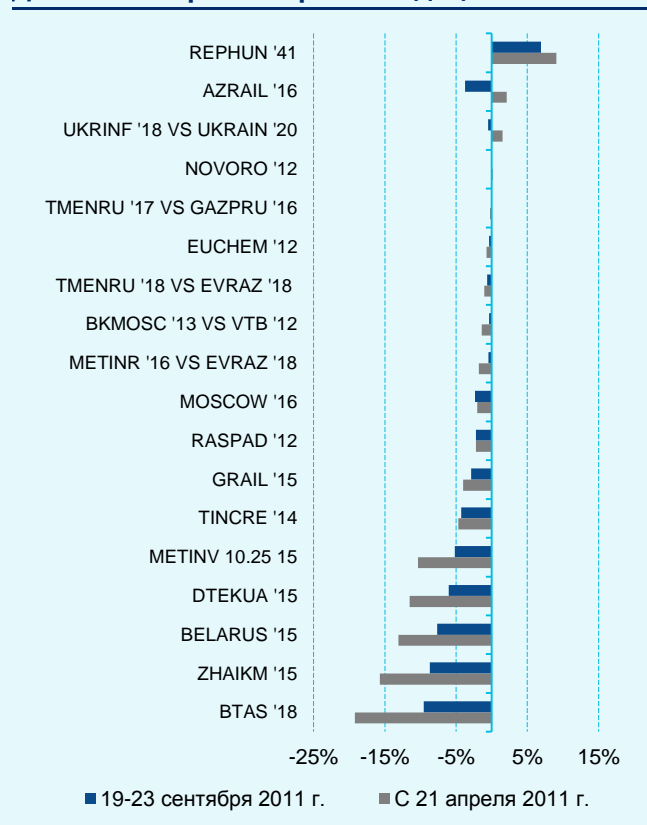


# Торговые рекомендации

## Динамика торговых рекомендаций



Источники: Bloomberg, Открытие Капитал  
Цены приведены по состоянию на 23 сентября 2011 г.

- У нас нет аргументов, которые могли бы приукрасить динамику нашего портфеля рекомендаций за прошедшую неделю. Его доходность снизилась на 4,25% и отстала от динамики индекса EMBIG на 94 б.п. Таким образом, с момента публикации нашего первого обзора по торговым рекомендациям накопленная доходность портфеля ушла в отрицательную зону. Минувшая неделя, бесспорно, выдалась неудачной для всех классов рискованных активов, причем акции развивающихся рынков потеряли в стоимости в среднем почти 12%, уступив по динамике другим рискованным активам. Котировки акций большинства развитых рынков, за исключением Северной Америки, опустились более чем на 20% с начала года, как и индекс MSCI по развивающимся рынкам акций. Это указывает на то, что на глобальном рынке акций господствует «медвежье» настроение. Если экономический спад в США выльется в рецессию (что, на наш взгляд, вероятно), американский рынок последует по аналогичному пути. На таком фоне есть надежда, что развивающиеся рынки долговых инструментов будут вести себя лучше других, даже если спред EMBIG будет находиться на уровне +461 б.п.
- Пике, которое на прошлой неделе совершил развивающийся рынок долговых инструментов, произошло, главным образом, из-за того, что приток денежных средств инвесторов развернулся на погашения (\$692 млн, по данным EPFR). Несмотря на отток средств за неделю, с начала года в данный класс активов направлен приличный объем средств (свыше \$43 млрд), что свидетельствует о сильных фундаментальных характеристиках и доходности бумаг с низким бета-коэффициентом в противовес менее привлекательной доходности вложений в другие рискованные активы. Учитывая, что на прошлой неделе по всем классам инвестиционных активов чистый отток средств превысил \$12 млрд, сокращение глобального объема кредитования создает спрос на американский доллар, но ставит под угрозу все остальные виды активов.
- Неудивительно, что плохую отдачу обеспечили наши длинные позиции, в их числе и облигации, относящиеся к категории «особые ситуации», большинство из которых обладает более высоким бета-коэффициентом. Положительную динамику продемонстрировали лишь короткие позиции в долговых обязательствах Венгрии. Парные рекомендации, основанные на сравнительной стоимости, и облигации с короткой дюрацией проявили, как и ожидалось, стойкость. Мы упорно придерживаемся наших избранных позиций, несмотря на их неубедительную динамику. А всё потому, что мы себя уверенно чувствуем в выбранной стратегии даже перед лицом замедления темпов роста глобальной экономики и увеличившегося количества стран, подверженных рискам рецессии. Вопреки недавнему развороту притока средств в обратном направлении на рынках облигаций развивающихся стран, этот вид долговых инструментов, на наш взгляд, по-прежнему будет опережать по динамике другие рискованные активы, как и случилось на прошлой неделе. Мы полагаем, что инвесторам, которые терпимо относятся к волатильности вследствие переоценки активов на основе их текущей рыночной стоимости, имеет смысл наращивать вложения, инвестируя через определенные промежутки времени фиксированную сумму в долларах в рекомендуемые нами бумаги, поскольку их текущие уровни выглядят привлекательно.

Полная версия обзора доступна на английском языке.

**Раскрытие информации:** Группа «Открытие» занимается и стремится заниматься коммерческой деятельностью с компаниями, указанными в своих аналитических отчетах. Следовательно, инвесторы должны осознавать, что у Фирмы может быть конфликт интересов, влияющий на объективность настоящего отчета. Инвесторы должны рассматривать настоящий отчет только как один из множества факторов, влияющих на их инвестиционное решение. Политика Фирмы в отношении конфликтов интересов, а также другая важная информация, доступна для ознакомления на сайте [http://www.otkritie.com/en/about/terms\\_of\\_business/](http://www.otkritie.com/en/about/terms_of_business/)



- На прошлой неделе мы закрыли позиции по облигациям Москвы (5,064%, €16, спред +333 б.п.), так как они опустились на 6 б.п. ниже кривой Z-спреда «Газпрома», что изначально являлось обоснованием данной торговой рекомендации. Несмотря на убытки, облигации Москвы на фоне нисхождения всего рынка вели себя достойно. Мы предложили эту торговую рекомендацию при цене 102% и Z-спреде 213 б.п. Бумаги опережали низкий рынок, и мы исключили их из портфеля при цене 99,25% и Z-спреде 333 б.п.
- В нашем обзоре от 22 августа 2011 г. прозвучал призыв к инвесторам продавать в условиях ралли, которое оказалось пророческим. Спред EMBIG тогда был на 100 б.п. меньше, а индекс EM MSCI – на 11% выше. С технической точки зрения сейчас рынки выглядят перепроданными, однако признаков того, что рынок достиг «дна», мы не видим. Кроме того, значительный риск рецессии в США вкупе с напряженной обстановкой в еврозоне оказывают пагубное влияние и выступают дефляционными факторами для рынков рискованных активов. В свете того, что стабильных политических решений может и не быть, указанные негативные факторы не учтены в стоимости рискованных активов со всеми вытекающими отсюда последствиями. Нас разочаровало нежелание властей расширить реструктуризацию долга, полагаясь лишь на дальнейшие вливания ликвидности и малоэффективные меры. До тех пор, пока власти ЕС не превзойдут банкиров, держателей облигаций и электорат, и не совладают с проблемой облегчения долгового бремени и списаниями институциональных инвесторов (или не предпримут решительный шаг к созданию налогово-бюджетного союза), все рынки рискованных активов будут неуклонно падать.

## ЗАСВИДЕТЕЛЬСТВОВАНИЕ АНАЛИТИКОВ

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента, 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

## Общее ограничение ответственности

Настоящий отчет подготовлен Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО Финансовая корпорация «Открытие». ОАО Финансовая корпорация «Открытие», ее дочерние и зависимые общества и филиалы именуются здесь как Группа «Открытие». Otkritie Capital – это мировое торговое наименование Группы «Открытие» и ее аффилированных обществ по всему миру, а также является рыночной маркой, под которой Otkritie Securities Limited ведет деятельность по инвестиционному анализу в Соединенном Королевстве. Более подробную информацию о структуре группы и ее аффилированных обществах можно найти на сайте [www.otkritie.com/en/about/business\\_structure/](http://www.otkritie.com/en/about/business_structure/). Настоящий отчет подлежит распространению только при обстоятельствах, разрешенных применимым законодательством. никоим образом данный отчет или любая его часть не представляет собой ни заявление, что любая описанная здесь инвестиционная стратегия или рекомендация подходит или предназначена для конкретных обстоятельств получателя данного отчета, ни иную личную рекомендацию.

Отчет публикуется только для информационных целей. Он не является рекламой и не должен рассматриваться как навязывание услуг или предложение купить или продажи каких-либо ценных бумаг. Представленная здесь информация не составляет проспекта ценных бумаг для целей Директивы ЕС 2003/71/ЕС или Федерального закона № 39-ФЗ от 22 апреля 1994 (с поправками) Российской Федерации «О рынке ценных бумаг». Любое решение приобрести ценные бумаги по планируемой оферте следует быть принято на основании информации, содержащейся в окончательном проспекте, опубликованном в отношении такой оферты. В данном отчете не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, за исключением информации, касающейся ОАО ФК «Открытие», ее дочерних и аффилированных обществ. Также целью данного отчета не является полный обзор ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в данном отчете. Группа «Открытие» не гарантирует инвесторам получение прибыли, не намерена разделять с инвесторами инвестиционные доходы, и не несет ответственности за любые инвестиционные убытки. Инвестиции подразумевают под собой риски и, принимая инвестиционные решения, инвесторы должны руководствоваться разумием. Инвестирование в развивающиеся рынки, такие как Россия и другие страны СНГ, и ценные бумаги развивающихся рынков подразумевает высокую степень риска, и прежде чем инвестировать, инвесторам рекомендуется провести свою собственную экспертизу. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Ценность любой инвестиции или дохода может как снизиться, так и вырасти, и инвестированную сумму не всегда можно будет вернуть. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, выраженному другими бизнес - единицами или подразделениями Группы «Открытие», так как ими применяются разные критерии и предположения. Объект анализа определяется, обновляется и отклоняется только на единоличное усмотрение руководства аналитического отдела Группы «Открытие». Представленные здесь аналитические выводы базируются на множестве предположений. Различные предположения могут привести к фактически различным результатам. Аналитики, ответственные за подготовку данного отчета, могут взаимодействовать с персоналом отдела торговых операций, отдела продаж и других подразделений с целью сбора, систематизации и интерпретации информации о рынке. Группа «Открытие» не обязана следить за обновлением и актуальностью содержащейся здесь информации. При контроле потока информации из одного подразделения Группы «Открытие» в другое, Группа «Открытие» полагается на информационные барьеры. Размер вознаграждения аналитиков, подготовивших данный отчет, определяется исключительно руководством аналитического отдела и высшим руководством (за исключением инвестиционно-банковской деятельности). Размер вознаграждения аналитиков не зависит от доходов от инвестиционно-банковской деятельности, но может быть связан с доходами, полученными в результате инвестиционно-банковской деятельности ОАО ФК «Открытие» в целом, частью которой является инвестиционно-банковское производство, продажи и торговые операции.

Описанные здесь ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или для определенных категорий инвесторов. Опционы, производные инструменты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Залоговые и обеспеченные активами ценные бумаги могут повлечь высокую степень риска и могут быть очень зависимыми от колебаний процентных ставок и других рыночных условий. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Курсы обмена валют могут негативно сказаться на стоимости, цене или доходности любой ценной бумаги или инструмента, упомянутого в настоящем отчете. Для заключения сделки или по другим возникающим вопросам клиентам следует обратиться к местным торговым представителям. Ни ОАО ФК «Открытие», ни любое из ее зависимых обществ, ни любой член Группы «Открытие» или директор, сотрудник или агент не несет никакой ответственности за ущерб, причиненный в результате использования всего данного отчета или его части. Что касается финансовых инструментов, допущенных к торговле на российском или ином регулируемом рынке: ОАО ФК «Открытие», ее аффилированные и дочерние общества (за исключением Otkritie Inc.) могут выступать в роли маркетмейкера или оферента ликвидности в отношении финансовых интересов таких эмитентов. Группа «Открытие» и ее аффилированные общества и сотрудники могут иметь длинные или короткие позиции, торговать за счет собственного капитала и покупать и продавать указанные здесь инструменты или их производные.

Цены, указанные в настоящем отчете представлены только для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Мы не гарантируем, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Мы также не гарантируем, что указанные цены обязательно отражают данные внутреннего учета и отчетности Группы «Открытие» или оценку, основанную на теоретической модели, и могут быть основаны на определенных предположениях. Различные предположения, используемые Группой «Открытие» или иными источниками, могут привести к совершенно разным результатам.

**Соединенное Королевство и остальная часть Европы:** Если иное не указано в данном документе, этот материал передается Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО ФК «Открытие», лицам, являющимся уполномоченными контрагентами или профессиональными клиентами и доступен только для таких лиц. Содержащаяся здесь информация не предназначена для розничных клиентов, соответственно им не следует на нее полагаться. Общество Otkritie Securities Limited уполномочено и регулируется Управлением по финансовым услугам (FSA). Исследования, проводимые под торговой маркой Otkritie Capital, соответствуют всем требованиям FSA и законодательства о раскрытии информации, о чем в тексте отчета даны соответствующие отсылки.

**Россия:** Распространяется Московским представительством Otkritie Securities Limited. **США:** Распространяется резидентом США через Otkritie Inc., являющейся членом Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов и Корпорации защиты фондовых инвесторов, или группой, дочерним или аффилированным обществом ОАО ФК «Открытие», не зарегистрированным в США как брокер-дилер (зависимое общество, незарегистрированное в США) только крупнейшим институциональным инвестором США. При передаче отчета, подготовленного иным незарегистрированным в США зависимым обществом, гражданам США Otkritie Inc. несет ответственность за его содержание.

Все сделки, совершаемые резидентом США относительно ценных бумаг, указанных в настоящем отчете, должны осуществляться через Otkritie Inc., а не через иное аффилированное общество, не зарегистрированное в США. Несмотря на то, что оно несет ответственность за содержание настоящего отчета при передаче его инвесторам США, Otkritie Inc. не принимало участие в составлении настоящего отчета, а аналитики, проводившие аналитические исследования для данного отчета и нанятые любым незарегистрированным в США аффилированным обществом Otkritie Inc. не являются зарегистрированными/квалифицированными аналитиками Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи, и следовательно на них не распространяется ограничительное действие правил Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи по общению с исследуемой компанией, публичным выступлениям и торгуемым ценным бумагам, удерживаемым на счету аналитиков. Среди прочего, это означает, что юридическое лицо и аналитики, издавшие данный отчет, не обязаны выполнять требования по раскрытию информации и иных нормативных актов США, которые распространяются на Otkritie Inc. и его сотрудников и агентов.

Раскрытие информации в составленных Otkritie Securities Limited аналитических отчетах совершается и руководствуется законодательством Англии.

Группа «Открытие» особо запрещает дальнейшее распространение данного материала полностью или частично без письменного разрешения Группы «Открытие» и не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого распространения. В материалах могут быть изображены объекты или элементы, защищенные авторским правом третьих лиц, законом о торговых марках и иной интеллектуальной собственности. © Otkritie Capital 2011. Основной символ и наименование Otkritie Capital находятся среди зарегистрированных и незарегистрированных торговых марок Группы «Открытие». Все права защищены.