

I am doing right, why it does not work?...

Россия
Стратегия*"Use your mentality, get up, wake up to reality!"***Frank Sinatra**

Well, well, well... до августа еще целый месяц, а летняя спячка уже началась. Или это Нью-йоркская 40-градусная жара дает о себе знать? Значит, мы имеем более сильную корреляцию с Dow Jones, чем это может казаться?

На следующей неделе мы услышим цифры по безработице за июнь – последний аргумент аналитиков в споре, замедляется американская экономика или уже восстанавливается. Напомним, что 60% новых рабочих мест после кризиса «доткомов» 2000 г. было создано в/или благодаря строительной индустрии, а тем временем продажи домов и закладки строительства новых продолжают снижаться. Как долго Министерству труда США удастся отчитываться о «полной занятости»?

Между тем ФРС оставила учетную ставку на прежнем уровне, заняв выжидательную позицию, что, на наш взгляд, на данный момент представляется самой разумной политикой.

- ▶ Рынок жилищного строительства США будет продолжать сокращаться по меньшей мере до конца этого года, сдерживая рост экономики и, вероятно, увеличивая безработицу. Ослабление строительного рынка может наконец-то сказаться на сводных показателях экономики и в первую очередь серьезно ухудшить показатели занятости.
- ▶ Фундаментальные и технические элементы нашей модели складываются таким образом, что наиболее вероятным сценарием для DJIA стала бы боковая динамика под уровнем 13800 пунктов с тенденцией к снижению. Мы полагаем, что подобное положение дел вряд ли изменится до начала IV квартала.
- ▶ Будущее российского рынка акций выглядит гораздо более оптимистично: мы поддерживаем свой прогноз – 2300 пунктов по индексу РТС в долгосрочной перспективе.
- ▶ Улов дня: мы видим акции ВСМПО-Ависма как достойный объект долгосрочного стратегического инвестирования. Компания имеет устойчивое положение в секторе, четкие планы развития и поддержку со стороны стабильных цен мирового рынка титана. Потенциал долгосрочного роста акций компании – 30%.
- ▶ Доходность модельного портфеля за месяц составила 4.46%. Изменений в составе или структуре портфеля произведено не было, общая рекомендация – hold.

Пытаясь понять, в чем секрет неиссякаемого оптимизма американского фондового рынка, мы получаем только один ответ: в оптимизме самих американцев. Темпы ВВП замедляются (4.4% прироста в 2004 г. и 3.3% в 2006 г., 0.7% г./г. в I квартале этого года), темпы промышленного производства с января по май вдвое ниже средних темпов за прошлый год (2.4% и 4.2% соответственно), инфляция все еще выше 2%, и при этом фондовые индексы побивают новые рекорды. Мы полагаем, что время оптимизма прошло, пора взглянуть в лицо реальности, и начнем мы, пожалуй, с оплота «экономики потребления» – рынка жилищного строительства.

УПРАЖНЕНИЯ В КАУЗАЛЬНОМ МОДЕЛИРОВАНИИ

Если мы обратимся к графику индекса компаний строительной индустрии International Securities Exchange Homebuilders, то даже подразумевая возможный скептицизм к техническому анализу и его в какой-то мере субъективность, **мы увидим сразу несколько «медвежьих» формаций, последовательная реализация которых приведет рынок акций строительных компаний к минимальным отметкам 2000 г. На данный момент индекс прошел только половину своего пути вниз.**

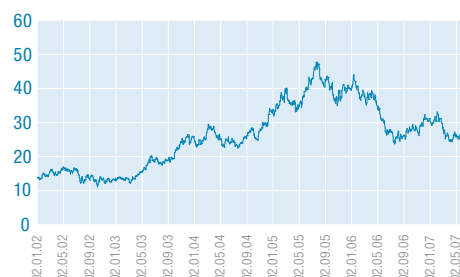
Взглянуть на этот индекс нас побудил очередной обзор компании Merrill Lynch, посвященный в том числе и вопросу жилищного рынка. Как мы уже упоминали, около 60% новых рабочих мест после кризиса NASDAQ, а вместе с ним и падения индексов широкого рынка было создано благодаря восстановлению объемов жилищного строительства, достигшего пика (как мы сейчас видим) в 2005 г. На сегодняшний день положение дел жилищного рынка завидным не назвать: темпы продаж домов за год существенно снизились, а совокупное предложение всех категорий домов соответствует девятимесячным запасам, что при нормальном уровне, соответствующем шестимесячным запасам, оптимизма, согласитесь, не внушает.

Главный экономист Merrill Lynch David A. Rosenberg обращает внимание на корреляцию графика индекса акций Homebuilders с графиком NASDAQ, сходная динамика которых (разнесенная по соответствующим периодам, разумеется) также дает основания предполагать дальнейшее ослабление строительного рынка. Хотя мы помним, что г-н Розенберг прогнозировал обвал американской экономики еще в 2006 г. (да, мы тоже не понимаем, что же помешало ей хорошенько откорректироваться), но мы глубоко уважаем основательные его подходы к анализу текущих экономических процессов и полагаем его выводы несомненно верными. Вопрос только во времени: timing остается самым болезненным вопросом, который только можно задать аналитику.

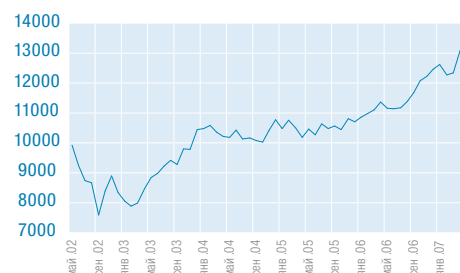
И нам кажется, что время перелома восходящей тенденции на фондовом рынке, которая двигалась разве что оптимизмом и инерцией, пришло. Мы полагаем, что сокращение темпов строительного рынка заметно ухудшит показатели потребительских расходов и занятости за второе полугодие, и когда «полная занятость» окажется уже не такой полной, как хотелось бы, мы увидим уже серьезную коррекцию биржевых индексов США.

Не стремясь утомить наших читателей подробным описанием сигналов технического анализа и их интерпретаций, мы обратим внимание лишь на один, наиболее сильный и значимый сигнал, называемый «медвежьей дивергенцией», появление которого сулит рынку если уж не долгое падение в бездну, так по крайней мере отсутствие каких-либо перспектив роста. Так, на графике 2. мы видим дивергенцию между кривой индекса DJIA и трендоследящим индикатором MACD. Здесь мы взяли daily масштаб, и подобный сигнал показывает намерение индекса понизиться в краткосрочной перспективе на величину 5-10%.

ISE Homebuilders



Dow Jones Industrial Average



Если мы перейдем к графику monthly масштаба, то увидим аналогичную «медвежью дивергенцию», только более крупного масштаба, что может означать, соответственно, более крупное падение индекса. И если этот сигнал получит подтверждение на фундаментальном уровне (когда аналитикам придется признать очевидное замедление американской экономики и отсутствие перспектив ее немедленного восстановления и, исходя из этого, снижение доходов компаний, входящих в фондовые индексы) и сможет реализоваться, то мы увидим уровни около 10 000 по DJIA, а это -25% от текущих уровней. Как вам такие яблочки?

Уверены ли мы в этом сценарии? Легко ответить, подсчитав, сколько раз мы написали слово «если». В чем тогда мы уверены, и к чему был этот длинный тост? – **Мы считаем, что если (!) даже наше знание человеческой психологии окажется слишком несовременным, а американские инвесторы так и останутся в состоянии счастья по поводу будущего своего рынка, биржевые индексы США не поднимутся выше уровня сопротивления 13 800 пунктов до октября этого года.**

На этом этапе рассуждений возникает закономерный вопрос: как может отразиться коррекция американских рынков на индексе РТС?

Мы придерживаемся той точки зрения, что на одни и те же события рынки могут реагировать совершенно по-разному в разные отрезки времени, и в обозримом будущем корреляция между американскими и российскими биржевыми индексами будет невелика. Скорее стоит рассчитывать на поддержку со стороны сырьевого рынка – мировые цены на нефть наконец-то показывают рост, и мы ожидаем US\$85.0 за баррель марки Brent (ICE) к концу года. **Рассчитывая на высокие нефтяные цены, а кроме того - на благоразумие инвесторов, готовых обратить внимание на развивающиеся рынки в периоды замедления развитых экономик, мы поддерживаем свой прогноз – 2300 пунктов по индексу РТС в долгосрочной перспективе.**

АНАЛИЗИРУЯ РЫНКИ: УЛОВ ДНЯ – ВСМПО-АВИСМА

Мы решили поделиться некоторыми своими мыслями в отношении интересных инвестиционных идей. Сразу оговоримся, что поскольку стратегический подход подразумевает взгляд на долгосрочную перспективу, то речь здесь пойдет не о спекулятивных возможностях, а скорее об инвестициях на срок не менее года.

Несмотря на то, что с 2003 г. акции компании ВСМПО-Ависма подорожали на 300%, мы видим еще достаточный потенциал для долгосрочного роста – не менее 30%.

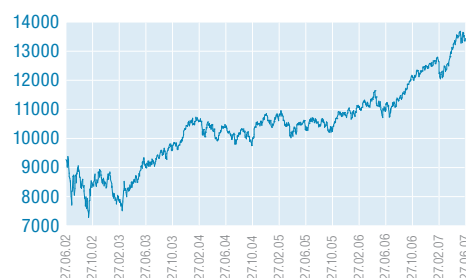
Компания ВСМПО-Ависма (крупнейший в мире производитель титана и изделий из титановых сплавов) поставляет 70% своей продукции на внешний рынок, 30% – на внутренний, является первым поставщиком титана для Airbus Industrie, вторым – для Boeing (обеспечивает до 80% и 30-40% потребности в титане соответственно). Среди других партнеров - SNECMA, General Electric, Rolls Royce и др.

Основные акционеры: ФГПУ «Рособоронэкспорт» - 66%, генеральный директор компании Владислав Тетюхин – 3.88%.

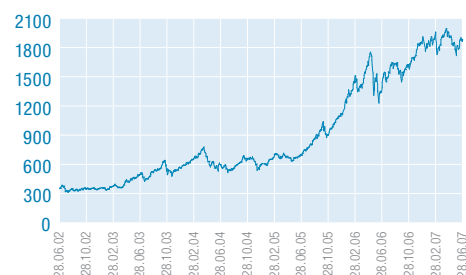
Акции в свободном обращении – 19%

(бумага не слишком ликвидная, но, наверное, стоит постараться и купить).

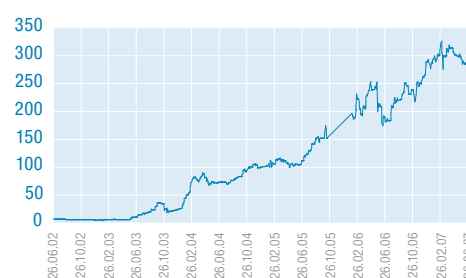
Dow Jones Industrial Average (monthly)



Индекс РТС



ВСМПО-Ависма



Основным потребителем титана остается авиационная промышленность – в структуре веса самолета титан составляет от 0.5% (Boeing 707) до 8% (Boeing 777) и 12% (Ил-76 и Ил-76Т)*. Без дальнейших расчетов цифры бесполезные, но вселяют уверенность в будущем производителей титановых сплавов. Мы верим в то, что Boeing – символ американской промышленности – «будет всегда» (на жалкие остатки другого символа – Ford Motor Company – мы предпочитаем не оглядываться).

Сложно себе представить, чтобы современные люди отказались от использования авиаперелетов в ближайшее десятилетие – слишком удобно, грандиозная экономия времени, и, похоже, теперь самолет стал средством передвижения, а титановая составляющая в структуре лайнеров если и будет сокращаться, то не в ближайшее время. Разве что появится новый материал с аналогичными свойствами... (мы намекаем на многообещающую программу развития российских нанотехнологий, разумеется...) И здесь вопрос уже в том, во что вы предпочитаете верить. А пока инвесторы думают, г-н Тетюхин продлил договор с Boeing до 2015 г. (ранее срок истекал в 2010 г.) и заключает ряд новых соглашений.

Продолжаем разговор... Компания также изготавливает оборудование для энергообъектов предприятий ПАО «ЕЭС» (в том числе ГРЭС, ТЭЦ, ТЭС). Перспективным направлением использования титановых сплавов считается производство оборудования для атомных электростанций, буровых установок, разработки нефтяных и газовых шельфовых месторождений (да, да - снова вспоминаем масштабные планы строительства АЭС и разработки новых шельфовых месторождений нефти и газа).

Рекомендовать акции компании к покупке нас подвигло несколько факторов. Во-первых, в анонсированных планах недавно было заявлено о намерении увеличения производства титановой губки (продукция низкого предела) более чем в 1.5 раза к 2012 г., и в 1.5 раза увеличить производство изделий из титана к 2010 г. (включая продукцию с высокой долей добавленной стоимости в цене).

По расчетам компании, к 2012 г. уровень спроса на титан в мире увеличится в 2 раза, и, таким образом, нарастив собственное производство вдвое, ВСМПО-Ависма имеет хорошие перспективы увеличить свою долю на мировом рынке производителей титана с 28% (2006 г.) до 32-35% к 2010 г.

Во-вторых, руководство компании планирует инвестировать до \$1.0 на реализацию своих планов, в рамках которых рассматривается возможность создания СП на территории Индии, которое в дальнейшем сможет стать поставщиком местной аэрокосмической корпорации; открытие предприятия в США по переработке вторичного титанового сырья, а также СП с Boeing, которое будет производить детали для нового Boeing 787.

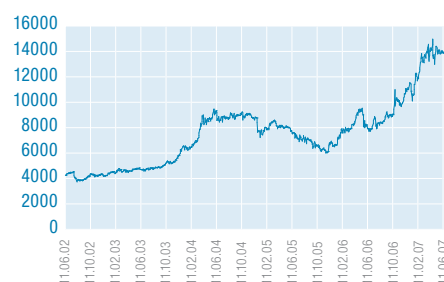
Также весьма обнадеживают первые шаги Рособоронэкспорта, начавшего формировать ресурсную базу для компании, первым элементом которой может стать титаноциркониевое месторождение Центральное. Лицензией на разработку месторождения владеет Норильский никель, но эта информация, очевидно, может очень скоро устареть. Собственная ресурсная база поможет компании снизить зависимость от поставок с Украины, из Казахстана и Шри-Ланки.

* Данные компании ВСМПО-Ависма

Поскольку в настоящее время нет причин прогнозировать сокращение спроса на титан, мы предполагаем продолжение роста фьючерсных цен на металл на мировом рынке, а учитывая устойчивое положение компании в своем производственном сегменте и хорошие перспективы роста, мы рассматриваем акции ВСМПО-Ависма как достойный объект долгосрочного стратегического инвестирования.

Мировые цены на титан, кстати говоря, выглядят много лучше, чем на прочие металлы – цена трехмесячного фьючерса колеблется около отметки \$14 тыс., и, похоже, титану удастся простоять в консолидации довольно долго, переждать, таким образом, общую коррекцию цен на металлы и возобновить рост, как только с рынков начнут уходить истории о слишком высоких ценах.

Динамика фьючерсов на титан, LME



МОДЕЛЬНЫЙ СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ПОРТФЕЛЬ

Компания	Количество акций	Цена покупки, \$	Цена покупки, руб.	Текущая цена, \$	Капитализация в портфеле, \$	Прибыль/Убыток, %	Доля в портфеле, %
Нефтегазовый сектор							53.31
Газпром	8000	9.08	235.07	10.47	83760	15.31	13.46
Лукойл	1350	74.60	1931.27	76.7	103545	2.82	16.63
Сургутнефтегаз	90000	1.12	29.00	1.095	98550	-2.23	15.83
Татнефть	10000	4.36	112.87	4.6	46000	5.50	7.39
Банки							20.77
ВТБ	16400000	0.00552	0.1429	0.00551	90364	-0.18	14.52
Сбербанк	10	3555.00	92033.26	3890	38900	9.42	6.25
Энергетика							5.44
РАО ЕЭС	25000	1.256	32.52	1.355	33875	7.88	5.44
Металлургия							5.51
Новолипецкий металлургический комбинат	11500	2.60	67.31	2.98	34270	14.62	5.51
Телекомы							5.21
МТС	3300	9.30	240.76	9.82	32406	5.59	5.21
Облигации							9.77
Паи "Фонд облигаций"	25000	2.4021	62.19	2.4320	60800	1.24	9.77
УК ПИОГлобал							
Итого					622470		100
Доход по портфелю за весь период (с 29.05.2007)						4.46	

Со дня формирования портфеля (29 мая 2007 г.) совокупный доход по всем позициям составил 4.46%. За тот же период индекс РТС вырос на 9.22%.

Негативное влияние на доходность портфеля оказало снижение котировок по акциям Сургутнефтегаза и ВТБ.

Тем не менее, исходя из нашей оценки значительного потенциала данных акций до конца года, их продажа или замена на бумаги, показывающие лучшую динамику, не планируется.

Лучший рост показали бумаги Газпрома и Новолипецкого металлургического комбината. Сокращать позиции по этим акциям также не планируется, поскольку цены имеют еще значительный upside до своих расчетных уровней.

Общая рекомендация по портфелю, в соответствии с нашим оптимистичным взглядом на рынок в среднесрочной перспективе, – держать.

Структура модельного портфеля

