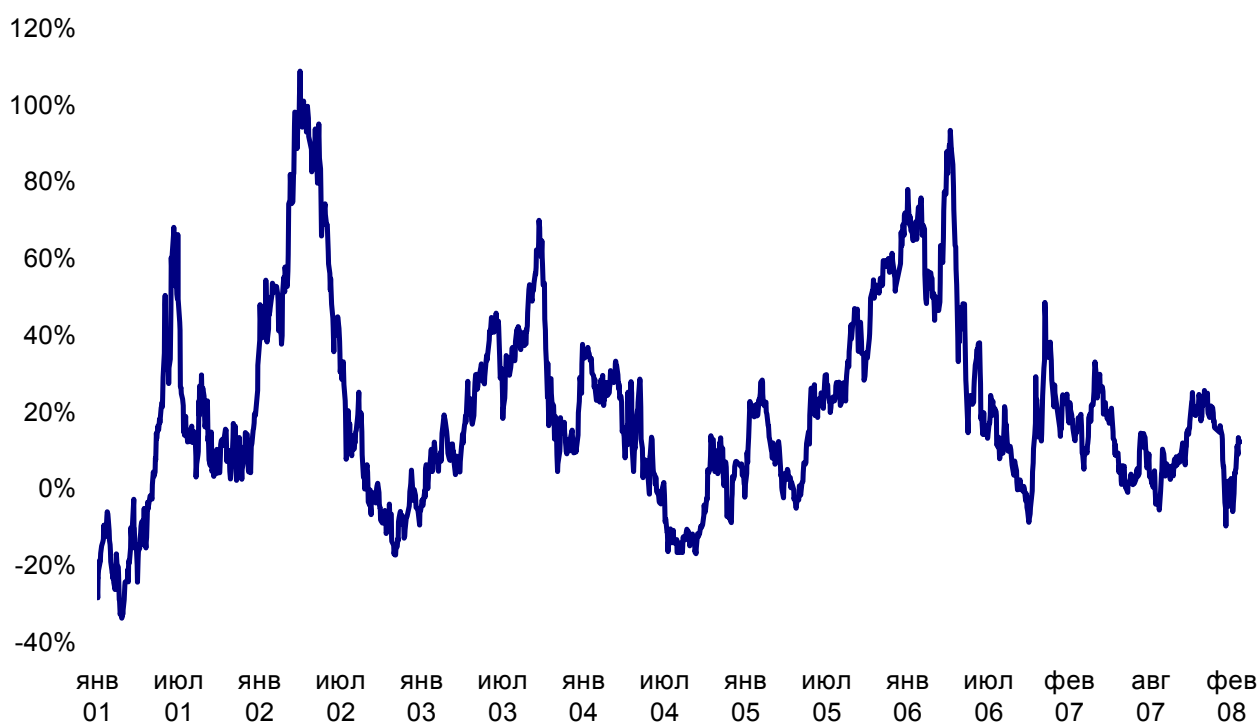


Пейзаж после битвы: коррекция как основа долгосрочного роста

Как было бы замечательно, если бы акции непрерывно дорожали, планомерно прибавляя в цене без всяких усилий со стороны инвесторов. Увы, такое случалось только с памятными бумагами АО МММ, – все помнят, чем закончилось их восхождение. График краткосрочной доходности реального рынка обычно напоминает кардиограмму. Негативная её сторона – то, что в любом краткосрочном периоде доходность может оказаться неожиданно низкой или даже отрицательной. Позитивная – то, что за нижним зубцом «кардиограммы» почти всегда следует верхний, т.е. доходность возвращается из отрицательной области в положительную. Как раз такая ситуация сложилась на рынке в начале 2008 года.

Скользкая доходность рынка за 6 месяцев: проверяя границы диапазона



Проблемы с рискованными кредитными продуктами в какой-то момент привели к принудительным продажам ценных бумаг со стороны международных банков. Продавали, совершенно не разбираясь в фундаментальной привлекательности акций, – просто потому, что срочно понадобились деньги. Подобные приступы иррациональной паники случаются на рынке с периодичностью 2-3 раза в год и обычно предоставляют хорошую возможность для покупки акций. Мы уже приводили статистику, подтверждающую, что после 15-20-процентной коррекции рынок в следующие шесть месяцев обычно растёт в среднем на 32%. Правда, примерно треть этого роста индекс РТС успел показать уже в феврале. Тем не менее, даже оставшийся потенциал выглядит вполне привлекательно. Вероятный рост индекса на 20-25% к концу года делает фонды акций наиболее предпочтительным инструментом на рынке коллективных инвестиций. На ближайшие 2-3 месяца в авангарде доходности, скорее всего, останутся ПИФы, специализирующиеся на

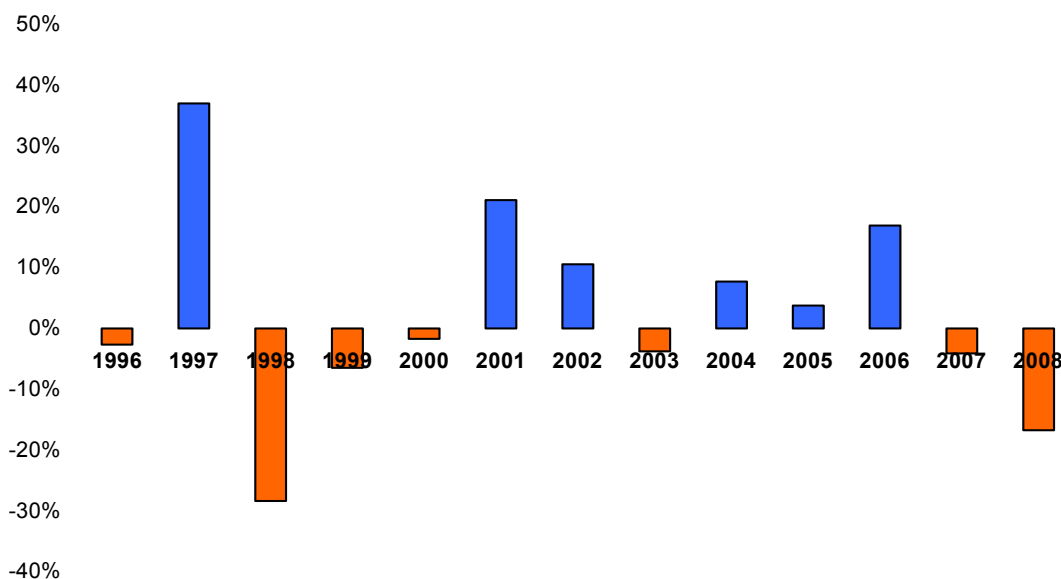
«голубых фишках», которые сильно пострадали во время коррекции. В более длительной перспективе пальма первенства перейдёт к фондам акций «второго эшелона».

На облигационном рынке продолжают распродажи со стороны международных банков, которые вынуждены сокращать риски по портфелям. Крупные выплаты по внешним долгам и НДС в марте-апреле могут ещё серьёзнее ухудшить баланс спроса и предложения. В перспективе до конца года, благодаря реакции на снижение процентных ставок в США и Европе, прибыльность вложений в рублёвые корпоративные облигации, вероятно, окажется выше прошлогоднего уровня: около 11% годовых. Однако ближайшие несколько месяцев чреватые серьёзными негативными колебаниями. Таким образом, на краткосрочную перспективу ПИФы акций особенно сильно выигрывают в привлекательности у облигационных фондов, хотя и в целом до конца года акции выглядят предпочтительнее.

Через тернии – к звёздам: слабое начало года увеличивает будущий потенциал фондового рынка

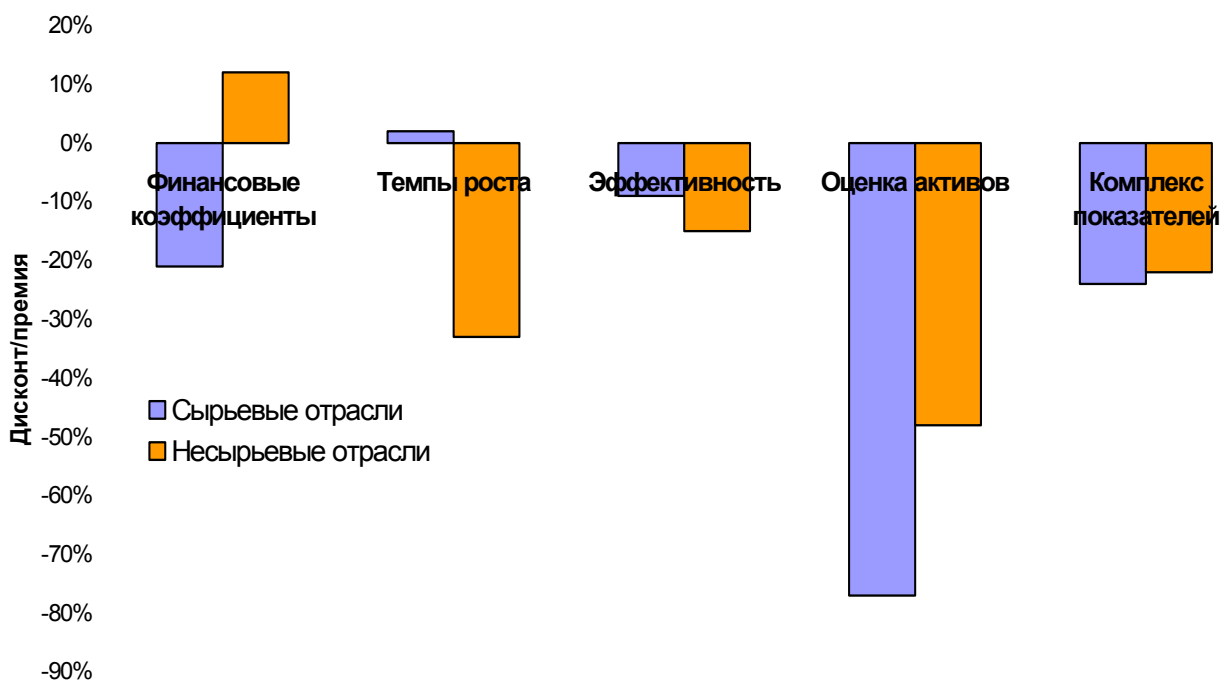
Начало 2008 года выдалось на редкость неудачным для российского рынка акций. Падение фондовых индексов по итогам января оказалось самым сильным с 1998 года. Кризис в американском секторе недвижимости привёл к серьёзному ухудшению макроэкономических показателей и вызвал серьёзные опасения глобального экономического спада. Российская экономика пока проявляет завидную устойчивость к негативному влиянию извне, и динамика прибыли отечественных эмитентов остаётся весьма позитивной. Однако крупные убытки по рискованным кредитам и структурным продуктам в определённый момент заставляют международные банки избавляться от всех ценных бумаг, не особенно разбираясь в фундаментальных показателях. Ошибка трейдера Societe Generale в январе привела к форсированным продажам акций на десятки миллиардов долларов по всему миру. Значительная часть январского обвала на российском фондовом рынке была связана с этим форс-мажорным обстоятельством.

Исторические изменения индекса РТС за январь: 2008 год начался на редкость слабо



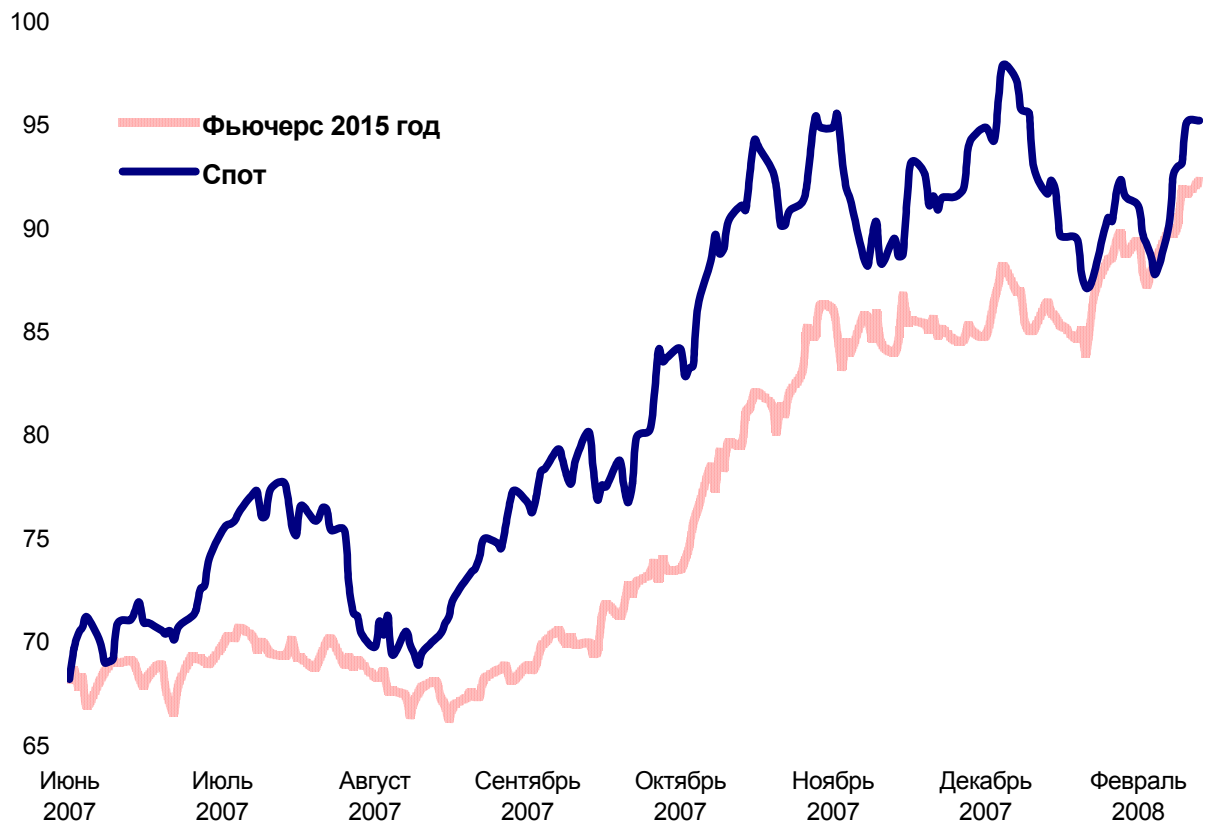
Экономический кризис в США и проблемы с рискованными долгами, безусловно, ещё будут оказывать негативное влияние на российский фондовый рынок. Однако котировки акций уже во многом отражают эти риски. Среднее соотношение цена/прибыль по российским акциям упало до 11, тогда как темпы роста прибыли в среднем по экономике достигают 30%. В мировой практике считается справедливым, когда эти два показателя примерно совпадают. Даже с учётом возможного замедления роста прибылей в связи с кризисом в мировой экономике оценка российских акций выглядит сильно заниженной. Между тем, темпы роста российского ВВП устойчиво держатся у отметки 8% в год, несмотря на все зарубежные катаклизмы, выводя нашу страну в число мировых лидеров по данному показателю.

Дисконт/премия в оценке российских акций по сравнению с зарубежными аналогами

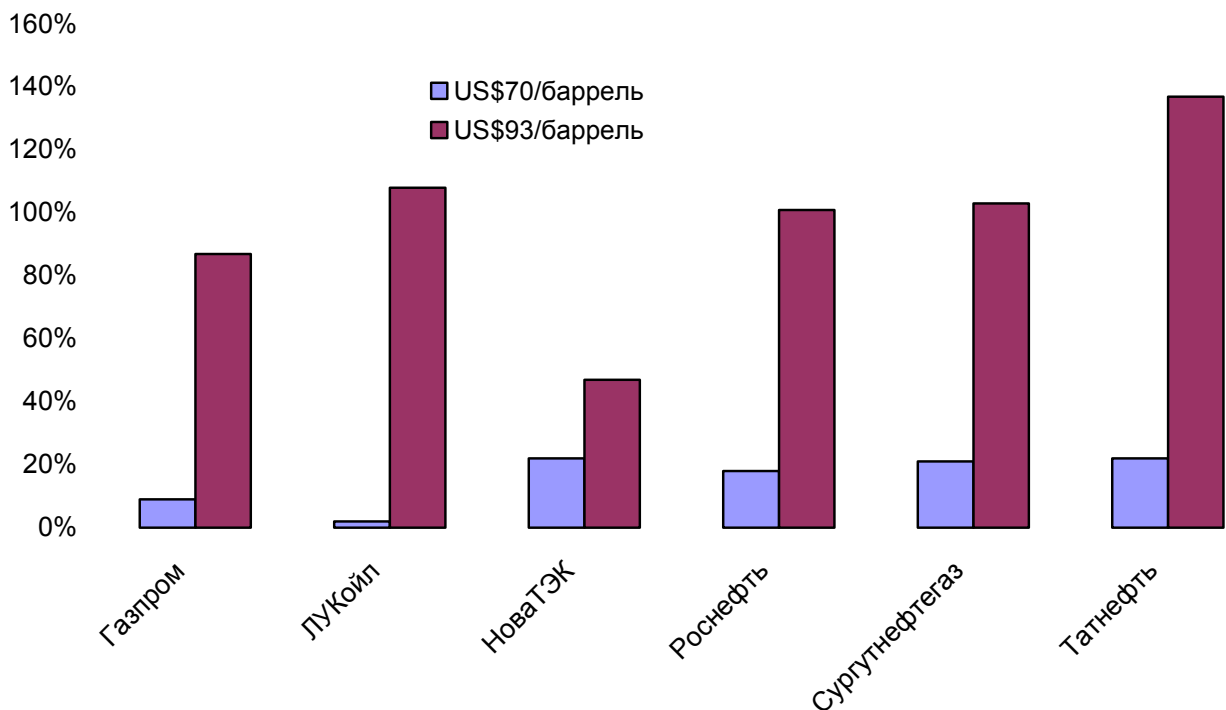


Несмотря на все волнения по поводу экономического спада, цены на сырьевые ресурсы остаются достаточно высокими. Более того, долгосрочные фьючерсы на нефть весьма ощутимо подорожали с начала года. А ведь именно от динамики цен нефти в долгосрочной перспективе сильнее всего зависит фундаментальная оценка акций нефтегазового сектора. Если применить текущие котировки семилетних фьючерсов к моделям оценки российского ТЭКа, то потенциал роста их котировок выглядит очень впечатляюще. Судя по прошлому опыту, расценки фьючерсного рынка должны постепенно найти отражение и в прогнозах инвестиционных банков по прибылям нефтяных компаний. Интересно, что аналогичные явления наблюдаются и по фьючерсам на металлы, котировки которых тоже вплотную приблизились к высоким спотовым ценам. Опосредованно это приведёт и к повышению прогнозов экономического роста РФ, а значит – и оценок по акциям компаний, ориентированных на удовлетворение внутреннего спроса.

Динамика спотовых цен и долгосрочных фьючерсов на нефть смеси Brent, US\$ за баррель

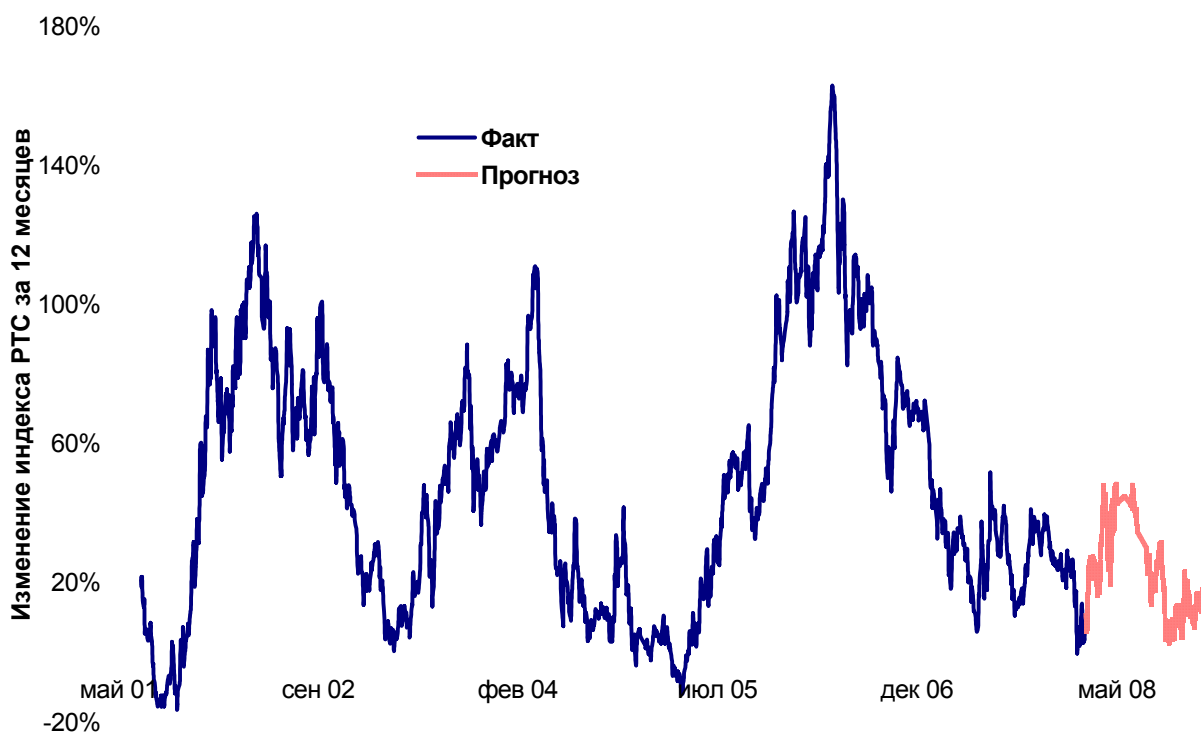


Потенциал роста акций (от закрытия 28.02.2008) при разных ценах барреля Brent в 2015 году



С технической точки зрения к середине февраля российский рынок также оказался сильно «перепроданным». Скользящий годовой прирост индекса РТС упал до отрицательных значений, что соответствует нижней границе исторического диапазона. Возврат индикатора к умеренно позитивным значениям может вывести индекс на отметку 2 400 пунктов в середине года. Тем не менее, итоговое значение доходности за 2008 год вполне может оказаться ниже среднеисторического уровня, учитывая вероятный разворот опережающей тенденции развивающихся рынков и ограниченный потенциал фундаментальной переоценки. Сокращение 12-месячной доходности до 15-20% по долларовому индексу РТС будет примерно соответствовать росту рынка на 12-14% в рублёвом выражении по итогам всего 2008 года. При этом в течение года скользящая доходность может как вновь уходить в отрицательную область, так и значительно «зашкаливать» за средний уровень. С точки зрения сезонной динамики, наиболее позитивными выглядят периоды с февраля по апрель, а также четвёртый квартал. К тому же, как раз в октябре-ноябре следующего года ожидается пик неплатежей по ипотечным кредитам в США. В ожидании этого пика рынок и может значительно скорректироваться вниз за предшествующие несколько месяцев (июль-сентябрь), после восстановления от январской коррекции. Мы планируем постоянно поддерживать «подушку» высоколиквидных активов в портфеле, чтобы оперативно использовать эти аномальные отклонения для реструктуризации вложений.

Динамика скользящего годового изменения индекса РТС



Согласно исторической статистике, после резкого снижения на 15 и более процентов динамика индекса РТС в следующие шесть месяцев оказывается позитивной примерно в шести случаях из семи. При этом средний рост индекса за этот шестимесячный отрезок составляет 32%. При следовании среднеисторической тенденции в нынешнем случае индекс к концу июля должен выйти на уровень 2 640 пунктов. Однако реальный рост,

скорее всего, окажется более скромным, поскольку негативное влияние внешних факторов сейчас гораздо сильнее, чем в прошлые годы. По аналогии с динамикой скользящей 12-месячной доходности, рост индекса РТС до 2 400 пунктов к концу июля в целом соответствовал бы среднеисторической тенденции. В то же время, первые два месяца после коррекции исторически отличаются повышенной волатильностью без чёткой тенденции. Это лишний раз подчёркивает необходимость наличия высоколиквидного резерва на случай новой волны панических продаж. Разумеется, необходимо иметь в виду, что оба оцениваемых индикатора носят технический характер и могут уйти на второй план при действии мощных фундаментальных или монетарных факторов, таких, как снижение эталонных ставок в США или Европе, повышение спроса на сырьевые товары либо инъекции бюджетных денег в российские финансовые рынки.

После ненастья – ведро: за резким снижением фондового рынка обычно следует период опережающего роста

Начало коррекции	Падение на 15%	Срок, дней	Общий диапазон	Через месяц после снижения на 15%	Через 6 месяцев после снижения на 15%
08.09.1995	29.09.1995	21	-28,9%	-13,0%	-12,2%
06.02.1996	04.03.1996	27	-20,2%	21,3%	167,3%
28.05.1996	05.06.1996	8	-16,8%	58,1%	38,9%
04.07.1996	08.07.1996	4	-35,7%	-11,4%	19,8%
17.03.1999	24.03.1999	7	-17,8%	7,8%	9,6%
30.03.1999	09.04.1999	10	-18,8%	51,0%	39,5%
06.05.1999	12.05.1999	6	-25,8%	39,9%	37,1%
08.07.1999	27.07.1999	19	-38,2%	-13,9%	50,6%
24.08.1999	09.09.1999	16	-37,1%	-7,8%	108,8%
23.11.1999	14.12.1999	21	-15,2%	85,9%	75,4%
14.01.2000	31.01.2000	17	-17,4%	-0,8%	12,6%
09.02.2000	28.02.2000	19	-16,4%	39,9%	45,6%
27.03.2000	05.04.2000	9	-21,0%	5,0%	-7,7%
10.05.2000	19.05.2000	9	-32,1%	0,0%	-6,2%
05.06.2000	21.06.2000	16	-21,9%	5,7%	-26,3%
29.08.2000	14.09.2000	16	-26,8%	-14,5%	-22,3%
23.10.2000	22.11.2000	30	-31,3%	-16,9%	23,7%
08.12.2000	15.12.2000	7	-20,1%	19,6%	53,9%
22.06.2001	19.07.2001	27	-16,0%	-2,2%	47,6%
04.09.2001	25.09.2001	21	-18,3%	9,3%	89,0%
20.05.2002	19.06.2002	30	-22,1%	2,9%	-2,1%
10.07.2002	24.07.2002	14	-19,3%	6,9%	5,6%
07.07.2003	17.07.2003	10	-18,0%	22,4%	38,7%
20.10.2003	27.10.2003	7	-27,7%	0,9%	24,1%
12.04.2004	27.04.2004	15	-25,2%	-7,6%	0,7%
19.05.2004	15.06.2004	27	-16,8%	9,4%	5,5%
18.11.2004	08.12.2004	20	-20,3%	7,0%	17,0%
04.10.2005	19.10.2005	15	-17,0%	14,9%	83,1%
10.05.2006	18.05.2006	8	-26,9%	-24,3%	13,4%
05.06.2006	13.06.2006	8	-21,9%	20,5%	48,2%
16.04.2007	30.05.2007	44	-15,0%	11,9%	30,0%
Среднее		15	-23,0%	10,6%	32,5%
15.01.2008	22.01.2008	7	-19,70%		

Продолжение восходящего тренда на развивающихся рынках в целом, мощная подпитка внутренней ликвидностью и устранение неопределённости со сменой Президента РФ могут спровоцировать достаточно резкий рост котировок акций весной и в начале лета 2008 года. Сотни миллиардов рублей накоплены в так называемых «институтах развития» - Фонде содействия реформированию ЖКХ, Банке развития и Госкорпорации нанотехнологий, - потенциально значительная часть этих средств может быть инвестирована в ценные бумаги. В марте МинФин обещает запустить и схему размещения в коммерческих банках остатков Федерального Казначейства, объём которых приближается к триллиону рублей.

Картину может несколько подпортить технически-сезонная коррекция цен на нефть. Однако большинство инвесторов и так уже ожидает снижения стоимости барреля Brent до 70-75 долларов в наступающем году, так что негативный эффект от такой коррекции будет ограниченным и, в основном, затронет акции нефтяных компаний. Лидерами роста, по всей видимости, останутся те же сектора, которые опережали рынок с начала обыгрывания идеи о позитивном отрыве emerging markets: металлургия, мобильная связь, газовый сектор. Вероятно со временем, к ним примкнут ещё и банковские акции. Именно крупнейшие госбанки получают наибольший выигрыш от огромных выбросов государственной ликвидности на рынок и от накачки экономики госинвестициями, а также от снижения процентных ставок в развитых странах и возможного повышения кредитного рейтинга РФ. Кроме того, на фоне трудностей с внешним фондированием у менее крупных банков, государственные монстры смогут захватить дополнительную долю рынка.

Накопление данных о дальнейшем замедлении роста мировой экономики и сокращение вливаний внутренней ликвидности после президентских выборов могут спровоцировать новую нисходящую коррекцию фондового рынка в середине года. Скорее всего, в свете менее активного роста спроса на товары российского экспорта изменятся и предпочтения инвесторов по секторам рынка. На первый план выйдут эмитенты, бизнес которых ориентирован на внутренний спрос: предприятия электроэнергетики, производители потребительских товаров, торговые сети, операторы связи. Вероятно, сохранят привлекательность и банки, т.к. более решительное снижение ставок в США и Европе удешевит для них внешнее финансирование. Таким образом, при резком росте индекса РТС или накоплении негативных факторов, способных спровоцировать коррекцию, появится смысл частично перевести средства в фонды облигаций. При этом структура вложений ПИФов в акции, вероятно, будет скорректирована в пользу тех самых «защитных» отраслей, со снижением доли металлургии и нефтегазового сектора. Со временем смягчение денежной политики в развитых странах должно стимулировать новое ускорение глобального экономического роста. Соответственно, тогда появится смысл восстановить позиции в акциях сырьевых экспортёров и кардинально нарастить «вес» банковского сектора. Однако произойдёт это к концу 2008 года или уже несколько позже – в данный момент очень трудно прогнозировать. Пока мы ориентируемся на то, что основная часть доходности рынка акций сформируется к концу июля 2008 года.

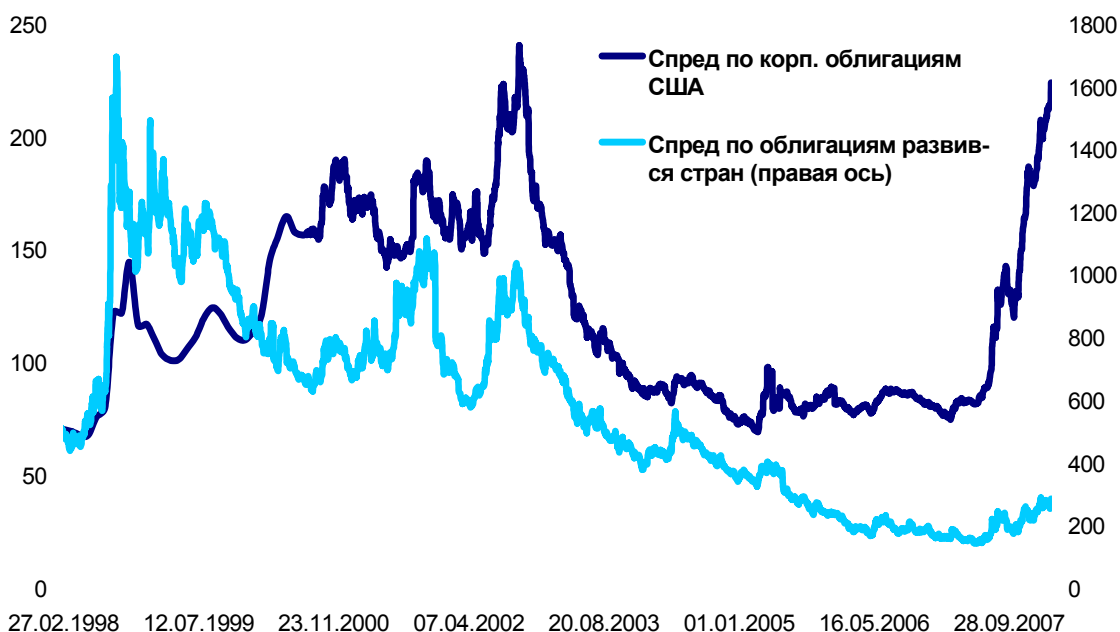
Где густо, где – пусто: факторы привлекательности отдельных отраслей

Сектор	Сравнительная оценка	Оценка по DCF	Динамика прибыли	Консенсус инвестбанков	Вес в портфелях	PRO/Buyouts	Momentum	Общая оценка (лучше/хуже рынка)
Нефть	=	=	+	-	-	+	-	Хуже
Газ	-	+	+	-	--	+	+	=
Чёрная металлургия	+	+	=	-	=	=	+	Лучше
Цветная металлургия	++	+	--	-	-	+	=	Краткоср. лучше, долгоср. хуже
Энергетика	--	=	++	+	++	--	-	Краткоср. хуже, долгоср. +
Мобильная связь	=	=	+	-	-	=	+	=
Проводная связь	+	+	=	=	+	=	--	=
Финансы	--	+	++	-	=	=	--	Краткоср. хуже, долгоср. +
Потребительский сектор	-	=	++	+	=	-	-	=
Машиностроение	=	+	=	+	=	=	+	+
Транспорт	++	+	=	+	=	=	+	+

Когда каждый день – разгрузочный: облигации под гнётом затяжных продаж

Проблемы мировых финансовых рынков в прошлом году начались из-за рискованных долгов. В какой-то момент их стало так много, что инвестиционный спрос оказался уже не в состоянии всё переварить. Пошёл процесс переоценки рисков, который продолжается по сей день и может продолжаться ещё долго.

Премии за риск по облигациям: процесс увеличения в самом разгаре

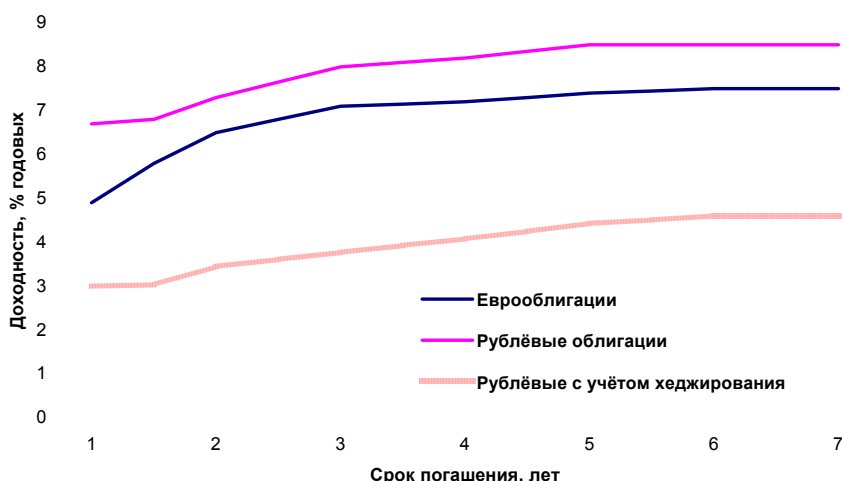


Каждый новый уровень убытков заставляет инвесторов пересматривать отношение к рискам и ещё сильнее сокращать лимиты на рискованные долговые инструменты. Портфели международных банков всё ещё перегружены рискованными облигациями. С другой стороны, и эмитенты уже привыкли занимать по-крупному под относительно низкие ставки. В случае появления на рынке серьёзного спроса, он достаточно быстро будет удовлетворён новыми размещениями. К тому же, многим компаниям надо привлекать деньги для рефинансирования существующих займов.

С начала глобального долгового кризиса банки очень опасаются кредитовать «вдолгую», предпочитая выдавать займы на 3-6 месяцев. После снижения кредитных рейтингов по многим американским долговым инструментам международные банки обнаружили, что совокупный риск по их портфелям заметно выше желаемого. Теперь они с готовностью продают любые облигации, кроме совсем безрисковых государственных обязательств. В результате на рынке стало гораздо больше продавцов, чем покупателей, а «навес» заказов на продажу не даёт котировкам показать сколько-нибудь устойчивый рост.

В свою очередь, российские банки всячески стараются сократить риски в ожидании крупных мартовских выплат по внешним долгам и апрельских - по НДС. С учётом хеджирования, рублёвые долги остаются переоценёнными относительно валютных. Объём свободных денег, очевидно, продолжит сокращаться ещё примерно два месяца. Правда, позитивный перелом в эту тенденцию может внести начало размещения средств Федерального Казначейства в коммерческих банках. Однако март уже на пороге, а о конкретных датах и параметрах такого размещения пока ничего не слышно. Вполне возможно, что подготовка к выборам отодвинет данное приятное событие на май-июнь. Возобновление снижения ставок по долларovým облигациям может несколько притормозить негативную динамику рублёвых бумаг. Тем не менее, их нынешняя переоценка по отношению к валютным и огромный объём потенциального первичного предложения вряд ли позволят полностью остановить падение котировок в ближайшие два-три месяца. Управляющим остаётся концентрироваться на качественных обязательствах с относительно коротким сроком до погашения или оферты. Благо, нынешнее состояние рынка предоставляет обширные возможности по выбору таких обязательств с весьма привлекательными ставками.

*Сравнение процентных ставок по рублёвым и валютным облигациям:
хеджирование убивает прибыль*



Степень ожидаемого замедления экономического роста и текущий уровень инфляции в США, позволяют предположить, что ФРС будет вынуждена снизить учётную ставку ещё примерно на 100 базисных пунктов. В условиях умеренного инфляционного давления это должно привести и к значительному снижению ставок по облигациям на большинстве мировых рынков. Таким образом, и держатели российских рублёвых облигаций ближе к концу года всё-таки получают существенную прибавку к текущей доходности. Кроме того, в результате временного дефицита свободных средств за последние два-три месяца на рынке до сих пор остаётся приличный набор довольно качественных выпусков «второго эшелона» с текущей доходностью 12-14% годовых. Грамотный выбор таких выпусков может обеспечить нам солидную премию к средней доходности рынка корпоративных облигаций, которая оценивается на уровне 11% годовых. Показатели субфедеральных, муниципальных и федеральных облигаций ожидаются на чуть более низком уровне, поскольку они сильно проигрывают корпоративным в текущей доходности. В связи с этим, мы предполагаем доминирование корпоративных выпусков в облигационном портфеле. При этом планируется поддерживать достаточную «прослойку» высоколиквидных облигаций, а вложения во «втором эшелоне» широко диверсифицировать между эмитентами. Таким образом, позицию в каждом конкретном выпуске можно будет при необходимости реализовать в течение нескольких дней, - в случае резкого изменения ситуации на рынке.

Не спешите хоронить доллар: перспективы возрождения американской валюты

Почти в каждом квартальном обзоре нам приходится упоминать о новом рекордном минимуме по американскому доллару. Кажется, скоро зелёные бумажки уже совсем ничего не будут стоить. В самом деле, статистика сигнализирует о начале спада в американской экономике. Это значит, что ФРС должна будет ещё сильнее понижать эталонные ставки, и отставание долларовых активов от большинства других по доходности будет увеличиваться. Вполне вероятно, что в апреле курс доллара к евро достигнет отметки 1,56.

Негативная сторона низких ставок: долларовые активы продолжают проигрывать



Тем не менее, слухи о смерти американской валюты, как говорится, сильно преувеличены. Тенденция к ослаблению доллара будет сохраняться лишь до тех пор, пока ФРС снижает ставки в одиночку. Правда, недавно к циклу смягчения денежной политики подключился Банк Англии, но основное слово всё-таки остаётся за Европейским Центробанком. Пока что его руководство продолжает фокусироваться на борьбе с инфляцией. Однако замедление экономического роста, отчасти связанное с ослаблением глобальной конкурентоспособности европейской индустрии из-за сильного евро, уже даёт о себе знать. К тому же, по паритету покупательной способности единая валюта Европы переоценена уже на 20-25%. Скорее всего, ЕЦБ будет вынужден пойти на снижение ставок в мае-июне. Тогда соотношение доллар-евро стабилизируется, поскольку разрыв в ставках между двумя регионами перестанет увеличиваться. Ближе к концу года цикл смягчения денежной политики в США уже завершится, и инвесторы сосредоточатся на грядущем восстановлении экономического роста. При этом в зоне евро снижение ставок ещё будет продолжаться. В результате динамика курса доллара изменится на обратную, и он сможет частично восстановить позиции, утраченные в январе-апреле.

Из-за оттока спекулятивного иностранного капитала Банку России уже практически не приходится покупать доллары, чтобы сдержать укрепление национальной валюты. В самом деле, за последние три недели международные резервы Центробанка выросли всего на 700 млн. долларов. В такой ситуации достаточно трудно укреплять рубль, так как для этого фактически придётся продавать доллары из резервов, тем самым сокращая их. К тому же, в марте отток капитала обещает быть ещё больше, судя по графику долговых платежей. По всей видимости, укрепление рубля придётся отложить до апреля, когда ситуация с оттоком более или менее нормализуется, а инфляция может стать ещё выше. Мы предполагаем, что во втором квартале номинальный курс рубля к корзине доллар-евро вырастет примерно на 2%, что позволит существенно ослабить инфляционное давление. В свете этого на перспективу от трёх месяцев рублёвые облигации и депозиты по-прежнему выглядят более предпочтительными, чем инструменты, деноминированные в других валютах.