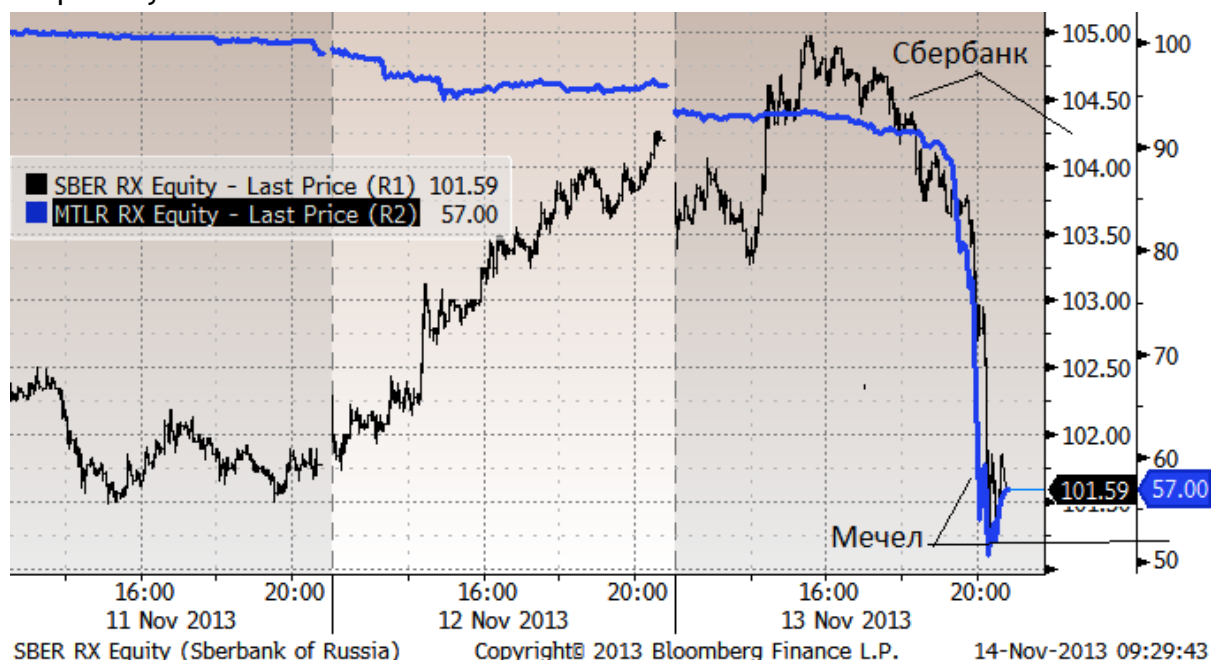


## Обзор рынков.

Четверг, 14 ноября 2013

- Вчера акции Мечела на ММВБ обвалились на 43% - похоже на маржин-колл или на целенаправленную спекулятивную атаку. На NYSE обвал случился “только” на 23%. [Поводом для снижения и обвала](#) стали сообщения о переговорах “Мечела” о реструктуризации огромного долга ~\$10 млрд.
- Обвал акций “Мечела” спровоцировал снижение других российских акций, так Сбербанк упал на 2.5%.



### Комментарий:

Индекс ММВБ снизился вчера на 2.2%, заметная часть минуса случилась в последний час торгов и распродажи были спровоцированы обвалом акций “Мечела” на 43%. Остановки торгов не было, поскольку по [правилам Московской биржи](#) это делается только при провале на 25% до 17-00 МСК. Можно гадать, был ли провал “Мечела” целенаправленной атакой (так, желтая газета указывает на [губернатора Юревича](#)) или [следствием маржин-колов](#). Как бы то ни было, “Мечел” остается локальной “историей”, не способной двигать весь российский фондовый рынок. Фондовые рынки вчера днем снизились, так, STOXX Europe 600 закрылся минус 0.6%, что способствовало давлению на российские акции.

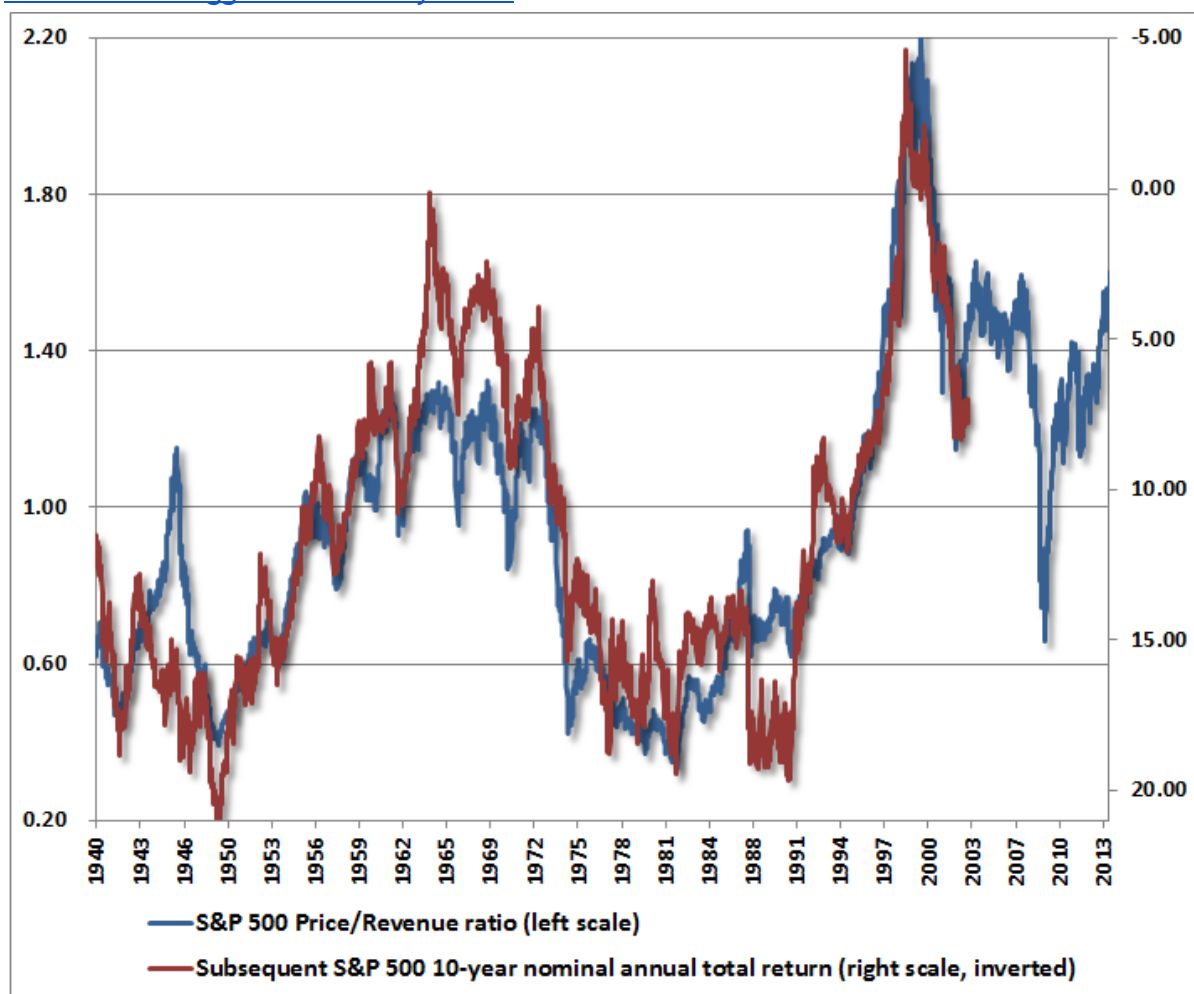
Продолжает “умирать” электроэнергетика: тарифная политика и требования по инвестициям превратили ее в устойчивый генератор отрицательных денежных потоков. Ситуация с сетями или “ИнтерРАО” такова: государство ограничило тариф, вынуждает делать инвестиции, стимулов экономить на издержках в этих компаниях нет (наши знакомые регулярно рассказывают о случаях прямого и повального воровства в сетевых компаниях). В результате эти компании превратились в “генераторы” отрицательных денежных потоков, финансируемые за

счет долга. Статус инфраструктурных и государственных компаний позволяет им занимать у банков, не заботясь о дальнейшем возврате денег. Затем эти компании обратятся к государству и попросят закрыть долг, что должно означать размывающую допэмиссию. Вчерашний провал ФСК мы связываем с новостями о возможности снижения номинала, но [текущая допэмиссия проходит по номиналу - 50 копеек](#) и ее стоит считать подарком для текущих акционеров.

**Пузырь?** Вчера индекс S&P 500 вырос на 0.8%, это новый исторический максимум. В 2013 году этот индекс вырос на 25%, а с учетом дивидендов поднялся больше, чем на 27%. С минимума марта 2009 года (неполные 5 лет) рост уже составил 2.9 раза (+191%), это 26% годовых, если включить дивиденды.

Такой подъём уже давно вызывает вопросы, так что некоторые характеризуют рост американских акций “пузырем” и предсказывают обвал. Неприятность с любыми пузырями в том, что предсказывать моменты их сдувания крайне трудно.

Аргументацию сторонников идеи скорого обвала американского фондового рынка можно прочитать в записке Джона Хассмана [“A Textbook Pre-Crash Bubble”](#). Есть также недавний текст Хенри Блоджета [“Yes, I Know, But It's Not Just Earnings – Lots Of Measures Suggest Stocks May Crash”](#)



Вот один из графиков позволяет понять идею. Он сравнивает “фундаментальный показатель” - мультипликатор P/S для S&P 500 (левая шкала, синяя линия) с последующей 10-ти летней отдачей от держания акций (правая шкала,

инвертирована, заканчивается в 2003 г.). Текущее значение P/S индекса равно 1.6, что почти в 2 раза выше среднего значения для прошлых времен и это предсказывает низкую отдачу от держания акций. Это можно интерпретировать как дороговизну рынка акций США сейчас и классифицировать текущие котировки как завышенные.

Определение пузыря по версии Роберта Шиллера не является количественным, а качественным. Это “заражение” идеей “новой эры”, передающейся от людей по “информационным каскадам”. Изначально оправданный рост какого-то актива превращается в “иррациональный оптимизм”, покупки одних приводят к росту цены и покупкам других и возникает тренд, надувающий пузырь.

Сейчас такая идея имеется - “количественное смягчение” (QE) от ФРС. В действительности, ФРС не покупает акции и напрямую не вызывает рост акций (облигаций MBS и длинных госбумаг - да, но не акций!).

Но в головах многих инвесторов возникло стойкое убеждение, миф, что “печатание” поддерживает рост курсовой стоимости. Покуда QE продолжается, акции должны расти.

Разочарование в этой идее может означать обвал котировок. Именно поэтому мы видим нервную реакцию на сообщения о “тейперинге” и благоприятную на то, что он сохранится. В этом есть ограниченная рациональность при том, что основная идея, что QE ведет к росту цен акций неверна.

Мы отнюдь не считаем QE бесполезным. В той мере насколько эта политика позволяет вывести экономику из депрессивного состояния, оно должно приводить к росту котировок, по крайней мере со “дна” 2009 года. Тот первоначальный рост акций США был связан со “вздохом облегчения”, нежели избыточным оптимизмом. Но сейчас этот рост, возможно, зашел слишком далеко, да и подходящий миф имеется.

Большая неприятность для тех, кто пытается играть на пузырях заключается в том, что они могут продолжаться годами. Даже если этот анализ верен, и S&P500 действительно представляет собой пузырь, его пик может случиться сегодня, а может через год, на уровнях котировок еще на несколько десятков процентов выше.

Попытка угадать максимум или минимум может быть очень болезненной.

Институциональному портфельному управляющему, чья премия определяется “ошибкой следования” к “бенчмарку” имеет смысл оставаться в рынке и в фазе надувания и в фазе сдувания. Портфельные управляющие должны танцевать “пока играет музыка”.

Другие арбитражеры, которые могли бы устранить эту “неэффективность”, похоже, имеют недостаточно средств, чтобы противостоять иррациональной части толпы. В последние дни мы видели сообщения, что сейчас на американский фондовый рынок активно прибывают частные инвесторы (“физики”). Известно, что они регулярно приходят последними.

Если в прошлом году мы не раз слышали опасения, что американский фондовый рынок может скорректироваться, то сейчас разговоры идут уже о более серьезном событии - возможности обвала. Падение рынков происходит быстрее, чем рост рынков, примерно в 2 раза. Если случившийся рост американских акций почти в 3

раза (2.9 с учетом дивидендов) занял почти 5 лет, то сдувание может случиться за 2 года.

Мы не уверены, что обвал случится именно сейчас и что он вообще случится скоро. Но думаем, что потенциальный обвал не обязательно будет связан с моментом реального начала или объявления “тейперинга” QE. Надувание и сдувание пузыря имеет свою логику мало связанную с реальными новостями.

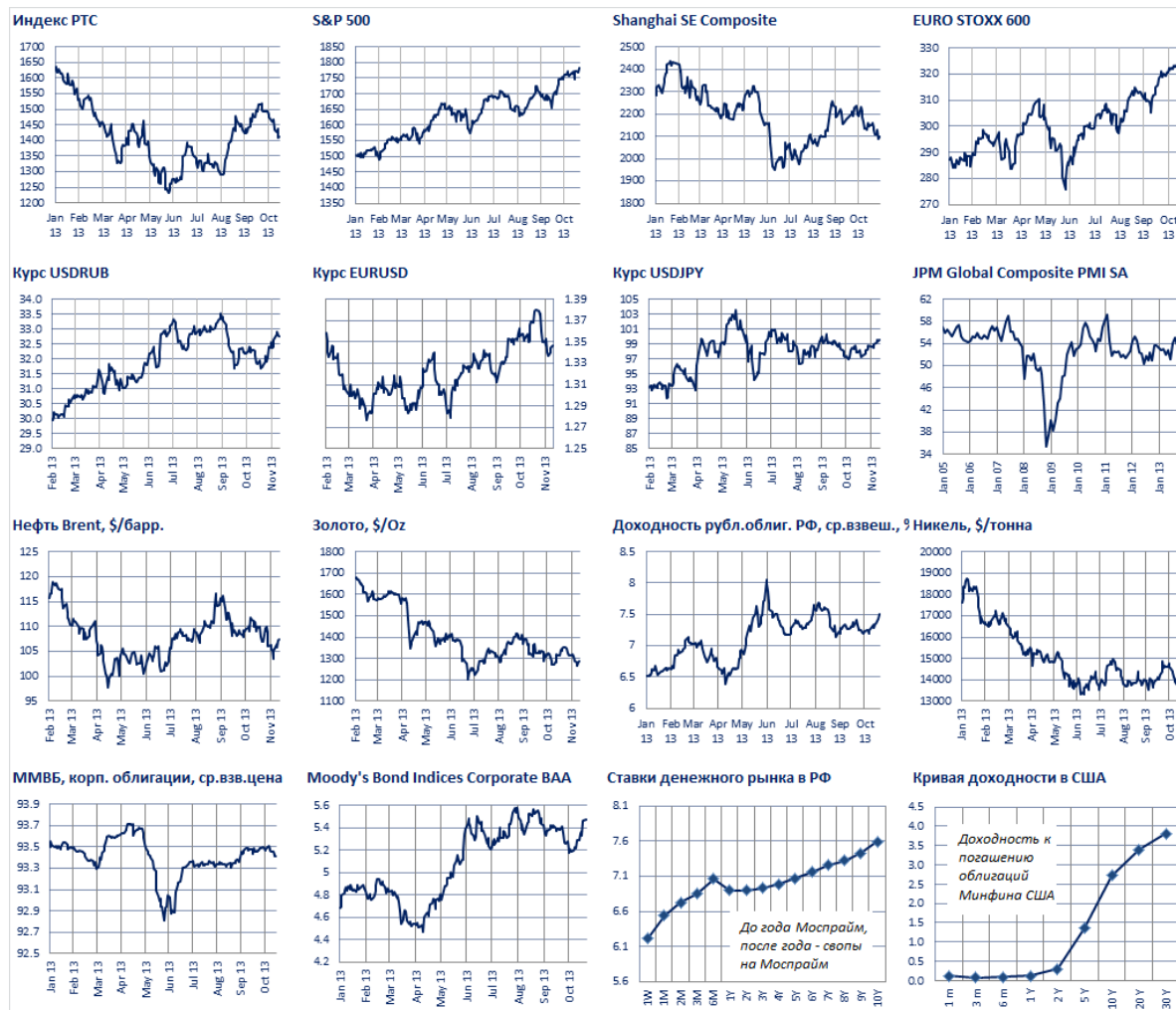
## Разное:

- Так выглядит доходность к оферте облигаций Мечел-19 (гашение в 2021 г., оферта в 2016 г., купон 8.4%). “Мечел” - [странная компания](#) со странной стратегией, если верить “Форбс”.



- Неплохо отчитался вчера «Мегафон». Выручка за III квартал выросла на 9% г.\г., до 77,5 млрд. руб. OIBDA выросла на 10,5%, до 35,4 млрд. руб., чистая прибыль на 2,9%, до 15,3 млрд. руб. Количество активных пользователей мобильной связью выросло на 5,4% г.\г., до 68,3 млн. чел. За 9 месяцев выручка выросла на 8,3%, а чистая прибыль более чем в 1,5 раза (на 59,9%), до 42,5 млрд. руб. Долг компании за последние 3 месяца вырос на 19%, до 90,8 млрд. руб. из-за выплаты 40 млрд. руб. дивидендов в июле 2013 г. Такая долговая нагрузка незначительна для компании - отношение долга к OIBDA в годовом выражении составляет 0,67.

## 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.

### Отказ от ответственности

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.