



С ВОЛНЫ – НА ВОЛНУ

Как заработать на колебаниях рынка в 2009 году

Александр Головцов, CFA
Начальник Управления Аналитических Исследований
gol_av@uralsib.ru

Александр Дорожкин
Главный аналитик
DorozhkinAS@uralsib.ru

+ 7 495 785 1212

Содержание:

1.	Прелюдия: трудное счастье первопроходцев	3
2.	Основные выводы.....	4
2.1.	Рынок акций	4
2.2.	Рынок внешнего долга	5
2.3.	Рынок внутреннего долга.....	6
3.	Прогнозы по рынкам и сегментам	7
3.1.	Рынок акций: между небом и землёй.....	7
3.2.	Рынок внешнего долга: призрак 1998 года.....	12
3.3.	Рынок внутреннего долга: охота за качеством	15

1. Прелюдия: трудное счастье первопроходцев

*Всё перекааты, да перекааты –
Послать бы их по адресу!
На это место уж нету карты –
Плывём вперёд по абрису.*

*Александр Городницкий
Памяти С. Погребицкого*

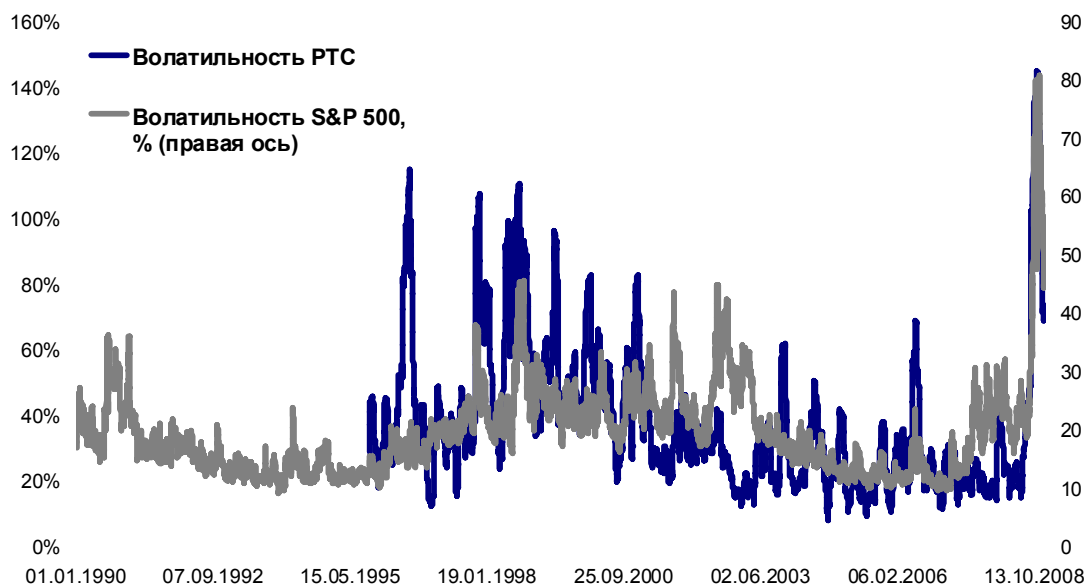
Вместе с остальным миром мы только что испытали сильнейший финансовый шторм за всю современную историю. Многие инвестиционные корабли разбились о кризисные рифы, остальные – получили тяжёлые пробоины и потеряли большую часть оснастки. Нам бы очень хотелось сказать, что после бури приходит затишье, а рынки ждёт длительный период благополучия. Но родители и пионерская организация отучили нас обманывать ещё в раннем детстве. Поэтому будем честны: возврата эпохи процветания придётся подождать, и возможно, не один год.

Масштабы и динамика развития нынешнего кризиса превосходят всё, что мир видел в прошлом и текущем веке, а со времени более ранних катаклизмов экономика и рынки слишком сильно изменились для эффективного сопоставления. Сегодня мы плаваем в совершенно неизведанных водах, которых нету ни на одной финансовой карте мира. Возможно, прямо на горизонте нас ждут неисчислимы сокровища, а может – наоборот, опаснейшие скалы. Вряд ли это знают даже мудрейшие инвестиционные флотоводцы на земном шаре. Только в одном можно быть уверенными: штормовые волны ещё не раз в ближайшее время будут поднимать рынки на невероятную высоту и снова погружать в глубокую пучину. Каждое такое движение – возможность отлично заработать для разумных инвесторов. Однако успешное плавание в этих коварных водах возможно только под присмотром опытного профессионального лоцмана. Мы постараемся максимально использовать резкие колебания рыночных настроений, чтобы приумножить доверенные нам активы клиентов.

**Покой нам только снится:
финансовые рынки останутся
волатильными**

**Открываем новые горизонты:
рекордные перепады рыночных настроений дают преимущество профессиональным инвесторам**

Рисунок 1: Двенадцать баллов по шкале Бофорта: колебания котировок сохраняют невиданный размах



2. Основные выводы

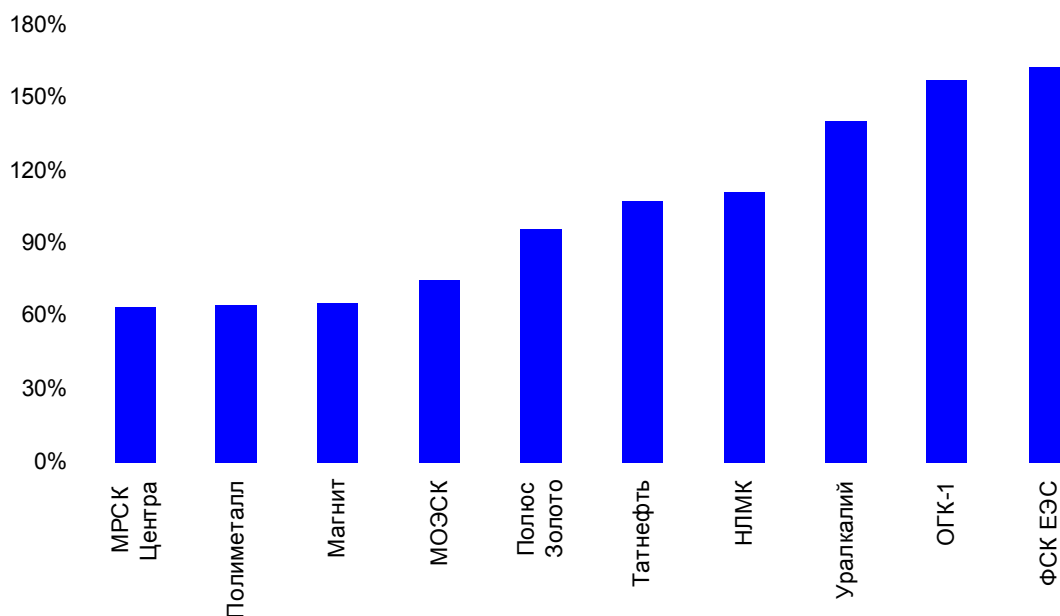
2.1. Рынок акций

Buy low, sell high – главное правило инвестора снова в моде. Большой и широкий торговый диапазон – вот наиболее вероятный сценарий по рынку на следующий год. Основная часть негативных новостей уже учтена в котировках, и на длинном горизонте вложения в акции должны принести высокий доход. Однако в течение года инвесторы наверняка ещё не раз будут поддаваться панике по тем или иным поводам. Тем более, что восстановление экономической активности и прибыли эмитентов вряд ли будет проходить гладко. Вероятны периодические мини-циклы перепроизводства и резкие кратковременные спады, связанные с перерывами в поступлении финансовой помощи от властей. Поэтому для успешной работы на рынке как никогда будет важна гибкость, способность дистанцироваться от всеобщей паники на нижней границе диапазона и от повальной эйфории – на верхней. При высокой неопределённости в экономике размах колебаний индекса РТС может быть довольно широким – от 500 до 1 100 пунктов, а закроем год мы, вероятно, где-то посередине этого диапазона. Повышенным спросом должны пользоваться наиболее качественные бумаги: акции эмитентов с низкой долговой нагрузкой, устойчивыми денежными потоками и высокой ликвидностью. Покупка качественных бумаг во время панических распродаж в следующем году принесёт очень высокий доход профессиональным инвесторам и их клиентам. Опыт осенней паники уже наглядно продемонстрировал, каким мощным может быть «отскок» от уровней аномальной перепроданности, даже в условиях экономического спада.

Между небом и землёй: метания рынка из крайности в крайность

Покупаем дёшево, продаём дорого: гибкость и профессионализм принесут высокий доход

Рисунок 2: Умри, но не сейчас: сила восстановления котировок от осеннего «дна»

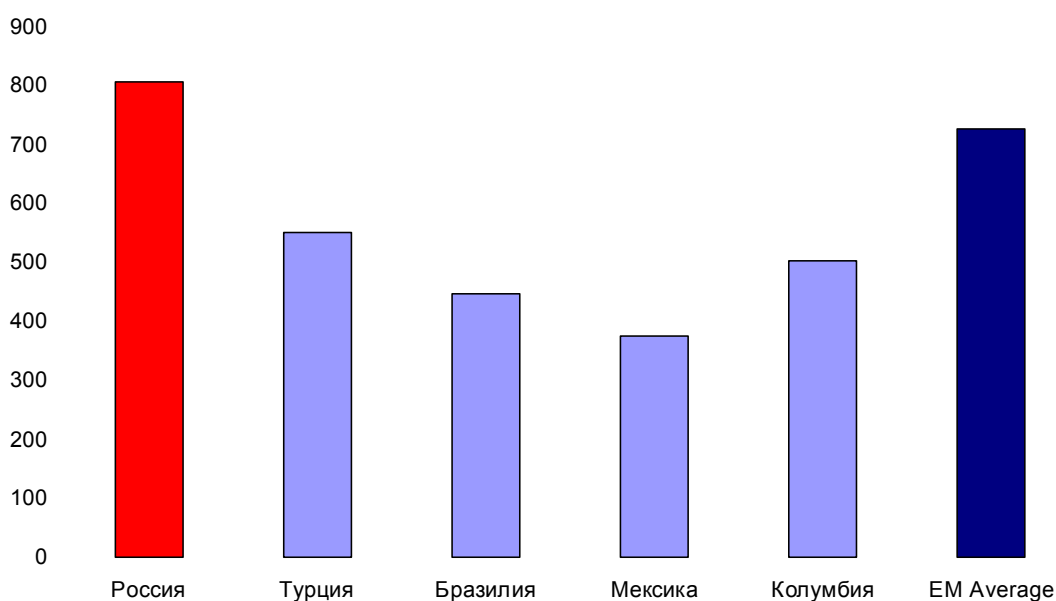


2.2. Рынок внешнего долга

Обидно быть отстающим, когда в памяти ещё так свежа сладость лидерства. Из лучшей развивающейся страны на рынке еврооблигаций Россия устойчиво превращается в аутсайдера. Так сильно помогавший нам статус нефтегазовой сверхдержавы теперь оборачивается большим минусом. Из-за обвала цен на нефть рынок уже оценивает вероятность дефолта по суверенным еврооблигациям РФ значительно выше, чем по обязательствам других развивающихся стран, кроме Аргентины, Венесуэлы и Украины. Действительно, при стоимости барреля Urals ниже 40 долларов государство может исчерпать валютные резервы уже к концу 2009 года. Серьёзная девальвация рубля и сокращение бюджетных расходов, вероятно, позволят сохранить платёжеспособность на суверенном уровне. В то же время, некоторыми аффилированными с государством компаниями, возможно, придётся пожертвовать. Инвесторы могут заработать на слишком панической оценке рынком суверенного риска. С другой стороны, выбор корпоративных эмитентов требует всё большего консерватизма, особенно в банковском секторе. Вложения в долгосрочные суверенные обязательства и относительно «короткие» еврооблигации самых надёжных корпораций способны принести 15-20% годовых в долларовом выражении. Такая прибыльность остаётся довольно привлекательной по сравнению с отсутствием чёткого тренда на рынке акций.

Рынок начинает дисконтировать новый дефолт России: возможность заработать на переоценке рисков

Рисунок 3: Весомая премия за умеренный риск: суверенный спред РФ по сравнению с другими emerging markets (данные на 24.12.2008)



2.3. Рынок внутреннего долга

В отличие от внешнего долга, дефолт по рублёвым обязательствам России вряд ли грозит, пока печатный станок остаётся под контролем государства. В силу этого минимальны кредитные риски и по большинству аффилированных с государством эмитентов. В то же время, доходность наиболее качественных рублёвых облигаций может и не покрыть девальвацию российской валюты. Сопоставимую с еврооблигационным рынком прибыль получится заработать только в случае самого грамотного выбора конкретных эмитентов «второго эшелона». Долгосрочные федеральные облигации, вероятно, и вовсе принесут убыток по итогам года. Процент дефолтов останется высоким, как минимум, до середины 2009 года. Когда цикл ослабления рубля приблизится к завершению, а позиция инвесторов ещё останется аномально консервативной, может возникнуть благоприятная ситуация для покупки качественных облигаций под высокие ставки. Однако вряд ли это произойдёт раньше третьего квартала. Паи облигационных фондов останутся отличной альтернативой рублёвым депозитам. Однако для успешной конкуренции с акциями и валютными инструментами управляющим по облигациям понадобится высочайший профессионализм.

Девальвация рубля ограничивает привлекательность внутреннего долга, улучшение ситуации возможно к середине года

Таблица 1: Прогнозы рынков до конца 2009 года: три сценария

	Базовый	Оптимистичный	Пессимистичный
Рост мирового ВВП, %	1,2	2,7	-0,5
Инфляция в мировой экономике, %	1,6	2,8	-1,4
Brent, US\$/bbl	45,0	60,8	30,6
Ставка по 10-летним гособлигациям США, % годовых	2,5%	4,0%	1,3%
Курс доллара к евро, долларов за 1 евро	1,45	1,60	1,22
Курс доллара к рублю на конец года	36,6	29,9	48,3
Рост ВВП РФ	1,5%	4,8%	-3,5%
Потребительская инфляция в РФ	12,5%	14,0%	20,2%
Индекс РТС	753	1 204	296
<i>Общий доход за период, % годовых в рублях</i>			
Российские акции	46,3%	91,1%	-24,0%
Рублёвые корпоративные облигации	21,0%	39,5%	3,6%
Федеральные облигации	-6,7%	9,3%	-25,9%
Еврооблигации	34,9%	32,8%	2,2%

3. Прогнозы по рынкам и сегментам

3.1. Рынок акций: между небом и землёй

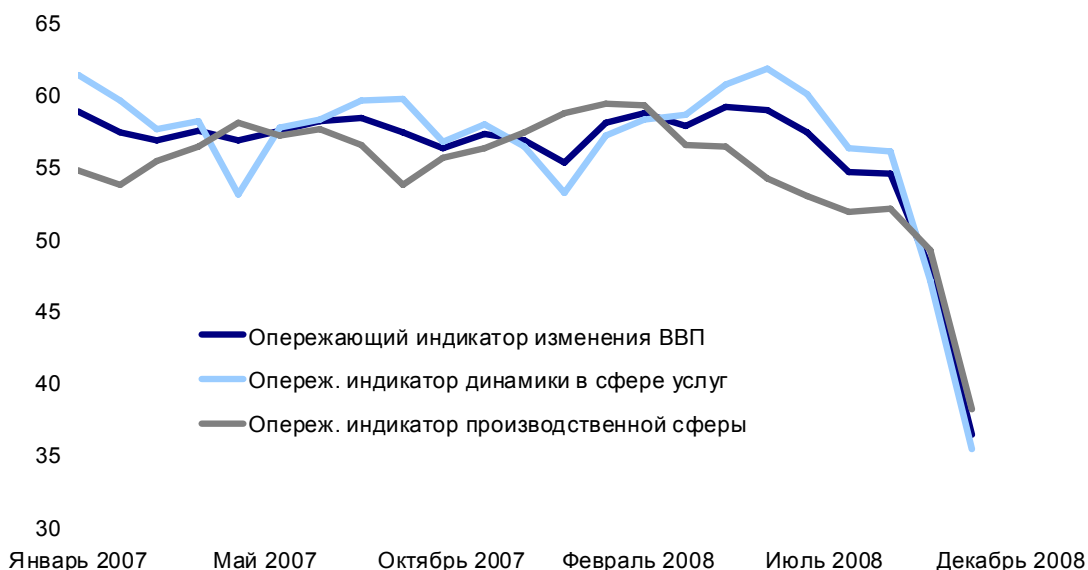
Ключевые факторы оказывают на российские акции крайне противоречивое влияние. Экономика испытывает самый глубокий спад со времён Второй мировой войны. С другой стороны, власти многих государств, кажется, готовы печатать деньги в любых объёмах, чтобы только развернуть маховик экономического роста. Фундаментальные показатели неоднозначны: активы российских компаний оценены рынком очень дёшево, но денежные потоки от этих активов какое-то время будут отрицательными. Зарубежные инвесторы сократили позиции в российских бумагах, но пока не так сильно, как во время предыдущих кризисов. Наконец, внутренняя ликвидность стабилизировалась после осенней напряжённости, однако может серьёзно ухудшиться при исчерпании бюджетных резервов к середине года. Периодические изменения этих факторов будут провоцировать очень резкие колебания котировок, а их взаимная компенсация помешает формированию устойчивого тренда на рынке. Итоговая доходность по индексу РТС в долларовом выражении, вероятно, окажется довольно скромной. Для получения достойного результата от инвестиций потребуется чёткое распознавание моментов аномального оптимизма и пессимизма среди участников рынка. Рекордный размах колебаний котировок позволит хорошо заработать самым опытным и профессиональным инвесторам, но для остальных представляет серьёзную опасность.

Денежный станок против слабой экономики: инвесторы в поисках нового тренда

Возможно, спад такого масштаба наша экономика последний раз испытывала в 1942 году, после разрушения Сталинграда. Можно ли было ожидать чего-то другого в условиях обвала цен на сырьевые товары, когда половина ВВП так или иначе связана с добычей и переработкой полезных ископаемых? При этом в России отсутствует эффективная система социальной поддержки, которая могла бы смягчить влияние сырьевого кризиса на потребительский спрос, а фискальное стимулирование пока остаётся довольно скромным. Девальвация рубля поможет стабилизировать деловую активность во второй половине 2009 года, но эффект замещения импорта будет гораздо слабее, чем в 1998 году. Вероятно, фискальные меры Правительства и денежная эмиссия со стороны Центробанка позволят избежать глубокого спада в экономике, но риск существенного реального снижения ВВП в 2009 году становится вполне осязаемым. Вот так быстро энергетическая супердержава превращается в сырьевой придаток.

Сырьевое проклятие России: риск экономического спада усиливается с обвалом товарных рынков

Рисунок 4: Опережающие индикаторы по российской экономике: чёткие сигналы о возможном спаде



У дешёвой нефти есть и хорошая сторона: она помогает оживить потребительский спрос в развитых странах, особенно в США, откуда и начался нынешний кризис. Только за один четвёртый квартал 2008 года американские домохозяйства сэкономят на бензине более 200 млрд. долларов, которые смогут направить на погашение долгов и текущее потребление. Объём избыточной задолженности в потребительском и финансовом секторах превышает триллион долларов. Однако при оптимистичном сценарии эти долги могут быть «расчищены» в течение года за счёт вливаний ликвидности от ФРС и фискальных мер со стороны Правительства. Уже сейчас американские банки поддерживают большой избыточный резерв на своих счетах в ФРС, а потребители должны получить из бюджета 300-400 млрд. долларов в результате одобрения нового фискального пакета в январе. Под воздействием подобных стимулирующих мер экономика развитых стран, вероятно, выйдет из фазы спада к началу 2010 г. При этом рынки скорее всего, будут дисконтировать этот позитивный макроэкономический перелом со значительным опережением.

Дешёвая нефть, монетарные и фискальные стимулы оживят мировую экономику к концу года

Рисунок 5: Динамика остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в ФРС и ЕЦБ (млрд. долларов и евро, соответственно)



В результате обвала котировок многие российские компании стали выглядеть очень дешёвыми. Действительно, их активы сегодня оценены рынком в несколько раз ниже, чем по аналогичным эмитентам за рубежом. Особенно выделяются в этом отношении предприятия электроэнергетики, операторы связи и Транснефть. С другой стороны, большинство таких компаний будут генерировать отрицательный денежный поток в 2009 и 2010 годах. Чтобы на дешёвые активы появился устойчивый спрос, инвесторы должны увидеть чёткую перспективу получения компаниями реальной прибыли от этих активов. Это, в свою очередь, будет зависеть от времени окончания экономического спада в России и остальном мире. В 1998 году среднее соотношение капитализации к чистым активам эмитентов по российскому рынку снижалось до 0,4. В конце 2008 года оно всё ещё было почти на 30% выше, что может служить неким ориентиром потенциального снижения котировок при пессимистичном сценарии. Надо учитывать, что и стоимость чистых активов может снижаться при получении эмитентами убытков или переоценке основных средств и запасов. Таким образом, средняя фундаментальная оценка по рынку уже довольно низка, но пока не достигла отметки предельного пессимизма.

Дешёвые активы, продающиеся капитал: фундаментальная оценка акций не дотягивает до аномально низких значений

Таблица 2: Дёшево, но сердито: оценка активов и ожидаемые денежные потоки по отдельным эмитентам

Эмитент	P/BV	Стоимость предприятия/Активы	Дисконт к восстановительной стоимости	Денежный поток 2009 г./Капитализация
Башнефть	0,25	\$0,3/баррель	88%	-12%
ФСК	0,52	Отрицательная*	n/m	-57%
МРСК Холдинг	0,38	\$15770/км	84%	-163%
Северо-Западный Телеком	0,22	\$83/линию	82%	56%
ОГК-4	0,34	\$12/кВт	97%	-48%
ОГК-6	0,56	\$11/кВт	97%	-142%
РусГидро	0,55	\$254/кВт	75%	-26%
Транснефть	0,09	\$135000/км	99%**	-216%
ММК	0,28	\$172/тонну	80%	-55%
Сургутнефтегаз	0,60	\$0,9/баррель	72%	1%
Волгателеком	0,17	\$161/линию	67%	108%
ВСМПО	0,26	\$14100/тонну	55%	-73%

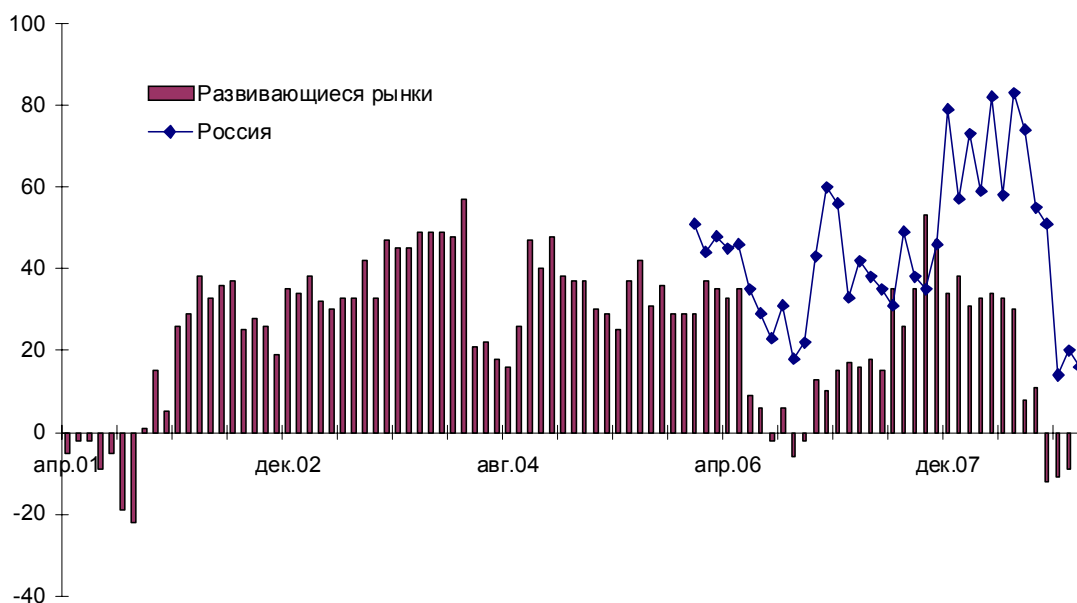
* - денежные средства на балансе превышают сумму капитализации и долга

** - с учётом технологических остатков нефти

Обвал котировок произошёл так быстро, что многие управляющие просто не успели как следует сократить позиции на развивающихся рынках, включая Россию. Большинство зарубежных фондов всё ещё поддерживает повышенную долю российских акций в портфелях по сравнению с эталонными индексами. Сокращение «веса» emerging markets в совокупных вложениях глобальных фондов, вероятно, только началось и выглядит ещё довольно скромным. Как показывает история, во время глобального экономического спада обычно происходит масштабный переток капитала из развивающихся рынков на развитые. По историческим меркам степень фактического сокращения позиций ещё относительно мала. Очень может быть, что многие зарубежные инвесторы дожидаются более существенного «отскока» рынка, чтобы избавиться от оставшихся позиций. Это отложенное предложение будет препятствовать выходу индекса РТС из «коридора» в сторону повышения.

Искусство вовремя продать: отложенное предложение мешает формированию восходящего тренда

Рисунок 6: Чистая доля управляющих (%), «перевешивающих» emerging markets и российские акции в портфелях (данные Merrill Lynch)



Инвестиционные банки единодушны в своих ожиданиях, как стадо... быков, разумеется! Все в один голос предрекают рынку спад или даже обвал в начале 2009 года и мощное восстановление – во втором полугодии. Подавляющее большинство брокеров обещает индекс РТС выше 1 000 пунктов. Реальность наверняка окажется сложнее и жёстче. Котировки акций уже учитывают как углубление экономического спада в 1-м квартале, так и некоторую стабилизацию экономики и цен на нефть к середине года. Именно из этих предположений исходит большинство инвесторов при формировании портфелей. На самом деле, обвал макроиндикаторов как раз сейчас может притормозить за счёт печатания денег в США и Китае, что станет позитивным сюрпризом для инвесторов и спровоцирует скачок котировок акций в развивающихся странах. Главный же риск – в том, что стимулирующих мер со стороны властей окажется недостаточно для окончательного преодоления спада в экономике. Это будет ясно именно к середине года, результатом чего станет новая распродажа рискованных активов. Разумеется, это очень грубые ориентиры по времени, главное – понимать, что консенсус-прогноз слишком упрощает ситуацию и уже учтён в котировках.

Консенсус, как обычно, ошибается: «отскок» в начале года и спад – в середине

Инвестбанки слишком консервативны по первому полугодью, но чрезмерно оптимистичны на весь год

Сырьевые товары традиционно считаются позднециклическими активами. При окончании цикла экономического роста спрос на сырьё некоторое время ещё остаётся высоким, пока обрабатывающие сектора не скорректируют свои запросы в соответствии со слабеющим спросом на конечную продукцию. Особенность нынешнего экономического спада оказалась в том, что к циклическому фактору снижения спроса на сырьё добавилось ещё и долгосрочное сокращение потребления, связанное со слишком резким взлётом цен с 2002 года. Напрашивается прямая аналогия с периодом 80-х годов прошлого века, когда аналогичный по масштабам спад мировой экономики совпал с негативной реакцией спроса на резкое удорожание нефти в 1973-1980 гг. Снижение мирового потребления нефти продолжалось четыре года подряд и составило в общей сложности 22%. Правда, влияние этого снижения на цены было отчасти компенсировано значительным сокращением добычи в связи с ирано-иракской войной. При всех геополитических рисках, мы бы не взались прогнозировать возникновение аналогичного конфликта в наступающем году. Ситуация усугубляется сохранившимся большим излишком коммерческих запасов нефти, которыми забиты все наземные хранилища и даже большинство доступных супертанкеров. Чтобы привести запасы в норму за счёт снижения предложения, ОПЕК придётся сократить квоты на добычу ещё примерно на 10% от действующих с 1 января 2009 года, и строго соблюдать их в течение 3-4 месяцев. Обычно члены картеля значительно превышают новые квоты в первые несколько месяцев после их снижения. Получается, что реально сбалансировать спрос и предложение на нефтяном рынке вряд ли получится раньше середины 2009 года. Пока этого не произойдёт, стоимость «чёрного золота» может достигать аномально низких уровней – вплоть до 20 долларов за баррель. В долгосрочной перспективе равновесная цена, вероятно, обоснуется в диапазоне 40-50 долларов за баррель Brent, где будет находиться себестоимость маржинальной добычи. В результате экономического спада и освоения новых месторождений странами ОПЕК и Бразилией, свободные мощности по добыче нефти к началу 2010 года могут превысить 10% от мирового потребления. Это обеспечит надёжную защиту от дефицита топлива на следующие 3-4 года. Соответственно, таких скачков цены на нефть, как в 2008 году, мы ещё долго не увидим.

Сырьевые рынки с опозданием реагируют на глобальную рецессию

Судя по истории, сокращение спроса на сырьё может быть очень болезненным

Избыточные запасы угрожают резким падением цен в краткосрочной перспективе

Большие свободные мощности удержат долгосрочную цену у отметки 50 долларов за баррель

Рисунок 7: Изменение мирового потребления нефти и динамика стоимости барреля Brent (с 2009 г. – прогноз)



Кратковременное резкое снижение цен на нефть в первой половине года может стать одним из факторов, провоцирующих периодические приступы аномальной паники на рынке акций. Отсутствие роста цен над уровнем 50 долларов за баррель заставит инвестиционные банки пересмотреть свои долгосрочные прогнозы, которые сейчас в среднем тяготеют к отметке 80 долларов. Это уже будет препятствовать выходу индекса РТС из «коридора» во второй половине года.

Цены на нефть будут провоцировать панику и сдерживать рост акций

Среди отдельных отраслей наиболее уязвимым выглядит финансовый сектор. Практически мгновенный переход от резкого расширения кредита к его сжатию чреват проблемами с возвратом долгов от существенной доли заёмщиков. Во время серьёзных кредитных кризисов по мировой практике неплатёжеспособными могут становиться до 25% получателей кредитов. Таким образом, развитие ситуации по негативному сценарию способно лишить российские банки прибыли на 3-4 года. Ещё одним риском являются потери от курсовых разниц в ходе значительной девальвации рубля. Котировки акций уже во многом учитывают эти риски, однако ситуация в секторе может ухудшиться очень быстро, если спад в экономике не остановится к середине следующего года. В долгосрочной перспективе Сбербанк, ВТБ и лучшие частные банки могут серьёзно выиграть от нынешнего кризиса за счёт вымирания более слабых конкурентов. Тем не менее, на годовую перспективу риски значительного ослабления банковского сектора остаются высокими.

Финансовый сектор рискует сильно пострадать от списания кредитов, но часть этих рисков уже учтена в котировках

В числе остальных секторов трудно выделить явных лидеров и аутсайдеров. Приоритетное значение сейчас приобретают показатели конкретных эмитентов, нежели чем отраслевая принадлежность. В каждой отрасли выделяются как откровенно слабые компании, рискующие прекратить существование при затяжном кризисе, так и потенциальные консолидаторы, способные резко усилить свои позиции на рынке за счёт конкурентов. Наилучшие шансы заслужить симпатии инвесторов будут у компаний с низкой долговой нагрузкой или даже значительными денежными резервами на балансе, прогнозируемым денежным потоком, низкой себестоимостью производства или другими серьёзными конкурентными преимуществами. Мы предпочитаем воздерживаться от вложений в эмитентов со значительной долговой позицией и убытками по текущей деятельности, даже если они получают помощь от государства. При углублении спада в экономике помощь может быстро прекратиться, а долги и убытки останутся. Лучшей стратегией работы на рынке в следующем году будет покупка наиболее качественных бумаг с перечисленными выше характеристиками в периоды аномальной паники среди инвесторов.

Покупаем самых устойчивых и конкурентных эмитентов в моменты максимального пессимизма на рынке

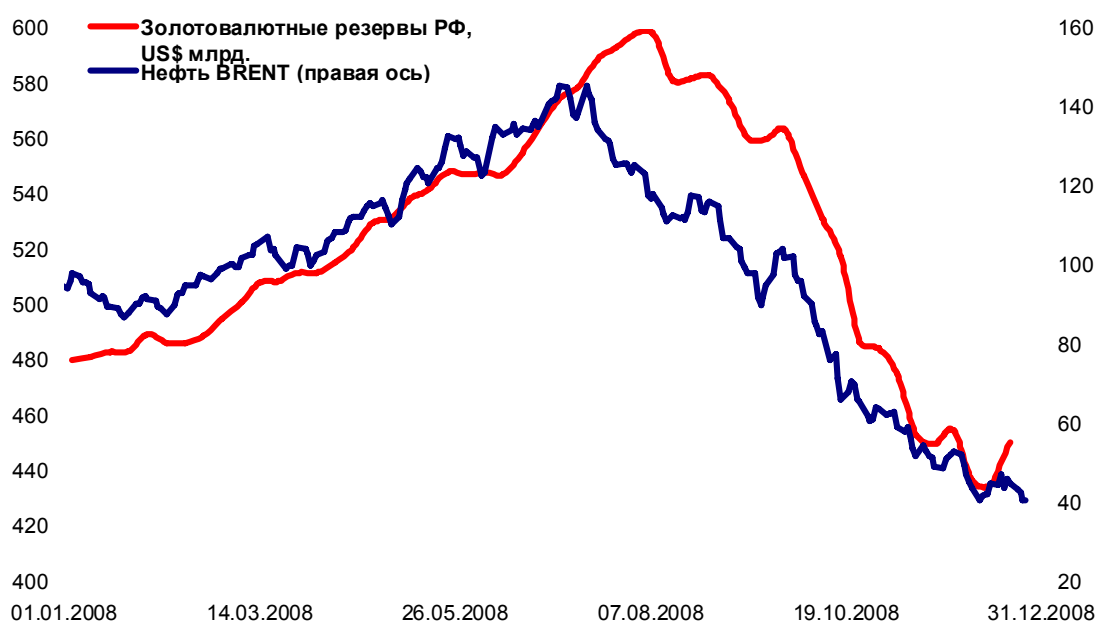
3.2. Рынок внешнего долга: призрак 1998 года

Ещё пару месяцев назад на вопрос о возможности суверенного дефолта России можно было сразу рассмеяться в лицо. В конце декабря такое предположение уже заставляет серьёзно задуматься. Разумная валютная и фискальная политика наверняка позволят нам избежать этого страшного события даже при очень низких ценах на нефть. Однако запас прочности на случай ошибок со стороны властей становится всё меньше. Растущие риски заставляют нас быть всё более разборчивыми при отборе эмитентов для включения в портфель, даже в отношении государственных компаний. Процентные ставки по еврооблигациям российских корпораций и банков уже отражают значительную вероятность дефолта, но при возникновении реальной угрозы неплатёжеспособности такие бумаги станут совсем неликвидными. При стабилизации положения в мировой экономике даже суверенные еврооблигации очень быстро вырастут в цене и принесут доход в 25-30% годовых. Возможно, корпоративные долги окажутся ещё более прибыльными, но их уязвимость к негативному сценарию побуждает нас ограничиться узким кругом компаний с наивысшей устойчивостью.

Без права на ошибку: углубление внешнего кризиса ограничивает свободу действий для российских властей

Концентрация на эмитентах наивысшего качества

Рисунок 8: Слабая внешняя конъюнктура ведёт к быстрому сокращению запаса прочности для России



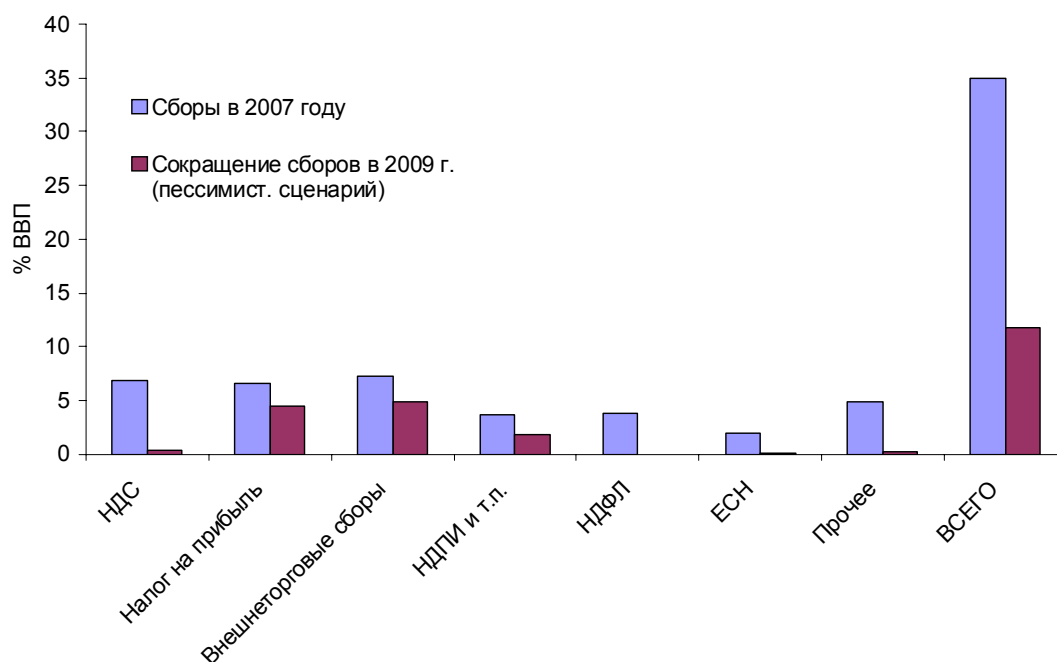
Серьёзный экономический спад только начался, а доходы государства уже сильно пострадали. Половина доходов консолидированного бюджета складываются из трёх компонентов: налога на прибыль, внешнеторговых сборов (экспортных и импортных пошлин) и сборов за пользование природными ресурсами (НДПИ и аналогичных платежей). Сбор налога на прибыль в ноябре 2008 года оказался уже на 62% ниже, чем год назад, а в следующем году дополнительно сократится из-за снижения ставки с 24% до 20%. Внешнеторговые сборы и платежи за пользование природными ресурсами могут сократиться, как минимум, вдвое в соответствии с падением цен на сырьевые товары и сокращения физических объёмов экспорта и импорта. С учётом вероятного сокращения сбора остальных налогов в рамках спада деловой активности бюджет может потерять более 30% доходов по негативному сценарию. Это будет означать дефицит около 12% ВВП, способный поглотить весь Резервный Фонд и значительную часть Фонда Национального Благосостояния в течение года. Частичное решение проблемы достижимо за счёт ослабления рубля и сокращения социальных расходов. Однако затягивание глобального кризиса за пределы 2009 года будет означать уже явную угрозу платёжеспособности российского государства. Если стоимость барреля Urals останется ниже 40 долларов, то уже к середине года у государства вряд ли останутся ресурсы для рефинансирования внешнего долга корпораций – на подобную поддержку смогут рассчитывать лишь отдельные эмитенты еврооблигаций.

Три иссякающих источника: основные компоненты доходов бюджета страдают от кризиса

Критические точки – середина и конец 2009 года

Корпорации рискуют лишиться господдержки

Рисунок 9: Сокращение сбора налогов и его влияние на бюджетный баланс (% ВВП)



При всех проблемах с бюджетом, государство с очень большой вероятностью всё же сможет выполнить свои внешние обязательства в наступающем году. Среди корпораций и банков без внешней поддержки это способны сделать считанные единицы. Наш базовый сценарий предполагает, что в течение года периодически будут возникать «окна» для рефинансирования на внешнем рынке, - вероятно, первое из них появится уже к весне. Тем не менее, мы обязаны учитывать и пессимистичный вариант развития событий, при котором все долги придётся погашать за счёт собственных средств. Как видно из таблицы, даже из наиболее уважаемых эмитентов далеко не все будут способны генерировать достаточный денежный поток в следующем году, если только не сократят значительно капиталовложения. Соответственно, присутствие корпоративных еврооблигаций в портфелях будет сведено к узкому кругу самых надёжных эмитентов.

***Берём чужие,
отдаём – свои:
редкий эмитент
заработает на
погашение долга***

Таблица 3: Оценки способности самостоятельно погашать долг

Эмитент	Чистый долг/ЕВITDA	Покрытие краткосрочного долга денежным потоком
TNK-BP	0,4	Отрицательное
Транснефть	1,7	Отрицательное
ТМК	3,2	43%
АЛРОСА	4,5	44%
Газпром	1,9	59%
Вымпелком	1,9	96%
АФК Система	0,6	122%
Северсталь	4,3	133%
Распадская	0,5	168%
МТС	0,5	237%
<i>Среднее</i>	<i>1,95</i>	<i>44%</i>

Таким образом, оптимальным вариантом структурирования портфеля выглядит формирование основной части вложений из долгосрочных суверенных еврооблигаций с добавлением отдельных корпоративных евробондов со сроком погашения 2-4 года. Мы склонны очень осторожно реагировать на периодические всплески спроса в корпоративном сегменте, пока не убедимся в окончательном преодолении глобального экономического спада. С учётом вероятного снижения процентных ставок в США и Европе, даже консервативные вложения в суверенный долг способны принести 15-20% по итогам года.

Основа портфеля – из суверенных еврооблигаций с добавлением корпоративных

3.3. Рынок внутреннего долга: охота за качеством

Ключевым для рынка рублёвых облигаций в наступающем году будет слово «качество». Только самые надёжные эмитенты смогут привлекать финансирование и обслуживать свои прежние долги. Только под качественные облигации можно будет получить фондирование в Банке России. В условиях избыточного спроса на заёмный капитал у инвесторов будут все возможности для разборчивости. Вероятное повышение процентных ставок заставляет нас отдавать предпочтение краткосрочным облигациям перед долгосрочными. «Точечные» покупки обязательств «второго эшелона» могут обеспечить существенную прибавку к доходности портфеля, однако при этом необходим строгий отбор по кредитному качеству. Первое время рублёвые облигации будут сильно отставать в доходности от валютных, но к середине года могут сравняться с ними, когда закончится основная фаза ослабления рубля. С другой стороны, и кредитный риск по рублёвым долгам значительно ниже, поскольку источник рефинансирования находится под контролем государства.

Акцент на качество и ликвидность

Отдельные возможности во «втором эшелоне»

Таблица 4: Валютный риск на свой страх: рублёвые облигации проигрывают валютным в реальной доходности

Эмитент	Срок, лет	Доходность к погашению		Премия за рублёвый риск, б.п.
		Рублёвые облигации	Валютные облигации	
Газпромбанк	1,9	15,72%	21,40%	-568
ВТБ	0,6	13,76%	14,47%	-71
Газпром	2,6	13,02%	12,56%	46
ЛУКОЙЛ	5,0	14,68%	14,20%	48
Россельхозбанк	1,8	14,10%	12,88%	122
Транскредитбанк	1,4	20,56%	17,92%	264
Петрокоммерц Банк	0,7	20,06%	16,15%	391
Вымпелком	1,0	19,54%	15,59%	395
МТС	1,4	23,15%	15,23%	792
УРСА Банк	2,2	40,02%	14,53%	2549

Доступ к дешёвому рефинансированию в Банке России приводит к тому, что доходность рублёвых облигаций оказывается заниженной по сравнению с еврооблигациями. Из десяти рассмотренных в таблице эмитентов лишь по одному премия в доходности рублёвых облигаций может компенсировать ожидаемое ослабление российской валюты. С другой стороны, более высокая доходность по внешним долгам отчасти является компенсацией за повышенный риск дефолта по сравнению с рублёвыми облигациями. В самом деле, - возможность государства по рублёвой поддержке крупных корпораций и банков теоретически ограничены только мощностью печатного станка. В получении же долларового финансирования компаниям, вероятно, скоро придётся рассчитывать лишь на собственные денежные потоки, которые далеко не у всех привязаны к курсу доллара. Соответственно, дальнейшее ослабление рубля может привести к росту доходности по еврооблигациям за счёт увеличения кредитной премии, при относительной стабильности рублёвых ставок. В какой-то момент, когда большая часть ослабления рубля окажется уже позади, кредитная премия перевесит валютную, и внутренний долг станет привлекательнее внешнего. Предположительно, это может произойти к началу второго квартала.

Валютный риск против кредитного: внутренний долг может обрести привлекательность ко второму кварталу

При всей доступности дешёвого рефинансирования в Центробанке, возможности инвесторов по приобретению корпоративных облигаций (в отличие от федеральных) имеют физические ограничения. После бегства иностранного капитала и сжатия многих паевых фондов основными игроками на этом рынке оказываются российские банки. Они же в наступающем году будут больше заняты расчисткой просроченных кредитов, чем новыми инвестициями. При этом потенциальное первичное предложение облигаций может быть очень большим. Только госкорпорации могли бы разместить бумаг на 300-400 млрд. рублей, и наверняка будут пытаться это делать даже при относительно слабом рынке. Избыток предложения неизбежно стимулирует рост ставок: 20% годовых

Предложение превысит спрос даже в сегменте высшего качества

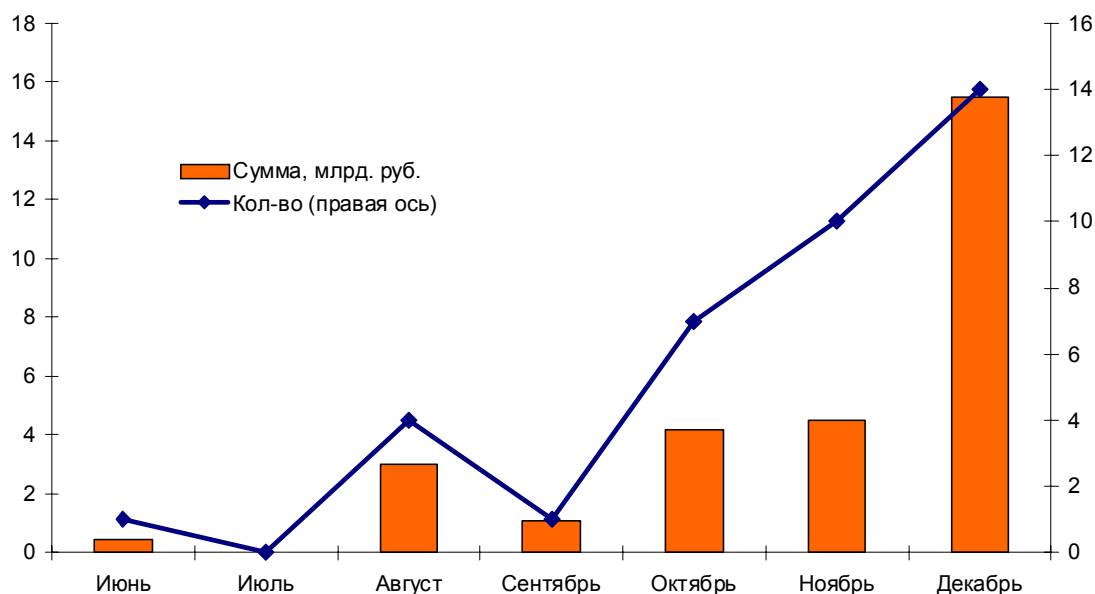
по облигациям «первого эшелона» могут стать вполне привычным уровнем. Тем более, что ряд эмитентов, относимых сейчас к этому эшелону, вероятно, столкнутся с серьезными финансовыми трудностями в следующем году. Ожидания роста ставок заставляют нас отдавать предпочтение краткосрочным облигациям.

Повышение ставок лучше переждать в «коротких» бумагах

Ещё одним фактором роста ставок будет относительно высокий процент дефолтов. Пока кредитные события сконцентрированы исключительно в сегментах «второго-третьего эшелонов». Однако по мере ухудшения ситуации в экономике и исчерпания резервов государства эти негативные процессы могут затронуть и ряд крупных корпораций. Согласно исторической статистике, во время серьезных кризисов уровень дефолтов может превышать 10% в год, а ужесточение условий кредитования влияет на него с запаздыванием в 12 месяцев. Таким образом, осеннее обострение кредитного кризиса, вероятно, по-настоящему отразится на частоте дефолтов лишь во второй половине наступающего года. Премия в доходности по корпоративным облигациям по сравнению с федеральными уже отражает «кризисный» уровень дефолтов, но может ещё немного увеличиться при нарастании частоты кредитных событий.

Цена страха: кредитные спреды расширяются ещё быстрее, чем растёт процент дефолтов

Рисунок 10: Дурной пример заразителен: вирус неплатежей распространяется по облигационному рынку (объём и количество дефолтов)



Спровоцированный дефолтами повальный консерватизм участников рынка будет иметь и позитивную сторону. Даже в самые трудные времена останутся эмитенты, способные погашать долг за счёт собственных средств, а во время всеобщей паники даже их облигации можно покупать под весьма солидную доходность. Мы склонны искать таких «защитных» эмитентов среди операторов связи, энергосетевых предприятий и компаний потребительского сектора. В периоды обострения пессимизма среди участников рынка ставки по облигациям таких эмитентов могут достигать 25-30% годовых на короткий срок. Для инвесторов, сравнивающий свой результат с рублёвыми индексами или уровнем инфляции, это очень привлекательная доходность. Таким образом те, кто способен ориентироваться хотя бы на шестимесячную перспективу, смогут хорошо заработать на дефиците долгосрочного финансирования и чрезмерном консерватизме остальных инвесторов.

Всеобщий пессимизм как возможность для покупки: инвестируем в надёжные облигации при скачках процентных ставок

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, «УРАЛСИБ» не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни «УРАЛСИБ», ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ЗАО «Управляющая компания УРАЛСИБ», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.