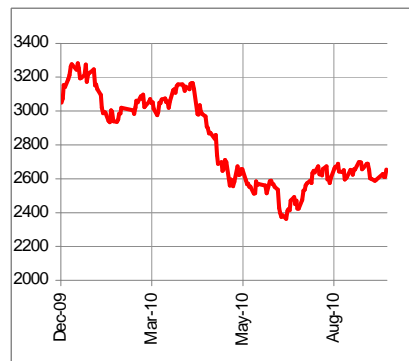
Индекс PTC



Индекс S&P 500



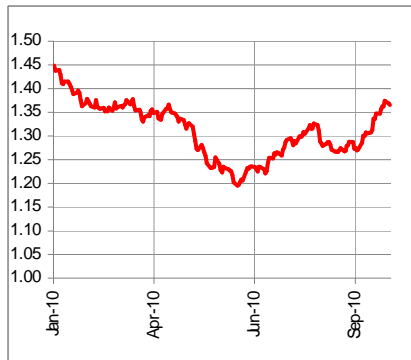
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



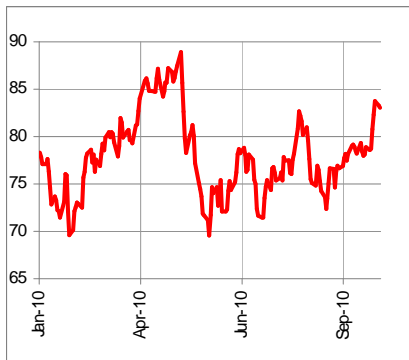
Курс USD/EUR



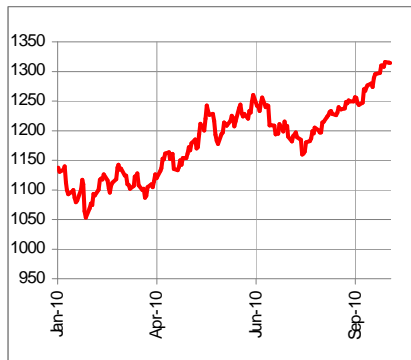
Курс JPY/EUR



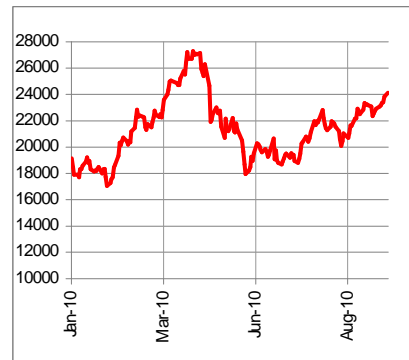
Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



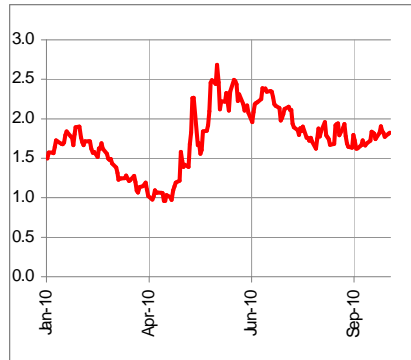
Никель, \$/тонна



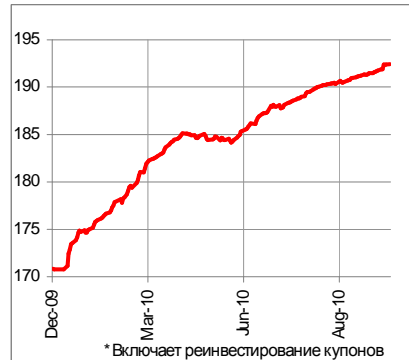
Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



* Включает реинвестирование купонов

	Рын. кап. \$ млн.	Абсолютное изменение, %				С начала года	P/E		EV/EBITDA	
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.		09	10П	09	10П
НЕФТЬ И ГАЗ										
Газпром	125 754	0.98	2.92	-0.47	-5.20	-11.58	5.10	4.53	5.09	4.08
Новатэк	23 681	0.46	2.50	8.62	90.30	39.82	28.75	18.44	20.08	13.33
Роснефть	74 116	1.37	6.24	5.34	-3.02	-15.37	10.84	7.26	6.54	5.00
ЛУКОЙЛ	48 633	-0.18	0.94	4.13	7.26	2.84	6.94	5.93	4.00	3.75
Газпром нефть	18 716	2.03	2.62	1.67	-6.84	-26.44	6.21	5.92	5.01	4.47
Сургутнефтегаз	34 977	1.43	3.18	-1.37	20.20	11.29	9.52	7.08	-	2.65
ТНК-ВР	32 993	0.00	2.09	10.55	35.80	27.54	6.38	5.33	4.31	3.74
Татнефть	10 873	2.07	4.97	4.89	21.87	8.95	6.32	6.02	5.01	4.63
БАНКИ										
Сбербанк	63 660	1.06	7.64	10.10	53.75	8.17	82.52	14.73	-	-
ВТБ	30 632	0.68	4.08	5.68	57.53	28.72	-	17.70	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 629	1.27	2.02	4.51	68.89	51.22	16.47	15.14	13.18	8.10
ОГК-2	1 899	-0.34	1.26	15.24	130.64	92.91	54.88	31.72	23.10	13.99
ОГК-3	2 727	6.06	6.64	11.81	27.81	19.52	20.07	35.37	11.61	14.52
ОГК-4	5 619	0.26	-1.06	14.35	98.68	67.88	32.22	22.32	19.77	14.97
ОГК-5	3 150	-0.51	-1.45	1.95	65.31	26.56	31.13	26.76	16.46	12.78
ОГК-6	#N/A	N/A	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 285	2.04	0.00	-5.88	37.93	60.00	9.64	12.62	-	5.15
Русгидро	14 062	1.08	2.05	-3.23	54.22	39.96	14.50	11.28	8.56	6.83
ИнтерРАО	4 829	1.80	6.71	21.73	66.89	5.77	-	29.88	-	12.37
ФСК	14 724	-0.82	1.39	0.00	10.64	14.11	-	16.37	-	8.56
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 179	-0.64	-1.46	8.95	-7.93	-10.45	27.37	22.50	6.89	6.79
МТС	16 482	0.72	0.36	1.29	23.34	13.75	16.41	10.07	4.72	3.93
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	33 195	1.15	5.55	0.70	48.49	25.25	12.77	7.81	7.91	5.09
НЛМК	21 628	-0.13	3.78	15.13	39.45	19.76	100.57	16.16	16.38	9.34
ММК	11 026	0.18	1.44	10.39	33.19	20.20	47.52	16.78	12.98	7.44
Северсталь	14 830	-0.01	-0.51	13.94	99.60	77.21	-	30.26	21.65	7.91
Мечел	10 517	1.16	3.40	4.47	70.98	58.85	142.62	12.43	26.31	8.79
Белон	1 047	0.98	3.66	8.01	35.40	47.56	40.61	7.99	15.82	5.26
Распадская	4 376	-0.04	5.20	10.46	49.01	16.82	37.53	15.91	17.71	9.71
Полюс золото	8 778	0.35	2.05	-2.62	4.51	-11.58	27.30	17.00	-	-
Полиметалл	6 000	0.76	-6.84	13.04	83.25	62.06	62.51	28.68	26.79	16.41
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	9 265	-0.92	-3.45	-8.89	19.15	5.98	32.24	17.44	18.22	11.72
Сильвинит	5 086	-1.41	-0.02	-2.62	14.56	-16.17	15.29	9.86	9.31	7.38
Акрон	1 474	1.92	7.42	3.74	16.84	9.64	6.58	10.19	10.90	7.70
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 442	0.27	2.71	6.44	54.55	26.96	27.38	13.33	9.22	6.30
Седьмой континент	638	2.34	8.35	7.39	-12.41	13.25	17.49	14.98	7.73	6.61
Магнит	10 890	-1.78	9.77	21.25	108.46	72.64	39.58	33.27	23.29	18.25
ПИК	1 942	2.40	-1.46	1.71	-2.10	-2.74	-	-	-	-
Система Галс	303	0.39	-1.41	5.14	31.09	-3.04	-	-	-	-
ЛСР	2 800	1.36	1.07	-6.98	49.48	43.37	18.84	19.40	7.75	9.07
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс S&P	1137.	-0.80	-0.45	2.94	9.28	1.97				
Индекс РТС	1537.8	-0.31	3.65	4.78	25.31	6.45				
USD/EUR	1.3 654	-0.27	0.57	6.04	-6.79	-4.72				
RUB/USD	30.5	-0.10	-0.33	0.42	-1.64	-1.51				
RUB/EUR	41.63	0.21	-0.84	-5.24	5.56	3.46				
Золото, \$ Oz	1314.45	-0.02	0.38	5.18	29.40	19.65				
Данные Bloomberg										

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.