

Обзор рынков. Понедельник, 18 ноября 2013

- Сага по выходу Керимова и Ко из акционеров “Уралкалия” [близка к завершению](#). Покупатели - Прохоров и Мазепин, приобретают 33.55% акций по цене на треть выше рынка, но офферы миноритариям не будет.
- Также [из “Ростелекома” вышел К.Малофеев](#) (7.45%), выкупил сам “Ростелеком”, который, предположительно, собирается продавать их потом на бирже
- В пятницу случился [обвал на 42% акций ТКС](#) (“Тинькофф”) и снижение облигаций, из-за а) законодательной инициативы, усложняющей распространение кредиток б) опечатки в этой инициативе
- Американский фондовый рынок продолжает бить рекорды несмотря на растущее беспокойство, что это пузырь. S&P 500 +28% с конца 2012 г., включая дивиденды

Комментарий:

В США новый день, новый рекорд, индекс S&P 500, +0.4%, почти касается новой круглой отметки в 1800 п. Индекс Dow Jones Industrial Average также на грани “пробития” рекордных 16 000 пунктов. STOXX 600 и индекс ММВБ в пятницу приподнялись на +0.2%.

Продолжающееся ралли американского рынка в последние два дня связывается с предстоящим назначением Джанет Йелен на пост главы ФРС вместо уходящего в январе Б.Бернанке. В четверг она выступала перед Конгрессом, из чего можно было понять, что 1) ставки останутся низкими долго 2) Йелен не считает, что на американском рынке акций существует пузырь.

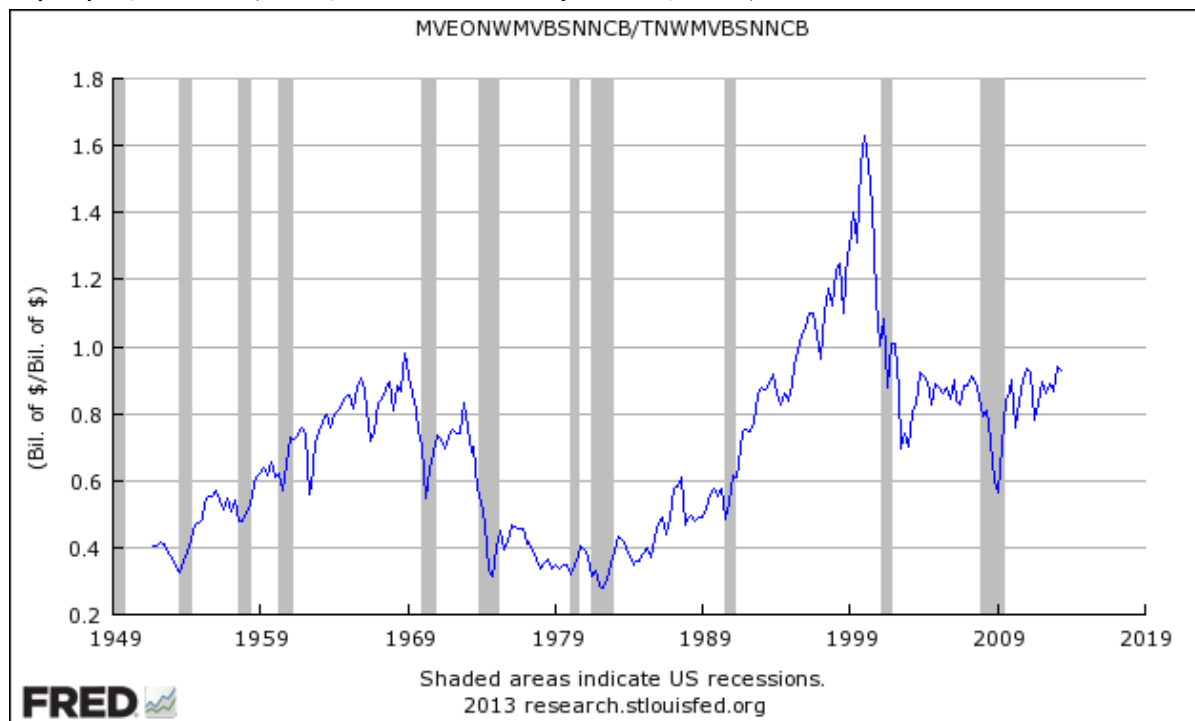
Пузырь или нет? Пузыри легко идентифицируются людьми после факта. Казалось бы все просто - сначала рост, потом падение - вот что это такое. Но в режиме реального времени (т.е. ex-ante) сказать что такое пузырь труднее. Начнем с того, что некоторые академики вроде Юджина Фамы считают, что пузырей не существует. Рост и падение это по их мнению - нормальное изменение мнения рынка, который в любой момент остается рациональным. Определение пузыря Р.Шиллера сводится к психологии и [выглядит так](#).

Рост цены вызывает энтузиазм инвесторов, такое настроение распространяется от одного к другому, и этот процесс преувеличивает историю, оправдывавшую повышение цены. Это привлекает все большие классы инвесторов, которые, несмотря на сомнения насчет реальной ценности инвестиций, привлекаются частично за счет зависти к успеху других, частично, за счет азарта.

Увы, но “внутренняя” (реалистичная/ справедливая) цена той или иной инвестиции - вещь не наблюдаемая. Можно попытаться оценить ее, исходя из какой либо модели или из того, сколько в среднем стоила эта вещь в прошлом. Все подобные подходы условны, и пузырь можно попытаться идентифицировать, только если отклонение цены слишком велико.

Вот одна из попыток взглянуть на цены активов - [“Q Тобины”](#), которая построена в [системе FRED ФРС в Сейнт-луисе](#) (последняя точка - апрель, но новые данные не

принципиально поменяют картину). Это соотношение рыночной стоимости обязательств к оценке стоимости замещения основных и оборотных средств корпораций США (их оценивает ФРС в публикации [Z1](#))

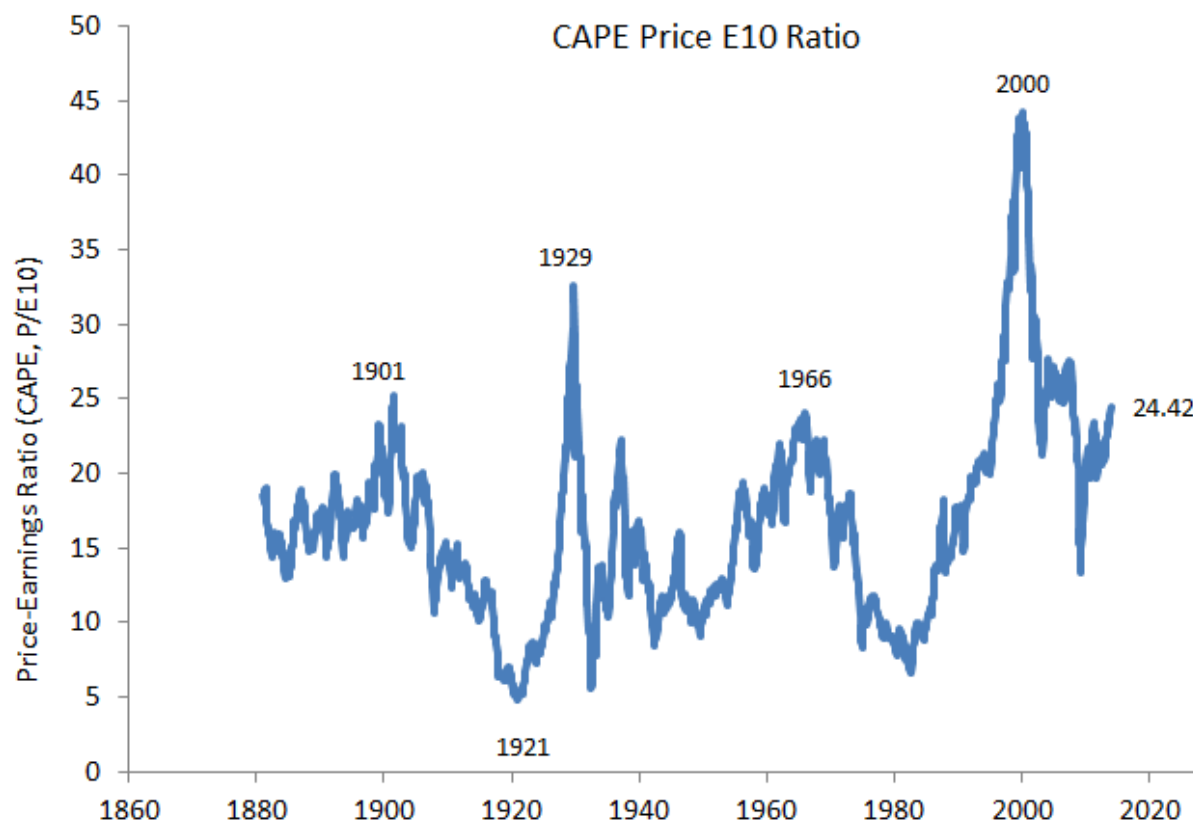


Можно ли по этим цифрам сказать, что рынок переоценен? Да, котировки выше среднего значения, что наблюдались в истории, но на пике пузыря NASDAQ соотношение было почти в 2 раза выше (на странице “Википедии” есть график с большей исторической перспективой en.wikipedia.org/wiki/Tobin's_q). В лучшем случае можно заявить, что цены несколько дороговаты.

Другой график - показывает оцененность американского рынка по мультипликатору P/E, где под прибылью E подразумевается среднее значение реальной прибыли за последние 10 лет, что позволяет избавиться от изменчивости этого показателя из-за влияния бизнес-цикла. Это так называемое CAPE ([Cyclically adjusted price-to-earnings ratio](#)), данные для которого обновляются Р.Шиллером на сайте irrationalexuberance.com

Здесь картина не так убедительна, как с показателем Q Тобина и дороговизна американского рынка более очевидна. Текущее значение составляет 24.2, что на 46% выше среднего значения за историю в 16.5 и на 52% выше медианы в 15.9. В этом смысле можно говорить о наличии пузыря. Но к сожалению, это знание не позволяет сделать никаких предположений о том когда может прекратиться рост и когда этот пузырь лопнет. Пик надувания NASDAQ почти в 2 раза выше, также как выше был взлет 1929 года.

Для роста акций сейчас могут существовать основания в стиле “на этот раз все иначе”. После краха пузыря (балансовой рецессии), прохождения демографической волны “бейби-бумеров” США и мир в целом могут вступать в волну пониженной доходности, низких ставок на рынках облигаций. Тогда пониженная ставка дисконтирования акций вполне может быть оправдана, что означает более высокие уровни цен. Перманентно и надолго.



Но даже если это не так, и мы имеем дело с пузырем, то рост акций (“надувание”) может продолжаться еще долго и закончиться гораздо выше. На рынках слишком мало активных инвесторов (“арбитражеров”), которые могли бы обеспечить необходимые для остановки пузыря продажи.

Институциональные инвесторы, доминирующие на рынке, оцениваются по “бенчмарку”. Тот из них, кто осмелится сделать ставку против пузыря (т.е. встанет в “шорт”) слишком рано рискует получить катастрофический убыток и будет уволен. Тот, кто уменьшит долю вложения в акции рискует получить “андеперформанс”, т.е. отставание результатов портфеля от того, что зарабатывают его коллеги. И тоже может быть уволен.

Каков итог? Если уж так случилось и вы связались с инвестициями в фондовый рынок, то следует продолжать играть в надувание пузыря. И надеяться, что вы окажетесь умнее других и первыми спрыгните с поезда. Только нужно помнить, что умных людей на рынке много, и переиграть их сложно.

Пока музыка продолжается инвесторы будут танцевать.

Разное:

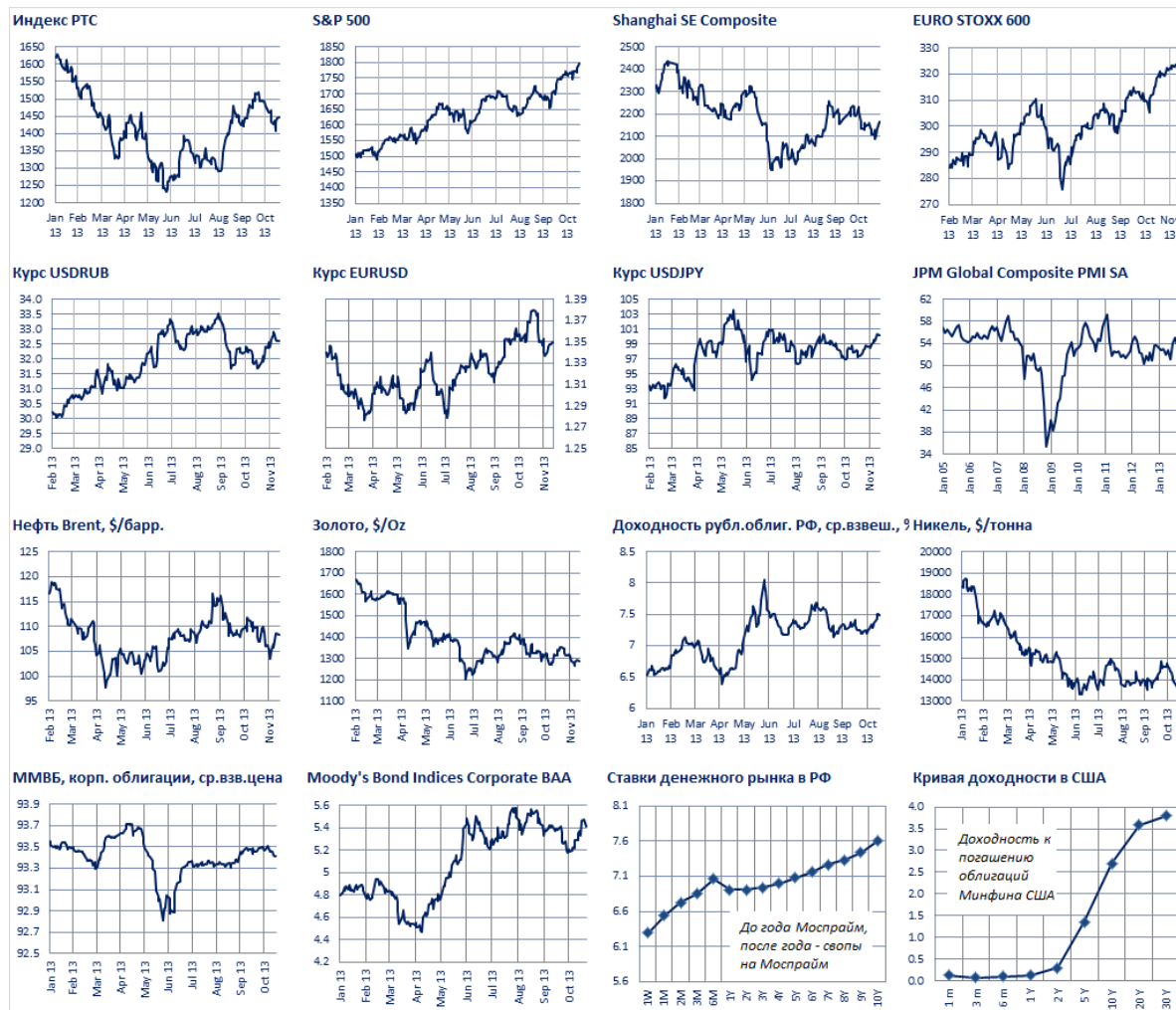
- **Новый виток в переговорах о покупке пакета С.Керимова в «Уралкалии».**
«Ведомости» со ссылкой на несколько источников сообщают, что на этой неделе акции могут купить М.Прохоров и владелец «Уралхима» Д.Мазепин. Компания в рамках сделки оценивается в \$20 млрд., т.е. +27% к текущей капитализации уже после роста в пятницу. Премии в треть как раз и хотел получить Керимов, когда заявлял о возможности продажи своего пакета. Помимо его доли Прохорову и Мазепину могут быть также проданы акции Ф.Гальчева (7%) и А. Скурова (4,8%),

всего 33,5%. К тому же после завершения программы обратного выкупа на балансе самого «Уралкалия» находятся казначейские акции на 12% капитала. Данные союз хорош тем, что у Прохорова должно остаться около \$3,6 млрд. наличными после продажи «Полюс золота», а Мазепин не только хорошо разбирается в специфике отрасли, но и может помочь в переговорах с А.Лукошенко (ходили слухи, что его могут назначить вице-премьером правительства Беларуси

<http://www.forbes.ru/milliardery-photogallery/247308-komu-suleiman-kerimov-prodast-uralkalii/photo/6>).

- **«Тинькофф кредитные системы» (ТКС) обвалился из-за ошибки.** Падение котировок акций компании, совсем недавно разместившейся на бирже, на 40% вызвала неточность в законопроекте о потребительском кредитовании. В нём указывалось, что «при выдаче потребительского кредита с лимитом кредитования электронное средство платежа должно быть передано заемщику в месте нахождения кредитора», т.е. в офисе банка. Модель продаж ТКС не предполагает наличия офисов вообще - все карты рассылаются почтой или привозятся курьером. Вскоре выступившая глава комитета Госдумы по финрынку Н.Бурыкина попыталась развеять опасения, заявив, что под «местом нахождения заёмщика» имеется в виду территория РФ, и запрещать продажу карт никто не собирался. Ту же информацию подтвердили другие чиновники.
- **«Ростелеком» выкупил пакет К.Малофеева в 7,45% за 25,2 млрд. руб.** Сообщение о событии пришло в пятницу после закрытия торгов. Акции будут находиться на балансе дочки «Ростелекома» «Мобител». Цена акции установлена на уровне 115 руб.. Источники «Ведомостей» сообщают, что выкупленные акции могут быть проданы в рамках SPO в следующем году.

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.