

Ежемесячный обзор рынка

Июль 2007

Переоценка кредитных рисков на фоне обострения ситуации с высокорискованными ипотечными облигациями в США спровоцировала в конце июля резкую коррекцию на глобальных рынках. На долговых рынках сильнее всего пострадали наиболее рискованные сегменты. Рынок рублевых облигаций вырос на 0,86% в июле, вновь продемонстрировав свою устойчивость к негативным изменениям глобальной конъюнктуры. Индекс РТС обновил исторический максимум (2091 пунктов.) 23 июля, но в ходе коррекции потерял часть прибыли и в итоге вырос на 5,1%. На российском рынке коррекция была сконцентрирована в основном в бумагах нефтегазовых компаний и Сбербанка. В августе мы ожидаем рост волатильности с появлением новой информации о влиянии кризиса на кредитных рынках на глобальную макроэкономику и допускаем некоторое снижение развивающихся рынков акций. Однако развитие серьезного кризиса маловероятно, и дальнейшее снижение российского рынка акций должно рассматриваться как повод для покупки.

Внешние факторы

Динамика глобальных рынков была практически единственным фактором, на который обращали внимание российские рынки в июле. Первая половина месяца была весьма позитивной, но в середине июля началась сильная коррекция в сегменте высокорисковых облигаций в США и Европе. Рост процентных ставок привел к удорожанию кредитов, как для американских компаний, так и для населения. Следствием стал спад на рынке недвижимости, а банки, выдававшие ипотеку ненадежным заемщикам, столкнулись с резким ростом просроченной задолженности. Многие такие кредиты были секьюритизированы, и понижение рейтингов по ним со стороны S&P и Moody's стало триггером для коррекции на глобальных долговых рынках в середине июля. Инвесторы, опасаясь масштабов кризиса плохих долгов, предпочли уйти в безрисковые активы. В результате, резкое снижение «аппетита к риску» затронуло не только «бросовые» ипотечные облигации, но и кредитные риски в целом.

Мы считаем, что рынок недвижимости в США был перегрет, а кредитные риски были недооценены из-за избыточной глобальной ликвидности. Пока кризис плохих долгов остается в рамках данного сектора, его влияние на глобальную экономику и рынки остается ограниченным. При этом инвесторы будут внимательно следить за новой информацией, что приведет к сохранению волатильности на всех рынках.

В последнюю неделю июля рост нервозности из-за проблем в ряде хедж-фондов и банков привело к значительной коррекции и на глобальных рынках акций, причем развивающиеся рынки в ходе этой коррекции показали большую устойчивость, чем рынки акций США и Европы. Российский рынок в целом двигался вместе с другими развивающимися рынками и снизился с исторического максимума на 5%.

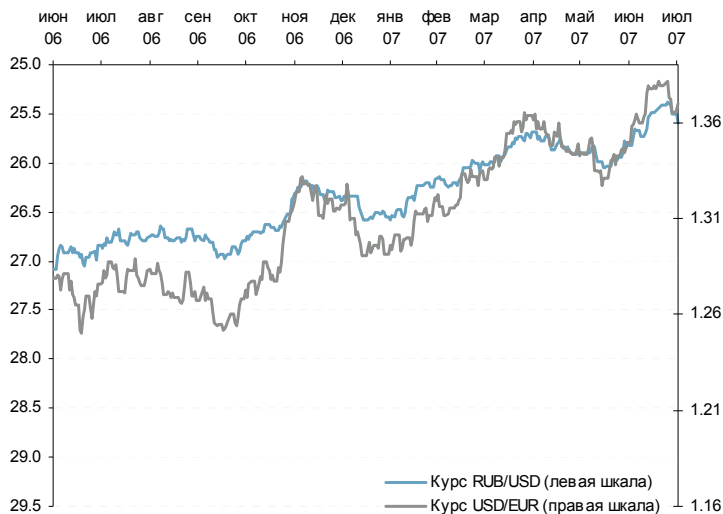
Вместе с тем, переоценка рисков пока не затрагивает цены на сырьевые товары – ключевой фактор среднесрочной привлекательности российского рынка. Цены на нефть установили в конце июля новый исторический максимум, и это до начала сезона ураганов и на фоне опасений по поводу глобального роста. В то же время, мы считаем, что дальнейший рост будет ограничен ввиду вероятной интервенции ОПЕК. Цены на сталь хотя и снизились несколько после рекордов 2-го квартала, но остаются высокими. Цветные металлы также стабильно высокие, за исключением никеля; впрочем, мы ожидаем укрепления спроса на никель со стороны производителей нержавеющей стали осенью.

Сильная динамика сырьевых цен объясняется тем, что рынок не видит угроз для спроса со стороны развивающихся рынков – в первую очередь Китая и Индии – даже при условии замедления экономики США. Таким образом, когда рынки успокоятся, российские акции могут двигаться лучше остальных рынков. Наш базовый сценарий состоит в том, что последние события представляют собой переоценку кредитных рисков от неоправданно низкого уровня до адекватного, и влияние этого на глобальную макроэкономику и рынки акций будет ограниченным. Вместе с тем, коррекция на развивающихся рынках еще не закончена, и август будет отличаться повышенной волатильностью.

Рубль двигался вслед за евро, который укрепился против доллара на фоне возросших опасений относительно масштаба кризиса высокорискованных ипотечных облигаций в США. Таким образом, пока глобальная ситуация на стороне ЦБ. Однако, высокая накопленная с начала года инфляция скорее всего вынудит ЦБ на дальнейшие шаги по укреплению рубля.

Внутренние факторы

Наиболее громким событием июля стала победа Сочи в борьбе за право проведения зимней Олимпиады 2014 года и утверждение соответствующей правительственной программы развития города. Это благоприятно скажется на показателях региональной электросети, строительных, цементных предприятий, металлургических компаний, и еще раз подчеркивает привлекательность инфраструктурных отраслей в долгосрочной перспективе.



В электроэнергетике правительство сделало очередные важные шаги в реформировании отрасли. Во-первых, были объявлены оценки ГЭС, на основании которых их акции будут конвертированы в акции ГидроОГК. Это позволяет рассматривать акции ГЭС в качестве долей в будущей компании и приобретать их из стратегических соображений, ориентируясь в первую очередь на выгоду покупки, а не на текущую ликвидность. Во-вторых, был разрешен обмен долями государства и миноритариев в генерирующих активах РАО ЕЭС, в результате которого Газпром получил крупные пакеты в ОГК-2 и ОГК-6, а СУЭК – в ТГК-12 и ТГК-13. Как следствие, мы ожидаем существенного снижения цены акций этих компаний на аукционах РАО ЕЭС из-за исчезновения премии за контроль. В-третьих, был утвержден план реформирования распределительных сетей с разделением на 11 крупных региональных МРСК, а также выбор 12 сетевых компаний, которые уже с 2008 года перейдут на эффективное ценообразование. Новый план предусматривает ускорение реформы по сравнению со старым, что позволит МРСК раньше перейти на эффективное ценообразование и увеличивает справедливую оценку их стоимости.

Рынок акций

В первой половине июля индекс РТС уверенно пробил сопротивление на отметке 1950 пунктов и вскоре обновил исторический максимум, достигнув 2091 пункта 23 июля. Однако за последнюю неделю индекс потерял половину июльского роста в связи с глобальной коррекцией на рынках акций. Коррекция была очень неравномерной: от нее пострадали в основном ликвидные бумаги нефтегазовых компаний и Сбербанк, притом, что



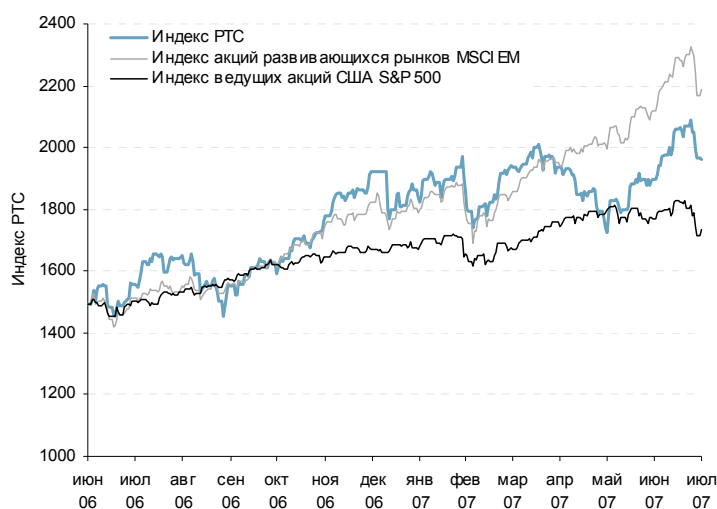
нефть находится на исторических максимумах, а расширение кредитных спредов на развитых рынках Сбербанку ничем не грозит. Неравномерность коррекции стала основной причиной отставания нашего портфеля от индекса РТС, который в итоге вырос на 5.07% за июль (в долларовом выражении). Северсталь, «префы» Транснефти, Сбербанк и Лукойл оказались в лидерах; в отстающих - Полюс Золото, ВСМПО-Ависма и привилегированные

акции Сбербанка. Дисконт «привилегированных» акций Сбербанка к обыкновенным в июле расширился до 30%, и приближается к историческим максимумам. По нашим оценкам дисконт сократится до справедливого уровня в 10%, как только на рынке возникнет устойчивый тренд.

Коррекция пока слабо влияет на акции малой капитализации, индекс РТС-2 в июле показал устойчивый рост на 3.2% (в долларовом выражении). Лидерами роста были акции компаний потенциально выигрывающих от начала инвестиций в инфраструктуру Сочи (девелоперы, региональные энергокомпании, строительные компании). Доля таких компаний в нашем портфеле составляет около 12%, что позволило нам показать динамику близкую к росту индексов.

Портфель акций

В июле мы сделали несколько изменений в структуре портфеля. После достижения индексом исторических максимумов и начала коррекции на глобальных рынках мы зафиксировали часть прибыли и снизили вес акций до 80% от нейтрального веса. Сокращение коснулось акций телекоммуникационного сектора и металлов. Вместе с тем мы сохранили высокий вес нефтяного сектора в портфеле, так как считаем, что хорошие результаты компаний за 2 квартал и продолжающееся повышение прогнозов цены на нефть глобальными банками позволит этому сектору показать высокий рост во второй половине года. Портфели отстали от динамики индекса в основном из-за неравномерности коррекции на рынке, которая в последние дни месяца была сконцентрирована в бумагах Сбербанка и Татнефти, которые занимают достаточно высокую долю в портфеле и, на наш взгляд, выглядят более привлекательно, чем рынок в целом на горизонте в несколько месяцев.



Рынок облигаций

«Бегство в качество» привело к коррекции на долговых рынках развивающихся стран: спреды суверенных облигаций развивающихся рынков к Казначейским обязательствам расширились на 30-50 базисных пунктов, а их валюты упали на 3-5%. Хотя с фундаментальной точки зрения экономика развивающихся стран остается в хорошей форме, отток ликвидности в безрисковые активы привел к переоценке кредитных рисков. Сильнее всего пострадали наиболее рискованные сегменты долговых рынков. Так, казахстанские корпоративные бумаги упали на 2,3%, российские на 0,9%, а суверенные российские еврооблигации выросли на 0,2%.



Уверенность в дальнейшем укреплении рубля поддерживала ликвидность на рынке рублевых облигаций. В результате, лишь ликвидные облигации несколько скорректировались к концу месяца, при этом доходность рынка рублевых облигаций (индекс Cbonds) составила +0,86% за июль.

Портфель облигаций

Доходность по облигациям на рублевых счетах составила +0,8% за июль и +1,4% на оффшорных счетах. Ставка на рублевые облигации в портфеле оффшорных клиентов обеспечила дополнительный 1% по сравнению с доходностью индекса (композиционный индекс RUBI/Cbonds +0,4%). Свой вклад внесли как укрепление рубля на 0,8% (благодаря позитивной динамике курса евро/доллар), так и устойчивость рублевых облигаций к негативной внешней обстановке.

В июле мы продолжили поиск новых идей среди первичных размещений для портфеля рублевых облигаций. Мы участвовали в дебютном размещении «МПМ Магнолия» с доходностью 12% на 1 год и во 2-м выпуске СтройТрансГаза с доходностью 9% на 5 лет. Компания СтройТрансГаз является одним из крупнейших игроков на рынке нефтегазового строительства с выручкой более \$1,5 млрд за 2006 г. Большие планы нефтегазовых компаний по капитальным инвестициям благодаря сохраняющимся высоким ценам на нефть, а также реформа электроэнергетической отрасли обеспечит высокий спрос на услуги компании. Магнолия - это сеть продуктовых магазинов шаговой доступности в Москве и Московской области. Нам нравится выбранный компанией формат, высокие темпы роста, невысокая текущая долговая нагрузка и взвешенный подход менеджмента к дальнейшему развитию компании.

Оценка
перспектив

В августе, скорее всего, сохранится тесная корреляция российских рынков с глобальными рынками. Наиболее важный вопрос – насколько далеко зайдет переоценка рисков. Мы считаем, что последние события представляют собой переоценку кредитных рисков от неоправданно низкого уровня до адекватного, и влияние этого на глобальную макроэкономику и рынки останется ограниченным. При этом инвесторы будут внимательно следить за новой информацией, что приведет к росту волатильности на всех рынках. В такой ситуации для инвестиций в облигации рынок рублевых инструментов выглядит более привлекательным, так как ожидания укрепления рубля смягчают влияние негативных внешних факторов.

Коррекция американского рынка акций по индексу S&P500 технически близка к завершению, но мы ожидаем, что рынок США останется очень волатильным в преддверии дальнейших понижений кредитных рейтингов банков США. Мы допускаем еще одно снижение на развивающихся рынках акций на 4-5%, однако эти рынки по-прежнему останутся в рамках растущего тренда и дальнейшая коррекция будет краткосрочной. Российский рынок акций останется под давлением внешних рисков в августе. Вместе с тем стабилизация на рынке долга и позитивные результаты за 2 квартал, ожидаемые по ряду секторов в конце месяца, должны дать толчок к росту рынка. Мы сохраняем позитивный взгляд до конца года и рекомендуем использовать слабость рынка для постепенного увеличения позиций в акциях.

ДАННЫЙ ОТЧЕТ ИМЕЕТ ТОЛЬКО ИНФОРМАЦИОННОЕ ЗНАЧЕНИЕ И НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ ПРОВОДИТЬ ОПЕРАЦИИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ. ЭТОТ МАТЕРИАЛ НЕ ПРЕДНАЗНАЧЕН И НЕ ДОЛЖЕН ТРАКТОВАТЬСЯ КАК ПРЕДЛОЖЕНИЕ ИЛИ РЕКЛАМА КАКИХ-ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ НА ТЕРРИТОРИИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ О ПРОДАЖЕ ЛИБО ПРИГЛАШЕНИЕМ НАПРАВЛЯТЬ ПРЕДЛОЖЕНИЯ О ПОКУПКЕ КАКИХ-ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ НА ТЕРРИТОРИИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ.

НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ ПРЕДОСТАВЛЕН ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО С ЦЕЛЬЮ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ИНФОРМАЦИИ. ОТЧЕТ ОСНОВАН НА ИНФОРМАЦИИ, КОТОРУЮ МЫ СЧИТАЕМ НАДЕЖНОЙ, ОДНАКО МЫ НЕ УТВЕРЖДАЕМ, ЧТО ВСЕ ПРИВЕДЕННЫЕ СВЕДЕНИЯ АБСОЛЮТНО ТОЧНЫ. РЕНЕССАНС КАПИТАЛ И ЕГО АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА, ДИРЕКТОРА, ПАРТНЕРЫ И СОТРУДНИКИ, В ТОМ ЧИСЛЕ ЛИЦА, УЧАСТВУЮЩИЕ В ПОДГОТОВКЕ И ВЫПУСКЕ ЭТОГО МАТЕРИАЛА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ИСПОЛЬЗОВАНИЕ КЛИЕНТАМИ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В ОТЧЕТЕ, А ТАКЖЕ ЗА ОПЕРАЦИИ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ, УПОМИНАЮЩИМИСЯ В НЕМ. ПО ПОВОДУ ИНФОРМАЦИИ И СОДЕРЖАЩИХСЯ В ОТЧЕТЕ НЕ ДАЕТСЯ НИКАКИХ ЗАВЕРЕНИЙ И ГАРАНТИЙ И НЕ БЕРУТСЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА (ПРЯМО ВЫРАЖЕННЫЕ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫЕ) В ОТНОШЕНИИ ИХ СПРАВЕДЛИВОСТИ, АККУРАТНОСТИ, ПОЛНОТЫ ИЛИ ПРАВИЛЬНОСТИ.

ЛЮБЫЕ ЛИЦА, РАССМАТРИВАЮЩИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ, УПОМЯНУТЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, НЕ ДОЛЖНЫ ПОЛАГАТЬСЯ В ПРИНЯТИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ НА ОТЧЕТ И ПРИВЕДЕННЫЕ В НЕМ МНЕНИЯ, ПРОВОДЯ СОБСТВЕННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИЗ ЦЕННЫХ БУМАГ И СВЯЗАННЫХ С ИХ ПРИОБРЕТЕНИЕМ РИСКОВ. МЫ НЕ БЕРЕМ НА СЕБЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА РЕГУЛЯРНО ОБНОВЛЯТЬ ИНФОРМАЦИЮ, КОТОРАЯ СОДЕРЖИТСЯ В ОТЧЕТЕ ИЛИ ИСПРАВЛЯТЬ ВОЗМОЖНЫЕ НЕТОЧНОСТИ.

ДАННЫЕ МАТЕРИАЛЫ ЛИБО ИХ КОПИИ НЕ ПОДЛЕЖАТ ПЕРЕДАЧЕ В СОЕДИНЕННЫЕ ШТАТЫ АМЕРИКИ ЛИБО РАСПРОСТРАНЕНИЮ ПРЯМО ЛИБО КОСВЕННО В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ ИЛИ (1) ЛЮБОМУ ФИЗИЧЕСКОМУ ЛИЦУ, ПРОЖИВАЮЩЕМУ НА ТЕРРИТОРИИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ, (2) ЛЮБОМУ ЮРИДИЧЕСКОМУ ЛИЦУ ИЛИ ПАРТНЕРСТВУ, ИНКОРПОРИРОВАННЫМ В СООТВЕТСТВИИ С ЗАКОНОМ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ, (3) ЛЮБОМУ ТРАСТУ В КОТОРОМ ТРАСТИ ЯВЛЯЕТСЯ ЛИЦОМ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ (В СООТВЕТСТВИИ С ОПРЕДЕЛЕНИЕМ ПОЛОЖЕНИЯ S ЗАКОНА СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ «О ЦЕННЫХ БУМАГАХ» ОТ 1933 ГОДА С ИЗМЕНЕНИЯМИ), (4) ЛЮБОМУ ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВУ ИЛИ АГЕНТСТВУ ИНОСТРАННОЙ КОМПАНИИ РАСПОЛОЖЕННОМУ НА ТЕРРИТОРИИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ, ЛИБО (5) ЛЮБОМУ ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВУ, АГЕНТСТВУ ЛИЦА СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ, ЕГО АФФИЛИРОВАННЫМ ЛИЦАМ, НАХОДЯЩИМСЯ ЗА ПРЕДЕЛАМИ ТЕРРИТОРИИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ. НАРУШЕНИЕ УКАЗАННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ ЯВЛЯЕТСЯ, БУДЕТ ЯВЛЯТЬСЯ НАРУШЕНИЕМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ О ЦЕННЫХ БУМАГАХ. ТАКЖЕ ДАННЫЕ МАТЕРИАЛЫ ЛИБО ИХ КОПИИ НЕ ПОДЛЕЖАТ ПЕРЕДАЧЕ В ЯПОНИЮ, КАНАДУ, АВСТРАЛИЮ ИЛИ В СОЕДИНЕННОМ КОРОЛЕВСТВЕ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ ЛИЦ, ИМЕЮЩИХ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЙ ОПЫТ В ВОПРОСАХ ИНВЕСТИРОВАНИЯ И ПОДПАДАЮЩИХ ПОД ОПРЕДЕЛЕНИЕ «ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОФЕССИОНАЛЫ» ПРИКАЗА 2005 (ДАЛЕЕ – «ПРИКАЗ») ГОДА, ИЗДАННОГО НА ОСНОВАНИИ СТАТЬИ 19(5) ЗАКОНА «О ФИНАНСОВЫХ УСЛУГАХ И РЫНКАХ» 2000 ГОДА (ФИНАНСОВАЯ РЕКЛАМА) и (ii) КОМПАНИИ С ВЫСОКИМ УРОВНЕМ ЧИСТЫХ АКТИВОВ ПОДПАДАЮЩИХ ПОД ПУНТЫ (a) – (d) СТАТЬИ 49 (2) ПРИКАЗА (ВСЕ УКАЗАННЫЕ ЛИЦА ДАЛЕЕ - «СООТВЕТСТВУЮЩИЕ ЛИЦА»). РАСПРОСТРАНЕНИЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА ИЛИ СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В НЕМ ИНФОРМАЦИИ МОЖЕТ БЫТЬ ОГРАНИЧЕНО ЗАКОНОМ И ЛИЦА, ВЛАДЕЮЩИЕ НАСТОЯЩЕЙ ИНФОРМАЦИЕЙ, ДОЛЖНЫ УЧИТЫВАТЬ И СОБЛЮДАТЬ ТАКИЕ ОГРАНИЧЕНИЯ.

ИНФОРМАЦИЯ И МНЕНИЯ, СОДЕРЖАЩИЕСЯ В ПРИЛОЖЕННОЙ ИНФОРМАЦИИ, ПРЕДОСТАВЛЯЮТСЯ НА ДАТУ ОТЧЕТА И МОГУТ БЫТЬ ИЗМЕНЕНЫ БЕЗ ПРЕДВАРИТЕЛЬНОГО УВЕДОМЛЕНИЯ.