

Bottom fishing?

Россия
Стратегия*Заграница нам поможет!**И. Ильф, Е. Петров*

Фондовый рынок, как и вся страна, замер в ожидании... нет, не финала Евро-2008 (хотя, пока сборная Хорватии на нашей стороне, нам сам черт не брат!), но съезда «Единой России», когда партия назовет своего кандидата в президенты. Съезд может начать работу сразу после объявления итогов думских выборов, или позже в декабре, но в любом случае, тему для светских бесед за новогодним столом мы получим... поскольку дождем зимой москвичей уже не удивить и разговоры о погоде становятся все более натянутыми.

Что касается личности будущего президента, нам очень понравилась настойчивость лидера партии эсеров, предлагающего один за другим варианты заполучить В. Путина на третий срок. Последняя находка нас порадовала своей элегантностью – уход досрочно с поста главы государства и победа на очередных выборах не идет в разрез с Конституцией РФ. А в промежутке (добавим от себя), вполне можно оставаться И.О. президента на должности премьер-министра. Например.

Не учтен только один момент: а что если президент говорит правду и действительно не хочет на третий срок, имея совершенно другие планы на долгую и счастливую жизнь?

- ▶ Точка разворота негативной тенденции рынка жилищного строительства США базируется на ориентирах медианной цены домов на 10% ниже текущего уровня, и темпов закладки новых домов соответствующих 800 тыс. в месяц.
- ▶ Мы не считаем, что банковской сфере США грозит серьезный кризис, даже после опубликования годовых отчетов с цифрами реальных потерь, но в целом ожидаем еще 10-15% снижения банковских акций.
- ▶ Убытки по длинным позициям акций брокеров и дилеров в среднем могут составить до 25% от настоящих уровней.
- ▶ В 2008 году, как мы полагаем, пути Dow Jones и индекса РТС окончательно разойдутся: американский рынок ждет постепенное охлаждение, российские же акции – умеренный рост.
- ▶ Со дня формирования портфеля (29 мая 2007 года) совокупный доход по всем позициям составил 32,39%. За то же период индекс РТС вырос на 26,73%.

Tsar Putin

BBC, CNN

Но, поговорим о приятном... о московских развлечениях, например. Неожданным по своей смелости стало очередное мероприятие, организованное партией «Единая Россия» в рамках предвыборной кампании. Нет, мы говорим не об арестах и многочисленных «внезапных» конфликтах с правоохранительными органами кандидатов в Думу от оппозиционных партий. А о концерте гражданской и патриотической песни, прошедшем в зале церковных соборов храма Христа Спасителя. Было бы небезынтересно узнать мнение электората на подобный «ход конем».

Но... Как мы уже упоминали однажды, ничто так не сплачивает народ как объединение против общего врага. Общим врагом снова избраны США, и молодые члены партии ЕР, как и «прокремлевских» молодежных движений, прекрасно об этом осведомлены. В этом свете распевание патриотических песен в Храме выглядит почти как воспитательный момент.

Одновременно с этим, западные новостные каналы упрямо называют В. Путина царем, и художественно переводят слова российских граждан «да, я пойду голосовать за Единую Россию и за Путина» как «Путин – наш царь, он для нас как Бог», но, сомневаясь при этом, очевидно, во вменяемости российских граждан, настаивают на расследовании нарушений в ходе выборов.

AND

Little golden America

Ilf & Petrov

Второе мероприятие, о котором нам хотелось бы упомянуть, случилось днем позже, и являло собой полную противоположность первому. В рамках празднования 200-летия российско-американских отношений, в [Московском Центре Карнеги](#) состоялась встреча, посвященная 70-летию со дня выхода в свет книги И. Ильфа и Е. Петрова «Одноэтажная Америка», и публикации новой книги об Илье Ильфе «Илья Ильф и фотография» /« Ilya Ilf and Photography» (Издательство «Пунктум», 2007).



Аудитория этого семинара состояла по большей части из людей, чье поколение не понаслышке знает о временах «холодной войны» между нашими странами, о том как мы становились то друзьями, то врагами, но сложно было представить себе более трепетное и бережное отношение к тому, что нас связывает гораздо больше, чем разделяет – к человеческому желанию жить в мире и счастье. Несмотря на то, что об этом думают в Кремле или Белом доме.

И, наконец, на [AmCham's Annual Wings of Success Holiday Party](#), ни за столами, ни на танцполе не ощущалось следов «классовой вражды», даже, несмотря на продолжительную, но красивую речь В. Познера на свою излюбленную тему «какие мы разные».

Зато трогательно и удивительно получил «Крылья» Марк Захаров как дань за вклад в развитие культурных отношений между нашим странами, и конечно же, за «Юнону и Авось». Русские сердца забились чаще, но американские уши остались почти равнодушны.

Вечер был на редкость теплым, похоже даже теплее, чем июльская рыбалка в Кеннебанкпорте. Так и хочется сказать, что главное, что примиряет нас – это любовь к лобстерам.

Bottom fishing? – Keep your temper first.

Но, в общем-то, разговор сегодня пойдет о том, достиг ли американский финансовый рынок «дна» и наступило ли уже время покупок. Вопрос этот возник не случайно, а по причине фантастического по степени своего оптимизма скачка американских акций в прошлую среду (+330 пунктов Dow Jones и +80 пунктов по NASDAQ увидишь далеко не каждый день!).

Мы не решимся обнадеживать своих читателей прогнозами скорого исполнения желаний, ни к Рождеству, ни к Новому году. Мы все еще далеки от того, чтобы давать рекомендации «Ву», зато можно ни о чем не заботясь, уехать на новогодние каникулы в дальние страны, или продолжать игру на понижение.

Понимая, что наиболее актуальный вопрос для любой инвестиционной стратегии, это вопрос «когда?», мы попробуем дать на него ответ. Рыночный консенсус все больше склоняется к тому, что ситуация начнет выправляться с середины будущего года. Мы избрали другой путь, предлагая не гадать о сроках, но скорее опереться на некоторые признаки, заметив которые можно будет судить о том, что «дно» уже близко.

И начнем ab ovo – от американского housing market.

Индекс компаний домостроительной индустрии США выглядит удручающе – падение от максимума (середина 2004 года!) составило уже 75%, и мы видим, что есть еще некоторый запас для снижения.

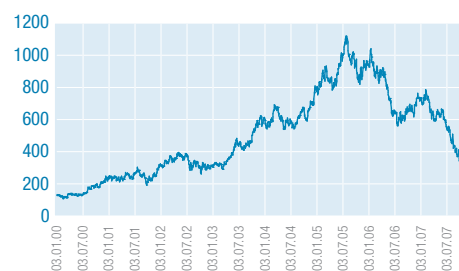
Мы получили неплохие цифры начала нового строительства за октябрь, показавшего 3%-ый рост, но даже эта хорошая новость не может исправить ситуацию и вдохновить рынок. Подробное изучение отчета говорит о том, что большая часть закладок новых домов пришлось на многоквартирные дома – наиболее волатильный сегмент, в то время как за односемейные дома строители принимают далеко не так охотно.

Продажи домов на вторичном рынке за два года (со своего максимума 7,25 млн. в месяц до 5 млн.) сократились на 30%.

Последние данные также не улучшают картины – продажи односемейных домов и кондоминиумов в октябре упали еще на 1,2% по сравнению с сентябрем – было продано 4,97 млн. домов годовом исчислении, что стало самым низким уровнем с 1999 года, когда начали производиться расчеты.

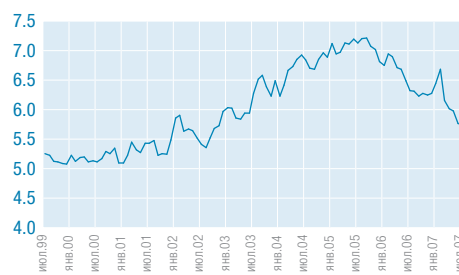
Запасы выставленных домов соответствуют почти 11 месяцам продаж при текущих темпах продаж, а запасы односемейных домов – 10,5 месяцам (самые высокие показатели с 1999 и 1985 года соответственно).

Индекс компаний домостроительной индустрии США.



Данные Bloomberg

Продажи домов на вторичном рынке (м.м., %)



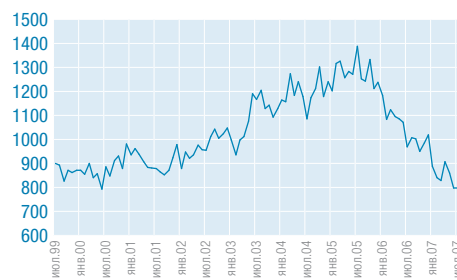
Данные Bloomberg

Продажи новых домов за тот же двухлетний период сократились на 50% до 700 тыс. в месяц.

Октябрьские данные по продажам вышли с повышением, но в результате пересчета месячной базы, результат оказался ниже ожиданий.

Почти на 9% упала за месяц медианная цена на новые односемейные дома, что вкуче с некоторым увеличением продаж выглядит неплохо, но запас новых домов остается на высоком уровне – 8,5 месяцев при текущих темпах продаж.

Продажи новых домов (м./м., %)

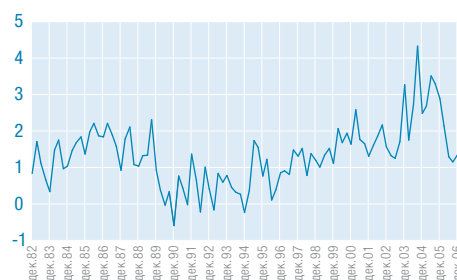


Данные Bloomberg

Прирост цены на дома во втором квартале этого года приблизился к нулю, и, похоже, в третьем и четвертом квартале мы сможем увидеть отрицательную величину.

Медианная цена всех типов домов вторичного рынка упала за год на 5,1%, и, по мнению экспертов Merrill Lynch, «точка разворота» этого рынка лежит еще на 10% ниже от сегодняшних уровней. И дело здесь не в том, что покупатели ждут более выгодных условий (несмотря на ожидания снижения ставки ФРС, условия ипотеки становятся более жесткими), а в степени уверенности американских потребителей, которая, исходя из индекса потребительского доверия неумолимо снижается, сократившись за год со 106 до 76 пунктов.

Прирост цены на дома (кв./кв., %)



Данные Bloomberg

Заявки на новое строительство в ноябре уменьшились на 4,3% по сравнению с показателем октября, и, надо учитывать, что данные для подсчета не учитывают размеры строящихся домов, а между тем, по словам обозревателей The Economist, жители многих городков весьма недовольны изменениями планов застройщиков: вместо обещанных «респектабельных соседей» в просторных домах напротив, они получают довольно разношерстную и многочисленную компанию новых домовладельцев в густо застроенном небольшими домишками районе.

Но вернемся к цифрам закладок новых домов. Оптимальным числом начала строительства в условиях растущей экономики считается 2 млн. Средний показатель третьего квартала – 1,2 млн. (Est.) в месяц. Количество непроданных домов на рынке сохраняется на уровне около 10 месяцев продаж – максимум за последние 16 лет. Расчеты говорят о том, что здесь «дном» можно считать показатель 800 тыс. – 1 млн. новых закладок в месяц. Где-то в районе этого уровня находится «точка перелома», от которой ситуация начнет постепенно выравниваться. Сколько на это потребуются времени?

Продажи домов добрались до текущих значений за два года, дорога вверх обычно занимает гораздо больше времени. Но если вопрос ставить по другому, а именно – в какой момент стоит инвестировать в акции домостроительных компаний, компании, производящие инструменты и стройматериалы, и какой момент в принципе можно считать разворотным для американской экономики в целом, то ответ лежит где-то здесь – когда мы увидим цифру 800 тыс.

Снова задаваясь вопросом, не пришло ли время делать покупки, мы обращаемся к здравому смыслу, призывающему продолжить цепочку связей от рынка жилой недвижимости до потребительских расходов (2/3 ВВП США составляет внутреннее потребление), и получается, что истинные масштабы влияния жилищного кризиса на экономику США нам только предстоит увидеть. **Множество индикаторов, таких как показатель безработицы, совокупное потребление домашних хозяйств, темпы роста ВВП имеют запаздывающий характер, и их замедление сможем мы увидеть лишь в следующем году. Абсолютно также как и реальные убытки и потери финансового и банковского сектора экономики.**

Рассматривая график индекса американских банков, мы не станем утверждать, что кредитной сфере действительно грозит коллапс.

От своего максимума в начале года индекс упал на 25%, и, как мы полагаем, вероятность падения еще на 10-15% все еще велика. При достаточной инерции, падение может составить и 25%, и, таким образом, значение индекса может вернуться к уровню 60 пунктов, служившему верной поддержкой на протяжении 1997 – 2002 годов.

Почему мы при этом не называем 50-ти процентное падение кризисом кредитной сферы? Мы бы скорее говорили о большой вероятности кризиса отдельных американских банков. С одной стороны, акции банков существенно подешевели вследствие списания обесцененных производных бумаг, обеспеченных зкладными. С другой стороны, **число банков, чьи акции потеряли в цене более 30% всего шесть из 24, составляющих индекс:**

- Washington Mutual – 60%
- National City – 47%
- Citigroup – 42%
- Zion Bancorporation – 36%
- Huntington Bancshares – 36%

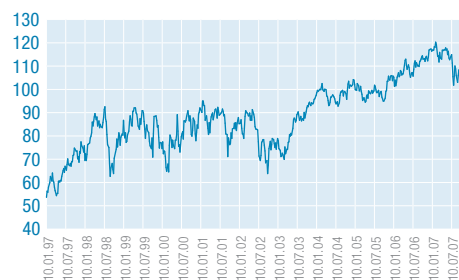
И. надо отметить честно, что с этого момента мы призываем в помощь инструменты технического анализа, и рассматриваем графики очень тщательно. В качестве хорошего примера мы взяли график акций Citigroup, банка, который пострадал больше других (списания в III квартале составили US\$6,8 млрд. (Reuters), а до конца года могут быть списаны активы еще на US\$11 млрд.

Акции Citigroup уже потеряли 42%, когда банк получил помощь со стороны азиатских инвесторов – Abu Dhabi Investment Authority инвестирует в капитал банка US\$7,5 млрд. И случается это как раз в тот момент, когда акциям не хватает подешеветь еще на три доллара и добраться до уровня поддержки US\$28,0.

Понимая сложность момента для прогнозирования (технически от этого уровня акции могут как направиться вверх, так и упасть глубоко вниз), **мы обращаемся к цифре US\$11 млрд., и даже принимая во внимание, что кроме нас о предстоящем вероятном (!) списании осведомлен весь рынок, и, соответственно, этот сценарий заложен в ценах, мы ставим на нисходящий тренд.**

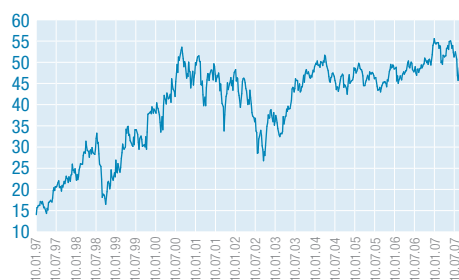
Классические правила технического анализа нам говорят о возможности падения курса акций до катастрофических US\$10,0, и, понимая, что падение в этом случае составит 80% от исторического максимума, мы сами себе не верим.

Индекс банков США (BKX, weekly)



Данные Bloomberg

Citigroup (weekly)



Данные Bloomberg

Но при этом, если бы в нашем портфеле были акции Citigroup, мы бы их немедленно продали. А, учитывая, что Citigroup – крупнейший банк США, то продали бы все банковские акции, и уехали бы в теплые страны на все рождественско-новогодние каникулы.

Обоснованные сомнения вызывает тот факт, что Citigroup является вторым по счету из наиболее крупных банков в мире, и если цена его акций стоит US\$10,0, это может означать только одно... осторожно поднимаем глаза от монитора компьютера и мужественно оглядываем руины мирового кризиса вокруг себя. В это верится с трудом, и пока **мы будем ориентироваться на уровень US\$25,0 в качестве поддержки.**

Ситуация с индексом брокеров и дилеров немного другая – сам индекс выглядит весьма многообещающе для тех, кто рассчитывает на падение акций этих компаний. **Конфигурации, образованные на графике показывает на возможность снижения еще на 25% от текущего уровня.** При этом интересно посмотреть на результаты акций компонентов индекса с начала года и по сегодняшний день, которые различаются dramatically:

- Merrill Lynch – 43%
- Bear Stearns – 41%
- Morgan Stanley – 26%
- Lehman Brothers – 23%
- Goldman Sachs + 7%
- Ameritrade +13%
- Schwab (Charles) +18%

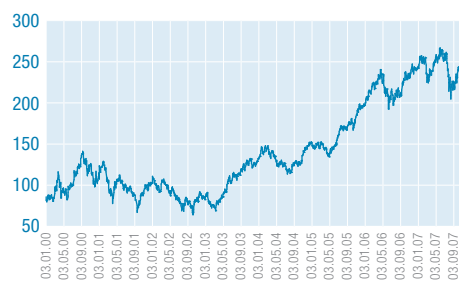
Интересно отметить, что по признанию экономистов Goldman Sachs, больше половины инвестиций в инструменты с фиксированной доходностью, компания вкладывала в европейские бумаги, что позволило получить в III квартале прибыль на 79% выше аналогичного периода прошлого года. Таким образом, Goldman Sachs так и осталась крупнейшей по капитализации компанией своего сектора, а авторитет ее заметно вырос, что мы могли наблюдать, хотя бы, на котировках банковских акций, волатильность которых теперь прямо пропорциональна тону высказываний аналитиков компании.

Посмотрим теперь на Dow Jones, так радовавший нас прошлую неделю, и снова обратимся к здравому смыслу. Понимая, что проблемы ипотечного кризиса и производных по закладным еще отзовутся эхом в следующем году, и нам еще предстоит получить формальные доказательства замедления экономики, выраженные в снижении макроэкономических данных, мы далеки от оптимистичных прогнозов.

Dow Jones, безусловно, имеет крепкую поддержку на уровне 12800 пунктов, и еще более заметную помощь оптимистично настроенных инвесторов, и, возможно, нам бы стоило говорить о боковом тренде в среднесрочной перспективе.

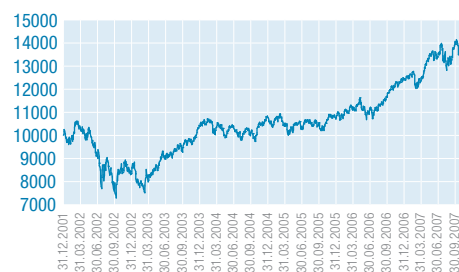
Однако более вероятным сценарием нам представляется постепенное снижение рынка за уровень поддержки 12800 пунктов, постепенное охлаждение, результаты которого станут очевидны только по итогам года.

Индекс брокеров и дилеров США (XBD)



Данные Bloomberg

Dow Jones Industrial Average



Данные Bloomberg

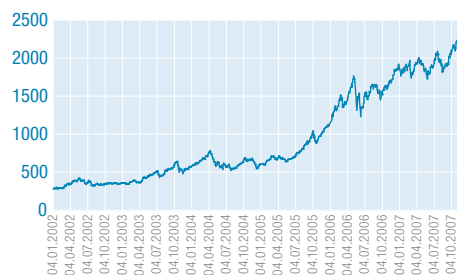
Индекс РТС продолжает оставаться в пределах восходящего коридора. Столкнувшись с его верхней границей, индекс скорректировался вниз на 170 пунктов (7,3%), и от уровня 2130 снова начал подъем.

В подобной небольшой коррекции мы видим позитивный настрой на дальнейший рост, обусловленный как непосредственно техническими факторами, так и благоприятным внешним фоном.

Относительно последнего, мы бы отметили еще один обнадеживающий момент, связанный с выборочной корреляцией индекса РТС с фондовыми индексами развитых и развивающихся рынков, которая проявляется в гораздо большей мере при росте рынков, в то время как при их падении, реакция российского рынка остается крайне сдержанной.

В самое ближайшее время мы допускаем возможность продолжения понижательной коррекции индекса РТС с поддержкой на уровне 2100 пунктов, однако более вероятным сценарием видится восстановление восходящей тенденции и постепенное продвижение к цели 2500 пунктов.

Индекс РТС



Данные Bloomberg

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							49,01
Газпром	8000	9,08	235,07	13,1	104800	44,27	13,28
Лукойл	1350	74,60	1931,27	86,30	116505	15,68	14,77
Сургутнефтегаз	90000	1,12	29,00	1,173	105570	4,73	13,38
Татнефть	10000	4,36	112,87	5,98	59800	37,16	7,58
Банки							14,88
ВТБ	16400000	0,00552	0,1429	0,00457	74948	-17,21	9,50
Сбербанк	10000	3,56	92,03	4,25	42450	19,41	5,38
Энергетика							3,93
РАО ЕЭС	25000	1,256	32,52	1,24	31025	-1,19	3,93
Металлургия							10,47
ВСМПО-Ависма	100	300	7476,9	315,00	31500	5,00	3,99
ММК	40800	1,15	28,661496	1,28	52224	11,30	6,48
Телекомы							8,13
МТС	3300	9,30	240,76	14,70	48510	58,06	6,15
Уралсвязьинформ	240000	0,057	1,46	0,0652	15648	14,39	1,98
Химия							4,93
Акрон	960	30,75	766,3392	40,50	38880	31,71	4,93
Облигации							8,50
Паи "Фонд облигаций"	25000	2,4021	62,19	2,6817	67042,5	11,64	8,50
УК ПИОГЛОБАЛ							
Итого:					788902,5		100
Доход по портфелю за весь период (с 29.05.2007)						32,39	

Со дня формирования портфеля (29 мая 2007 года) совокупный доход по всем позициям составил 32,39%. За то же период индекс РТС вырос на 26,73%.

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

В среднесрочной перспективе мы видим хорошие возможности роста этих бумаг, и сокращать позиции по этим бумагам пока не планируем.

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

Структура модельного портфеля

