

Предел пессимизма: Армагеддон уже в ценах

*Там,
за горами горя -
Солнечный край непочатый
В.В. Маяковский «Левый Марш»*

Оптимисты живут дольше. Об этом говорят результаты 23-летнего исследования Yale University, подтвержденные работой нидерландских ученых. Исследование 660 человек в возрасте старше 50 лет показало, что позитивно относящиеся к жизни люди в среднем живут на семь с половиной лет дольше, чем те, кто вечно чем-то недоволен. У оптимистов риск преждевременной смерти снижен на 55%. Исследователи утверждают, что пессимисты больше подвержены вредным привычкам и болезням, таким, как курение, ожирение и гипертония. Оставаться оптимистом на нынешнем рынке сложно. Крайне сложно. Куда проще сослаться на поток негативных новостей и приуныть, приговаривая: «Ну вот, опять всё плохо. Я так и знал(а)». А то и вовсе влиться в строй мрачных пророков, обещающих вселенскую катастрофу. И все же быть оптимистом не просто лучше, но и ... выгоднее. Даже с денежной точки зрения!

Начнём с того, что в среднем фондовый рынок в два раза чаще растёт, чем падает. Очевидно, это слабое утешение для тех, кто потерял 80% от переоценки активов с майского пика. Однако именно покупка акций в момент наибольшего пессимизма позволяет заработать по-настоящему крупные состояния – такие как у Уоррена Баффета, богатейшего человека в мире. Легко поддаться депрессии от ужасающих сообщений про обвал котировок. Гораздо труднее в потоке всеобъемлющего пессимизма увидеть возможность для обогащения. Именно поэтому такие возможности оказываются поистине сказочными. Для тех, кто способен.

Оценка состояния мировой экономики управляющими глобальных фондов (опрос Merrill Lynch)

% опрошенных	Ноябрь 2008	Октябрь 2008	Сентябрь 2008
Начало фазы роста	1	3	2
Середина фазы роста	3	4	7
Конец фазы роста	12	20	47
Рецессия	84	69	44
Затруднились с ответом	0	3	2

В ближайшие месяцы мы совершенно точно услышим множество историй об экономических катаклизмах: остановках производства, санации банков, задержках зарплаты и т.п. Такое бывает во время любого кризиса, а нынешний выглядит одним из серьёзнейших в мировой истории. Только на финансовом рынке те, кто действует под влиянием текущих новостей, - обычно проигрывают. Сегодня рыночные котировки уже учитывают потенциальный глубокий спад в экономике. Экономический Армагеддон уже в ценах, а вот воплотится ли он в реальность – пока большой вопрос. Действительно, инвестиционные риски сейчас очень высоки, но потенциальная прибыль их с лихвой оправдывает.

К 2010 году стоимость российских акций может удвоиться по сравнению с уровнем закрытия 27 ноября. Даже при ухудшении ситуации в экономике – данный фактор просто уже учтён в котировках с большим запасом. Достаточно просто появления признаков стабилизации спроса. Произойдёт это в начале года или ближе к осени – пока предсказать трудно. Главное – инвесторы обретут уверенность, что у кризиса есть «дно». Даже большие «медвежьи» рынки редко длятся больше полутора лет, а самый страшный обвал индекса РТС в 1997-98 гг. продолжался менее 12 месяцев. Нынешний обвал рынков может закончиться и раньше, поскольку развивается гораздо быстрее. Вероятно, первыми начнут расти самые ликвидные акции, однако уже через несколько месяцев вперёд должны вырваться бумаги «второго эшелона».

Кредитные рынки в мировом масштабе могут «выздороветь» даже раньше, чем рынки акций. Просто они раньше вошли в кризис, что позволит инвесторам быстрее избавиться от излишне рискованных позиций по облигациям. Однако нашему рынку внутреннего долга, вероятно, понадобится больше времени на «разворот». На нём слишком сильно доминирование российских банков, которые в ближайшее время сосредоточат всё внимание на кредитовании, используя облигации только для поддержания краткосрочной ликвидности. К тому же, вероятное ослабление рубля делает внешние обязательства гораздо привлекательнее внутренних. Вложения в качественные корпоративные обязательства могут принести порядка 25% годовых в рублях при умеренном риске. Доходность по паям хороших облигационных ПИФов, вероятно, окажется даже несколько выше, поскольку сейчас их портфели оценены по символическим признаваемым котировкам облигаций. Покупка «облигационных» паёв является отличной альтернативой рублёвому депозиту. Тем не менее, она сильно уступает в привлекательности вложениям в паи фондов акций.

В результате обвала цен на нефть и металлы сальдо счёта текущих операций России стремительно движется в область дефицита по сравнению с профицитом в 28 млрд. долларов за 3-й квартал. Это ограничивает способность Центробанка бороться с оттоком капитала, превышающим 40 млрд. долларов в месяц. Чтобы избежать сокращения международных резервов до критической отметки, Банк России, вероятно, пойдёт на ослабление рубля к корзине доллар-евро на 20-25% в течение года. В свете этого риска валютные облигации выглядят гораздо привлекательнее рублёвых. В то же время, паи облигационных ПИФов способны принести сопоставимый доход по сравнению с валютными депозитами, благодаря переоценке позиций с нынешних демпинговых уровней. Кроме того, ослабление рубля должно прибавить стоимости акциям нефтяных компаний, производителей цветных металлов и удобрений.

Сколько верёвочке виться? Оценка времени восстановления экономики и рынков

**Беда вымучит,
беда и выучит:
сокращение
избыточных
долгов
положит конец
кризису**

Переядание чревато расстройством желудка. С 2003 года мировые рынки были «перекормлены» дешёвыми кредитами и теперь мучительно избавляются от избыточных спекулятивных позиций. Наиболее «закредитованной» оказалась экономика США, особенно её потребительский сектор. Для прекращения экономического спада необходим возврат долговой нагрузки на домохозяйства к нормальному историческому уровню – 10,5-11,0 в соотношении к годовому доходу, с нынешней отметки в 13,8. Если это будет происходить только за счёт сокращения потребления, - процесс займёт ещё примерно два года. Однако вливания из государственного бюджета (порядка 500 млрд. долларов в следующем году) могут сократить его продолжительность вдвое. То есть, к концу 2009 года реально ожидать завершения экономического спада. Более продолжительной, вероятно, окажется «расчистка» избыточного предложения на рынке недвижимости (около двух лет при нынешних темпах сокращения нераспроданных запасов). Однако с ростом возобновляемых доходов населения и этот процесс должен ускориться.

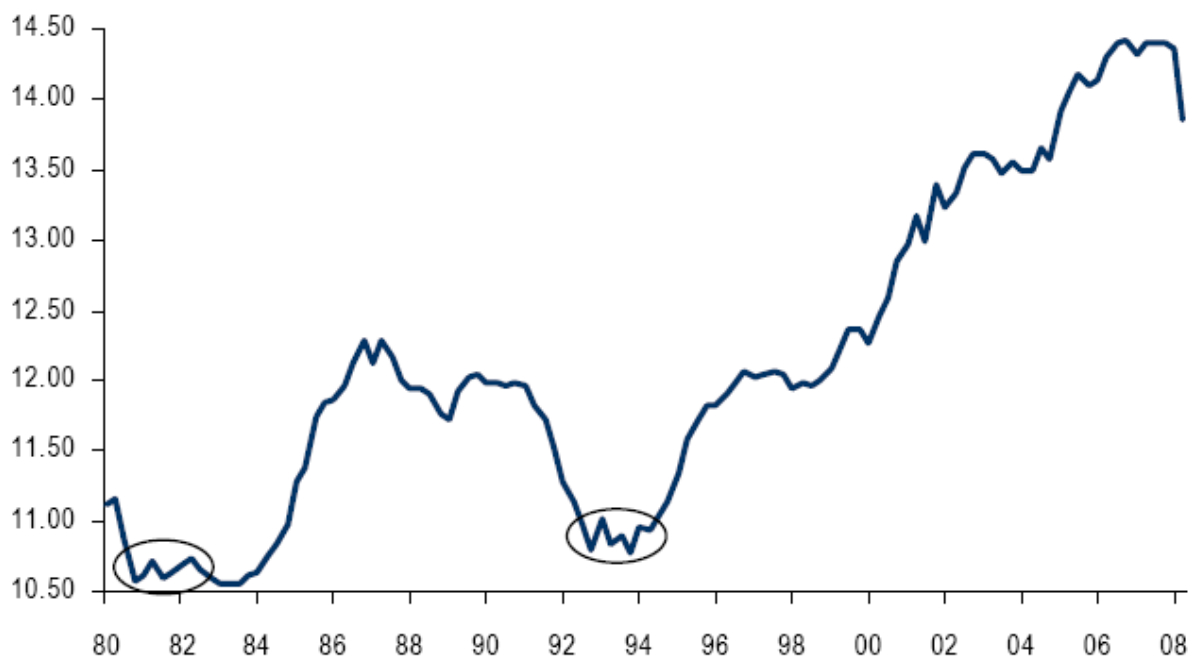
**Объём предложения на рынке недвижимости в США
(в единицах среднемесячных продаж)**



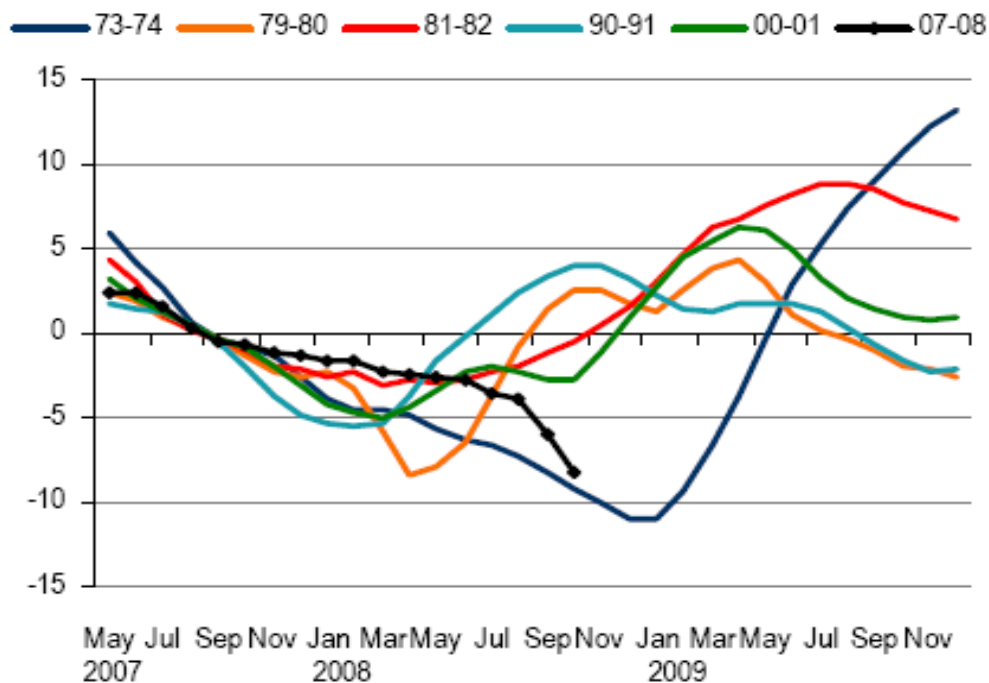
**Каков ни будь
грозен день, а
вечер настанет:
история
указывает на
близость «дна»**

В историческом контексте нынешний спад мировой экономики уже приближается к нижней точке худшего кризиса со времён Великой Депрессии. Поскольку рынки обычно ориентируются на опережающие макроэкономические индикаторы, мы используем именно их. Если судить по опыту спада 70-х годов прошлого века, нижняя точка может приходиться на начало 2009 года. Безусловно, нельзя исключать и более глубокой рецессии, поскольку объём избыточных долгов в этот раз оказался беспрецедентно большим. Тем не менее, задержка в восстановлении по сравнению с историческим аналогом может составлять скорее месяцы, чем годы. То есть опережающие индикаторы должны сформировать «дно» не позднее следующего лета.

Соотношение задолженности американских домохозяйств к их годовому доходу



Текущий кризис по сравнению с предыдущими: скользящее шестимесячное изменение опережающих индикаторов глобального экономического роста



Источник: Merrill Lynch

Новая метла чисто метёт: господдержка усиливается со сменой президентом США

С избранием Барака Обамы демократическая партия США резко активизировала действия по стимулированию экономики. К 20 января конгрессмены обещают представить на утверждение президента пакет фискальных мер объёмом до 700 млрд. долларов, рассчитанный на два года. Денежные инъекции такого объёма добавят около 3% к американскому ВВП в 2009-2010 гг., что позволит избежать существенного экономического спада. Ещё 500 млрд. долларов может быть добавлено к программе по выкупу проблемных активов и рекапитализации банков. Аналогичные по масштабам меры принимает правительство Китая. Инвесторы уже смирились с глобальной рецессией, и когда пойдут сигналы, что её удаётся избежать за счёт бюджетных вливаний, спрос на акции вырастет на редкость сильно и быстро.

Заглянуть за горизонт: рынок развернётся раньше экономики

История показывает, что обвал фондовых рынков заканчивается гораздо раньше, чем экономический спад достигает «дна»: со средним упреждением в три месяца. Если нижняя точка рецессии в США и/или замедления экономического роста в России придётся на середину следующего года, то рост котировок акций, скорее всего, начнётся уже в первом квартале.

Цикличность фондового рынка по сравнению с экономикой: история США и S&P 500

Упреждение "дна" фондового рынка по сравнению с минимумом соответствующего индикатора

"Дно" S&P 500	Реальный рост ВВП (кварталы)	ISM (опережающий индикатор) (месяцы)	Безработица (максимум) (месяцы)
Октябрь 1957 г.	1	3	минус 7*
Июнь 1962 г.	2	2	8
Октябрь 1966 г.	2	6	12
Май 1970 г.	2	6	7
Октябрь 1974 г.	1	3	5
Август 1982 г.	минус 2*	минус 3*	3
Декабрь 1987 г.	1	минус 17*	минус 9*
Октябрь 1990 г.	0	3	20
Октябрь 2002 г.	минус 5*	минус 12*	8
Медиана	1	3	7

* - означает, что нижняя точка падения рынка была позже, чем экстремум соответствующего индикатора

Сколько ни плакать, а быть перестать: сильные обвалы рынка редко бывают длительными

Для emerging markets типичный «медвежий» период – 12 месяцев

Беспрецедентная поддержка государства может сократить страдания инвесторов

Беда деньгу родит: после обвалов рост котировок особенно силён

За свою короткую историю российские акции лишь раз успели побывать в настоящем «медвежьем» рынке. Однако мировая практика знает уже десятки подобных примеров. В среднем «медвежья» фаза обычно длится около 17 месяцев, а размах снижения котировок достигает 57%. При этом для развивающихся рынков характерны более резкие, но и более скоротечные падения со средней продолжительностью около года и величиной обвала котировок в 76%. Случалось, что «медвежьи» рынки следовали друг за другом. Однако даже в этом случае промежуток составлял не менее года, а рост котировок между фазами падения превышал 50%. Нынешний обвал уже превысил среднеисторические масштабы по величине, даже для развивающихся рынков. Если отталкиваться от средней продолжительности, то по историческим меркам emerging markets падение должно закончиться к майским праздникам. Однако поддержка рынков со стороны властей сейчас осуществляется гораздо раньше и масштабнее, чем когда либо. Поэтому весьма вероятно, что и жизнь «медвежьего» рынка окажется короче среднеисторических показателей. В качестве аналогий можно рассматривать кризисы 1994-1995 гг. в Мексике и 1997 г. в Корее. Падение котировок в обоих случаях было почти в точности таким же, как по индексу РТС с мая по октябрь 2008 года, а длительность – лишь на месяц больше. Риск ещё одной волны снижения котировок до середины 2009 г. ещё сохраняется, но судя по истории «медвежьих» рынков, индекс РТС вряд ли уже окажется значительно ниже 500 пунктов.

В абсолютном большинстве случаев в следующие 12 месяцев после достижения «дна» рынки показывали очень высокую доходность. Средний рост в течение пяти лет после обвала на развитых рынках составляет 240% процентов. Инвесторы же, покупавшие на дне акции emerging markets, за тот же срок увеличивали свой капитал почти в семь раз. Очевидно, что даже если мы покупаем акции слишком рано, и после этого рынок падает ещё на 20-30% -будущая доходность с лихвой компенсирует этот промах.

Медвежий век короток: историческая статистика по обвалам котировок

Пик	"Дно"	Длительность, месяцев	Снижение от пика до "дна"	Через год после дна	Через 5 лет после дна
США					
Ноябрь 1916 г.	Декабрь 1917 г.	13	33%	20%	43%
Июль 1919 г.	Август 1921 г.	25	32%	-14%	5%
Сентябрь 1929 г.	Ноябрь 1929 г.	2	45%	-20%	-53%
Апрель 1930 г.	Июнь 1932 г.	26	83%	128%	251%
Март 1937 г.	Март 1938 г.	12	54%	29%	36%
Декабрь 1968 г.	Июнь 1970 г.	18	29%	44%	31%
Январь 1973 г.	Сентябрь 1974 г.	20	42%	18%	30%
Ноябрь 1980 г.	Июль 1982 г.	20	20%	58%	225%
Август 2000 г.	Октябрь 2002 г.	26	40%	34%	101%
Франция					
Апрель 1920 г.	Июль 1921 г.	15	43%	12%	33%
Апрель 1973 г.	Сентябрь 1974 г.	17	49%	21%	44%
Апрель 1987 г.	Январь 1988 г.	9	44%	86%	98%
Япония					
Январь 1973 г.	Октябрь 1974 г.	21	37%	27%	82%
Декабрь 1989 г.	Август 1992 г.	31	63%	40%	29%
Великобритания					
Апрель 1972 г.	Ноябрь 1974 г.	31	71%	140%	240%
Германия					
Сентябрь 1960 г.	Октябрь 1962 г.	25	46%	32%	36%
Бразилия					
Июль 1997 г.	Январь 1999 г.	18	67%	140%	250%
Мексика					
Сентябрь 1994 г.	Март 1995 г.	6	76%	75%	324%
Корея					
Июль 1997 г.	Декабрь 1997 г.	6	79%	223%	146%
Аргентина					
Январь 2001 г.	Июнь 2002 г.	17	83%	124%	768%
Турция					
Май 2000 г.	Октябрь 2001 г.	17	86%	20%	383%
Россия					
Октябрь 1997 г.	Октябрь 1998 г.	12	93%	126%	1421%
Август 2000 г.	Декабрь 2000 г.	4	47%	104%	759%
СРЕДНЕЕ ПО ВСЕМ РЫНКАМ		17,8	57,4%	66,6%	240,1%
СРЕДНЕЕ ПО РАЗВИВАЮЩИМСЯ РЫНКАМ		11,4	75,9%	115,9%	578,7%
Май 2008 г.	Октябрь 2008 г.	5	78%		

Во всяком худе не без добра: даже на «медвежьем» рынке регулярно наблюдаются «ралли»

Важно помнить, что даже во время затяжных «медвежьих» рынков регулярно бывают довольно продолжительные периоды сильного роста котировок. Даже в худшие времена Великой Депрессии их можно насчитать, как минимум, шесть:

- 18% в октябре 1929 г.;
- 48% в апреле 1930 г.;
- 23% в декабре 1930 г.;
- 27% в июне 1931 г.;
- 35% в октябре 1931 г.;
- 25% в начале 1932 г.

В случае ошибки можно продать на «отскоке»

Если прогноз оказался ошибочным и ситуация на рынке начинает развиваться по самому негативному сценарию, всегда можно дождаться одного из таких «мощных» отскоков котировок, чтобы сократить позиции с минимальными потерями.

Первые на старте и лучшие на финише: приоритеты по сегментам

Догнать и перегнать «фишки»: «второй эшелон» недолго ходит в отстающих при развороте рынка

При восстановлении рынка первыми, вероятно, будут расти самые ликвидные акции. Напуганные кризисом, инвесторы обычно некоторое время продолжают бояться повторного обвала котировок и держат только те бумаги, которые можно очень быстро продать при необходимости. В начальной фазе роста рынка «голубые фишки», как правило, серьёзно обгоняют «второй эшелон». Однако это опережение довольно быстро заканчивается. Как показывает история последних пяти «медвежьих» рынков в США, уже в течение месяца с начала роста рынка «второй эшелон» догоняет высоколиквидные акции, а по прошествии шести месяцев – уходит в значительный отрыв.

Маленькие, да удаленькие: акции «второго эшелона» быстро догоняют «голубые фишки»

"Дно" медвежьего рынка	"Голубые фишки" за месяц	"Второй эшелон" за месяц	"Голубые фишки" за 6 месяцев	"Второй эшелон" за 6 месяцев	"Голубые фишки" за год	"Второй эшелон" за год
30.09.1974	16,30%	16,25%	31,19%	32,77%	32,00%	33,56%
27.03.1980	7,07%	8,37%	28,64%	33,59%	37,09%	43,24%
10.08.1982	17,63%	17,03%	43,43%	45,28%	57,08%	61,69%
09.01.1991	15,36%	15,75%	20,75%	22,19%	34,07%	39,02%
10.03.2003	7,94%	7,59%	25,19%	27,66%	39,18%	43,11%
<i>Среднее</i>	<i>12,86%</i>	<i>13,00%</i>	<i>29,84%</i>	<i>32,30%</i>	<i>39,88%</i>	<i>44,12%</i>

Голод перед сытостью: паника даёт возможность купить «второй эшелон» за символические деньги

Такое поведение рынков даёт инвесторам, способным преодолеть стадный инстинкт, хорошую возможность заработать повышенный доход. По компаниям со средней и малой капитализацией сейчас много предложений от иностранных инвесторов, в панике бегущих из России по любым ценам. При развороте рынка такие предложения могут очень быстро исчезнуть. Поэтому лучше пользоваться ситуацией и размещать часть капитала в фонды акций «второго эшелона» уже сейчас, оставив некоторый резерв для последующего увеличения позиций с началом нового «бычьего» рынка.

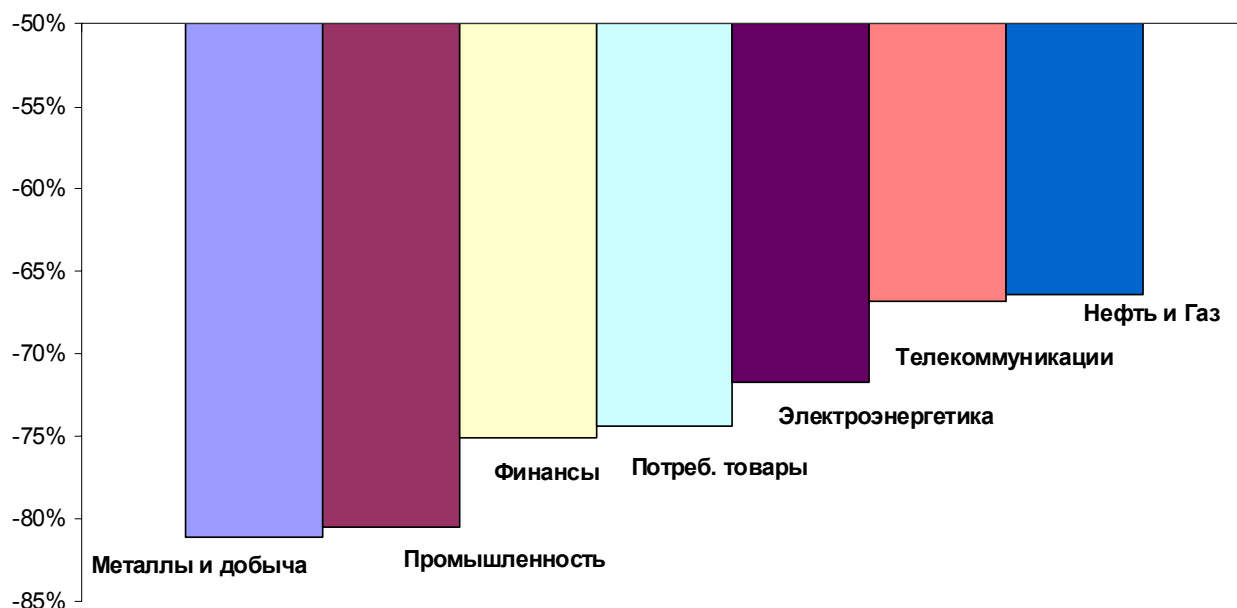
Упасть, чтобы подняться: в начальной фазе роста лидируют прежние аутсайдеры – чёрная

По аналогии с «голубыми фишками», сразу после позитивного разворота рынка сильнее всего обычно растут акции, наиболее пострадавшие во время кризиса. Конечно, это не касается откровенных банкротов, какими могут стать, к примеру, отдельные девелоперские компании. Трудно обещать радужные перспективы по сектору «промышленность», куда входят слишком разноплановые машиностроительные

металлургия

предприятия. Среди отраслей-аутсайдеров хорошие шансы на резкий «отскок» котировок имеет металлургия. Новости по сталелитейным предприятиям в последнее время стали настолько негативными, что хуже уже вряд ли будет. Малейшие признаки восстановления спроса на сталь способны сильно сократить давление продавцов на акции компаний чёрной металлургии.

Восстающие из ада: рейтинг отраслей по падению котировок во время кризиса (отраслевые индексы от закрытия 19.05.2008)



При всех их недостатках банки лучше поездов. Они стоят на месте, и деньги в них есть всегда «Бутч Кэссиди и Сандэнс Кид»

К финансовому сектору формально относятся и девелоперские компании, покупать акции которых сейчас слишком рискованно. Бумаги же крупнейших банков не были в числе аутсайдеров во время кризиса. Безусловно, ключевые госбанки выигрывают от огромных вливаний государственных средств. Однако, наряду с акциями потребительского сектора они вряд ли станут лидерами роста при «развороте» рынка – в том числе из-за сохраняющихся опасений девальвации рубля, а также труднопредсказуемого объёма невозвратов по кредитам. Таким образом, лучшим инструментом для игры на начало «отскока» выглядят отраслевые фонды металлургического сектора.

Долгосрочные фавориты – нефть, энергетика, связь

В более длительной перспективе будут работать уже факторы фундаментального характера. По сумме таких факторов наиболее перспективными выглядят акции нефтяного и энергетического секторов, а также операторов проводной связи.

Сектор	Сравнительная оценка	Оценка по DCF	Динамика прибыли	Консенсус инвестбанков	Вес в портфелях	Momentum	Прочее	Общая оценка
Нефть	+	+	-	-	=	+	Ослабление рубля (++) , истощение запасов (-)	+
Газ	+	-	-	-	-	+	Ослабление рубля (+), сокращение рынков сбыта (-)	-
Чёрная металлургия	=	++	--	+	+	--	Зависимость от строительства и автопрома (-)	=
Цветная металлургия	-	-	--	=	+	-	Ослабление рубля (++)	-
Энергетика	--	=	++	+	++	-	Снижение спроса при фиксированном предложении (-)	+
Мобильная связь	+	=	+	=	-	-	Ослабление рубля при валютных долгах (-)	-
Проводная связь	+	++	+	+	=	-	Устойчивый спрос (+), ослабление рубля (-)	+
Финансы	-	=	=	=	+	-	Ослабление рубля (-), невозвраты кредитов (-)	-
Потреб. сектор	-	+	+	=	=	-	Устойчивый спрос (+), ослабление рубля (-)	=
Машиностроение	+	-	-	=	+	-	Чувствительность к замедлению экономики (-)	-
Транспорт	+	+	=	=	-	-	Относительно устойчивый спрос (+)	+

Не всякое топливо одинаково прибыльно: газовые компании уступают нефтяным в потенциале роста

Из-за ухудшения внешних условий в 2009 году резко упадёт прибыль всех сырьевых эмитентов. Меньше других пострадают нефтяные компании, поскольку большую часть расходов для них составляют налоги, привязанные к тем же ценам на нефть. В газовом секторе налоговые затраты при удешевлении нефти сокращаются гораздо меньше. Кроме того, газ, в отличие от нефти, не является биржевым товаром, поэтому объём его сбыта сильно зависит от физического спроса. За октябрь-ноябрь потребление газа в России уже упало на 12%, европейские потребители сокращают закупки в пределах 10%, ещё хуже выглядит ситуация в странах СНГ. Результаты деятельности Газпрома и НоваТЭКа за конец 2008-начало 2009 гг. могут сильно разочаровать инвесторов. По прогнозным соотношениям капитализации к прибыли за 2009 год ЛУКОЙл и Сургутнефтегаз сейчас в 2-2,5 раза дешевле газовых компаний.

Сравнение в пользу «чёрного золота»: относительная динамика банковских акций была чрезмерно позитивной

С конца сентября наблюдается аномальное рассогласование поведения российских акций нефтяного и финансового секторов по сравнению с мировыми рынками. Если в развитых странах бумаги нефтяных компаний сильно обгоняют в доходности банковские акции, то на emerging markets ситуация выглядит зеркально противоположной. Между тем, от вероятного ослабления рубля как раз выигрывают

нефтяные компании и проиграют эмитенты банковского сектора. Кроме того, пока трудно оценить масштабы будущих списаний по невозвращённым банковским кредитам. Мы уверены, что российская банковская система останется устойчивой, благодаря поддержке государства. Однако динамика банковских акций относительно нефтяных в последнее время выглядит чрезмерно позитивной. Для новых вложений нефтяной сектор гораздо привлекательнее.

Два мира – две судьбы банкира: акции банков чрезмерно оторвались от нефтяного сектора



Разглядеть потенциал в шквале негатива: бросовые цены на сталь вызваны временным избытком запасов

Акции сталелитейных компаний способны стать отличным вложением на долгосрочную перспективу. Сейчас капитализация ММК, НЛМК и Северстали в 10-12 раз ниже восстановительной стоимости их активов. Такая благоприятная ситуация для покупок складывается не чаще одного раза в пятьдесят лет. Однако в ближайшие месяцы текущие новости по сектору могут сильно ограничить оптимизм инвесторов: у потребителей скопились излишние запасы металла, плюс многие из них вынуждены сокращать закупки из-за трудностей с получением кредитов. Предприятия чёрной металлургии очень дисциплинированно сокращают производство, и к весне следующего года проблема с лишними запасами, скорее всего, будет решена. Наиболее осторожные инвесторы, наверное, предпочтут дождаться этого момента, но рынок всегда заглядывает в будущее, так что котировки «стальных» акций, вероятно, начнут обгонять рыночные индексы ещё до наступления весны.

И товар хорош, и цена весёлая:

В 12 раз дешевле восстановительной стоимости активов торгуются и акции крупнейшей генерирующей компании в энергетическом секторе – РусГидро. Объявленное

качественные энергетические активы на порядок дешевле восстановительной стоимости

повышение тарифов на 31% и выкуп государством допэмиссии акций по цене в полтора раза выше рыночной подтверждают, что компания может рассчитывать на серьёзную поддержку властей. Совокупная стоимость акций двух других компаний сектора – ФСК и ОГК-4 – на конец ноября была значительно ниже, чем сумма денежных средств на их балансах. То есть, фактически инвестор в случае покупки получает эти бумаги бесплатно. Очень дешево выглядят и многие межрегиональные сетевые компании, которым гарантирована прибыль при переходе на расчёт тарифов по регулируемой базе активов. В то же время, акционеры некоторых генерирующих компаний рискуют понести потери от вероятного снижения спроса на электроэнергию в условиях замедления экономики РФ. Чтобы минимизировать этот риск, лучше инвестировать в энергетический сектор через покупку паёв соответствующих отраслевых фондов.

Инвестиции на всю жизнь: рекордная дивидендная доходность при стабильной прибыли по «префам» региональных телекомов

Весьма интересная ситуация сложилась в телекоммуникационном секторе. Акции операторов связи традиционно считаются «защитными» в период кризиса. В несколько меньшей степени это относится к мобильной связи, затраты на которую всё же могут несколько сократиться. Кроме того, мобильные операторы имеют довольно крупные валютные долги, что негативно отразится на их рентабельности при ослаблении рубля. А вот привилегированные акции региональных телекомов способны стать отличными инвестициями на всю жизнь. Мало того, что они вчетверо дешевле зарубежных аналогов по соотношению цена/прибыль. Так ещё и дивидендная доходность за 2008 год приближается к 25%, а в последующие годы дивиденды продолжат расти. В отличие от большинства других отраслей прибыль предприятий фиксированной связи очень устойчива, по крайней мере, в рублёвом выражении. Недостатком этих бумаг является их ограниченная ликвидность. Частным инвесторам будет удобнее инвестировать в них через паи фонда Уралсиб Связь и ИТ, основа портфеля которого сформирована как раз из региональных «префов».

Поток высоких дивидендов с большой скидкой: данные по привилегированным акциям операторов связи

Эмитент	Дивиденды за 2007 год, руб.	Дивиденды за 2008 год (прогноз)	Цена акции, руб.	Дивидендная доходность	Цена/прибыль (P/E) за 2008 г.	Дисконт к зарубежным аналогам
Сибирьтелеком	0,07	0,08	0,25	30,1%	2,9	70%
Уралсвязьинформ	0,05	0,04	0,17	26,3%	2,4	76%
Центртелеком	0,69	0,70	2,69	26,2%	2,5	74%
Волгателеком	4,05	3,53	15,38	23,0%	2,2	78%
Северо-Западный Телеком	4,00	1,31	5,71	22,9%	2,7	72%

Ждать смены настроений на рынке – значит пропустить большую часть роста котировок

«Второй эшелон» особенно выгодно покупать на всеобщей панике

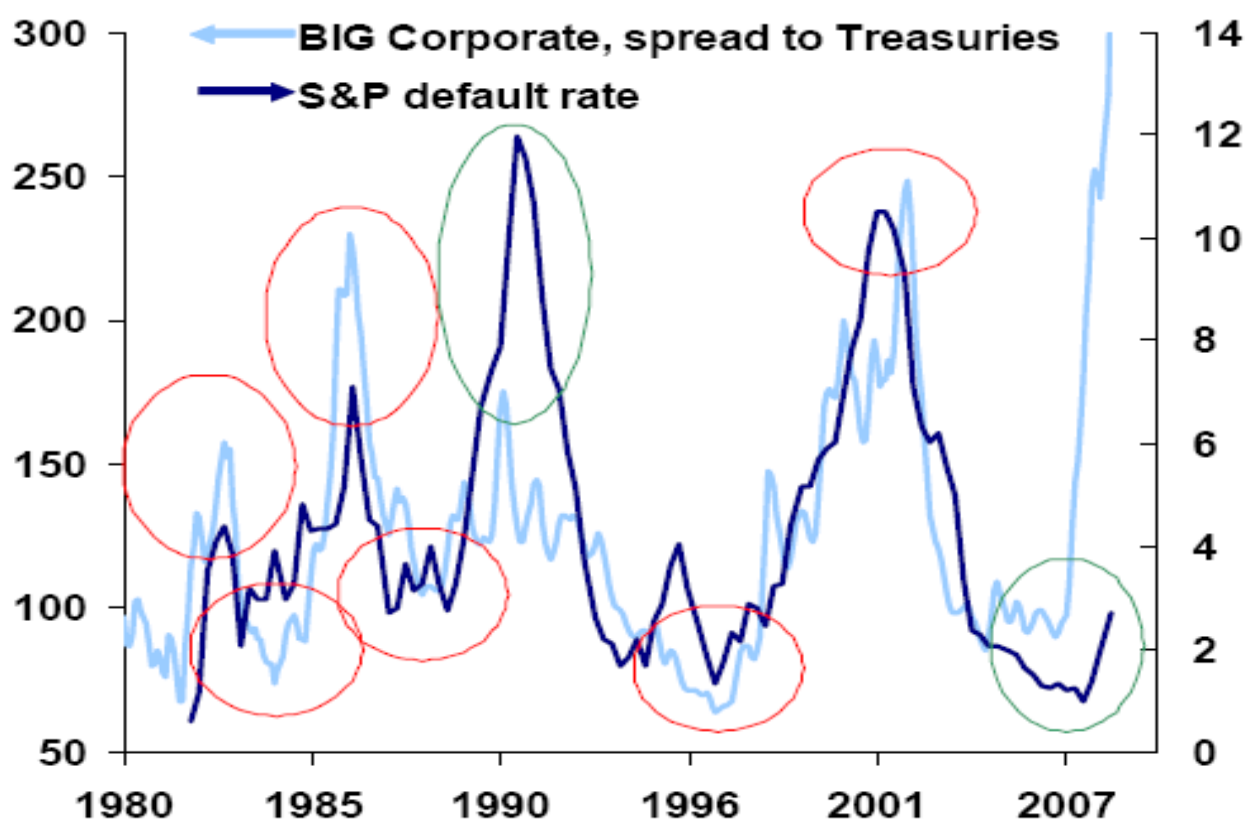
Одно из определений скепсиса – это склонность подвергать сомнению то, в чём убеждены и о чём говорят все вокруг. Данное качество является ключевым для успешного инвестирования. Те, кто следует за толпой, обычно покупают на пике рынка и продают на «дне». Настоящий скептик способен оставаться пессимистом в период безудержного оптимизма и становиться оптимистом, когда все окружающие паникуют. Да, мрачные пророчества о развитии экономического кризиса могут полностью или частично воплотиться в реальность. Но этот негативный сценарий уже учтён в котировках, а вот восстановление экономики от кризиса – ещё нет. Лучше воспользоваться этой ситуацией, пока ещё мало кто не верит в скорое улучшение. Если пытаться угадать «дно» с точностью до месяца, можно пропустить первый, самый мощный скачок котировок. Особенно это касается акций «второго эшелона» и фондов, инвестирующих в них.

Раскинулись спреды широко или премия за риск, которого нет: исторические возможности для заработка на рынке облигаций

Лекарство против страха: высокая доходность облигаций компенсирует больше воображаемых дефолтов, чем реальных

Состояние долговых рынков принято измерять разницей, или спредом, в ставках между качественными корпоративными облигациями и обязательствами государства. На «медвежьем» рынке эта премия за риск обычно увеличивается, а на «бычьем» - сокращается. В этом году корпоративные спреды «разошлись» как никогда широко. Отчасти такой рост премии был оправдан увеличением числа дефолтов по корпоративным долгам. Но только отчасти. Как видно из графика, расширение спредов очень сильно обогнало статистику по дефолтам. По аналогии с акциями, котировки бумаг уже учитывают самый негативный сценарий развития событий. Фактически, рынок подразумевает, что обанкротиться должна каждая пятая корпорация с инвестиционным рейтингом, а среди остальных – чуть ли не половина.

Страховка от мнимого апокалипсиса: спред по облигациям корпораций с инвестиционным рейтингом сильно оторвался от статистики по реальным дефолтам



Источник: Credit Suisse

Обычный кредитный кризис вместо Армагеддона приведет к росту котировок

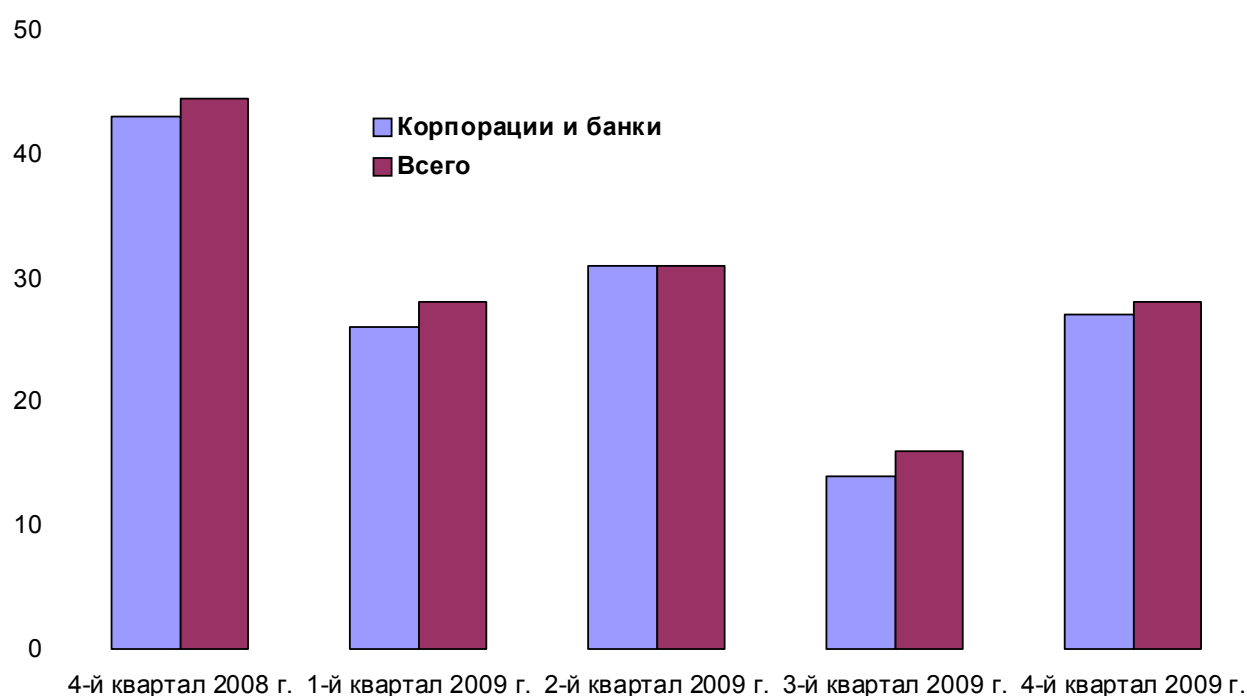
Если посмотреть правде в глаза, то в среднем именно 20-25% всех займов оказывались невозвращёнными в ходе предыдущих 120 банковских кризисов в мировой истории, согласно исследованиям МВФ. Однако, во-первых, эта статистика охватывает вообще всех заёмщиков, включая корпорации со спекулятивным рейтингом или вовсе без него, а также домохозяйства. Кроме того, текущий кризисный период отличается

беспрецедентно активной и масштабной поддержкой экономики и рынков со стороны властей. То есть в котировках уже учтён самый худший и маловероятный сценарий, так что если статистика дефолтов окажется даже просто на уровне двух предыдущих рецессий, мировые кредитные рынки отреагируют очень позитивно.

Большая награда за малый риск: облигации самых надёжных компаний обещают рекордную доходность

Что касается России, государство должно быть по-прежнему способно оказывать поддержку корпорациям в течение примерно двух лет даже при 40 долларах за баррель Urals. Общий объём выплат по внешнему долгу корпораций за 2009-2010 гг. составляет порядка 200 млрд. долларов, или менее от международных резервов Банка России. Даже в нынешних условиях существенную долю внешних займов удаётся рефинансировать. Кроме того, больше половины от этой задолженности, по нашей оценке, корпорации способны выплатить за счёт собственных денежных потоков. Мы считаем, что инвестиции в обязательства государственных компаний и наиболее устойчивых частных эмитентов даже сейчас сопряжена с минимальным кредитным риском. И за этот минимальный риск сегодня можно получить на редкость солидную премию в доходности.

Ожидаемые платежи по внешним долгам: облегчение после предновогоднего пика (млрд. долларов США)



Товар лицом: демонстрация возможностей на примере 18 качественных высокодоходных выпусков

В качестве иллюстрации можно привести набор из около двадцати выпусков рублёвых облигаций, торгуемых по неоправданно завышенным ставкам. Эти обязательства выпущены компаниями, контролируруемыми государством, «дочками» иностранных корпораций с высоким рейтингом или самыми устойчивыми из частных российских эмитентов. С середины года многие участники рынка продавали такие облигации,

облигаций

практически не глядя на цены – российские банки для решения проблем с ликвидностью, а иностранные спекулянты просто выводили деньги с развивающихся рынков. Именно в силу этого по ним сложилась на редкость высокая доходность. В ноябре большинство таких выпусков постепенно начало расти в цене: например, ставка по облигациям МТС снизилась с 14% до 10% годовых, а по долгам ВТБ-Лизинг – с 18% до 13%. Скорее всего, после Нового Года таких привлекательных возможностей для покупки уже не будет.

Эмитент	Выпуск	Рейтинг S&P (Fitch)	Краткоср. Долг/Cash Flow	Краткоср. Долг/Капитал	Доходность к погашению/оферте, % годовых	Длительность, месяцев
Волгателеком	4	BB-	0,9	0,95	17,3%	11
ВТБ-24	1	BBB+	8,2	0,37	15,4%	8
ВТБ-Лизинг	1	BBB+ *	8,2	0,37	13,9%	9
Вымпелком-Инвест	1	BB+	1,2	0,24	24,9%	12
Гражданские самолёты Сухого	1	нет	7,9	N/M	31,7%	11
Московская объединённая электросетевая компания	1	Ba2	0,0	0,00	18,6%	32
МРСК Урала	1	нет	N/M	0,08	40,0%	6
Ленэнерго	2	BBB+ *	N/M	0,01	35,7%	40
ОГК-5	1	A-*	2,0	0,11	18,4%	16
Россельхозбанк	3	BBB+	4,6	0,38	16,9%	16
РусГидро	1	BBB-	N/M	0,04	21,4%	33
Русфинанс банк	3	BB+	9,7	1,43	40,5%	7
Сибирьтелеком	7	B+	0,7	0,88	17,1%	7
Система АФК	1	BB-	1,9	0,57	23,2%	5
ТГК-1	1	BBB *	N/M	0,04	31,4%	16
ТГК-10	2	A- *	N/M	-1,22	32,8%	4
Трансконтейнер	1	BBB+ *	1,4	0,17	23,2%	4
Транскредитбанк	3	BB	2,3	0,24	23,2%	15
Среднее		BB+	3,8	0,27	24,7%	14

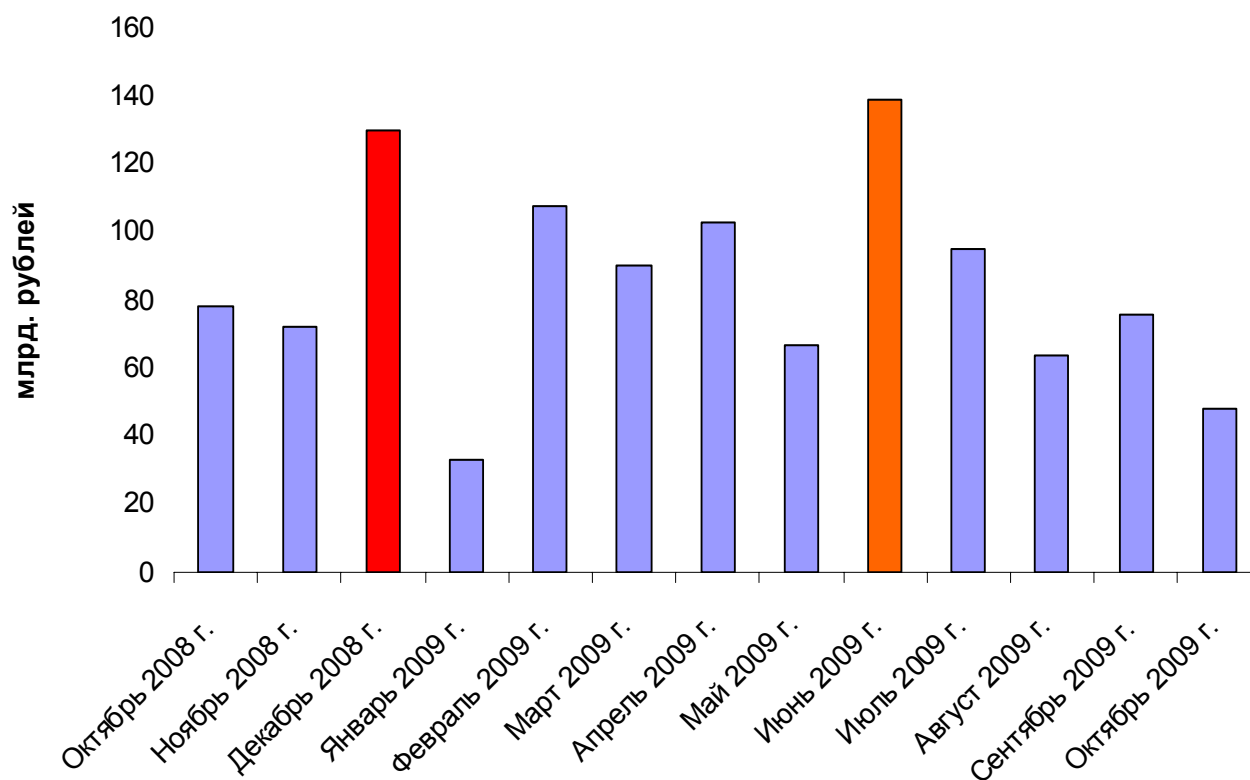
* - рейтинг материнской компании

Во всяком худе не без добра: обострение кредитных проблем в декабре даст возможность заработать профессиональным инвесторам

Как видно из таблицы, доходность даже самых надёжных облигаций примерно вдвое превышает ставки по банковским депозитам. Облигации «второго эшелона» позволяют заработать ещё больше – 30-35% годовых. Однако здесь очень много зависит от грамотного выбора эмитентов, который по силам только профессиональным управляющим. На декабрь приходится наивысшая плотность выплат по офертам и погашениям: общая сумма составит 130 млрд. рублей. Учитывая ещё и традиционное обострение ситуации с ликвидностью перед Новым Годом, именно в этом месяце может сформироваться пик дефолтов и «дно» облигационного рынка – по крайней мере, локальное. Следующий аналогичный всплеск платежей ожидается только в июне 2009 г. Однако тогда платить будут, в основном, эмитенты, размещавшие облигации

минувшим летом, когда «мусорные» обязательства продать было уже почти невозможно. Соответственно, структура июньских платежей будет гораздо более качественной, а процент неисполнения – мизерным. Именно для того, чтобы заработать, а не потерять на декабрьском всплеске неплатежей, и потребуются профессиональная селекция эмитентов в портфеле.

Буря перед затишьем: ежемесячная динамика выплат по корпоративным облигациям



Счастью не верь, а беды не пугайся: фонды, консервативно оценивающие позиции в облигациях, покажут высокую доходность к середине следующего года

В ожидании всплеска дефолтов как раз сейчас многие участники рынка перестраховываются, выставляя откровенно демпинговые котировки даже по качественным облигациям. Выпуски же «второго эшелона» и вовсе котируются на чисто символических уровнях. Управляющие компании очень консервативно оценивают такие бумаги в портфелях ПИФов, из-за чего официальная СЧА серьезно упала с сентября месяца. В отношении подавляющего большинства облигаций из портфелей наших фондов мы уверены, что их со временем погасят или выкупят по офертам. По мере приближения сроков оферты или погашения оценка таких выпусков также должна приближаться к номиналу. Исходя из средней дюрации вложений, основная часть такой переоценки должна произойти к середине следующего года. Котировки рассматриваемых выпусков сейчас примерно на 20-25% ниже номинала. К этому можно приплюсовать купонные платежи на уровне 18-20% годовых от текущей стоимости, и мы увидим, что даже в случае банкротства каждого четвертого эмитента портфель к следующему лету выходит в плюс. Если же по долгам заплатят все, то доходность

составит порядка 70% годовых. Как обычно, истина должна быть где-то посередине. Середина между нулём и 70%, очевидно, является очень привлекательным ориентиром для инвестиций на облигационном рынке. Те, кто выйдет из рынка на локальном всплеске дефолтов в конце года, просто зафиксируют значительный убыток. Напротив, покупка облигационных паёв при нынешнем апогее кредитной паники наверняка обеспечит прибыль, сопоставимую даже с отдачей от валютных депозитов при ожидаемом ослаблении рубля.