

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 8 июля 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ОГК-3 ао	1.75	2.6%
Магнит ао	2590	2.2%
УралСви-ао	1.03	1.5%
ОГК-5 ао	2.35	1.4%
Сбербанк	77.49	1.3%
Газпрнефть	120.7	1.0%
ГМКНорник	4786	1.0%
Аэрофлот	59.02	0.8%
ГАЗПРОМ ао	153.5	0.7%
РБК ИС-ао	35.29	0.6%
Новатэк ао	221.4	0.4%
Татнфт Зао	145.1	0.3%
Сбербанк-п	56.15	0.3%
Транснф ап	27750	0.2%
ВТБ ао	0.077	0.0%
МТС-ао	238.2	0.0%
ЛУКОЙЛ	1601	-0.3%
Ростел -ао	110	-0.4%
Татнфт Зап	67.89	-0.5%
ММК	22.16	-0.6%
Ураллий-ао	116.4	-0.6%
Роснефть	191.1	-0.8%
Сурнфгз	27.7	-1.0%
СевСт-ао	314.5	-1.1%
Ростел -ап	68.9	-1.3%
Сурнфгз-п	12.97	-1.6%
ФСК ЕЭС ао	0.341	-1.7%
РусГидро	1.543	-1.8%
Система ао	26.01	-2.2%
ПолусЗолот	1462	-3.2%

Российским спекулянтам не удастся угадать как ночью отторгнутся американские акции. Каждое утро они получают сюрприз, вот и сегодня следует ожидать открытия с положительным разрывом (круто говорить «гэпом»). Ночью индекс S&P 500 вырос на 3.1%, что немало.

Вчера российские акции открывались с минорным настроением, фьючерсы на американские индексы ушли в минус. В середине дня индекс ММВБ показывал до минус 2.5%, но затем по миру прокатилась положительная волна, и закрытие составило микроскопические +0.01%. Технические аналитики называют такую фигуру «молоточек», и, в их представлениях, она свидетельствует о «неопределенности».

Ночью положительная волна ушла выше. Причинами «глобального ралли» называются стресс-тесты, которые проводятся в Европе. Идут спекуляции, что результаты покажут меньшие потенциальные потери, чем ожидалось. В конце концов, падение рынков с апрельских максимумов связывалось с возможным дефолтом Греции и уязвимости европейской финансовой системы. Стресс-тесты после кризиса 2008-го года, похоже, были основным фактором развернувшим рынки. После их публикации взаимное доверие в американской банковской системе восстановилось, и кредит начал «течь» более свободно. Европа хочет повторить этот же фокус.

Напомним, что типичной обсуждаемой темой в мае-июне были проблемы Европы. Но в последнее время, она как-то сошла с заголовков, и все больше обсуждается замедление мировой экономики. Тут и Китай, который изымает пост-кризисные стимулы и старается остудить избыточный бум в собственной строительной отрасли. Тут и индексы уверенности потребителей и бизнеса, которые по всему миру несколько снизились по сравнению с наивысшими значениями 2-го квартала (мы писали об этом в последние дни).

Поводом для вчерашнего оптимизма называют заявление объединения ритейлеров США «International Council of Shopping Centers», по подсчетам которого темпы роста розничных продаж росли в последние 5 месяцев (считаящегося с фискального года с 31 января) с темпами около 4%, что является максимумом за последние 4 года. Данные несколько противоречат сообщениям о снижении потребительской уверенности в США и говорят, что может быть не все так плохо.

В России многие продолжают избыточно фокусироваться на нефти. К примеру, в «Ведомостях» сегодня можно найти объяснения вчерашнего роста нефтью (брент вчера вырос на 2.9% до \$73.5). Есть сообщения, что стратеги «Тройки-диалог» понизили прогнозы индекса РТС на конец года с 2000 до 1600 п., сославшись на нефть. Безусловно, нефть значима для судьбы рубля и стоимости акций, но ее значение не нужно преувеличивать. На графике выше можно увидеть, что цены на нефть

Рынки накануне:



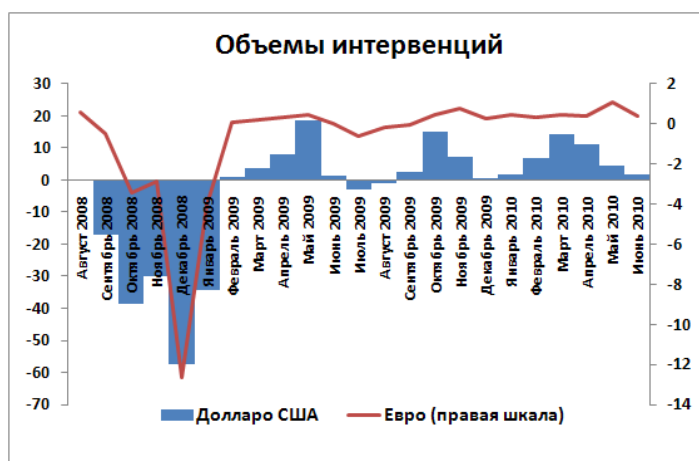
можно увидеть, что цены на нефть

находятся на уровнях около \$70 за баррель, начиная с октября, хотя и показывают большие колебания в разные стороны. В настоящее время практически все финансовые рынки коррелированы. Мы можем нарисовать рядом с нефтью индекс Венгрии или Южной Кореи и тоже увидим визуальную коррелированность с нефтью. Как говорят эконометристы, наличие корреляции не обязательно означает наличия причинно-следственной связи (correlation is not a causation). Фраза «куда нефть, туда и фондовый рынок РФ» не совсем верная, ее следует изменить на «куда пойдут финансовые рынки мира, туда и двинется нефть, туда же пойдет и фондовый рынок РФ». Движущая сила за ними – это ожидания мирового развития. Очевидно, что фьючерсы на нефть используются спекулянтами, которые делают на нем ставки на то, как будет идти экономическое восстановление.

Еще одно важное замечание – наличие краткосрочной корреляции не означает, что долгосрочные движения также будут синхронными. Мы ожидаем, что нефть будет торговаться в районе \$60-90 за баррель в ближайшие годы (временные отклонения не в счет) – то есть примерно на текущих уровнях. При этом мы ожидаем, что фондовые рынки, включая Россию, заметно вырастут. Просто потому, что акции останутся очень дешевыми.

Вкратце:

- «Русал» до 20 июля планирует направить в «Норникель» требование о созыве внеочередного собрания акционеров. Само собрание может пройти в октябре. Однако перед тем как переизбрать новый совет директоров, нужно прекратить полномочия нынешнего, а для этого потребуется большинство голосов. «Интеррос» уже заявил, что будут голосовать против прекращения полномочий действующего совета директоров. Похоже, что судьба состава совета директоров будет зависеть от активности миноритариев. Кроме того, «Русал» запросил для анализа у «Норникеля» бюллетени годового собрания. Если будут выявлены нарушения, то компания намерена обратиться в суд.
- VTB Capital увеличил долю в ОГК-3 с 4,5% до 15,24%. Сделка была закрыта 21 июля. Другие подробности не сообщаются.
- Российский Центробанк в июне сократил покупку долларов и евро на рынке в 2,5 раза по сравнению с маем. В июне банк купил \$1,66 млрд. и €417млн.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что совет директоров АФК «Система» одобрил сделку по продаже банку «ВТБ» 27,6% акций «Системы-Галс». Ранее «ВТБ» получил контрольный пакет акций девелопера за 60 рублей в ходе реструктуризации его долгов. По сведениям газеты, сейчас банк ведет переговоры об условиях приобретения 27,6% акций «Системы-Галс». Заметим, что все действия банка «ВТБ» в отношении «Системы-Галс» проходят достаточно дружелюбно по отношению к миноритариям: не было допэмиссии акций в пользу банка. Кроме того, «ВТБ» имеет другие проекты в недвижимости (из крупных – 50% + 1 акция ЗАО «Дон-строй инвест»). Не исключено, что в перспективе банк может на базе своих девелоперских активов создать единый холдинг. Исходя из этого, мы рекомендуем к покупке акции «Системы-Галс».
- Кроме того, оживает и сам рынок недвижимости. Вчера «ПИК» сообщил о шестикратном росте продаж недвижимости физическим лицам по итогам первого полугодия. Также увеличивается и число ипотечных сделок: по данным Росрееста, в первом полугодии их количество увеличилось на 60%.
- «Русские навигационные технологии» в ходе IPO привлекли 300 млн. рублей, разместив 3,52 млн. акций по 85,23 рубля за штуку (18% от уставного капитала). Исходя из цены размещения, капитализация компании составила около 1,663 млрд. рублей. Мультипликатор P/Sales 10E составляет 5,3, а P/E 09 – 45,7, что на наш взгляд очень дорого, даже с учетом перспектив развития систем ГЛОНАСС и GPS.

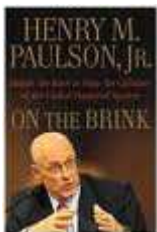


Местное:

- «ЛУКОЙЛ-Пермь» по итогам первого полугодия увеличил добычу нефти до 6,2 млн. тонн. Это на 4% выше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В 2010 году компания планирует довести добычу до 12,6 млн. тонн нефти.

Напоследок: обзор литературы о кризисе

Мы публикуем обзор литературы, касающейся финансового кризиса, подготовленный аналитиком Тимофеевым Д.В. Данный обзор опубликован на его персональном блоге <http://khapuga.livejournal.com>, где можно обсудить, поделиться впечатлениями или задать вопросы. В электронной версии содержатся гиперссылки, поясняющие некоторые термины. Обзор написан от первого лица.



Первая книга – мемуары экс-министра финансов США Джона («Хэнка») Полсона «On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System».

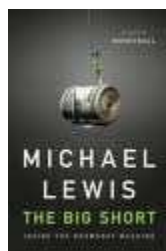
Все наверняка помнят «план Полсона», так долго принимавшийся законодателями США памятной осенью 2008-го года. Полсон прожил кризис в самом эпицентре, пытаясь его разрулить и его свидетельства, безусловно, очень ценные.

До книги меня мучал вопрос, почему был спасен Bear Stearns и почему дали обрушиться Lehman Brothers? Ответ оказался прост. В США работает система сдержек и противовесов. Разные ветви власти имеют свою силу – ФРС, Конгресс, Сенат и президент. Свобода действий у всех ограничена друг другом. Летом 2008-го года выборный сезон был в полном разгаре. Республиканцы и демократы кричали лозунги, которые должны были понравиться народу. Спасение Bear Stearns за счет денег ФРС (взявшего «на грудь» некоторые проблемные активы) воспринималось как нечестное – трата денег налогоплательщиков на заигравшихся банкиров. Я помню, что в это время целый ряд российских наблюдателей кричали о проблеме «морального риска» и что нужно дать всем обанкротиться. Так вышло, что летом обе партии США заявили Полсону «no more bailouts», что Обама, что Мак Кейн. В итоге, в сентябре у Полсона руки были связаны, несмотря на его желание и несмотря на поддержку от Буша. ФРС отказалась вмешиваться в спасение Lehman Brothers, частный капитал не смог повторить опыт спасения LTCM.

Правда, осенью правительству США все-таки пришлось спасать Fannie Mae и Freddie Mac и страховщика AIG, которые были слишком большими, слишком связанными, критически и политически важными. Удалось спасти также Merrill Lynch за счет BOA. Кризис, конечно, случился не из-за банкротства Lehman Brothers, вся финансовая система "заигралась" и некоторые не выжили.

Среди прочего Полсон сообщает, что русские предлагали китайцам начать сбрасывать обязательства GSE Fannie/Freddie, то ли чтобы вынудить правительство США спасти их, то ли чтобы напакостить. Оставим без комментариев.

От мемуаров остались впечатления честного рассказа. Знаю, что некоторые обвинят Полсона в подыгрывании Goldman Sachs, поскольку ранее он был директором этого банка. Знаю, что его будут обвинять в неосведомленности, глупости, того что он не предвидел кризис и не смог его предотвратить. Проблема ипотечных долгов осознавалась и Полсоном и Бернанке, но сильно недооценивалась, о чем честно рассказано. Поэтому перейдем к тем, кто действительно предвидел кризис.



Вторая книга Майкла Льюиса «The Big Short: Inside the Doomsday Machine» посвящена как раз таким людям. Как бы не хвалили Н.Рубини и прочих «буревестников», заявлять пессимистические вещи, это не то же самое, что предвидеть и заработать на кризисе. А заработало на нем, по мнению Льюиса, в пределах одного – двух десятков инвесторов из части хедж-фондов.

[Предупреждаю! Если кто-то собирается читать эту книгу, то я собираюсь сейчас вкратце пересказать сюжет. Книга больше походит на художественную, и я могу испортить впечатление.]

Главный герой книги Льюиса – доктор Майкл Бэрри (Dr. Michael Burry). Это действительно доктор, молодой парень, который после выпуска в 90-е годы занимался неврологией. С больничного компьютера он выходил в интернет, где вел то, что сейчас назвали бы блог. В нем писал о том, какие технологические акции надо покупать. В те времена подобных ресурсов было мало, и он привлекал внимание. Тем более, что неплохо выбирал бумаги, руководствуясь «стоимостью» или фундаментальным анализом. В конце 90-х он решил оставить медицину и приехал в Нью-Йорк с намерением открыть хедж-фонд (!). В кармане у него совсем немного денег – что-то порядка сотни тысяч долларов.



К его удивлению, Майкла Бэрри на Wall Street знали и помнили. С ходу Gotham capital выкупила у него 25% в еще не открытом бизнесе по управлению активами за \$1 млн. «после налогов». Бэрри удалось набрать инвесторов, он создал хедж-фонд и продолжил специализироваться на поиске недооцененных технологических акций. Это было трудное время, NASDAQ сдувался, но Майклу удавалось находить растущие бумаги.

Где-то к 2004-му году у него стали возникать подозрения, что на Wall Street что-то идет не так. Он начал изучать ипотечные бумаги, читать проспекты и понял, что стандарты кредитования стали слишком легкими.

Бэрри решил заработать, но это было не просто – облигации не шортят. Обеспеченные активами облигации ABS / CDO неликвидны, разрознены. Для его хедж-фонда впервые на Wall Street были разработаны отдельно торгуемые кредит-дефолт свопы (CDS) на RMBS CDO. Поскольку в пулах залковых нет дефолта как такового, а есть набор дефолтов отдельных заемщиков, выплаты по нему производятся в формате pay-as-you-go.

Бэрри, отбирал subprime - пулы залковых ARM. Такая ипотека предусматривает низкие проценты в первое время «teaser rate», (например, 2%) действующий льготный период, типично два года. Затем ставки возрастают до реальных (12%), плюс, нужно начинать гасить тело долга. Ежемесячный платеж, казавшийся небольшим, возрастает многократно.

В числе покупателей домов в США описывается садовник, не говорящий по-английский, который приобрел себе жилище за \$750 тыс. Была бейби-ситтер, купившая себе 5 (?) домов. Доктор Бэрри покупал CDS на пулы, выданные в 2005-м году и они должны были «созреть» к 2007-му, когда он ожидал массовых банкротств. [*Осознаю, что для некоторых многие аббревиатуры прозвучали как бред, но это не так :-)* Готов разъяснить, что непонятно в комментариях.] Важно, что он ожидал выигрыша в 2007-м и важно, что он делал эту ставку в 2005-м и в начале 2006-го.

И тут у него начались проблемы. Кредит-дефолт свопы требуют от покупателя регулярных платежей, которые начали давить на доходность фонда, стоимость которого начала снижаться. Акционеры хедж-фонда нанимали его как «пикера» акций (stock picker), а он ввязался в экзотические инструменты на экзотическом рынке. Инвесторы начали давить на него, на апогее отвернулись от него. Правда, многие из них были заблокированы на два года (lock-up period) и не могли требовать погашения своей доли.

Можно почитать какие письма он писал в это время своим акционерам. Записка конца 2006-года [<http://www.scioncapital.com/PDFs/Scion%202006%204Q%20RMBS%20CDS%20Primer%20and%20FAQ.pdf>] поражает своей ясностью (полезно прочитать тем, кто хотя бы раз попробовал в устоявшейся ипотеке в США). Майкл Бэрри пишет, что надвигается финансовый Армагеддон, объясняет суть инструментов и указывает на надвигающиеся потери. Более того – он уже давно полностью «забил» портфель инструментами, чтобы сделать на этом деньги. Около 1.5 лет, в 2005-м и 2006-м, он прожил под жутким давлением от своих акционеров, от него отвернулись практически все, включая Gotham capital, выделившая деньги в самом начале. Он знал, что он прав, но не мог ничего объяснить, он был в одиночестве. Ему пришлось уволить многочисленный персонал, чтобы снизить издержки в то время пока CDS требовали платежей и не приносили прибыли. Об этом он сухо сообщает на первой странице своей компании Scion capital.

В начале 2007- года лед тронулся, к лету стало ясно, что Майкл прав. В 2008-м он заработал кучу денег для своих акционеров, но никто не пришел и не извинился. В итоге, он закрыл фонд и занимается сейчас частными инвестициями (очевидно, своими, поскольку очень разбогател на кризисе).

Доктор Бэрри очень странный – в детстве у него был рак, и он лишился одного глаза и пользуется стеклянным. Он испытывает трудности с общением и не слишком нравится людям. В книжке указывается, что у него форма аутизма - синдром Аспергера (есть предположение, что такая болезнь была у Эйнштейна и Ньютона).

Остальные инвесторы, которые сделали деньги на кризисе, похоже, просто скопировали опыт Майкла. Главную роль в этом сыграл трейдер Дойче-банка Грэг Липман, который популяризовал эту идею среди разных инвесторов. Одним из последних счастливыхчиков, купивших RMBS CDS был Goldman Sachs. Как образно описывается, банк первым рванулся из зрительного зала, с криком «пожар». Остальные просто «сгорели на стульях». Банк Goldman

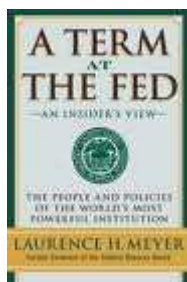
Sachs пытаясь спастись (захеджироваться), разделял CDO на части, забирая себе страховку и продавая остатки инвесторам.

Одним из главных продавцов страховок в период надувания пузыря была AIG, точнее ее подразделение AIG FP (financial products). Это один из главных лузеров кризиса (потери Citi group больше – \$130 млрд.) Сейчас в терминале Bloomberg указывается, что потери страховой компании достигли \$97 млрд. (общие потери по всему миру близки к \$1.8 трлн.). Собственный капитал AIG за это время пополнен на \$100 млрд. -- на деньги налогоплательщиков. Когда Goldman Sachs заявлял, что не нуждается в помощи правительства, это была неправда – потери банка компенсированы страховкой, которую выплачивают налогоплательщики через AIG.

Поскольку Майкл Бэрри ожидал финансового Армагеддона и не полагался на то, что Wall Street выплатит ему приз полностью. Его фонд был квалифицированным инвестором и по правилам ISDA банки Wall Street должны были выставлять ему обеспечение по CDS, когда он начал выигрывать. Майкл ликвидировал почти все свои позиции (перепродал) до апреля 2008 года, так что его нельзя обвинить в том, что он заработал за счет дяди Сэма. Он все сделал, чтобы заработать на этом и чтобы его не смыла волна.

Майкл Бэрри непубличен, в СМИ и интернет о нем немного информации. Небольшое видео с ним было в программе «60 минут» на CBS, есть выдержки из книги Льюиса на VF.com (Vanity Fair). Похоже, мы больше его не увидим, он чурается публичности. Но это определенно главный герой кризиса.

Автор книги The Big Short Майкл Льюис известен отечественным читателям по переведенной на русский книге «Покер Лжецов». Под впечатлением я перечитал ее заново и получил удовольствие. Но это не третья книга, о которой хотел рассказать.



Третья книга - Лоренса Мэйера «A Term at the Fed: An Insider's View», она совсем не о кризисе. А о том, что творится внутри ФРС, коль скоро мемуаров Бернанке мы еще не скоро дождемся. Мэйер - это профессор, занимающийся монетарной теорией, которого в 1997-м году демократ-Клинтон назначил в совет директоров ФРС. Там Мейер проработал 5.5 лет до начала 2002 года и ушел, поскольку вряд ли бы республиканец-Буш его переназначил. На срок Мэйера выпала «Новая экономика» (бурный рост производительности США на компьютерной и интернет-технологии), надувание пузыря Насдак, сдувание, теракты 9/11, проблема Y2K, Азиатский кризис и крах LTCM.

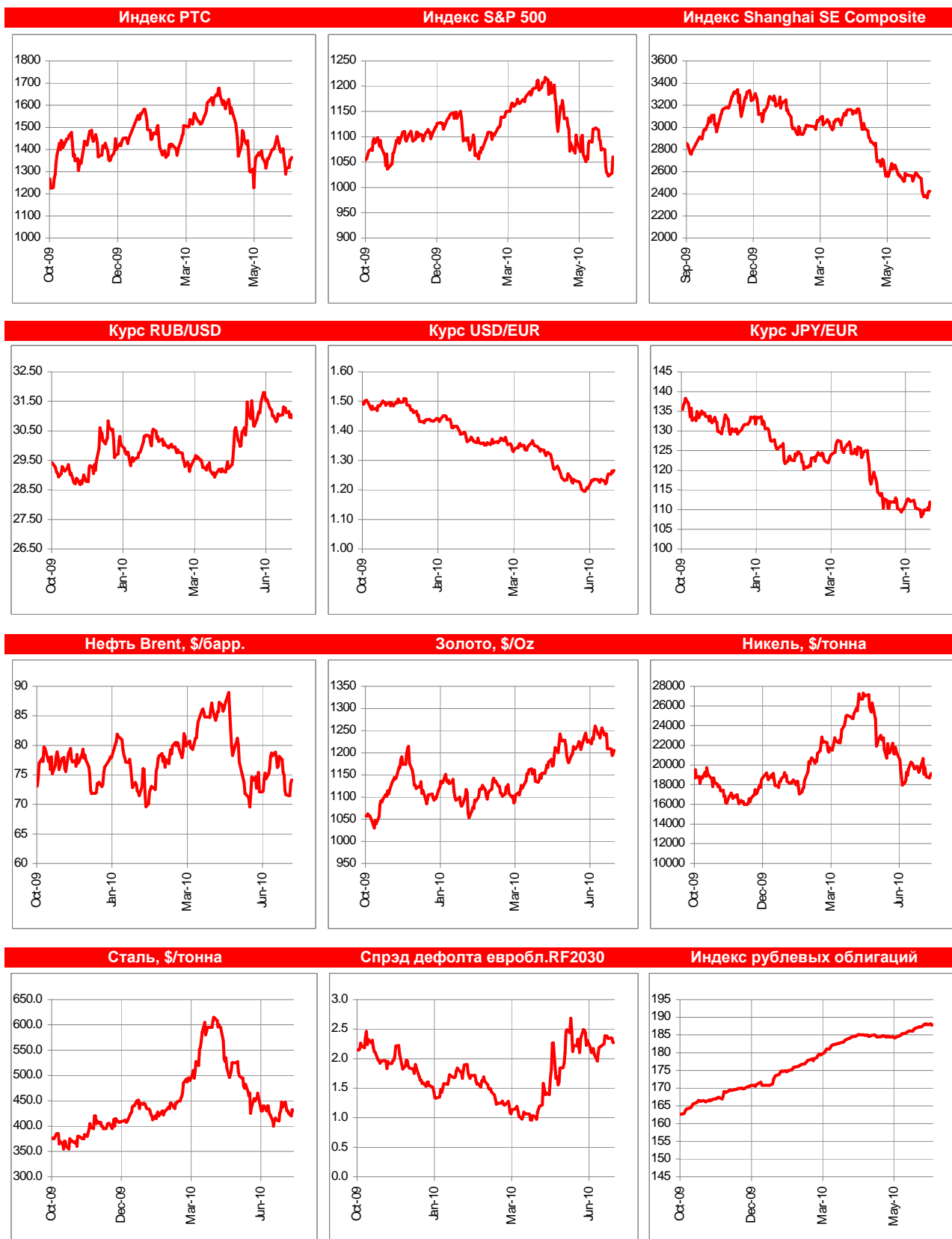
Роль Гринспена в принятии решений велика. Управляющие ФРС стараются прийти к консенсусу, обширно дискутируют и сверяют мнения. При этом Мэйер пишет, что не уверен, удалось ли ему хотя бы раз повлиять на решение по ставке в заседаниях FOMC.

Рассказывается, как в ФРС принимались решения и чем руководствовались, какие показатели в экономике отслеживаются (занятость и core cpi). ФРС выглядит очень независимым органом, влияние политики не зашкаливает. Сообщается, что Буш не вмешивался в решения, некоторые конгрессмены пишут письма и что-то требуют, но не более.

Некоторые общие выводы:

- Не могу не пнуть теоретиков заговора. После кризиса активно гуляли теории a-la «ФРС-частная лавочка», «Америкой (и миром) правит куча банкиров-евреев», «кризис вызван специально, чтобы перераспределить собственность/ повредить России / опустить Китай». Пусть конспирологи почитают эти книжки и попробуют их состыковать со своими доктринами. Пусть попробуют поймать на лжи. В мемуарах описывается масса людей, которые почувствовали в принятии решений. Они легко могут опровергнуть факты из книг, но опровержений нет. Ну и главный вопрос, если есть заговор, почему никто его не замечает на вершинах американской власти?
- Меня все терзает мысль, почему я не угадал кризис. Ответ неутешительный. Мысленно помещаю себя в 2006-й год, с моими текущими знаниями об устройстве рынков ипотеки, кредит-дефолт свопах и прочих вещах. Даже после этого мне не удалось бы понять, что кризис подкатывает. Не хватит данных о том, сколько «токсичных» бумаг на счетах банков, не будет известно, что AIG «собирает копейки перед асфальтовым катком» (Полсон с Бернанке поняли что они «спасли», только через несколько месяцев). Мне не хватило бы толку понять хитросплетения электорального периода в США и того, что Полсону свяжут руки Обама с Мак Кейном. Все что я бы мог заявить тогда и сейчас – кризисы случаются, и что вряд ли “This time is different”. Но это не тоже самое, что принять верное решение и сделать все идеально, как сделал Майкл Бэрри.

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.