

## Оперативный обзор фондового рынка

среда, 10 февраля 2010 г.

### Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
СевСт-ао	339.5	6.6%
ОГК-3 ао	1.375	5.5%
Татнфт Зап	69.78	4.6%
ММК	28.14	3.1%
<b>Татнфт Зао</b>	<b>139.51</b>	<b>2.7%</b>
Аэрофлот	52.3	2.6%
Уркалий-ао	132.38	2.5%
ВТБ ао	0.0718	2.0%
ПолюсЗолот	1448	1.9%
<b>ГМКНорник</b>	<b>4575.1</b>	<b>1.6%</b>
Система ао	24.72	1.6%
<b>Транснф ап</b>	<b>24000</b>	<b>1.5%</b>
<b>Роснефть</b>	<b>220.67</b>	<b>1.4%</b>
Сбербанк-п	66.88	1.2%
Сурнфгз-п	14.051	1.1%
Новатэк ао	166.46	1.1%
<b>Сбербанк</b>	<b>80.35</b>	<b>1.1%</b>
МТС-ао	228.32	0.9%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	<b>1594.3</b>	<b>0.8%</b>
ФСК ЕЭС ао	0.312	0.7%
Ростел -ап	66.5	0.5%
<b>Сурнфгз</b>	<b>24.431</b>	<b>-0.3%</b>
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	<b>174.91</b>	<b>-0.3%</b>
<b>Газпрнефть</b>	<b>142.51</b>	<b>-0.3%</b>
РусГидро	1.223	-0.6%
Ростел -ао	150.29	-0.6%
УралСви-ао	0.852	-1.1%
РБК ИС-ао	34.87	-1.2%
Магнит ао	2015.3	-1.8%
ОГК-5 ао	2.44	-2.8%

Нельзя сказать, что вчера вечером российский рынок хорошо «отскочил», движения были нервными, неуверенными, и лишь под конец торгов индекс оторвался от своих минимумов. РТС показал +1.1%, ММВБ +1.2%. Ну хотя бы так...

Ночью движения мировых рынков были более впечатляющими, что гарантирует сегодня высокое открытие. Фьючерсы на индекс РТС выросли на 1.7%, и можно ожидать с утра роста на 1-1.5%.

Индекс акций Греции вчера вырос на +5%, Бразилия, +2.2%, индексы США +1.3-1.5%. Цены на нефть поднялись в США на 2.6%, до \$73.75/баррель, а рубль сейчас торгуется на 30.3 за доллар. Интересны объяснения. Якобы, вчера инвесторы реагировали на то, что президент Европейского Центробанка Жан-Клод Трише покинул Сидней на день раньше срока. Из этого следовало, чуть ли не то, что он поехал спасать Грецию.

Мы также думаем, что рынки осознали, что чрезмерно прореагировали на возможные проблемы. Вчера мы приводили цифры, что ВВП Греции составляет 2.6% от стран Еврозоны и как написал один из портфельных управляющих в комментариях «дефолт Греции никому не нужен». Ниже мы приводим график стоимости контрактов на страховку от дефолта («Par Credit Default Swap Spread», все 5-ти летние). Страны PIIGS (Португалия, Ирландия, Италия, Греция и Испания) имеют наивысшие спреды среди стран ЕС, для сравнения мы также показываем стоимость CDS Норвегии, имеющей минимальное значение для Западной Европы.

Мы считаем, что российский рынок остается крайне дешевым, и тяга вверх остается большой. Фондовые рынки никогда не растут по прямой, и провалы подобные текущему будут еще не раз. И тут нужно философски решить – есть ли смысл в том, чтобы пытаться их угадывать и как относиться к «просадке» портфеля. Большинство портфелей имеют горизонты превышающие месяцы, но суть человека в том, что хочется иметь постоянно положительный баланс, без провалов.

Поведенческие финансы наглядно демонстрируют эту разницу своими экспериментами. Для человека, потери 10% не эквиваленты прибылям в 11.11%, хотя должны быть, если мыслить разумно [чтобы была математическая эквивалентность - 10%, нужно получить  $1/(1-10\%)-1=11.11\%$ ].

Можно предложить игру, где исходы имеют одинаковую вероятность 50%/50%. С игровой и статистической точки зрения они равны, математическое ожидание будет равно 100%  $[-50\%*(1-10\%)+50\%*(1+11.11\%)]$ . Но человек воспринимает потери гораздо больше, чем прибыли, психологические веса придаваемые выигрышу и проигрышу распределены не эквивалентно. Человеку свойственно желать получать понемногу и постоянно, чем терпеть большие просадки.

Возможно, это и объясняет любовь портфельных управляющих и рядовых инвесторов к стоп-лоссам. Падение рынка вызывает «защитные продажи», что вызывает новое падение и новую волну «защитных продаж». И так



Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.

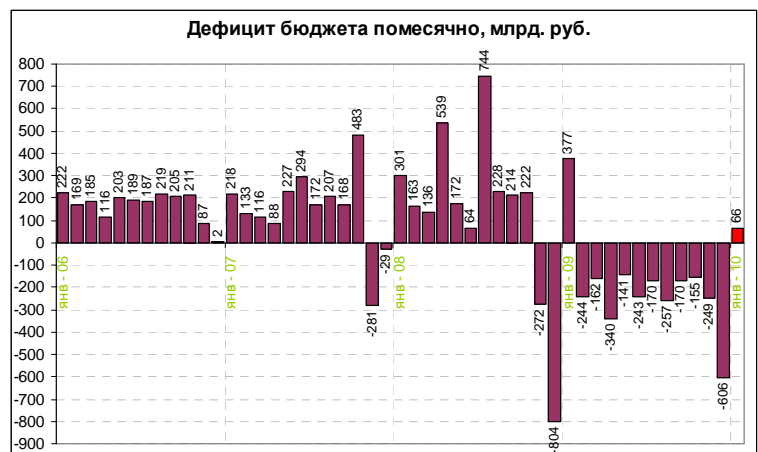
10-Feb-2010 09:52:57

рынок падает. Похоже, главная причина этого явления в том, что инвесторы на рынке «близоруки», они фокусируются на краткосрочной перспективе, стремятся зарабатывать постоянно и не терпят убытки. А результатом этого является большой оборот торгов, неожиданные провалы и свойство рынка падать быстрее, чем он растет. Но даже после этого не следует забывать, что долгосрочно акции приносят доход. А также то, что чем больше оборот по портфелю, тем ниже ожидаемая доходность из-за транзакционных издержек и налогов.

Но мы знаем это свойство людей – стремиться ограничить возможные убытки. Посему трудно убеждать в том, что долгосрочное держание, вероятно, окажется лучшей стратегией, просто, более прибыльной. Часто просто бесполезно это говорить. Да, в случае долгосрочных инвестиций без активной торговли портфель не будет приносить ровный ежедневный прирост (как хотя бы многие, но все равно этого не получают). Но дело не сделано, пока оно не сделано, важен итоговый результат, а не траектория. Вероятно, лучше вообще не смотреть регулярно за колебаниями рынка и стоимости своих акций, потому что это всегда будет вызывать тягостные чувства, что «не продал, когда было дорого» и «не купил, когда было дешево». Каждый выбирает сам.

## Вкратце:

- Сегодня Ведомости публикуют статью, в которой разбирается дефицит бюджета РФ за январь. По оценке Минфина, зарегистрирован профицит в 66,1 млрд руб.. Мы отразили эту величину справа. Но на самом деле, оказывается, что профицит дутый. Просто в январе в доходы бюджета записываются средства, заработанные за счет инвестирования национальных фондов за прошлый год. Очень похоже, что профицит января 2009 года также был дутый, показанный тогда прирост, должен был объясняться девальвацией. Дело в том, что нацфонды измеряются в рублях, и как бы привязаны к стоимости валюты, они у нас как бы инвестированы за рубежом. На самом деле, вся валюта, которой располагает страна – резервы Центробанка и у них с Минфином «междусобойчик». Финансирование дефицита бюджета за счет «траты» Резервного фонда и Фонда нацблагосостояния на самом деле не сопровождается никакой тратой валюты. Просто ЦБ РФ перечисляет Минфину свеженапечатанные рубли, уменьшая его счет по этим фондам. На самом деле, финансирование дефицита бюджета прошлого и нынешнего года является эмиссионным.



- Китай в 2010 году может вдвое снизить импорт меди по сравнению с 2009 годом из-за мер, предпринимаемых для ограничения перегрева экономики. Китай является крупнейшим в мире потребителем меди – в 2008 году на Поднебесную пришлось 28,5% мировых поставок металла, а в 2009 году – почти 40%.
- Суверенный фонд Китая China Investment Corp, который был создан в 2007 году, сообщил, что ему принадлежат акции общей стоимостью \$9,63 млрд. В числе крупнейших приобретений – акции канадской добывающей компании Teck Resources (\$3,5 млрд.), инвестфонда BlackRock (\$713,8 млн.) и банка Morgan Stanley (\$1,8 млрд.). Во второй половине 2009 года фонд купил бумаги бразильской Vale SA (\$652 млн.), Arcelor Mittal (\$9,1 млн.), Potash Corp. (\$5,4 млн.), Chesapeake Energy Corp. (\$5,1 млн.). Таким образом, основные вложения приходятся на бумаги сырьевых компаний. Информация о структуре вложений была раскрыта по требованию SEC. На момент создания China Investment Corp получил \$200 млрд. треть из которых была выделена на инвестиций в зарубежные компании в добывающем, нефтяном и финансовом секторах
- «КЭС-холдинг» рассматривает возможность перевода своих ТГК на единую акцию. Сейчас «КЭСу» принадлежат 46,14% акций «ТГК-5», 38,4% — «ТГК-6», 37,57% — «Волжской ТГК» и 71,89% — «ТГК-9». Если исходить из текущей капитализации компаний, получается, что доля Вексельберга в объединенной компании может составить 48,5%, а государство получит 21,4%. По словам представителя «КЭС», переход на единую акцию позволит построить прозрачную модель корпоративного управления. Для миноритариев переход на единую акцию повысит ликвидность ценных бумаг.
- «Ведомости» пишут, что «Уралхим» в апреле 2010 года может провести IPO. По сведениям газеты, размещение пройдет в Лондоне и России, всего инвесторам будет предложено 20-30% новых акций. Напомним, что это уже не первое сообщение о том, что компания планирует провести IPO. Сама компания оценивает себя в \$1,5-2 млрд.
- ВЭБ по итогам 2009 года получил доходность в 9,52% по расширенному портфелю пенсионных накоплений. Доходность по портфелю госбумаг составила 5,72% годовых.

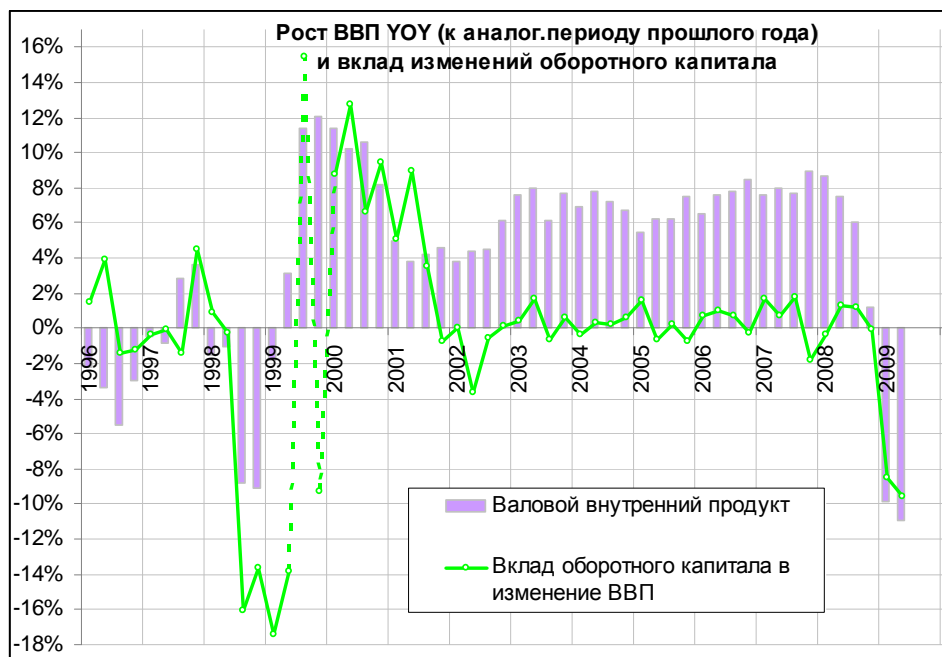
## Местное:

- Совет директоров «Камкабеля» принял решение передать в залог «Уралтехнокабелю» один из своих цехов по договору займа на сумму в 80 млн. рублей. Балансовая стоимость передаваемого цеха составляет 241 млн. рублей. В прошлом году «Камкабель» по договору займа с той же компанией на общую сумму в 250 млн. рублей передал активов на 1,075 млрд. рублей. Напомним, что в 2008 году производственный комплекс «Камкабеля» был сдан собственниками в аренду ООО «Камский кабель».
- Краевой арбитражный суд признал недействительным договор поручительства между «Связь-Банком» и «Ипподромом «Пермский», заключенный в 2007 году. Сейчас арбитражный управляющий ипподрома добивается исключения из реестра кредиторов ООО «Концерн «ЛЭК Истэйт». Если это удастся, то требования кредиторов сократятся с 670 млн. до 65 млн. рублей, которые могут быть погашены. А это ускорит продажу ипподрома компании ИКЕА.

## Напоследок:

В своем блоге С.Алексашенко недавно написал: «экономика (России) была настолько перегрета в 2006-2008 гг., что по нашим оценкам получалось, что от 30% до 50% прироста ВВП составлял прирост запасов» [<http://saleksashenko.livejournal.com/50462.html>]. Не знаю, как он пришел к такому выводу, но у нас подобных цифр не получается.

Ниже приведен график изменения ВВП, с наложенным на него вкладом оборотного капитала в изменение ВВП. По опубликованным на текущую дату Росстатом цифрам 1 и 2-го квартала (3-й квартал, так и не расшифрован по расходам), напомним, около 6/7 падения приходилось только на дезинвестиции в оборотный капитал (87% и 88% от падения соответственно).

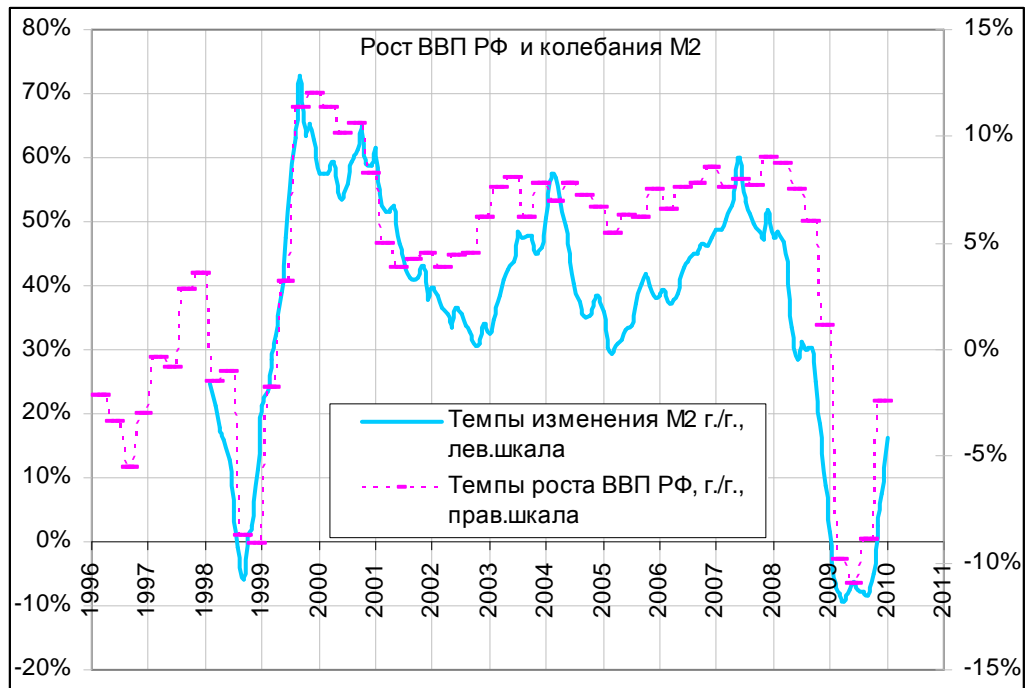


Все это позволяет характеризовать кризисный провал ВВП как «запасный». Из слов Алексашенко о «перегретости» экономики подспудно следует, что докризисный рост был неестественным, а случившееся падение становится как бы заслуженным и даже правильным. Категорически не согласны.

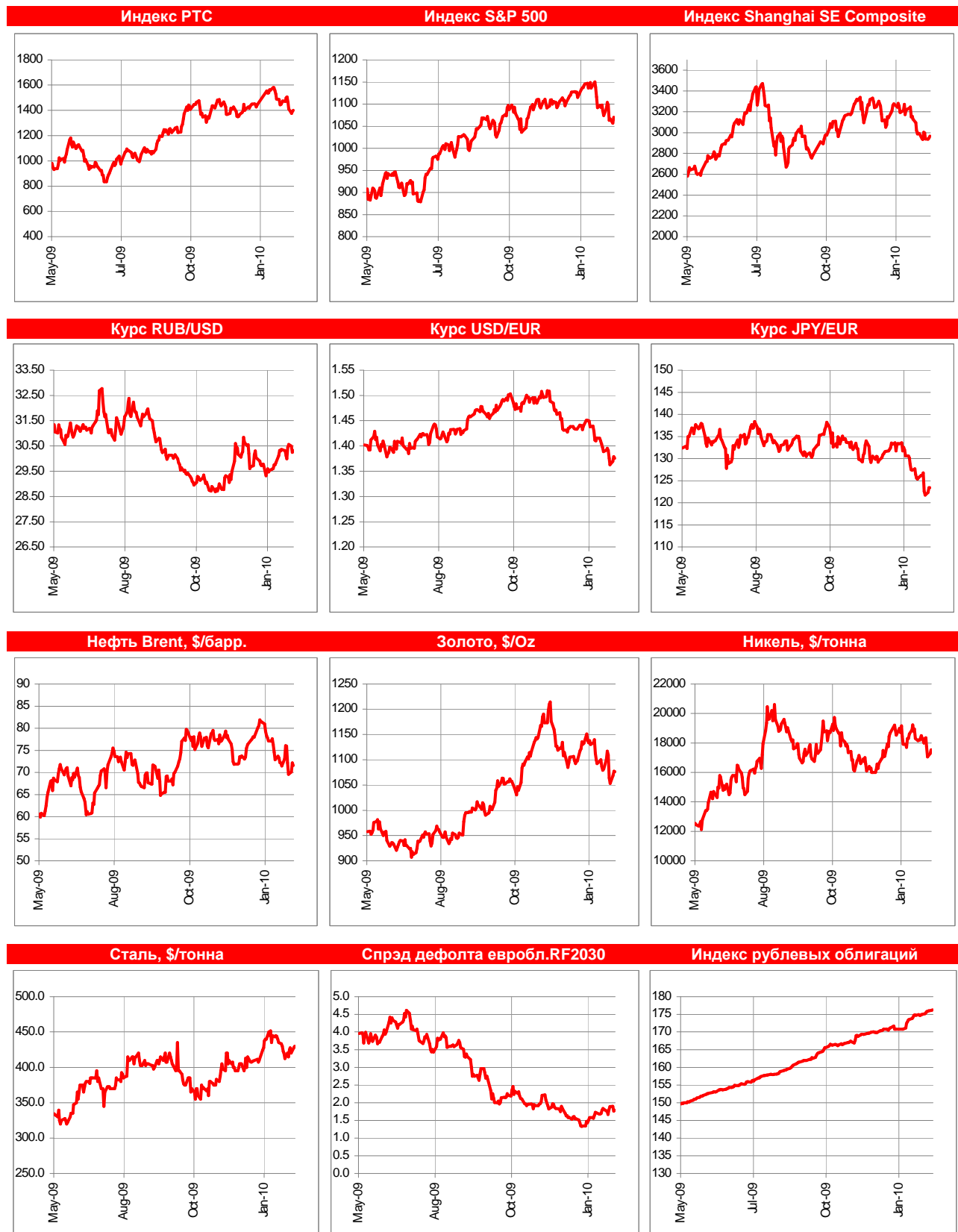
График показывает, что вклад оборотного капитала в рост ВВП 2002-2008 годов был небольшим (он объяснял до +/-1..2% колебаний). В 4-м квартале 2007 года мы видим заметный провал, что объясняется началом финансового кризиса. В августе 2007 года после сообщений о хедж-фондах Bear Sterns и SocGen проблемы ипотечных бумаг стали впервые очевидны широкой публике. Западное «кредитное окно» тогда впервые временно закрывалось, заставив российский бизнес распродавать оборотный капитал, в том числе, чтобы расплатиться по кредитам. Парадоксально, но общая инерция экономики, похоже, тогда была настолько велика, что в 4-м квартале рост ВВП YoY оказался максимальным с начала 2000-х. Напомним также, что в мае 2007 темпы роста M2 достигали рекордных 60%, а денежной базы 65% YoY. Стимулирующее воздействие рублевой накачки ощущалось весь 2007 год и в начале 2008. ЦБ и правительство стали уменьшать темпы роста денежного предложения еще до кризиса, в начале 2008-го, и темп роста ВВП 1, 2, 3-го квартала последовательно снижался (см график ниже).

Интересны колебания времен дефолта. Тогда оборотный капитал объяснял заметно больше чем 100% (!) от провала ВВП, что потом обернулось огромным восстановлением запасов, продолжавшимся около 2-х лет. Видимо у Росстата были трудности с расчетом изменений в те времена, у нас не сходятся некоторые цифры 1999 года, и изменения запасов этого периода отражены пунктиром, как не совсем адекватные.

Из графика следует, что распродажа и покупка запасов играет большую роль во время кризиса. Как и во времена восстановления, рост запасов может вызывать значительный рост ВВП. С запланированными тратами фондов в 2010 году и продолжающимися интервенциями ЦБ РФ на валютном рынке, мы можем увидеть рост денежной базы за 7 трлн. в этом году, что будет означать почти 40-60% рост денежной базы и M2 соответственно. А посему бурный рост ВВП в этом году не должен удивлять.



## 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.