

“Hunting for Red October”?

Россия
Стратегия

*Соединение денег с человеческой природой –
бесконечно чарующее явление...*

Роберт Хэгстром

«Красный» октябрь? – возможно, но только не для российского рынка акций. Что мы можем ожидать на самом деле, так это небольшую коррекцию на 3-6 % вниз для лучшего разбега. Но и без коррекции индекс РТС вполне способен продолжить свой нелегкий путь наверх, и достигнуть расчетных целей 2300 пунктов к концу года, имея для этого все основания – хороший макроэкономический фон, несмотря на высокую инфляцию, традиционно ожидаемый предвыборный рост котировок, долгожданное решение потратить часть Стабфонда на цели улучшения социальных условий и капиталоемкие научные исследования, с прицелом на значительные выгоды для экономики в перспективе.

Нас правда немного смущает то обстоятельство, что министр экономики, будучи всегда против вливания средств из Стабилизационного фонда в экономику, вдруг изменил свою точку зрения, сразу как только принял предложение занять пост вице-преьера. Оттуда лучше видно? Или есть основания поторопиться с тем, чтобы успеть распределить и потратить средства до президентских выборов?

Есть о чем подумать. А пока наш рынок поддерживают высокие цены на нефть, мы чувствуем себя вполне комфортно, не теряя из виду, тем не менее, вероятность начала глубокой коррекции американских фондовых индексов. Все-таки, 20-ти летняя годовщина кризиса Dow Jones требует какого-то знаменательного события, так почему бы и не повторить историю, хотя бы в виде фарса?...

- ▶ Когда junk bonds и penny stocks становятся «горячей» темой на рынке, стоит подумать о фиксации прибыли. Когда акции африканских стран растут быстрее Dow Jones, стоит приступить к анализу инвестиционных возможностей рынка недвижимости и предметов искусства.
- ▶ Мы полагаем, что экономическая ситуация в США будет сдерживать рост фондового рынка, и недавно достигнутый максимум надолго останется актуальным уровнем сопротивления.
- ▶ Рынки акций Старого Света, похоже, также исчерпали свой потенциал роста, в то же время, в группе БРИК наметилась определенная ротация – инвестиции в рынки России и Индии выглядят все еще многообещающе.
- ▶ Фондовые индексы стран «Next Eleven» значительно выросли за последние годы, и риск инвестиций будет примерно сопоставим с вложениями в следующую группу – акции рынков Ближнего Востока и Африки, а прибыли неизмеримо меньше.
- ▶ Со дня формирования портфеля (29 мая 2007 года) совокупный доход по всем позициям составил 27,88%. За то же период индекс РТС вырос на 23,11%.
- ▶ Общая рекомендация по портфелю, в соответствии с нашим умеренно-оптимистичным взглядом на рынок в среднесрочной перспективе – “держать”.

Так она разговаривала и спорила сама с собой, беря то одну сторону, то другую.

Беседа получалась очень интересная...

Льюис Кэрролл. Приключения Алисы в стране чудес.

Чтобы оценить, на какой стадии цикла находится фондовый рынок (подразумевая, что с периодичностью в два года мы имеем особенно выраженные периоды подъема на глобальном восходящем тренде индекса РТС), может быть полезно оценить как «низко» в цепочках вертикальной интеграции ведется поиск инвестиционных идей.

Поясним свою мысль на примере. На заре возникновения российского рынка акций на бирже торговалась горстка «голубых фишек» во главе с акциями РАО ЕЭС. Чем дороже становилось РАО, и, соответственно, чем менее эффективными казались инвестиции в эти бумаги, тем больше игроков переключало внимание на независимые энергетические компании – Иркутскэнерго и Мосэнерго. Затем время пришло для региональных энергокомпаний, входящих в холдинг РАО ЕЭС, дальше – генерирующие компании, и, наконец – производители оборудования для гидроэлектростанций, в том числе – завод турбинных лопаток.

Когда последняя идея была отыграна, рынок рухнул. Разумеется, речь идет не о причинах падения рынка, а о косвенных признаках, так сказать – something in the air.

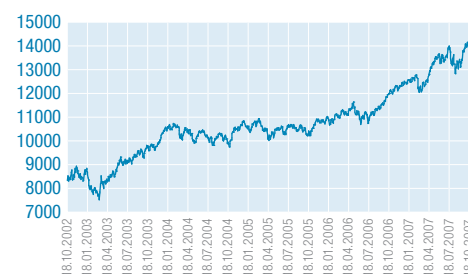
Сейчас, в металлургической промышленности мы дошли до производителей угля, в нефтегазовой отрасли – до сектора нефтехимии и производителей удобрений, в сельском хозяйстве – до цен на акции перевозчиков грузов, в электроэнергетике... снова до турбинных лопаток.

С одной стороны, можно говорить о том, что вышеперечисленные тенденции имеют весьма здоровые причины – развитие рынка и взросление экономики в целом. С другой, – есть в этом процессе нечто настораживающее... и даже не по отношению персонально к российскому рынку ценных бумаг, а касательно ситуации на фондовых рынках в целом.

Проводя аналогии с вышеописанной ситуацией в РТС и текущего положения дел, и взяв вместо акций РАО ЕЭС американские фондовые индексы, в качестве Мосэнерго – фондовые рынки Европы, далее – рынки стран БРИК, стран «Next eleven», и, наконец – рынки стран Ближнего Востока, мы можем проследить сходство тенденции.

Начнем с американского рынка. Dow Jones Industrial Average вторично пришел к своему историческому максимуму, который, как нам представляется, останется надолго в памяти как рекордный, и станет актуальным уровнем сопротивления на среднесрочную перспективу. Как мы видим, даже отчаянные оптимисты не спешат делать новые покупки акций, когда рост экономики замедляется (прогноз роста ВВП США МВФ на 2007 и 2008 годы сводится к цифре 1,9%), и, что более важно – темпы роста инфляции (показатель CPI в годовом исчислении в сентябре составил 2,8%, Core CPI – 2,1%, а, судя по темпам PPI, к новому году инфляция окажется еще выше), в полтора раза выше роста ВВП. Вспомним, что «нормальными» показателями для ФРС считается около 3% прироста экономики в год и около 2% - инфляции. Если соотношение обратное, очевидно, что **рост ВВП во многом достигается за счет роста цен.** Прибавим сокращение числа занятых (безработица в сентябре составила 4,7%, а в пересчете по прошлогодней базе – 5,4%), и мы поймем, что экономика США has got into trouble.

Dow Jones Industrial Average (США)



По мнению Алана Гринспена, вероятность рецессии в США все еще ниже 50%, г-н Бернанке заявлений относительно рецессии вовсе избегает, общее мнение сводится к тому, что кризис в сфере ипотечного кредитования, и связанный с ним кризис ликвидности и доверия в финансово-кредитной сфере в целом преодолен, падение продаж домов и цен больше не волнует рынки так уж сильно... Но все это не отменяет того факта, что **при замедлении экономического роста страны, сужаются возможности для развития и темпы роста фундаментальной стоимости отдельных компаний. Поэтому, как мы полагаем, пауза на биржах США может порядком затянуться.**

Неуверенность в будущем американской экономики проявляется и со стороны глобальных игроков – по крайней мере, **три из пяти стран, на который приходится 51% (US\$1,4 трлн.) общего объема иностранных вложений в американские гособлигации, снизили свои инвестиции в эти бумаги до рекордного за пять лет уровня.** Центральные Банки Японии, Китая и Тайваня перекалдывают средства в более доходные активы посредством образования государственных инвестиционных фондов. То есть, мы не одиноки в своем пессимизме...

В подобной ситуации мы очень сомневаемся, что акции американских компаний имеют значительный потенциал роста.

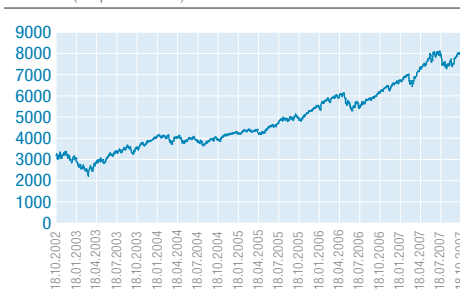
В чем-то похожая картина вырисовывается в Европе, и хотя тенденция к замедлению носит гораздо более сглаженный характер, четырехкратный рост фондовых индексов за пять лет вполне соотнобразуется с темпами развития Старого Света, и требует time-out для привыкания к новым уровням и обдумывания дальнейших перспектив.

В отличие от американского рынка акций, мы не считаем коррекцию необходимостью для европейских рынков, вероятно, будет достаточно продолжительной консолидации.

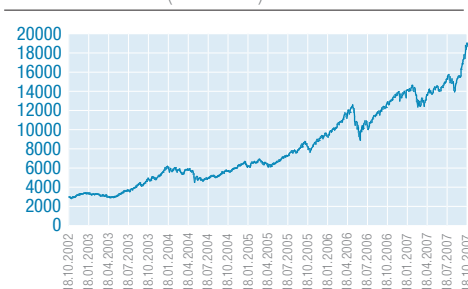
Далее под наши рассуждения попадают страны БРИК. Про головокружительный успех китайского рынка не слышал только глухой – рост с начала года превысил 100% (P/E Шанхайского фондового индекса сектора «В», куда могут инвестировать нерезиденты, составляет более 100 на сегодняшний день), и в этой связи, **основной биржевой индекс Индии, чей рост составил с 1 января 50%, страны с сопоставимыми темпами роста, численностью населения, но, очевидно, несколько отстающей от Китая в вопросах уровня роста благосостояния, модернизации экономики и социальных реформ, выглядит все еще многообещающим.**

Что касается российского рынка акций, мы продолжаем сохранять оптимизм по поводу его будущего, и хотя в целом по рынку мы бы определили потенциал роста около 10%, по отдельным секторам и компаниям динамика может существенно различаться. Мы ожидаем хорошей динамики от компаний нефтегазовой отрасли (Татнефть, Лукойл, Сургутнефтегаз), химии и нефтехимии (в первую очередь мы имеем в виду Акрон, в чьи акции можно переложить средства от фиксации прибыли по акциям Уралкалия), металлургических (основной претендент на рост - Магнитогорский металлургический комбинат, акции которого росли с большим лагом по-отношению к сектору в целом) и угледобывающих компаний (все еще Белон и Распадская), ряда телекоммуникационных компаний (особые надежды мы возлагаем на Уралсвязьинформ).

DAX (Германия)



BSE SENSEX (Бомбей)



MSCI Russia



Мы бы сказали, что в каждой группе рынков, объединенных по тому или иному признаку, существует временной лаг в динамике отдельных компонентов, и в группе БРИК мы рассматриваем российский рынок акций в качестве такого отстающего игрока. **Упомянутые 10% остаются потенциалом роста в краткосрочном периоде, а что касается более отдаленных перспектив, мы считаем, что российский рынок имеет более убедительное фундаментальное обоснование для роста, чем тот же китайский или индийский рынки**, где рост более напоминает «пирамиду» и сами участники разогревают цены (мы имеем в виду то обстоятельство, что около 30% полученной в этом году прибыли компаний КНР, по данным Morgan Stanley, получено от инвестиций в активы местного фондового рынка, то есть, непосредственно в акции своих же компаний, на деньги, взятые в кредит в местных банках).

Если задаться глобальными вопросами (чуть менее глобальными, чем смысл жизни), и вспомнить, что кризис на финансовых рынках наступает в тот момент, когда большая часть игроков приходит к выводу, что их модель игры больше не приносит прибыль, и перестраивает тактику игры, то, принимая во внимание высокую степень закрытости китайского рынка акций, мы бы скорее занялись поиском некоего «часа X», когда, исходя из внутренних правил местные компании должны будут зафиксировать прибыль по акциям, или отдавать кредиты, или...? Просто, something to think about.

В соответствии с нашим планом, переходим к рынкам акций стран «Next Eleven», которые соответствуют уже третьему или четвертому эшелону.

Судя по графику основного биржевого индекса Индонезии, мы и здесь опоздали с инвестициями, а графики прочих стран «Next Eleven» выглядят примерно также.

Хотя в эту игру, при желании, еще можно включиться, однако, по нашему мнению, риск будет примерно сопоставим с вложениями в следующую группу, а прибыли неизмеримо меньше.

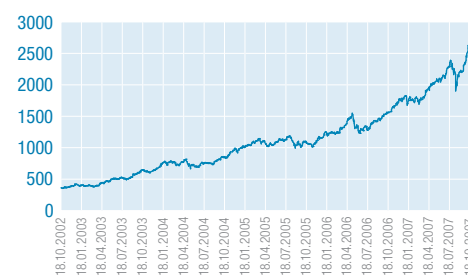
И, наконец, Ближний Восток. Наиболее интересно выглядит индекс фондовой биржи Саудовской Аравии, выглядит как брат-близнец NASDAQ или РТС в нижней точке своего падения, выглядит как окончательно сдувшийся «пузырь», осознавший иллюзорность своего роста и готовый к новому, но уже сознательному подъему.

Индексы других стран региона (рынки Кувейта, Бахрейна, ОАЭ и т.д.) выглядят хотя и не так многообещающе, но, - готовыми к очередному витку роста.

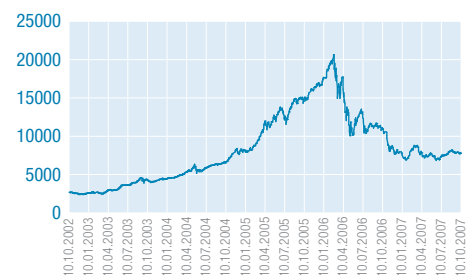
Не то, чтобы мы рекомендовали «покупать Саудовскую Аравию», но, похоже, этот рынок, наряду с некоторыми африканскими площадками, остался последней возможностью получить десерт перед длинным постом. Продолжая проводить аналогию, это – аналог завода турбинных лопаток (ничего личного, by the way).

В качестве вывода заметим, что наши рассуждения ни в коей мере не стоит рассматривать как повод для уныния, мы лишь указываем на некий повторяющийся цикл, присутствующий на рынках, и на то, что после необходимой паузы, процесс запустится заново.

JCI (Индонезия)



SASEIDX (Саудовская Аравия)



МОДЕЛЬНЫЙ СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ПОРТФЕЛЬ

Компания	количество акций	цена покупки, US\$	цена покупки, RUB	текущая цена, US\$	капитализация в портфеле, US\$	прибыль/убыток, %	доля в портфеле, %
Нефтегазовый сектор							50,20
Газпром	8000	9,08	235,07	11,62	92960	27,97	12,20
Лукойл	1350	74,60	1931,27	86,35	116572,5	15,75	15,30
Сургутнефтегаз	90000	1,12	29,00	1,29	116100	15,18	15,24
Татнефть	10000	4,36	112,87	5,69	56900	30,50	7,47
Банки							15,66
ВТБ	16400000	0,00552	0,1429	0,00465	76260	-15,76	10,01
Сбербанк	10000	3,56	92,03	4,31	43100	21,24	5,66
Энергетика							3,88
РАО ЕЭС	25000	1,256	32,52	1,18	29550	-5,89	3,88
Металлургия							10,42
ВСМПО-Ависма	100	300	7476,9	300,00	30000	0,00	3,94
ММК	40800	1,15	28,661496	1,21	49368	5,22	6,48
Телекомы							7,30
МТС	3300	9,30	240,76	12,20	40260	31,18	5,28
Уралсвязьинформ	240000	0,057	1,46	0,0640	15360	13,51	2,02
Химия							4,03
Акрон	960	30,75	766,3392	32,0000	30720	25,43	4,03
Облигации							8,51
Паи "Фонд облигаций"	25000	2,4021	62,19	2,5937	64842,5	7,98	8,51
УК ПИОГЛОБАЛ							
Итого:					761993		100
Доход по портфелю за весь период (с 29.05.2007)						27,88	

Со дня формирования портфеля (29 мая 2007 года) совокупный доход по всем позициям составил 27,88%. За то же период индекс РТС вырос на 23,11%.

Негативное влияние на динамику портфеля продолжают оказывать акции ВТБ и РАО ЕЭС.

Тем не менее, в долгосрочной перспективе мы видим хорошие возможности роста этих бумаг, и сокращать позиции по этим бумагам пока не собираемся.

После выделения из структуры РАО ЕЭС компаний ОГК-5 и ТГК-5, акции этих компаний были проданы, с тем, чтобы добавить в портфель позиции по Уралсвязьинформу и Уралкалию. Затем 15 октября акции Уралкалия были проданы по цене US\$4,36, что оказалось даже выше расчетной target price US\$2,90. Далее 16 октября были проданы акции НЛМК по цене US\$4,08 при target price US\$3,45.

Совершены покупки акций ММК, ВСМПО-Ависма и Акрона. Основанием для выбора бумаг послужили выводы стратегического анализа о перспективности данных отраслей и компаний.

Общая рекомендация по портфелю, в соответствии с нашим умеренно-оптимистичным взглядом на рынок в среднесрочной перспективе – "держаться".

Структура модельного портфеля

