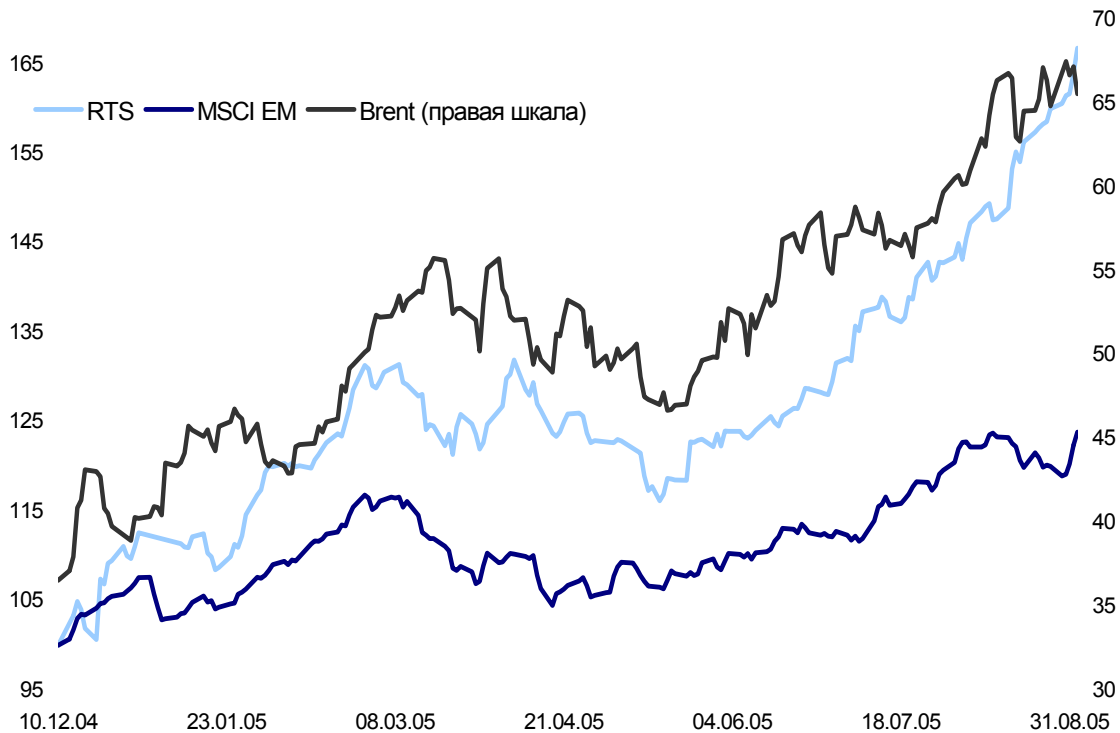


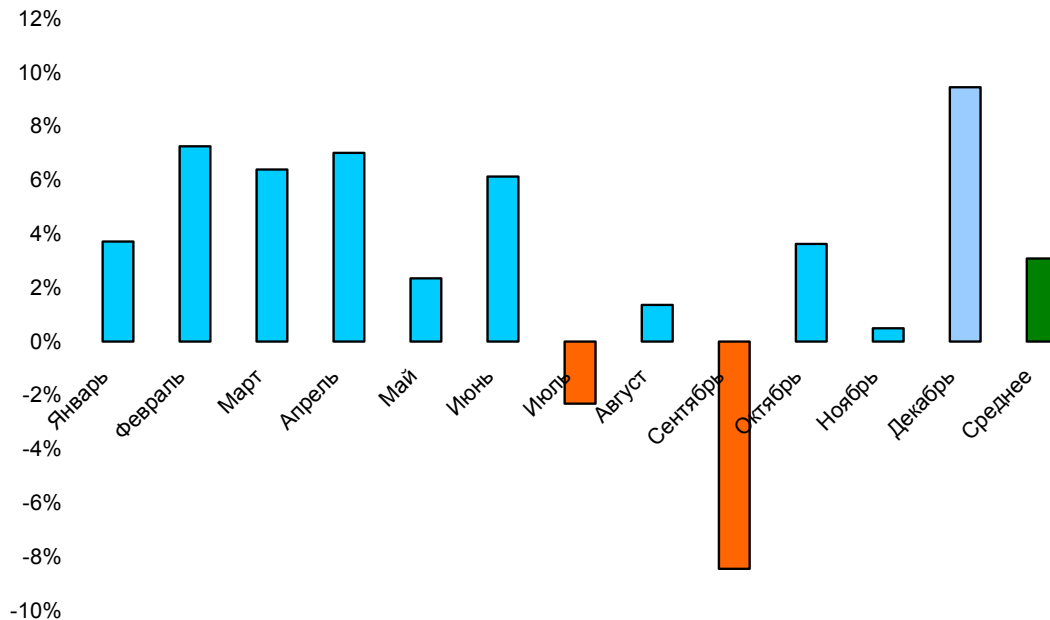
Широко шагаешь – штаны порвёшь или Осеннее отступление на финансовом фронте

*Мы все учились понемногу и потому шагаем в ногу -
Российские акции росли вместе с нефтью и развивающимися рынками*



Летнее солнышко действительно оказалось ласковым с российскими ценными бумагами. Индекс RTS впервые в истории рос всё лето без передышки, вложения в облигации принесли более 15% годовых. И только курс доллара почти не изменился, вернувшись к уровню начала июня. Рынок сохраняет солидный долгосрочный потенциал роста. Однако наступающая осень может оказаться холодной не только по физическим, но и по рыночным индикаторам. Сочетание внешних и внутренних факторов указывает на высокую вероятность нисходящей коррекции, как по акциям, так и по долгосрочным облигациям. Доллар же как раз может заметно укрепиться по отношению к российской валюте. Вероятно, краткосрочные долларовые обязательства этой осенью станут наиболее выгодными вложениями – с доходностью до 20% годовых в пересчёте на рубли. С другой стороны, краткосрочная коррекция может обеспечить привлекательную возможность для входа в рынок. Приблизительным ориентиром для этого может служить предыдущий исторический максимум индекса RTS – 785 пунктов.

*Холодная осень: традиционный сентябрьский обвал?
 Среднемесячные изменения индекса РТС с 1995 года*



Конъюнктура мировых рынков оставалась весьма благоприятной вплоть до начала августа. За первые два месяца лета индекс акций MSCI World прибавил около 6%, а аналогичный индекс MSCI Emerging Markets – почти 14% к середине августа. Среди международных инвесторов царила уверенность в устойчивости экономического роста и скором окончании цикла повышения учётной ставки ФРС. С другой стороны, рекордный рост цен на нефть делал российские акции исключительно привлекательными по сравнению с бумагами других стран. К тому же, продолжалась переоценка политических рисков России, стартовавшая ещё в начале года. Благодаря этим трём факторам, индекс РТС демонстрировал практически непрерывный рост с середины мая до начала сентября – второй по длительности за свою десятилетнюю историю.

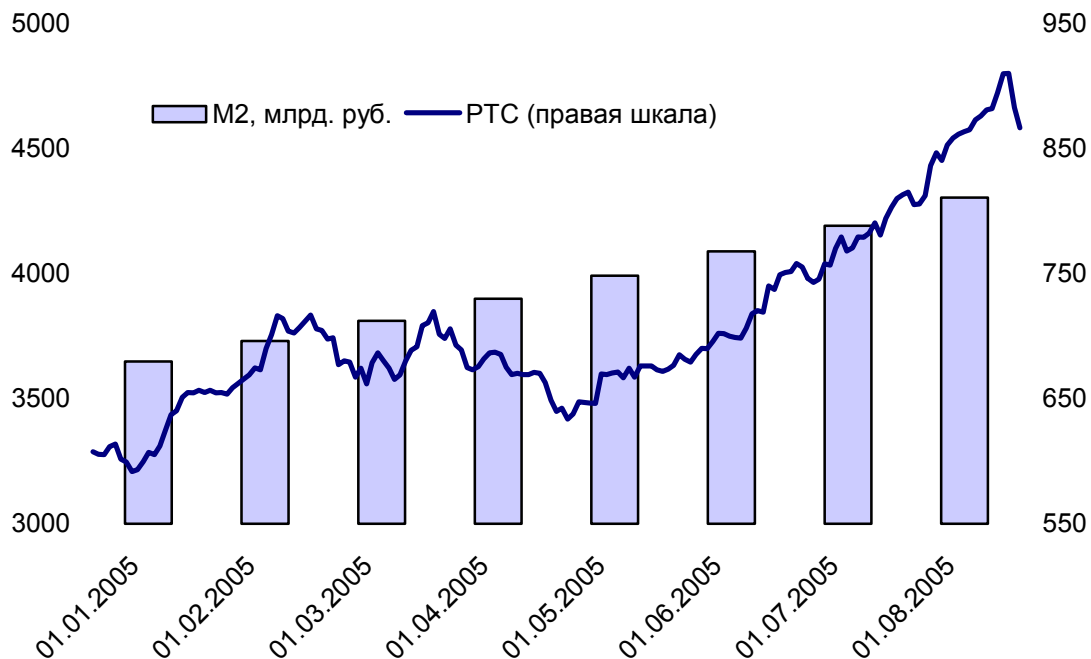
*История ралли: 17 периодов непрерывного роста индекса РТС
 (рост на 20% и более без коррекции хотя бы на 5%)*

Начало	Конец	Длительность, Совокупный		Среднедневной
		дней	рост	рост
30.09.99	23.11.99	54	50,28%	0,93%
10.12.99	27.12.99	17	45,59%	2,68%
29.12.99	10.01.00	12	30,53%	2,54%
15.02.00	10.03.00	24	25,47%	1,06%
28.06.00	29.08.00	60	44,30%	0,74%
03.01.01	15.02.01	43	42,53%	0,99%
04.04.01	22.06.01	79	41,30%	0,52%
03.10.01	13.11.01	41	35,78%	0,87%
14.12.01	12.02.02	60	30,05%	0,50%
20.02.02	17.05.02	86	47,60%	0,55%
31.03.03	28.04.03	28	24,00%	0,86%
08.05.03	07.07.03	59	23,58%	0,40%
17.07.03	20.10.03	95	50,43%	0,53%
19.11.03	12.04.04	145	62,60%	0,43%
28.07.04	08.10.04	72	33,28%	0,46%
10.12.04	09.03.05	89	31,40%	0,35%
16.05.05	05.09.05	112	43,63%	0,39%
<i>Среднее</i>		<i>60,3</i>	<i>38,67%</i>	<i>0,87%</i>

Однако как раз в августе финансовые власти США дали понять, что повышение учётной ставки может продолжаться ещё долго. Одновременно всё шире распространялись опасения, что сверхвысокие цены на нефть подорвут экономическую стабильность энергозависимых стран. В этих условиях инвесторы постепенно начали фиксировать прибыль – сначала на развитых рынках, а примерно с середины августа – и на развивающихся. Российские акции держались дольше всех, - благодаря высоким ценам на нефть и остаточному спросу отечественных игроков. Однако с начала сентября и они присоединились к общей тенденции.

Сентябрь вообще выделяется исключительно негативной сезонностью по всей истории индекса РТС. Аналогичная ситуация наблюдается и с индексом MSCI Emerging Markets, правда, там он слегка уступает в негативе августу. Между тем, уже три предыдущих года подряд российский рынок заканчивал сентябрь ростом. Очевидно, вероятность повторения такой аномалии четвёртый год подряд достаточно мала.

В ходе бурного летнего роста капитализация рынка заметно оторвалась и от макроэкономических показателей, в частности, от денежной массы. Временный возврат индекса РТС к предыдущему историческому максимуму в 785 пунктов мог бы ликвидировать этот разрыв.



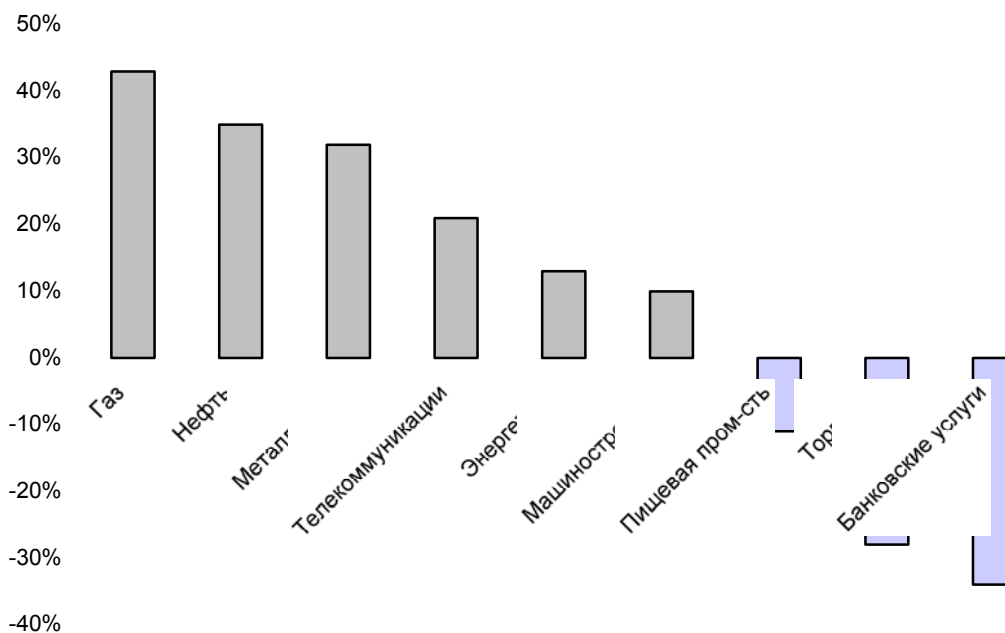
Большую роль в летнем подъёме сыграл спрос со стороны зарубежных инвесторов. Ещё в мае средняя доля российских акций в портфелях глобальных фондов была почти вдвое ниже, чем в эталонном индексе MSCI Emerging Markets. Однако уже к началу августа большинство таких фондов довели долю России до уровня, превышающего индексный. Правда, среднее превышение пока меньше 10%. Тем не менее, потенциал поддержки рынка со стороны нерезидентов, очевидно, стал гораздо слабее.

Серьезную поддержку котировкам российских акций может по-прежнему оказывать цена на нефть, - если только она не совершит слишком резких скачков. Чересчур резвый рост стоимости энергоносителей может спровоцировать серьезные экономические проблемы в азиатских странах, которые негативно отразятся на всех развивающихся рынках. С другой стороны, слишком резкое падение этой стоимости привело бы к оттоку капитала из российских ценных бумаг в азиатские и американские. Оптимальным сценарием, вероятно, была бы умеренная нисходящая коррекция цен на «чёрное золото» – порядка 5-7% в месяц к уровню 50 долларов за баррель смеси Brent.

Основным же позитивным фактором по-прежнему остаётся фундаментальный потенциал роста капитализации большинства крупных эмитентов. В первую очередь это касается акций нефтяных и металлургических компаний, которые до сих пор торгуются с дисконтом более 30% к международным аналогам по

соотношению цена/прибыль. Правда, в ряде других отраслей цены выглядят уже слегка натянутыми, но именно нефть и металлургия обеспечивают почти две трети капитализации индекса РТС. Таким образом, фундаментальная переоценка именно этих отраслей обеспечит долгосрочный рост всего российского рынка акций.

Дисконт российских акций к зарубежным аналогам по соотношению цены к ожидаемой прибыли за 2005 год (средние значения по отраслям)



В краткосрочной перспективе наиболее уязвимыми для нисходящей коррекции выглядят бумаги Норильского Никеля, Сургутнефтегаза, Сбербанка и РАО ЕЭС России. Первые два традиционно отличаются высокой волатильностью котировок. Акции крупнейшего банка РФ с начала года подорожали сильнее всех «голубых фишек» и торгуются с максимальной премией к зарубежным аналогам. Наконец, бумаги энергомнополии практически весь год отстают от рынка, и уклонение властей от ключевых решений по реформе отрасли ведёт лишь к усилению этого отставания.

Относительную стабильность по сравнению с другими бумагами в ходе коррекции, вероятно, смогут обеспечить акции Газпрома и Транснефти. Они исторически отличаются низкой корреляцией с остальным рынком, а бумаги нефтепроводной монополии, кроме того, сохраняют и большой фундаментальный потенциал роста.

С другой стороны, именно акции Норильского Никеля и Сургутнефтегаза могут оказаться среди лидеров в начале новой волны роста рынка. О покупках стоит задуматься, когда индекс РТС приблизится к отметке 800 пунктов. Это может произойти уже в сентябре. Ещё одна волна фиксации прибыли возможна по факту ожидаемого повышения кредитного рейтинга РФ со стороны Moody's в первой половине октября. Тем не менее, как мы уже говорили, нисходящая коррекция, скорее всего, будет сравнительно умеренной и краткосрочной.

Поэтому инвесторы должны быть готовы откупить подешевевшие бумаги в любой момент.

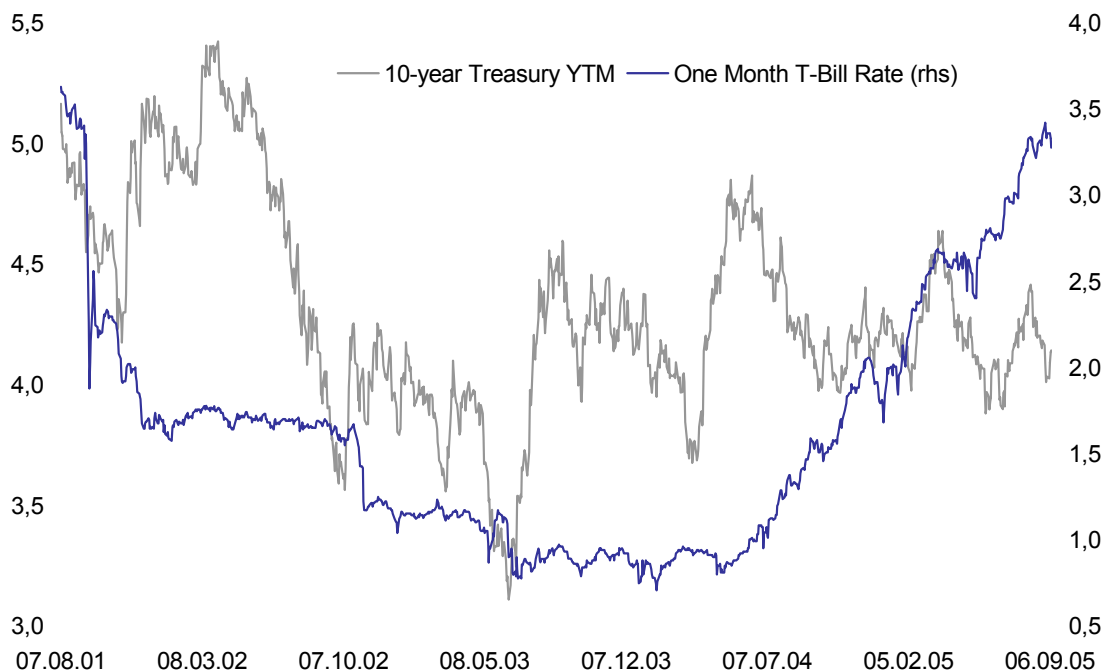
Рынок внешнего долга: сколько ни петь, всё амином вершить

Рост индексов еврооблигаций РФ и развивающихся рынков с начала года



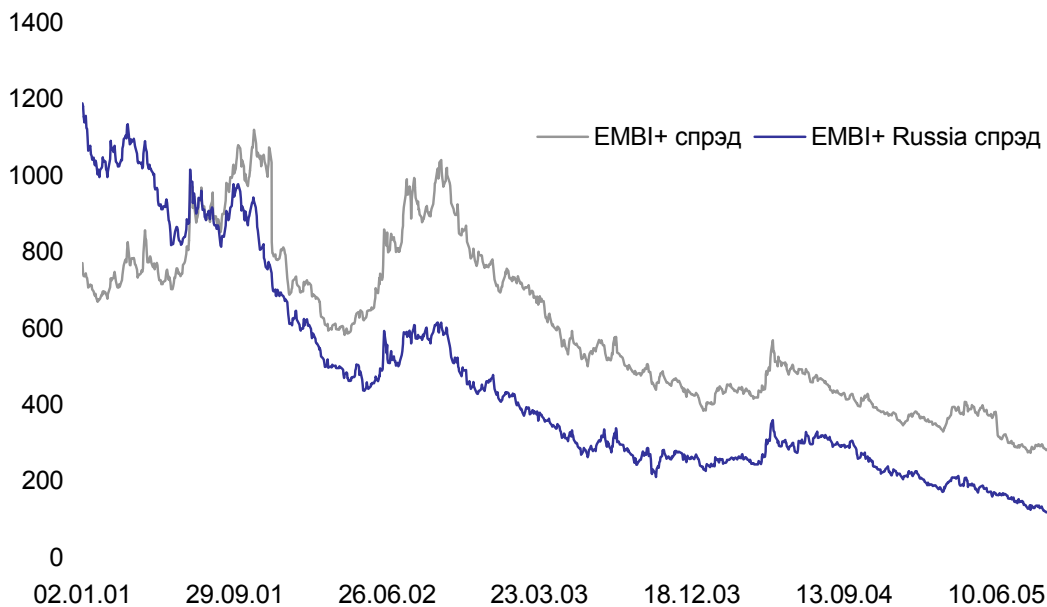
Стабильность процентных ставок по облигациям на фоне повышения учётной ставки ФРС продолжает удивлять многих маститых экспертов, включая самого Алана Гринспена. Между тем, учётная ставка уже вплотную приближается к доходности 10-летних Treasuries, которая уже полгода колеблется в диапазоне от 3,9% до 4,5%. Превышение краткосрочной ставки над долгосрочной в условиях экономического подъёма и растущей инфляции было бы очевидной аномалией. Скорее можно ожидать умеренного роста долгосрочных и среднесрочных ставок по облигациям вслед за учётной ставкой ФРС.

От судьбы не уйдёшь: динамика долгосрочных процентных ставок по сравнению с краткосрочными



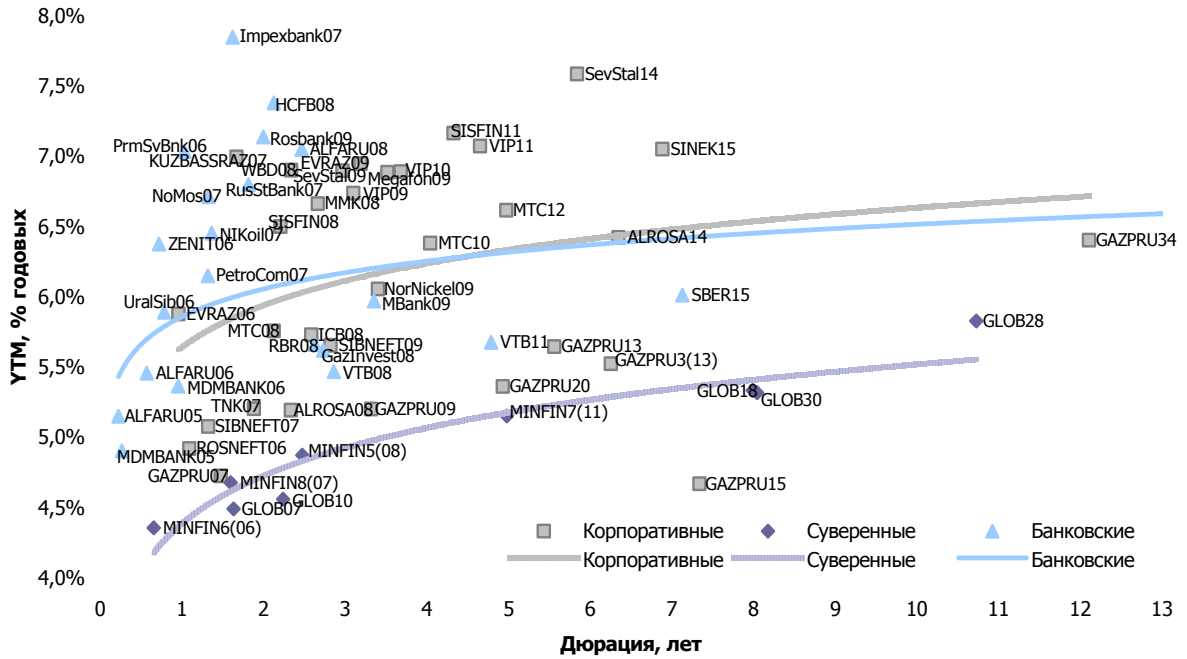
Благоприятная ситуация с денежной ликвидностью стимулировала интерес инвесторов к долгам развивающихся рынков в течение всего прошедшего года. Разница в процентных ставках между евробондами emerging markets и обязательствами Казначейства США с середины мая сократилась почти на треть – до исторического минимума в 287 базисных пунктов. Практически так же сократился и спред российских еврооблигаций к тем же US Treasuries. Однако дальнейшее его сужение с текущего уровня 123 б.п. представляется маловероятным. На сегодня российский спред и так уже почти на 50 б.п. меньше, чем по еврооблигациям Мексики, кредитный рейтинг которой на одну ступень выше, чем у РФ. Даже с учётом значительного улучшения кредитоспособности России в условиях высоких цен на нефть мы ожидаем сужения данного спреда лишь до уровня 100 б.п. к концу года. Такое сужение способно лишь компенсировать ожидаемый рост процентных ставок на мировом рынке. Таким образом, прибыль от вложений в российские еврооблигации будет примерно соответствовать их сегодняшней доходности к погашению – 5-6% годовых в долларах США.

Динамика спредов еврооблигаций РФ и развивающихся рынков к US Treasuries

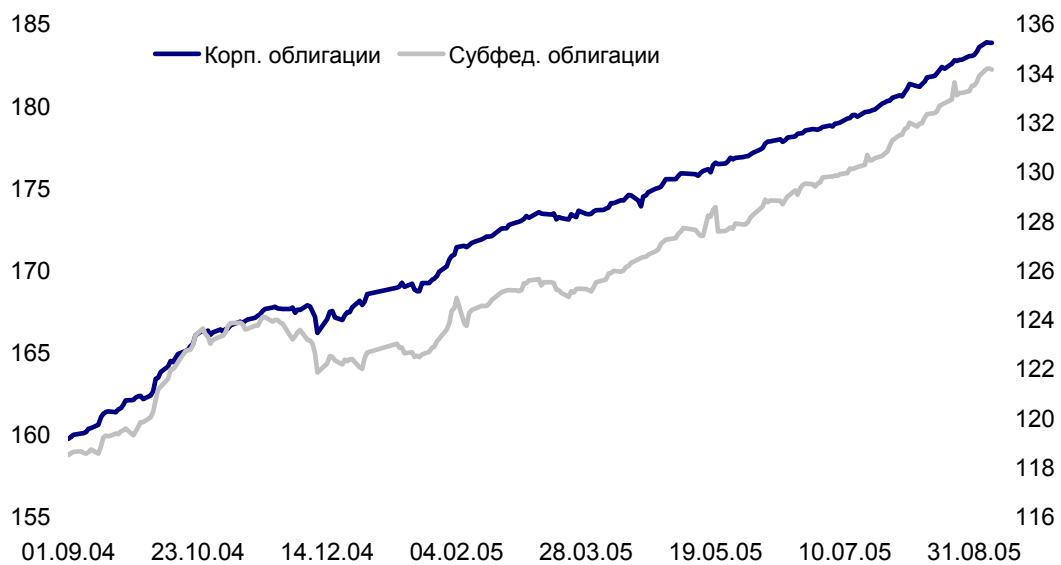


Более высокий доход можно будет получить за счёт сужения спредов отдельных корпоративных выпусков к суверенной кривой. В первую очередь это касается эмитентов металлургической и телекоммуникационной отраслей. Кроме того, на рынке периодически происходят привлекательные размещения краткосрочных кредитных нот с доходностью до 10% годовых. Очевидно, что эффективная работа с большим количеством корпоративных эмитентов требует объёмного и квалифицированного кредитного анализа, который под силу только самым профессиональным инвесторам.

Сравнительная доходность суверенных и корпоративных еврооблигаций



Рынок внутреннего долга: стабильность – признак мастерства



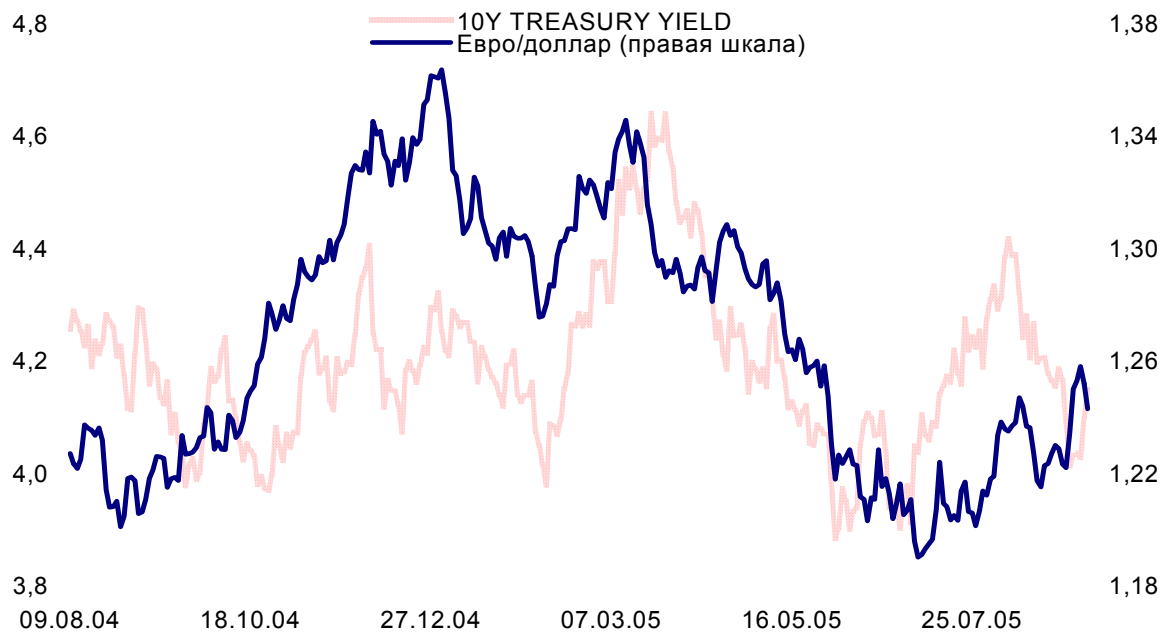
Рублёвые облигации практически равномерно с середины апреля приносили доход порядка 15% годовых. Лишь в конце лета спекулятивный спрос нерезидентов спровоцировал скачок котировок на долгосрочные ОФЗ и субфедеральные обязательства. В корпоративном сегменте наибольший доход принесли облигации «второго эшелона», процентные ставки по которым резко снизились в условиях дефицита новых выпусков. Прибыль от вложений по таким эмитентам, как Пятёрочка и Центртелеком за лето достигала 30% годовых.

Сентябрь обещает быть трудным месяцем и на рынке внутреннего долга. После летнего перерыва быстро возрастает активность по размещению новых выпусков. Совокупный объём первичного предложения за месяц может превысить 40 млрд. рублей – одно из самых высоких значений за всю историю рынка. Более того, аналогичные объёмы уже предварительно планируются и на октябрь.

С другой стороны, дефицит первичного предложения валютных облигаций РФ и российских эмитентов, а также стабильность курса рубля, продолжают стимулировать приток иностранного капитала на рынок внутреннего долга РФ. В ходе размещений «голубых фишек» иностранцы зачастую выкупают уже больше половины выпускаемого объёма. Как следствие, российские инвесторы вынуждены всё активнее покупать облигации «второго эшелона», чтобы сохранить доходность своих портфелей на конкурентоспособном уровне.

Активизация нерезидентов заметно повысила зависимость рублёвых процентных ставок от конъюнктуры внешнего рынка. В условиях стабилизации ставок по российским еврооблигациям, рынок рублёвых долгов также должен оставаться относительно стабильным до конца года. Умеренное снижение котировок может быть спровоцировано падением курса рубля к концу года. Однако коснётся оно, по большей части, долгосрочных облигаций наиболее высокого кредитного качества, в которых больше доля иностранных держателей. Основная масса корпоративных выпусков имеет относительно короткую дюрацию и мало подвержена валютному риску. В худшем случае, может вернуться уже подзабытая практика формирования премий к ставкам вторичного рынка в ходе размещения новых облигаций, что будет только на руку инвесторам.

Курс доллара: в ожидании нового скачка



После резкого укрепления за первые пять месяцев года, доллар взял летнюю паузу. С начала июня курс американской валюты колебался в диапазоне 1,19 – 1,25 доллара за евро, с лёгкой тенденцией к ослаблению. Участники рынка постепенно стали ориентироваться на скорый конец цикла повышения учётной ставки ФРС. Однако рост инфляции и соответствующие комментарии финансовых властей США всё больше подрывают основания для подобных надежд. Напротив, Европейский Центробанк по-прежнему не проявляет склонности к ужесточению денежной политики. Таким образом, разница в процентных ставках между долларowymi и евроактивами, скорее всего, продолжит увеличиваться. Уже в ближайшее время это должно привести к усилению перетока капитала из европейских активов в американские. Прямым следствием такого перетока будет новая волна укрепления доллара. К концу 2005 года его курс может выйти на уровень 1,17 доллара за евро, чтобы в следующем году стабилизироваться у отметки 1,15.

Банк России чётко выдерживает стратегию на выравнивание долей доллара и евро в корзине валют, по отношению к которой рассчитывается реальный эффективный курс рубля. При этом предельный уровень укрепления рубля в реальном выражении (10-11% за год), установленный Центробанком, практически соответствует разнице в инфляции между РФ и США/Европой. В результате курс российской валюты всё ближе повторяет динамику соотношения доллар/евро.

Зеркальная болезнь: курс рубля всё больше отражает глобальные тенденции



В то же время, рубль выбрал почти весь годовой лимит реального укрепления уже к началу лета (более 8% к валютной корзине). Во многом этому способствовал скачок инфляции в первые месяцы года. Летом же инфляция постепенно устремилась к нулю, что способствовало и стабилизации номинального курса рубля к доллару. В реальном выражении относительно корзины валют рубль даже слегка подешевел, поскольку немного упал курс доллара к евро.

Однако после летней передышки инфляция, похоже, вновь набирает силу. Сказываются сверхплановые повышения социальных расходов и удорожание топлива. Скорее всего, совокупный рост потребительских цен с середины сентября до конца года достигнет четырёх процентов. В совокупности с ростом курса доллара на мировых рынках это приведёт к ослаблению номинального курса рубля к американской валюте до уровня 29,0-29,2 рубля за доллар на конец года. В результате самыми доходными активами в этот период, вероятно, будут краткосрочные валютные обязательства. Например, кредитные ноты с долларовым купоном 10% годовых могут принести порядка 20% годовых в пересчёте на рубли.