

Обзор рынков.

Пятница , 11 октября 2013

- Ралли на финансовых рынках! Страх исчез.
“Потолок долга” США собираются временно приподнять, что снимет непосредственную угрозу “дефолта”. Есть признаки более миролюбивых настроений, и что к политикам возвращается здравый смысл.

Комментарий:

Российский фондовый рынок чувствует себя отлично. Индекс ММВБ +1%, максимум с февраля, а до максимума января 2013 года остается всего-то 3%. Европа по STOXX 600 вчера поднялась на 1.7%. S&P 500 за ночь подпрыгнул на +2.2%, это наибольший дневной результат в этом году.

С начала противостояния республиканцев и демократов по бюджетным проблемам прошло 10 дней. Однако вчера [политики начали всерьез обсуждать проблему](#), а рынки двигались сначала на ожиданиях переговоров, потом на утечках в процессе общения.

Республиканцы предлагают приподнятие долга на 6 недель без каких либо дополнительных уступок со стороны демократов. Обама заявляет, что согласится на этот шаг. Это снимает непосредственную угрозу “дефолта”, который мало кто из инвесторов ожидает, но, тем не менее, его боятся. Отчасти это говорит о том, что политики США не выжили из ума окончательно, и что они могут договариваться.

Об инвестициях:

Финансовые рынки - сложная система, которая подчиняется особым свойствам. Мы крайне рекомендуем прочитать короткую, 4-х страничку статью Richard I. Cook “How Complex Systems Fail” (2000) , которая есть [на английском](#) и в [переводе](#) на русский (не самом идеальном). Вот некоторые философские тезисы из нее, в нашем изложении:

* Сложные системы имеют внутреннее устройство, массу элементов и взаимодействий, которое трудно понять.

* Внутренние элементы системы не являются идеальными и могут давать сбои. Поэтому система имеет внутреннее дублирование функций и запас прочности. Сбой отдельных элементов позволяет системе продолжить функционирование за счет избыточности.

* Возникают ситуации, когда ряд отдельных случайных сбоев, накладываясь друг на друга, приводит к краху системы. Это означает, что катастрофа сложной системы всегда рядом. Примеров масса - от работы ядерного реактора, до кризисов и социальных катастроф.

* Люди придумывают постфактум объяснения почему случился крах, вину отдельные составляющие системы. Но толкования постфактум не являются верными. Проблема не в отдельных элементах, а во взаимодействии и случайности

комбинации ошибок. (см. [разницу между непосредственной причиной и основной причиной](#))

* Сложная система всегда работает в режиме с пониженной мощностью и почти всегда в полуаварийном режиме. Отдельные сбои не приводят к остановке, и поэтому воспринимаются как нормальный режим функционирования системы. Такие сбои не считаются угрозой катастрофы.

* Комбинация случайных сбоев отдельных элементов системы каждый раз оказывается разной, поэтому катастрофы всегда отличаются. Крах всегда рядом, но предсказать его время невозможно.

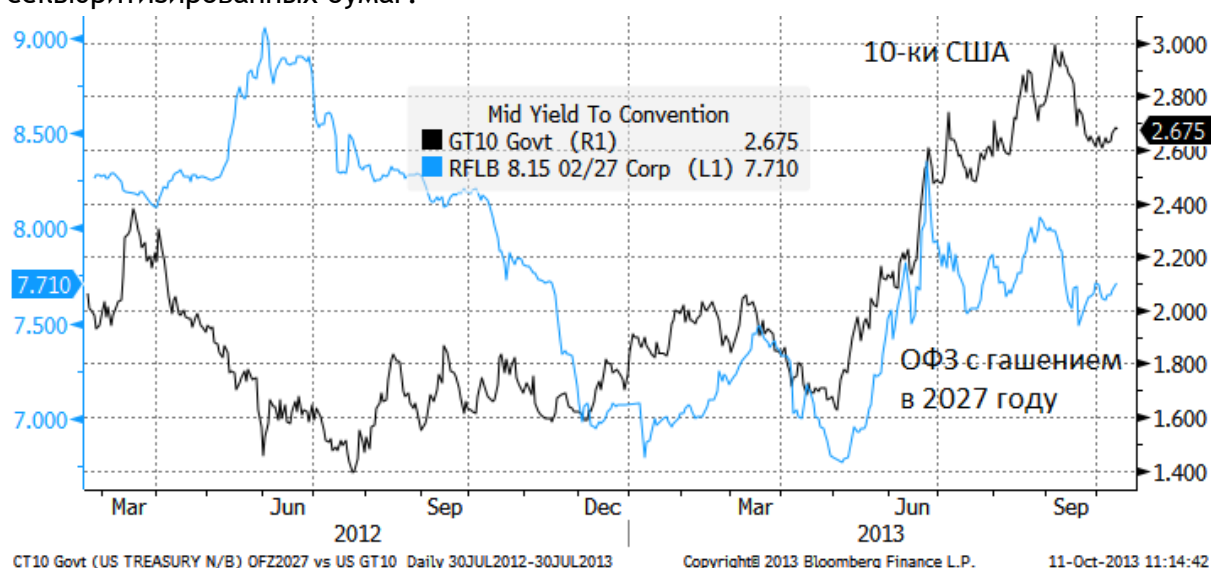
* Система эволюционирует, пытается преодолеть внутренние проблемы, изменяя технологии и устройство, что приводит к накоплению новых возможностей для краха. Преодоление старых критических режимов, налаживание новых элементов системы порождает новые проблемы в будущем.

* Попытки отдельных людей получить выгоду от работы в сложной системе (включая любые инвестиции на финансовом рынке) являются авантюрой (gambling), нечто вроде игры в рулетку.

Вся жизнь - игра?

Разное:

- “Блумберг” сообщает, что Министерство финансов РФ сосредоточится на размещении более длинных ОФЗ, стремясь увеличить среднюю дюрацию портфеля до целевых пяти лет с 4,41. Об этом сообщил глава долгового департамента К.Вышковский. Цель: развитие российского долгового рынка. Также он сообщил, что Минфин просят увеличить объем размещения ОФЗ до 200-300 млрд. рублей с нынешних 150 млрд. рублей. Наше понимание: в России возникает собственный неплохой рынок госдолга. Также мы видим признаки возникновения рынка ипотечных бумаг и других секьюритизированных бумаг.



- “Ведомости” пишут, что Минфин опасается, что не выполнит план по займам в этом году, и ему придется взять из суверенных фондов 200 млрд. руб. Газета пишет: “На

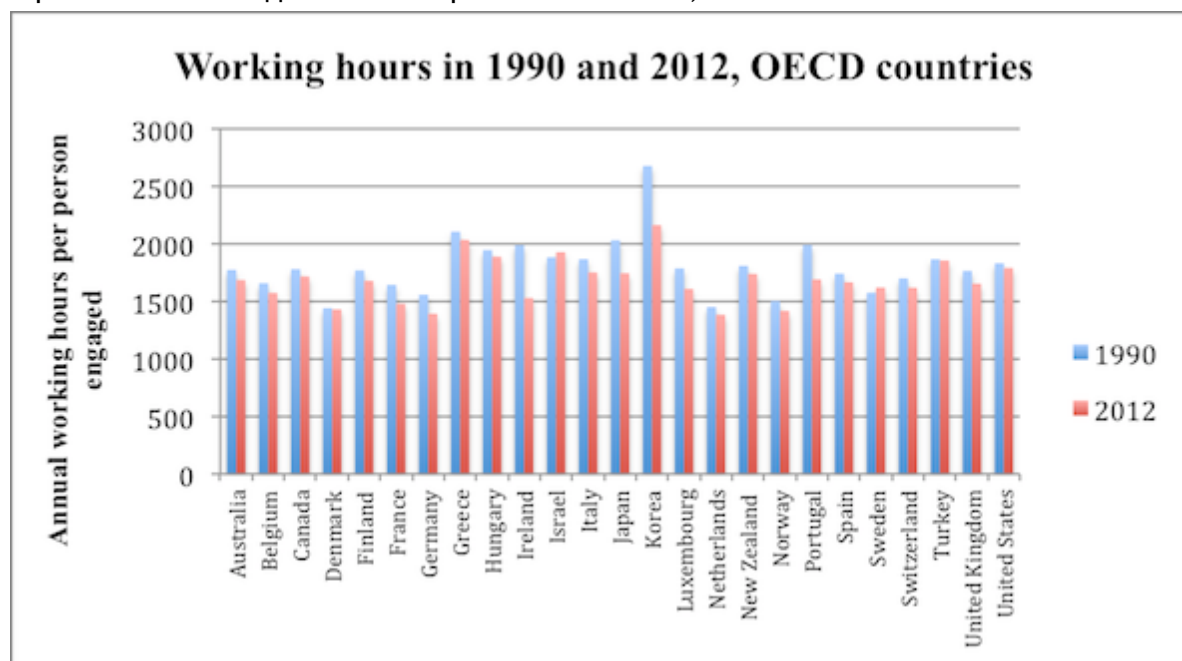
рынке может не оказаться достаточно средств по приемлемым ставкам, объясняет опасения Минфина его сотрудник: “Внутренняя оценка - скорее недозайем 100 млрд., а не 200 млрд.”.

Приводится мнение М.Коровина из “ВТБ”: “Чтобы получить чистое привлечение по итогам года в 448 млрд, Минфину за оставшиеся месяцы надо продать гособлигаций на 312 млрд. руб. с учетом погашения на следующей неделе выпуска на 47 млрд руб. ... , а с таким большим предложением Минфин окажет давление на рынок и инвесторы потребуют более высоких ставок. Средняя ставка по пятилетним ОФЗ сейчас 7,4%, она может вырасти на 50-100 базисных пунктов.”

Напоследок: О праздном шатании

- “The Economist” недавно написал статью “[Get a life](#)”, которую можно перевести как “начни жить”. Она начинается с напоминания, что Бертран Рассел в 1932 году написал [эссе “Хвала праздности”](#) считал, что если бы общество лучше управлялось, то люди работали бы по 4 часа в день. Похожие идеи высказывал в 1930 году Дж.М.Кейнс, предсказывая, что люди к 2030 году будут работать всего 15 часов в неделю (это по 3 часа из 5 рабочих дней недели). Однако этого не случилось до сих пор. Более того, возникают [общества анонимных трудоголиков](#), есть люди [умирающие на работе от истощения](#).

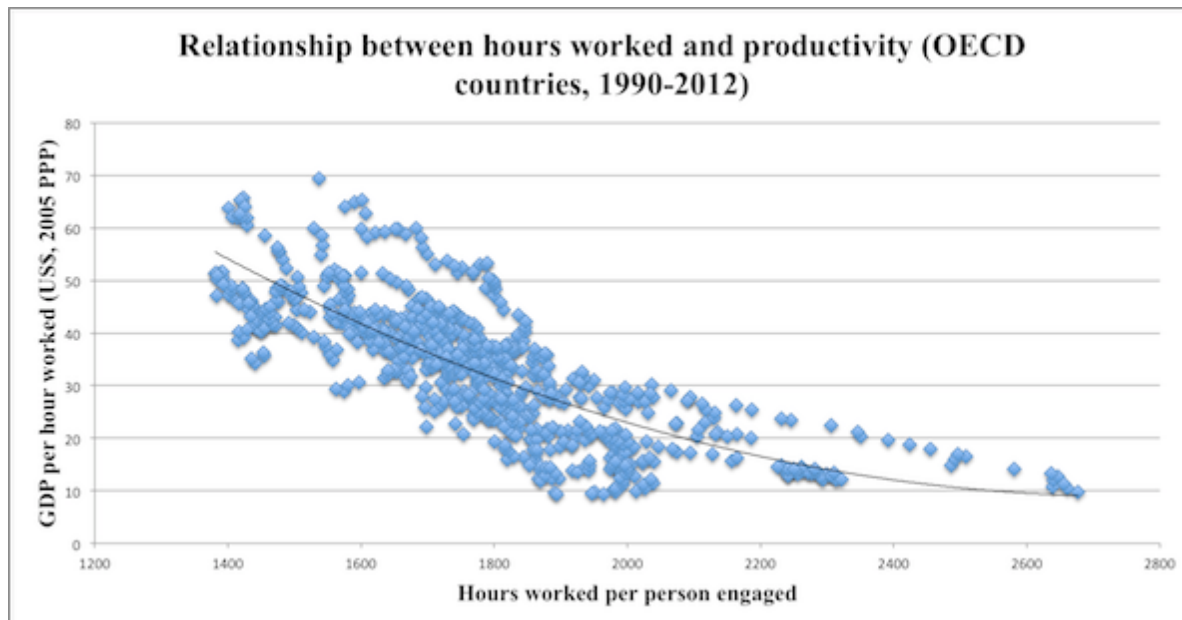
“The Economist” дает следующие интересные графики. Все-таки, в развитых странах сейчас люди начинают работать меньше, хотя это снижение небольшое.



Что еще интереснее, есть связь между производительностью труда (ВВП по ППС, деленный на количество рабочих часов) и средним количеством рабочих часов за год.

Греки, что бы ни говорили про них в кризис европейских долгов, оказываются наибольшими работягами, имея около 2 тыс. часов в год в среднем. Тогда как немцы работают около 1.4 тыс. часов в год, однако их производительность на 70%

выше.



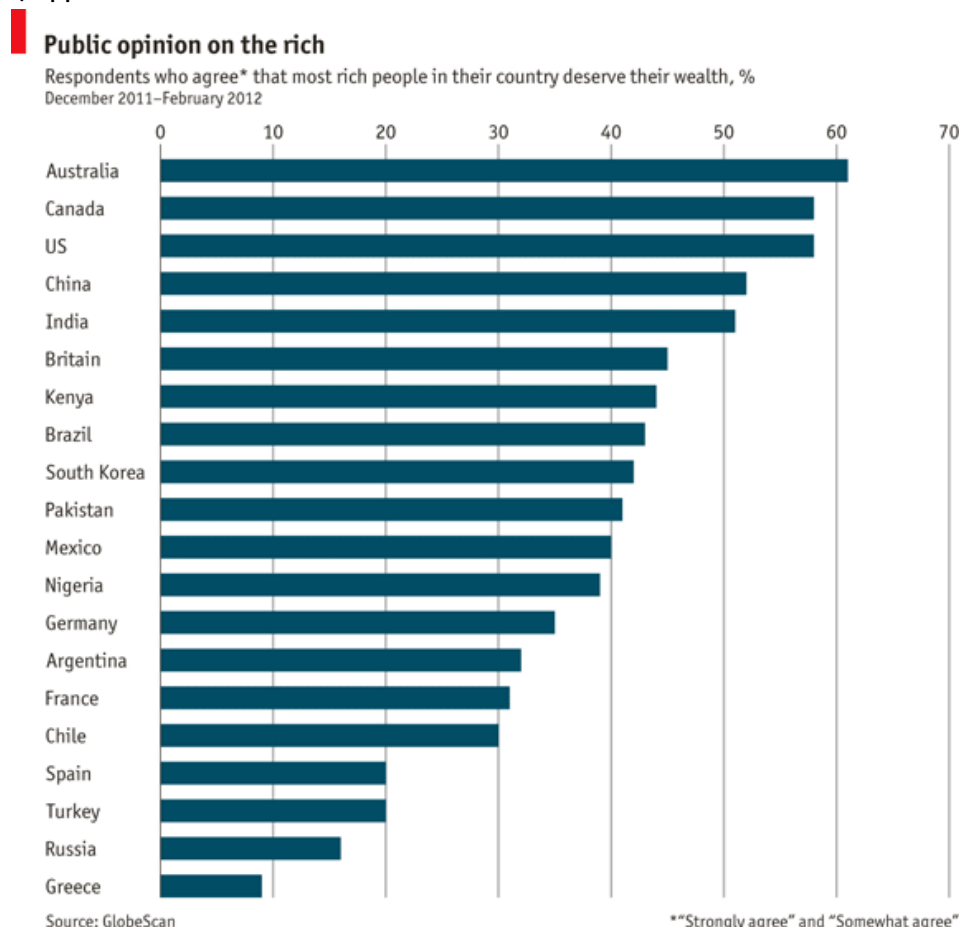
“The Economist” указывает [на исследование](#), противоречащее интуиции. Оказывается, если люди начинают получать больше, они начинают работать меньше, а не больше. Также есть ссылка на [другое исследование](#), из которого следует, что если люди начинают больше работать, это не означает, что они начинают работать лучше. На этом статья заканчивается.

Добавим от себя следующее. Простаивающие мощности необходимы, чтобы в случае сбоя (например, болезнь сотрудника, см. текст о “сложных системах” выше) позволили продолжить организации функционировать. В этой же связи можно утверждать, что организация, заставляющая работников работать на пределе уязвима перед неожиданностями, когда “выпавшее знамя просто будет некому подхватить”. Такая организация, будучи эффективной в моменте, является неэффективной долгосрочно, поскольку подвержена серьезным критическим явлениям.

Напоследок 2: О богатых россиянах

- “Кредит Свисс” опубликовал [“Global Wealth Report”](#) за 2013 год. На основании этой записки вышел [пост в блоге WSJ](#), сообщив, что расслоение богатства в России зашкаливает и сопоставимо только с некоторыми карибскими островными государствами, где селятся некоторые миллиардеры. Согласно этим расчетам 110 долларовых миллиардеров России держат в своих руках 35% всего национального богатства страны. Эта цифра сравнивается с 442 миллиардерами, живущими в США, которая более чем в 2 раза больше по размеру населения (142 млн. против 314 млн.). Однако ВВП США сейчас составляет \$17 трлн. против \$2 трлн. в России.

- “The Economist” около года назад опубликовал статью “Rich and infamous” “Богатые и постыдные”. В ней был график, основанный на опросах населения. В лидерах положительного отношения к богатым жители США, Канады и Австралии. Россияне оказываются нетерпимыми к богатым, только 16% думают, что богатые заслуживают своего состояния. Это можно сопоставить с китайцами, у которых эта цифра больше 50%.



Что ж, люди ценят справедливость, и свалившееся на российских “олигархов” богатство расценивается как незаслуженное. Мы также думаем, что люди ценят статус-кво, заметная часть богатых развитых стран стали таковыми в стародавние годы “грабительского капитализма”, “баронов-разбойников”. Все это уже утонуло в тумане истории.

- **«Русал» не идёт на уступки.** Компания отказалась от покупки Ондской ГЭС у «Газпром энергохолдинга». Примечательно то, что несмотря на оценку «справедливой цены» станции компанией Ernst&Young, представители алюминиевой компании посчитали, что цена завышена втрое. ГЭС необходима для снижения себестоимости на Надвоицком алюминиевом заводе, который теперь придётся законсервировать или перепрофилировать из-за убыточности. Выпуск его впрочем небольшой - 81 тыс. т. в год (около 2% выпуска «Русала»).
- **«Аэрофлот» создает лоукостера «Добролет».** Для успешной реализации проекта необходимо принятие государством ряда изменений в законодательстве. В частности, «Аэрофлот» лоббирует разрешение на отмену обязательного питания на борту, дать возможность нанимать иностранных пилотов, продавать невозвратные

билеты и взимать плату за провоз багажа (по аналогии с зарубежными лоукостерами). Снижение костов позволит сократить стоимость билета на 20-50%. Инвестиции оцениваются на уровне \$100 млн. Капитализация проекта должна достичь \$1,4 млрд. через 3-4 года. Предыдущий опыт лоукостеров “Sky Express” и «Авианова» оказался неудачным, но проект «Аэрофлота», крупнейшего авиаперевозчика в России, имеет высокий потенциал.

- **«Последнюю милю» всё-таки отменяют.** Похоже министерства и службы нашли компромисс: с января 2014 г. она будет отменена в 63 регионах, в 20 оставшихся, где это привело бы к слишком сильному росту тарифов иных кроме крупных потребителей, она пока сохранится. Из них в 16 принцип будет действовать до 1 июля 2017 г., а ещё в трёх до 1 июля 2029 г. При этом для тех 16-ти предусмотрено постепенное снижение тарифа - на 34% с 1 июля 2015 г. и ещё на 67% к уровню 1 июля 2014 г. с 1 июля 2016 г. В результате для крупных потребителей тариф снизится, для населения останется в рамках прогноза социально-экономического развития, для остальных вырастет. В случае ошибки в расчётах, предусмотрены субсидии из бюджета. Завтра будет последний день для внесения поправок в законопроект, после чего он поступит в Госдуму.

Конъюнктура:



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Дисклеймер

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. 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 ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.