

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 22 сентября 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ОГК-3 ао	1,583	2.5%
СевСт-ао	428	2.4%
Система ао	26,977	1.7%
Транснф ап	35140	1.7%
Татнфт Зап	73.67	1.5%
РБК ИС-ао	37.82	1.5%
ММК	28.66	1.5%
Новатэк ао	237.8	1.4%
ЛУКОЙЛ	1743.3	1.0%
ВТБ ао	0.0889	0.8%
ГМКНорник	4969.5	0.8%
ОГК-5 ао	2.68	0.8%
Сбербанк	83.84	0.7%
Сурпнфгз-п	14,505	0.6%
Газпромнефть	119.6	0.5%
ПолусЗолот	1391.9	0.5%
РусГидро	1,612	0.4%
Сбербанк-п	59.9	0.4%
Татнфт ЗАО	146.03	0.3%
Уркалий-ао	143.4	0.2%
ГАЗПРОМ ао	163.14	0.0%
Ростел -ао	136.15	0.0%
ФСК ЕЭС ао	0.363	0.0%
Роснефть	203.2	-0.1%
Сурпнфгз	29.56	-0.3%
МТС-ао	253.17	-0.7%
Аэрофлот	65.6	-0.9%
Магнит ао	3525	-1.1%
Ростел -ап	94.68	-1.5%
УралСВИ-ао	1,187	-1.6%

На фондовом рынке почти ничего не происходит. Индекс ММВБ прибавил +0.5%, такой результат даже «движением» назвать сложно. Примерно такой же масштаб колебаний в день сейчас наблюдается по валюте.

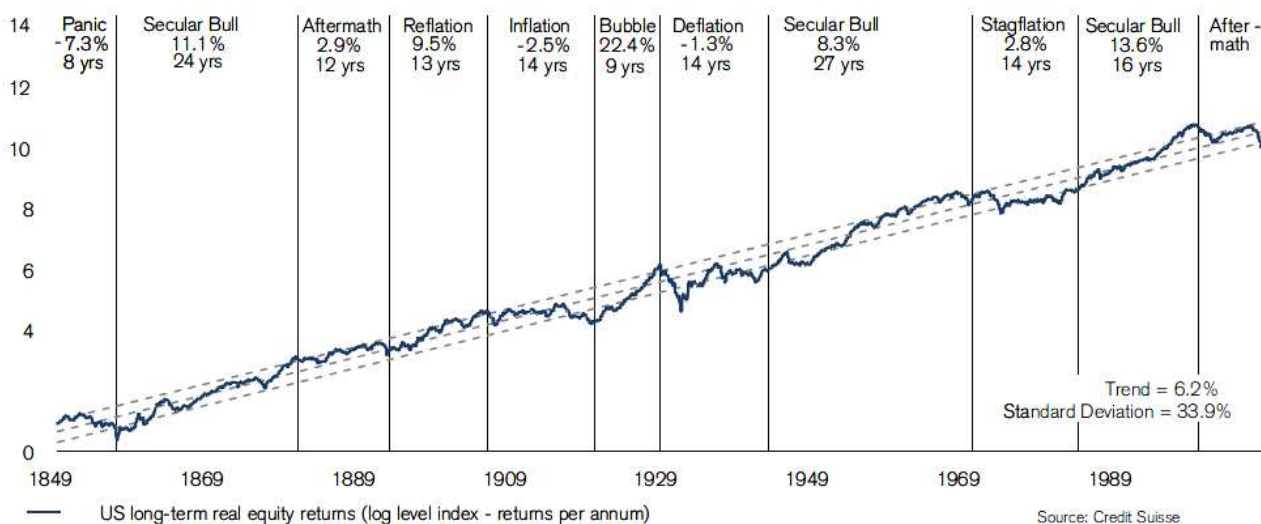
Снижение волатильности на фондовом рынке сейчас может быть предвестником долгой стагнации. Мы думаем, что фондовый рынок может «застрять» на текущих уровнях надолго, возможно, на месяцы, вплоть до следующего года.

Почему? Потому, что долгосрочные инвесторы, которые хотели сделать ставку на восстановление экономики и реверсию фондовых рынков к долгосрочному тренду это уже сделали. Те, кто хотел избавиться от акций – также это сделали. Для роста курсовой стоимости акций нужны потоки новых денег, а им взяться неоткуда. Акции воспринимаются широкой публикой как рискованные, российские бумаги показали свой «крутой» нрав, упав в 2008-м в 5 раз за 5 месяцев. Кризис – это время когда народ задумывается о риске, а период бума – когда риск воспринимается гораздо легче.

Сейчас мировой экономический рост стал менее бойким. Пожарных продаж нет уже два года, давление продавцов исчезло. Ожидания «Великой Депрессии-2» кажутся нелепыми. Но и V-образный сценарий движения из кризиса не просматривается, к тому же некоторые продолжают пугать буквой W и «вторым дном». Соответственно, фондовые рынки занимают промежуточное положение.

Означает ли это, что нужно покидать рынок? Ответ зависит от того, каков временной горизонт. Спекулянтам, вероятно, придется терпеть «тормознутые» торги еще какое-то время. С другой стороны, мы уверены, что траекторию движения угадать можно только по случаю, а перспективы ближайших лет выглядят неплохо.

Рынки накануне:



На графике выше показан логарифм реальной доходности американских акций за прошедшие 1.5 века по данным Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2010. Использование логарифма позволяет показать линейность ростового тренда (сложный процент делает долгосрочные графики с линейными шкалами экспоненциальными).

Приведенный выше график логарифма отдачи скрывает драматизм изменений за длинным трендом. К примеру, падение во время Великой Депрессии 1930 составило почти 10 раз, тогда как на графике это кажется небольшой ямкой ($\ln(10)=2.3$, падение в 10 раз это снижение на две единицы на графике). Когда портфель падает в 10 раз это иначе как катастрофой назвать трудно. Но это же действует и в обратную сторону – рост от нижней границы обозначенного тренда в реальности обеспечивает колоссальную доходность.

Реальная доходность американских акций удивительно постоянна – порядка 6.5% годовых (что некоторые называют «константой Сигела», от фамилии имени автора книги, инвестиционной классики, «Stocks for the long run», Джереми Сигела). Периоды повышенной доходности сменяются периодами пониженной отдачи. Прошедшее десятилетие в США было как раз таким периодом, сейчас индекс S&P500 ниже уровней, которые были в конце 1999 года.

Американский фондовый рынок является самым большим в мире и задает критерии оцененности других фондовых рынков. Если акции в США будут дешевыми, вряд ли они будут дорогими в России, притом, что порядка 2/3 или 3/4 отечественного free-float принадлежат иностранным, международным инвесторам.

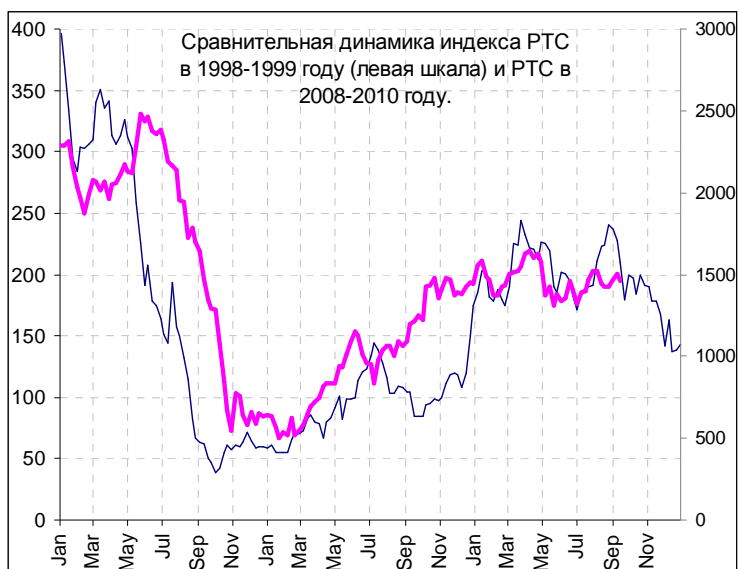
Общее место – утверждать, что акции зависят от прибылей. Справа показан логарифм совокупной прибыли американских акций из этого же сборника. Если верить, приведенным на нем трендам, то прибыли американских компаний будут возвращаться к норме. Обратите внимание, что изменения реальных (очищенных от инфляции) прибылей также описываются в логарифмической шкале, что позволяет анализировать долгосрочный тренд. Но логарифм также маскирует изменчивость этого показателя. Когда анализируется агрегатный мультипликатор P/E (для S&P500 он равен 15 по последней отчетной прибыли), можно легко обмануться. В периоды экономического спада прибыли могут быть низкими, а мультипликатор P/E казаться высоким. Потому, что рынки ориентируются не на экономические показатели прошлого года, а на способность компаний приносить прибыль в будущем и долгосрочно. Во время спада P/E может казаться большим по историческим меркам. В книге «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда 1962 года это называлось «эффект Молодовского». На протяжении истории фондового рынка США средний P/E был равен как раз 15, и текущая аналогичная цифра может считаться низкой. Мы думаем, что у фондовых рынков мира неплохие перспективы роста, что у России, что у США. Легко быть оптимистом в кризис, когда цены низкие. Плохо быть оптимистом во время бума и тем более пузыря, это оборачивается слезами. У прибыли компаний и у стоимости акций есть устойчивое свойство – возврат к среднему тренду.

Еще один, немного сомнительный, способ спрогнозировать динамику фондовых рынков, это посмотреть поведение индекса РТС в прошлый кризис. В 1999-м после дефолта также был неплохой рост (в 3 раза по РТС). На рубеже 99/2000-го в отставку ушел Ельцин, и это обеспечило неплохой рывок вверх начала года. Затем, весь 2000-й год, рынок стоял на месте, а годовой результат по индексу РТС был -18%. Конечно, исторический контекст был другой, в марте 2000-го показал свой пик NASDAQ, были другие цены на нефть и так далее. Но общая логика остается – первый рывок с дна кризиса сменился годовой стагнацией. Зато 2001-й год дал акциям +79%.

US real earnings per share (log levels)



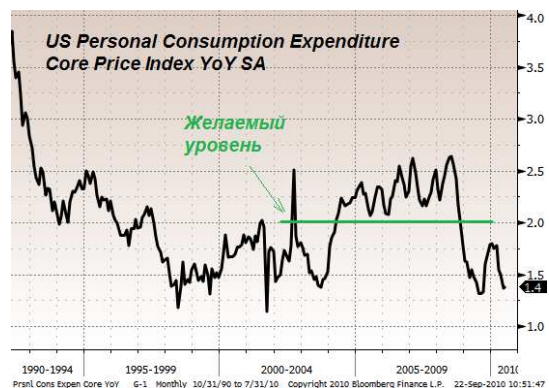
Source: Credit Suisse



Вкратце:

- Сегодня Коммерсант пишет, следующее. Участники валютного рынка обратили во вторник внимание на активное участие Сбербанка в продаже долларов: в середине дня госбанк продал около \$300 млн., что вызвало снижение курса доллара на 20 копеек, до 30,88 рубля за доллар. Обращается внимание, что накануне глава Сбербанка Герман Греф заявлял, что не видит оснований для девальвации рубля, и прогнозировал, что к концу года доллар будет стоить 30,2-30,5 рубля. Из этого делается вывод, что, «Сбербанк» решил заработать. Это возможно, но вопреки расхожему мнению, мы не думаем, что банки активно спекулируют на валюте. Согласно действующему законодательству, чистая непокрытая валютная позиция не может превышать 10% от капитала. Нормативы достаточности в России таковы, что капитал относится к активам как 1 к 10. Таким образом, перекося валютных активов к пассивам не может превышать 1% от величины всех активов банка. Если, конечно, банк не хочет нарушать законодательство и не играет с Центробанком в игры. У «Сбербанка» активы составляют примерно \$240 млрд., а капитал составляет \$26 млрд. Таким образом, «Сбербанк» может себе позволить чистую непокрытую валютную позицию примерно в \$2.6 млрд., и указанные \$300 млн. легко вписываются в это. При этом, мы призываем не преувеличивать роль банков в валютных спекуляциях. Основные движения на валютном рынке делают не банки. Последнее колебание рубля, некоторые наблюдатели связывают с кампанией против Лужкова. Якобы, московская группировка, предчувствуя скорую отставку, «забирала манатки» - выводила средства за рубеж, для чего сначала надо было конвертировать рубли в доллары.

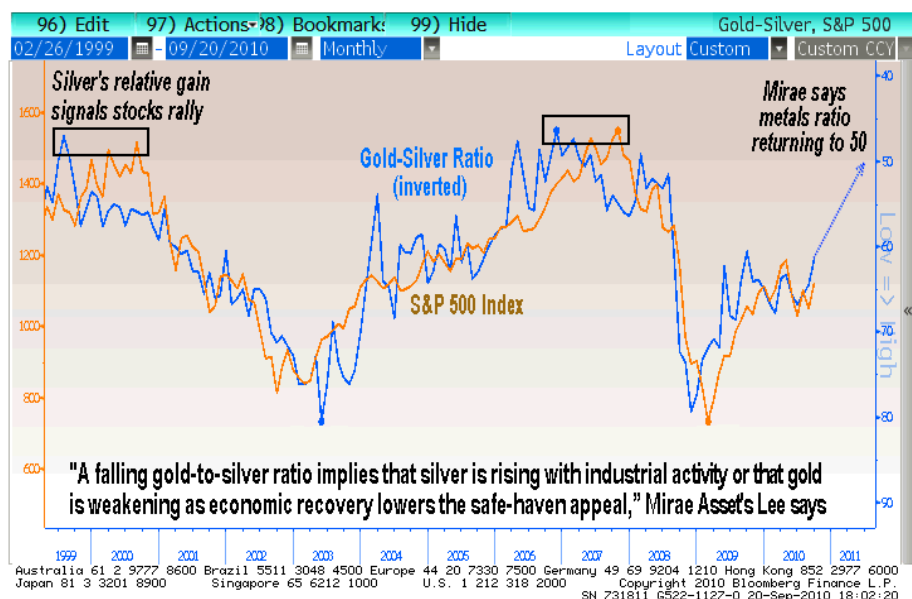
- Состоялось очередное заседание комитета ФРС по открытым рынкам (проходят каждые 1.5 месяца), где вырабатываются направления монетарной политики и ставки в том числе. По итогам встречи заявляется, что монетарная политика, если нужно, будет смягчаться дополнительно, чтобы обеспечить требования по восстановлению и возврату инфляции. Текущая инфляция (см. график справа) ниже желаемого уровня, который предположительно, находится у ФРС в районе 2-2.5%. Так что ставки пока будут оставаться низкими.



Напоследок:

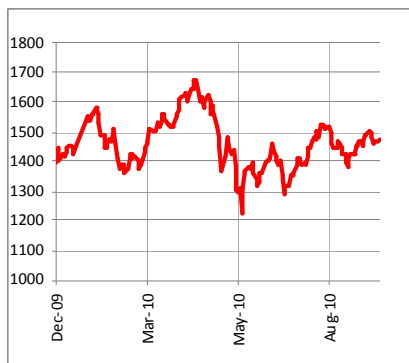
Bloomberg публикует «картинку дня». На ней построено соотношение серебра к золоту, и оно удивительным образом коррелирует с поведением индекса S&P500. Затем аналитик предсказывает рост серебра относительно золота, откуда следует что американские акции должны расти.

Мы не против таких подходов, но нужно осознавать их слабые стороны. Не факт, что серебро будет вести себя именно так к золоту. В чем смысл подобной корреляции не известно, эконометристы постоянно используют фразу correlation isn't causation (корреляция не есть причинно следственная связь). В книге Б.Малкиела «Random walk down Wall Street» есть ссылка на одного профессора, который обнаружил что индекс S&P500 отлично коррелирует с выпуском сливочного масла на Филиппинах.

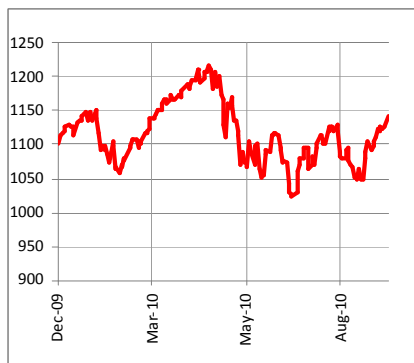


Конъюнктура рынков:

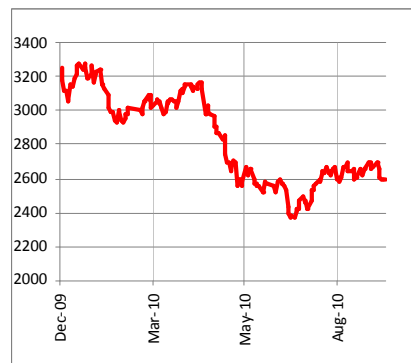
Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



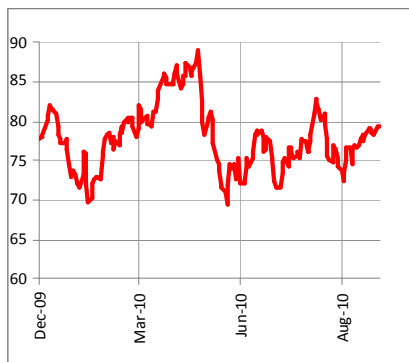
Курс USD/EUR



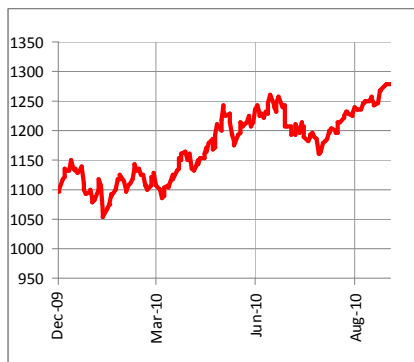
Курс JPY/EUR



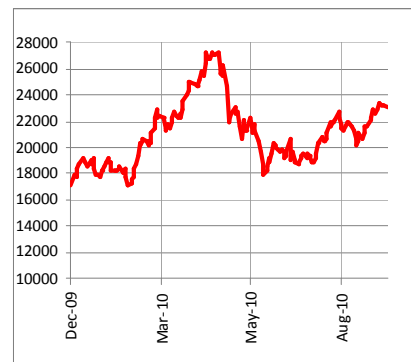
Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



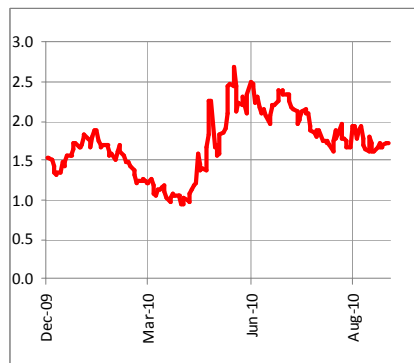
Никель, \$/тонна



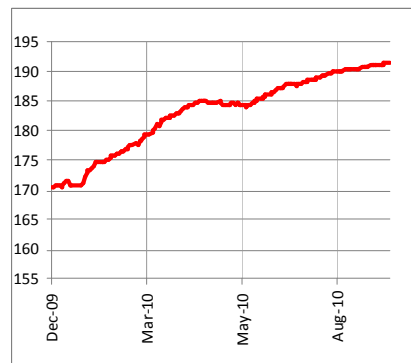
Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта еврол.RF2030



Индекс рублевых облигаций



	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	125 138	-0.04	0.12	2.79	-10.94	-10.97	5.08	4.46	5.09	4.07
Новатэк	23 374	1.34	2.49	9.89	81.61	39.65	28.12	18.19	19.51	13.04
Роснефть	69 843	-0.03	-0.11	1.60	-10.33	-19.30	10.21	6.85	6.22	4.77
ЛУКОЙЛ	48 062	0.92	2.42	6.01	5.70	2.84	6.86	5.77	3.93	3.65
Газпром нефть	18 368	0.76	-1.47	2.61	-4.26	-26.95	6.10	5.75	5.07	4.52
Сургутнефтегаз	34 230	-0.18	-3.79	8.07	12.63	10.20	9.32	6.94	-	2.68
ТНК-ВР	32 618	0.00	1.16	4.57	40.32	26.09	6.30	5.25	4.34	3.73
Татнефть	10 302	0.21	-0.08	1.49	16.50	4.45	5.99	5.96	4.83	4.61
БАНКИ										
Сбербанк	58 611	0.47	-0.82	6.93	42.80	0.77	75.97	13.67	-	-
ВТБ	30 137	0.68	-1.11	10.95	53.77	28.14	-	17.72	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 561	0.47	-0.64	1.79	55.70	46.60	15.78	14.04	13.10	7.95
ОГК-2	1 779	3.58	3.52	6.14	119.50	82.88	51.42	28.97	21.99	13.49
ОГК-3	2 430	2.20	-0.32	-0.25	12.87	7.78	17.89	31.85	9.38	11.22
ОГК-4	5 586	0.85	7.64	16.34	98.84	68.87	32.03	22.84	19.47	15.21
ОГК-5	3 072	0.90	2.37	2.72	65.43	24.88	30.36	25.77	16.10	12.66
ОГК-6	#N/A N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 295	0.00	-3.77	-0.49	38.31	63.20	9.72	12.73	-	5.19
Русгидро	14 080	0.31	-0.80	-0.12	50.70	41.81	14.52	11.47	8.56	6.97
ИнтерРАО	3 604	2.73	2.73	20.18	77.01	1.61	-	19.92	-	9.58
ФСК	14 552	0.28	0.00	7.06	13.75	14.11	-	16.01	-	8.60
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 211	-0.04	-4.98	25.05	-11.87	-8.47	27.65	25.66	6.64	8.24
МТС	16 378	-0.49	-1.62	3.68	24.95	14.38	16.31	10.63	4.71	4.07
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	30 670	0.61	-2.21	-3.92	31.58	17.09	11.80	7.09	7.33	4.77
НЛМК	20 050	0.31	5.79	12.55	40.18	12.34	93.23	14.55	15.21	8.36
ММК	10 373	1.39	5.12	10.26	37.98	14.42	44.71	16.23	12.32	7.19
Северсталь	13 970	2.35	1.96	17.38	84.26	68.91	-	24.57	20.69	7.90
Мечел	10 159	0.41	-1.34	7.88	72.49	55.27	137.77	12.00	25.78	8.75
Белон	1 015	3.42	2.29	5.66	36.34	44.74	39.37	7.60	15.39	5.21
Распадская	3 982	1.22	3.58	2.08	60.47	7.57	34.15	14.90	16.16	8.71
Полюс золота	8 586	0.05	-0.17	0.03	4.22	-12.49	26.70	16.63	-	-
Полиметалл	6 012	0.72	3.31	23.10	77.24	64.30	62.63	29.13	26.84	16.17
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	9 857	-0.11	-2.13	1.12	34.37	14.09	34.30	18.06	19.36	12.27
Сильвинит	5 074	0.77	0.13	-0.52	25.35	-15.37	15.26	10.03	9.30	7.45
Акрон	1 400	0.28	-0.44	-3.65	8.07	5.35	6.25	10.05	10.39	7.62
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 368	-0.60	0.23	8.92	65.49	24.57	26.55	13.31	8.91	5.97
Седьмой континент	593	0.20	-2.03	1.61	0.67	6.55	16.26	13.93	7.37	6.30
Магнит	10 151	-1.33	1.74	10.01	109.41	62.83	36.89	29.29	21.56	16.70
ПИК	2 015	2.38	0.53	17.24	53.76	2.15	-	-	-	-
Система Галс	307	2.24	-1.55	4.04	41.04	-0.83	-	-	-	-
ЛСР	2 861	0.81	-0.44	1.53	35.89	48.25	19.25	15.90	7.75	8.38

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1139.8	-0.26	1.67	6.35	6.36	2.21
Индекс РТС	1473.9	-0.29	-0.71	3.43	17.99	2.03
USD/EUR	1.3 303	1.33	2.32	5.00	-10.00	-7.17
RUB/USD	30.86	0.64	0.37	-0.63	-2.37	-2.66
RUB/EUR	41.05	-0.66	-1.89	-5.28	8.54	4.92
Золото, \$ Oz	1288.5	1.18	1.67	4.93	26.96	17.29

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.