



Российские рынки в 2010 году: преодолевая боязнь ВЫСОТЫ

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

Александр Дорожкин
Главный аналитик
DorozhkinAS@uralsib.ru

+ 7 495 785 1212

Содержание:

1.	Вступление	3
2.	Принцип маятника в экономике: восстановление превысит ожидания	5
3.	Новое лицо инфляции: удорожание сырья как побочный продукт денежной эмиссии.....	8
4.	Рынок акций: взлёт с низкого старта	11
5.	Долговые рынки: возвращение к умеренным рискам и доходности	18
6.	Валютные рынки: старая песня на новый лад.....	21

1. Вступление

Человек не умеет летать. Точнее, умеет, но только вниз. Боязнь высоты - это подсознательный страх перед падением и ударом об землю с последующей травмой, либо смертью. Не боятся только дураки. Легкий, не парализующий страх позволяет уберечь человека от глупых поступков. Но сильный страх делает человека слабым. Слабость - злым. Злость - ограниченным. Если хочешь чего-то добиться в жизни, - борись со страхами. Боязнь высоты - не самый распространенный страх, с которым нам приходится иметь дело, но один из самых глубоких. Поэтому опыт борьбы с ним можно распространить на все остальные.

В 2009 году российский рынок взлетел на 130%. Ещё каких-то девять месяцев назад котировки акций были в 2-4 раза ниже текущих уровней. Вполне естественно, что нынешние цены многим кажутся высокими. К тому же, динамика фондовых рынков, как обычно, опережает ситуацию в реальном секторе, а восстановление российской экономики происходит с запаздыванием относительно мировой – в силу нашей сырьевой ориентации. В такой ситуации мало у кого хватает смелости дать реально позитивный прогноз. Смотрим опрос зарубежных управляющих фондами: ноль участников голосует за рост свыше 20% в 2010 году. Самые агрессивные из брокеров обещают до 40%, - для традиционно оптимистичных инвестбанков это очень сдержанный взгляд. Сознательно и подсознательно, инвесторы боятся высоты, и этот страх нужно использовать. Те, кто сегодня недооценивает силу циклического восстановления экономики и прибыли эмитентов, - в течение года будут вынуждены покупать акции, которые внезапно покажутся дешёвыми. Те, кто инвестирует в хорошие ПИФы акций уже сегодня – отлично заработают на чужом страхе. Кто-то скажет, что мы забыли о рисках. Мы о них помним. Но о рисках вам уже больше года круглые сутки рассказывают сотни других источников. Большинство из нас за это время уже хорошо подготовилось к негативному сценарию. А вот по-настоящему позитивный – остаётся для многих сюрпризом. Поэтому риск упустить прибыль по-прежнему перевешивает риск убытков. Смелость десантника - не в том, что он не боится, когда прыгает с парашютом, а в том, что боится и прыгает.

Рисунок 1: Консенсус-прогноз участников рынка по индексу РТС: боязнь высоты, на которой можно заработать



Восстановление мировой экономики опережает ожидания, тогда как Центробанки продолжают поддерживать избыточную ликвидность в финансовой системе. Это очень благоприятные условия, как для фондовых, так и для товарных рынков.

Глубина предшествовавшего спада, динамика опережающих индикаторов и беспрецедентные антикризисные меры создают предпосылки для неожиданно сильного оживления деловой активности в 2010 году. Поэтому в рыночном прогнозе мы придаём необычно высокий «вес» оптимистичному сценарию. Базовый вариант прогноза примерно соответствует нынешнему общепринятому взгляду, подразумевающему сравнительно вялое восстановление экономики и очень умеренный рост товарных рынков. Пессимистичный сценарий – это вторая волна кризиса, которая потенциально может быть вызвана преждевременным прекращением господдержки или подрывом доверия к платёжеспособности крупных государств.

Таблица 1: Прогнозы на 2010 год: три сценария с необычными «весами»

	Базовый	Оптимистичный	Пессимистичный	Агрегированный прогноз
Рост мирового ВВП, %	3,3	5,5	1,4	3,9
Brent, US\$/bbl (в среднем за год)	79,5	98,6	55,7	83,8
Ставка по гособлигациям США, % годовых	4,0%	4,5%	2,5%	4,0%
Курс доллара к евро, долларов за 1 евро	1,5	1,6	1,2	1,5
Курс доллара к рублю на конец года	28,8	24,5	36,1	28,0
Рост ВВП РФ	4,0%	6,3%	1,5%	4,6%
Потребительская инфляция в РФ	8,4%	9,2%	9,8%	8,8%
Спред еврооблигаций РФ, %	1,4%	0,8%	5,0%	1,6%
Премия за риск по российским акциям	7,0%	4,0%	12,0%	6,5%
Рост развивающихся рынков акций	12,0%	41,0%	-40,0%	17,0%
Индекс РТС	1 937	2 515	858	2 031
Доходность рынка акций	29,1%	42,4%	-28,5%	28,0%
Доходность рублёвых облигаций	11,3%	12,5%	5,4%	11,1%
Доходность валютных облигаций, годовых	3,3%	-2,8%	7,7%	1,6%
Вес, %	55%	35%	10%	100%

Исходя из соотношений ожидаемой доходности и риска, основу инвестиционного портфеля на 2010 год должны составлять акции. Большой дисконт к реальной стоимости активов и высокие темпы роста прибыли поддерживают повышенную привлекательность энергетики и проводной связи. По мере развития макроэкономического цикла, акции металлургических компаний должны сменить бумаги финансового сектора в группе лидеров по доходности. Грамотный выбор акций в этих приоритетных отраслях вполне может обеспечить удвоение капитала в течение года.

Циклическое снижение инфляции и расширение денежной массы за счёт экспортной выручки позволяют рассчитывать на продолжение умеренно позитивной переоценки облигаций в начале года. Однако уже во втором квартале этот потенциал будет исчерпан, а значительная часть свободной ликвидности – поглощена резко выросшими объёмами размещения ОФЗ и субфедеральных бумаг. В результате по итогам года доходность облигационного рынка окажется слегка выше ставок по 12-месячным депозитам. Правда, качественные обязательства «второго эшелона» могут принести и более 15%.

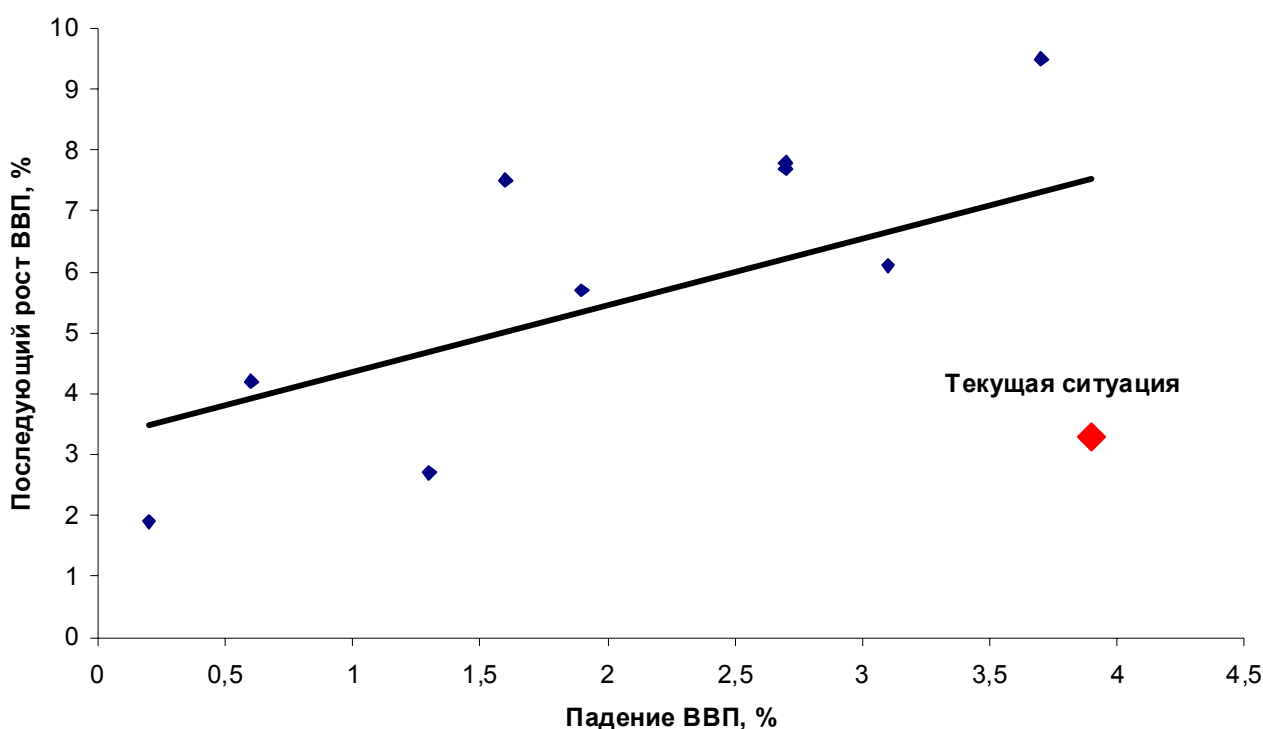
Благодаря декабрьскому скачку, доллар перестал быть «перепроданным» относительно большинства валют. Ставка рефинансирования в США, вероятно, останется нулевой вплоть до конца года, что будет побуждать крупных спекулянтов к фондированию долларвыми займами своих позиций в доходных активах. Таким образом, в течение года тенденция к умеренному ослаблению доллара должна превалировать. Профицит торгового баланса России уже приближается к докризисному рекорду, поддерживая устойчивый приток иностранной валюты в страну, тогда как отток финансового капитала почти прекратился. Под влиянием этих потоков рубль будет укрепляться к бивалютной корзине, хотя политика Центробанка удержит его от резких движений. В результате рублёвые облигации и депозиты принесут существенно больший доход, чем валютные.

2. Принцип маятника в экономике: восстановление превысит ожидания

После серьёзных экономических кризисов людям свойственно скептически относиться к потенциалу восстановления. Мы продолжаем подсознательно концентрировать внимание на проблемах, вызвавших кризис. Множество экспертов рассказывают о структурных препятствиях, из-за которых темпы роста экономики теперь всегда будут ниже, чем раньше. Каждая волна спада экономики порождает среди участников рынка убеждение, что «на этот раз всё по-другому», всё гораздо серьёзнее и опаснее, чем во время предыдущих макроэкономических циклов. И каждый цикличность проявляет себя во всей красе: чуть позже или чуть раньше, но за сильным спадом следует сопоставимый по силе подъём. Свежим и ярким примером подобной цикличности стало поведение южнокорейской экономики. В 4-м квартале 2008 года ВВП Южной Кореи упал на 18,8% в годовом выражении. После этого экономисты прогнозировали восстановление показателя всего на 4% в 2009 году. По факту же южнокорейский ВВП вырос на 8% и сохраняет высокие темпы на последующий год. Действенность «принципа маятника» подтверждает история восьми последних рецессий в США, но участники рынка всё ещё слишком осторожны в использовании этого исторического опыта.

Таблица 2: Падали и поднимались: история восстановления ВВП США после кризисов (для периода после рецессии 2007-2009 гг. указан консенсус-прогноз роста)

Начало экономического спада	Глубина спада, %	Рост за 12 месяцев после спада, %
2001	0,2	1,9
1970	0,6	4,2
1991	1,3	2,7
1960	1,6	7,5
1953	2,7	7,8
1982	2,7	7,7
1975	3,1	6,1
1957	3,7	9,5
<i>Среднее</i>	<i>1,9</i>	<i>5,7</i>
2007	3,9	3,3



Как мы видим, консенсус ожидает, что экономика будет восстанавливаться гораздо слабее, чем это происходило во всех предыдущих макроциклах. Основная масса участников рынка по-прежнему сосредоточена на проблемах, вызвавших кризис, и занимает очень осторожную позицию в отношении будущего роста. Консенсус в отношении российской экономики ещё более скептичен. Только что, 22 декабря, был опубликован опрос представленных в России инвестбанков, как отечественных, так и иностранных. Их средний прогноз реального роста ВВП в 2010 году составляет всего 3,3%. Такой прогноз по факту подразумевает стагнацию деловой активности в следующие 12 месяцев, поскольку даже эффект низкой базы в первой половине 2009 года сам по себе уже обеспечивает рост показателя на 2,0-2,5%. Аналогичные ожидания у опрошенных участников рынка и по ценам на нефть: 73 доллара за баррель, т.е., отсутствие роста с текущих уровней. Прогноз по нефти в данном опросе – это некая проекция взгляда на динамику мировой экономики, поскольку именно рост глобального ВВП является ключевым фактором в изменении спроса на топливо.

В то время, как ожидания штатных экспертов остаются крайне осторожными, лучший внештатный экономист даёт весьма позитивный прогноз. Разница между «длинными» и «короткими» ставками по обязательствам Казначейства США (т.н. yield curve steepness) всю послевоенную историю давала безошибочные сигналы о динамике ВВП. Изменения данного дифференциала («выполаживание» или «выкручивание» кривой доходности) корректно предсказывали все рецессии и циклы восстановления экономики. С традиционным опережением на 12 месяцев, крутизна кривой сейчас указывает на очень высокие темпы будущего экономического роста. Высокий уровень дифференциала говорит также в пользу хорошей рентабельности банковского бизнеса и более высокой доходности по недооценённым акциям (value stocks – телекомам, энергетике) против «акций роста» (growth stocks – для России это потребительский сектор и торговля).

Рисунок 2: Самый позитивный прогноз от лучшего внештатного экономиста: разница «длинных» и «коротких» ставок и темпы роста ВВП



Внимание участников рынка слишком сфокусировано на проблемах развитых стран – США, Западной Европы, Японии. Между тем, ещё в 2007 году половину мирового экономического роста обеспечивали emerging markets. В наступающем году их доля в росте мирового ВВП, скорее всего, превысит две трети. Даже во время кризиса продолжал увеличиваться ВВП Китая, а сейчас темпы его роста опять превышают 10%. Лишь немногим медленнее растут экономики Южной Кореи, Индии, Малайзии, Индонезии и других стран региона. Со средним темпом роста ВВП порядка 5% входят в 2010 год страны Латинской Америки.

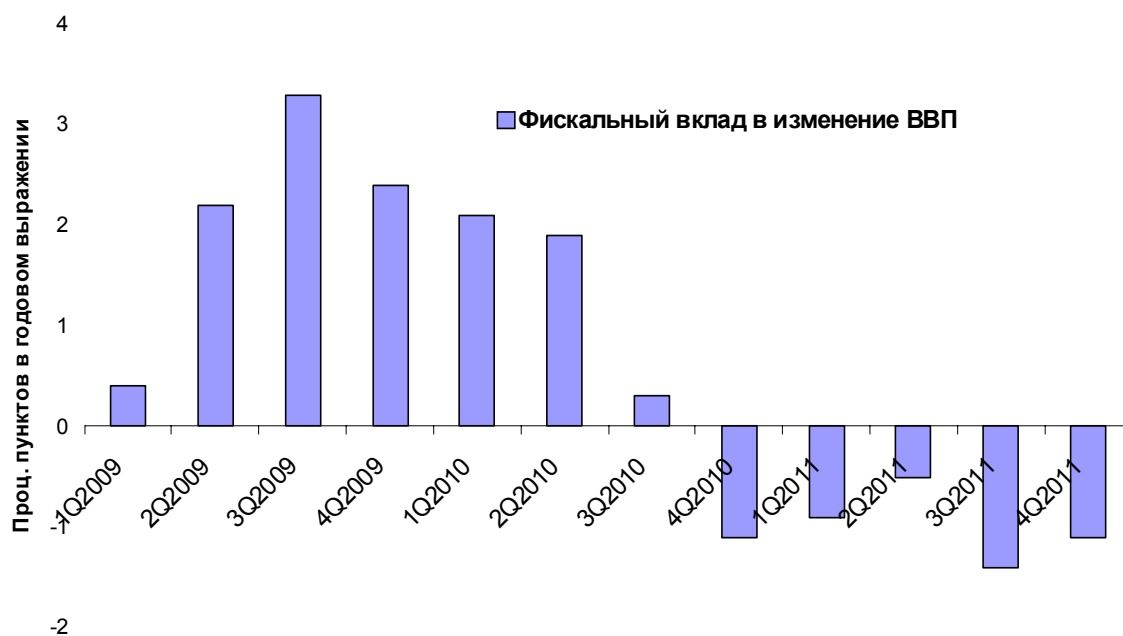
Причём подобных показателей всем им удаётся достичь ещё до того, как потребительский спрос в развитых странах начал сколько-нибудь заметно восстанавливаться. Это говорит о сильных внутренних источниках роста на emerging markets, действие которых начинает постепенно поддерживаться оживлением в развитом мире. Сила циклического восстановления мировой и российской экономики в 2010 году может стать большим позитивным сюрпризом для инвестиционного сообщества и ключевым фактором повышения спроса на акции и сырьевые товары.

3. Новое лицо инфляции: удорожание сырья как побочный продукт денежной эмиссии

В критические моменты уходящего года некогда было думать о негативной стороне антикризисных мер: нужно было срочно исключить возможность коллапса финансовой системы. Правительства и Центральные банки развитых и развивающихся стран различными путями влили в финансовую систему и экономику порядка пяти триллионов долларов. Точнее, часть этой суммы ещё предстоит распределить в рамках госпрограмм, находящихся в процессе реализации. Первоначально основная масса выделенных средств просто оседала на резервных счетах коммерческих банков как страховка от убытков по рискованным активам. Даже сейчас только очень скромная доля этих денег начинает просачиваться в реальный сектор, судя по динамике кредитных портфелей. В то же время, полученный капитал очень быстро стал катализатором для финансовых спекуляций. Резко выросли операции банков с долговыми обязательствами, а объём позиций по фьючерсам на сырьевые товары достиг нового исторического максимума.

Глубина кризиса напугала не только инвесторов, но и руководство Центральные банков. Даже после предыдущего циклического спада 2001-2002 гг. ФРС и ЕЦБ почти два года удерживали процентные ставки на минимальных уровнях, опасаясь возобновления спада. Ещё больше оснований ожидать от них осторожности в нынешнем цикле. Ещё только появляются первые признаки снижения безработицы – повышение ставок обычно начинается через год и более после возобновления роста занятости. Со второй половины года заметно ослабнет действие фискальных мер поддержки американской и европейской экономики – налоговых льгот и государственных инвестпрограмм. В такой ситуации Центробанки наверняка предпочтут убедиться в способности экономики к самостоятельному устойчивому росту, прежде чем приступать к изъятию ликвидности. Кроме того, низкие ставки жизненно необходимы всем развитым государствам для финансирования резко выросшего бюджетного дефицита. Скорее всего, денежная политика останется рекордно мягкой в течение всего 2010 года.

Рисунок 3: Когда уходит фискальный стимул, опасно убирать монетарный: прямой вклад бюджетной поддержки в ВВП США



Спад производства и торможение потребительского спроса в 2008-2009 гг. были беспрецедентными со времён Великой Депрессии. Вполне логично, что изобилие свободных трудовых и производственных ресурсов прижимает текущую инфляцию в развитых странах к нулевой отметке. Однако в долгосрочных инфляционных ожиданиях инвесторы уже учитывают риски, связанные с беспрецедентной денежной эмиссией. Чем дольше сохраняются нулевые процентные ставки, тем больше разогреваются эти ожидания.

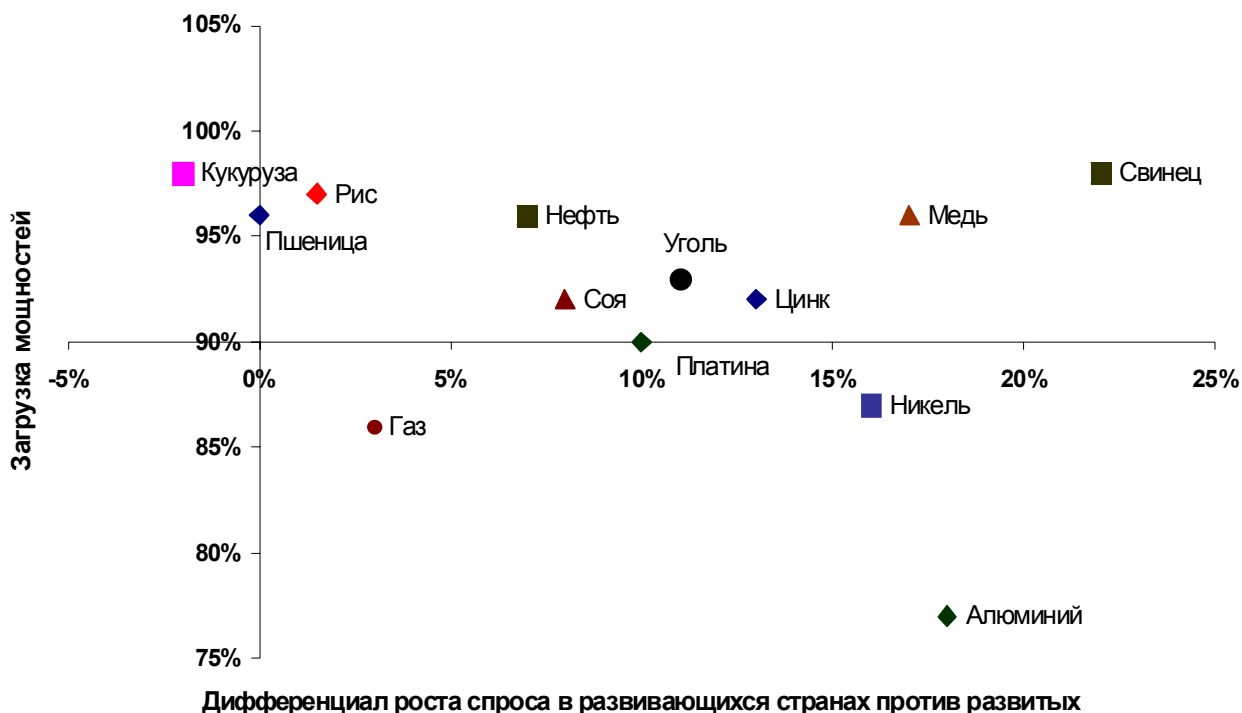
Постепенно, вместе со спекуляциями на товарных рынках, они начинают поддерживать друг друга, образуя систему с положительной обратной связью. Уже в самой начальной стадии восстановления экономики долгосрочные ожидания по инфляции вернулись к верхней границе исторического диапазона. В ходе дальнейшего сохранения нулевых ставок они продолжают усиливаться, увлекая за собой котировки сырьевых товаров.

Рисунок 4: Инфляция сырьевая и обычная: историческая зависимость от денежной политики



Одним из последствий кризиса стало ухудшение доступа к финансированию для многих компаний минерально-сырьевого комплекса, а также сельхозпредприятий. Ещё с начала 2008 года наблюдалось торможение в разработке новых месторождений, увеличении посевных площадей, сокращение внесения удобрений. Как обычно бывает после сильного экономического спада, складские запасы многих товаров выглядят сравнительно высокими. Однако спад мирового потребления той же нефти оказался весьма умеренным и скоротечным, а теперь спрос начинает снова превышать предложение – в результате запасы уже сокращаются. Из-за сокращения инвестиций в разработку месторождений свободные мощности по добыче нефти лишь слегка превышают критический уровень, ниже которого возникает риск физической нехватки топлива. Ещё более напряжённая ситуация по ряду других сырьевых товаров. Надо учитывать, что основу инкрементального спроса на большинство видов сырья формируют развивающиеся страны, экономический рост в которых продолжался даже в период кризиса. Теперь их экономики быстро возвращаются к докризисным темпам роста, а значит – докризисными темпами может увеличиваться и потребление ресурсов.

Рисунок 5: Возвращение к дефициту сырья: загрузка мощностей и потенциальный спрос по разным видам товаров



Как уже упоминалось выше, основная масса участников рынка не ожидает значительного удорожания нефти, металлов и другого сырья от текущих уровней. На самом деле, ускоренное восстановление экономики, инфляционные ожидания и ограниченные возможности наращивания поставок создают предпосылки для возрождения сырьевого бума. Сдерживающим фактором может стать уже сравнительно большой объем спекулятивных позиций, открытых по товарным фьючерсам. Тем не менее, восстановление стоимости «чёрного золота» до 90 долларов за баррель Brent выглядит вполне реалистичным. Весьма позитивно выглядит и потенциал сельхозтоваров, угля и некоторых металлов.

4. Рынок акций: взлёт с низкого старта

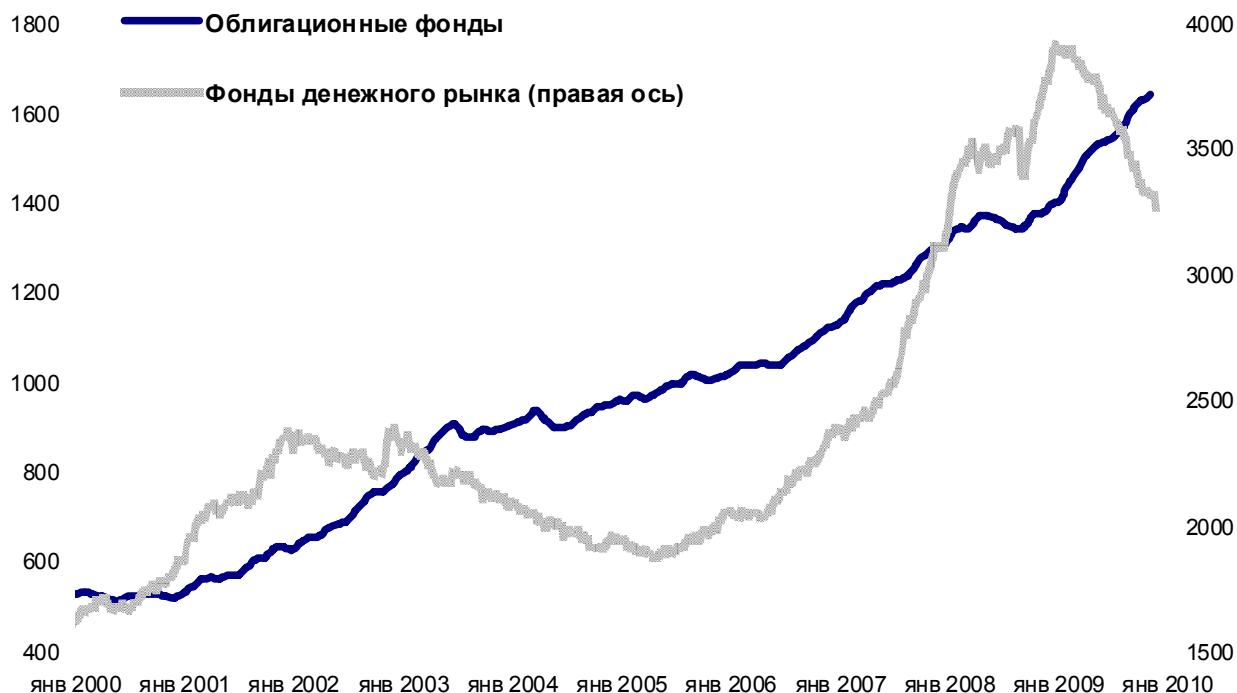
Даже после рекордной доходности 2009 года, стартовая позиция остаётся весьма выгодной для фондового рынка на несколько лет вперёд. Сильный рост экономики при низких процентных ставках – это лучшее сочетание стимулов к повышению котировок. Но стартовая позиция – это ещё и очень низкая стоимость акций по сравнению с облигациями. История российского фондового рынка пока относительно коротка, так что данную ситуацию лучше всего иллюстрирует сравнительная динамика американских индексов. Доходность S&P500 относительно индекса государственных облигаций всё ещё мало отличается от двадцатилетнего минимума.

Рисунок 6: Динамика фондового индекса относительно индекса совокупного дохода по облигациям



Данная картина, во-первых, является ещё одним свидетельством консервативного отношения инвесторов к акциям как классу, что формирует потенциал для будущего увеличения их «веса» в портфелях. Во-вторых, такая стартовая позиция, низкий уровень текущих ставок по облигациям и инфляционные риски делают долговые обязательства гораздо менее привлекательным классом активов по сравнению с акциями. Это значит, что триллионы долларов, лежащие сейчас в фондах money market под нулевую ставку, могут с большей вероятностью перетекать на фондовый рынок, чем в долговые инструменты.

Рисунок 7: Инвесторы засиделись в низкодоходных активах: динамика объёма фондов money markets и облигационных инвестфондов США (трлн. долларов)



Российский фондовый рынок традиционно обладает повышенной чувствительностью к конъюнктуре мировой экономики по сравнению с остальными emerging markets. Это объясняется высокой долей экспорта в ВВП: около 25% по сравнению со средним показателем в 14% для других развивающихся рынков. Поэтому вполне логично, что и ВВП, и рынок акций России больше остальных пострадали от кризиса. Важно заметить, что в нашей зависимости присутствует фактор запаздывания. Около 80% российского экспорта – это сырьё и близкие к нему товары (например, стальной прокат). Их стоимость остаётся высокой ещё некоторое время после начала экономического спада, пока сохраняется физический дефицит. С другой стороны, она и восстанавливается несколько позже, чем возобновился экономический рост, пока потребители используют накопленные складские запасы. Именно поэтому цены на нефть достигли пика летом 2008 года, когда мир уже входил в рецессию.

Таблица 3: Историческое запаздывание сырья: индекс товарных рынков против динамики глобального промышленного производства

Пик темпов роста пром. произв-ва		Пик цен на сырьё (индекс CRB)		Запаздывание, месяцев
Дата	Уровень	Дата	Уровень	
янв.84	7,7%	янв.84	282	0
дек.87	6,2%	сен.87	291	-3
июн.94	7,3%	янв.95	345	7
июн.97	6,4%	мар.97	343	-3
янв.00	6,4%	июн.00	266	5
май.02	2,8%	фев.03	257	9
дек.03	7,4%	апр.04	323	4
янв.06	8,0%	дек.06	433	11
<i>Медиана</i>				5

В силу своей сырьевой зависимости, российская экономика и в текущем цикле восстанавливается несколько позже, чем остальной мир. Похожая ситуация и с фондовым рынком: если «дно» MSCI Emerging Markets пришлось на октябрь 2008 года, то минимальное закрытие индекса РТС наблюдалось только в январе 2009-го. Это значит, что большая часть позитивного эффекта от улучшения мировой конъюнктуры оказалась отложенной на 2010 год.

Аналогичный эффект отражает историческая зависимость индекса РТС от индекса развивающихся рынков, цен на нефть и оценки странового риска (суверенного кредитного спреда). В то время как MSCI Emerging Markets уже достиг нового исторического максимума, наш рынок остаётся на сорок с лишним процентов ниже своего пика. Даже умеренного улучшения всех трёх факторов достаточно, чтобы справедливое значение индекса РТС превысило 1 900 пунктов. Это соответствует росту MSCI Emerging Markets на 12%, нефти – до 79 долларов за баррель и сужению суверенного спреда с 210 до 140 базисных пунктов.

Рисунок 8: Вдогонку за справедливым уровнем: историческая зависимость рынка от ключевых факторов и прогноз на 2010 год



С учётом предшествовавшего обвала, 12-процентный рост в 2010 году – это очень осторожный прогноз для развивающихся рынков. Данный показатель лишь немногим превышает текущий уровень номинального роста ВВП (реальный рост плюс инфляция), не учитывая вероятного сокращения премии за риск. На второй год после выхода из предыдущей рецессии в 2004 году MSCI Emerging Markets прибавил 21%. Интересно, что среднее соотношение цена/прибыль по акциям развивающихся рынков было примерно таким же, как сейчас – порядка 15. При этом даже консенсус-прогноз аналитиков ожидает среднего роста прибыли эмитентов emerging markets на 22%. Обычно при выходе из рецессии ожидания аналитиков по доходам являются заниженными. Поэтому наш оптимистичный сценарий предполагает рост индекса MSCI Emerging Markets на 41% - даже в этом случае соотношение P/E по региону лишь немногим превысит среднеисторический уровень. Учитывая весьма низкие процентные ставки на мировых рынках, такая премия была бы вполне оправданной. Опережающий рост развивающихся рынков будет означать и более серьёзное повышение спроса на нефть. Приближение к отметке 100 долларов за баррель даёт справедливое значение индекса РТС свыше 2 500 пунктов по оптимистичному сценарию.

Рекордная разница между краткосрочными и долгосрочными ставками, высокая премия за кредитный риск заёмщиков и резкое удешевление фондирования в Центробанке позволяет банкам поддерживать очень хорошую рентабельность. Финансовый сектор первым получает выигрыш от оживления экономики, которое сопровождается расширением денежной массы. Доступность краткосрочного фондирования позволяет банкам реструктурировать просроченные кредиты, избегая крупных убытков от их списания. Соотношение капитализации к прибыли до создания резервов под просрочку в российском финансовом секторе составляет порядка пяти, - это очень дёшево по мировым меркам.

По мере замедления роста просрочки рыночная оценка акций всё больше будет исходить из этой очищенной прибыли. Основная часть потенциала банковских бумаг реализуется в первой половине года. Сейчас разница между «короткими» и «длинными» ставками начала серьезно сокращаться, и это будет давить на рентабельность банков во втором полугодии. Поэтому инвесторам нужно быть готовыми к переводу капитала в более динамичные сектора – энергетику и металлургию.

Рисунок 9: Активы растут, но маржа снижается: денежная масса и премия за срочность как индикаторы будущей прибыли банковского сектора



Предприятия генерирующего сегмента в первой половине года как раз могут ощутить давление на рентабельность. В 1-м квартале 2010 года энергетики будут закупать газ почти на 40% дороже, чем год назад, и не всем удастся сразу переложить это удорожание на потребителей. Слишком резкий рост свободных цен на электроэнергию может быть негативно воспринят регулятором рынка. Кроме того, восстановление экономики только набирает силу, и подорожавшее электричество может поначалу не найти спроса. Поэтому повышение отпускных цен будет проходить постепенно. К концу года рентабельность в отрасли снова вырастет, так что возможную негативную реакцию рынка на результаты 1-го квартала имеет смысл использовать для покупок. Тепловые генерирующие активы всё ещё оценены рынком в 180 долларов за киловатт мощности. Последние проекты по строительству новых тепловых станций обходятся в US\$2 000 за киловатт. Полный переход к свободным ценам на электроэнергию позволит генерирующим компаниям получать адекватный денежный поток от своих активов. В результате их оценка приблизится к уровню восстановительной стоимости с поправкой на износ. Это означает увеличение капитализации в 3-5 раз за несколько лет. По своему фундаментальному потенциалу энергетика продолжает лидировать среди всех отраслей на рынке.

Таблица 4: Ключевые показатели энергокомпаний: умеренная оценка текущей прибыли, всё ещё огромный дисконт к реальной стоимости активов

Эмитент	EV/EBITDA, 2010 (прогноз)	EV/Установленная мощность, US\$/кВт
ОГК-1	6,5	144
ОГК-2	7,1	131
ОГК-3	4,9	72
ОГК-4	7,0	275
ОГК-5	8,2	332
ОГК-6	4,2	83
ТГК-1	6,4	356
ТГК-7	4,8	199
Башкирэнерго	3,6	244
Мосэнерго	8,2	358
Иркутскэнерго	5,6	177
Русгидро	5,3	494
Среднее по мировым рынкам	7,2	773*

* - \$1 404/кВт для гидроэлектростанций

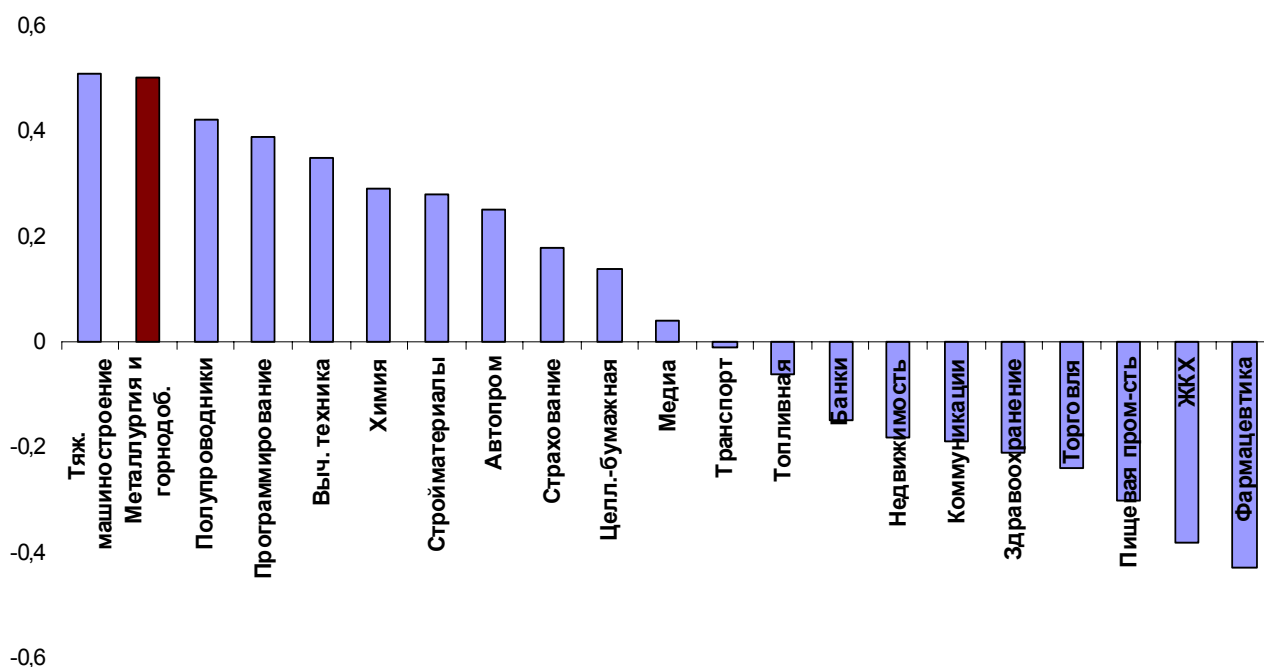
Одной из самых ярких историй года обещает стать консолидация Связьинвеста. Сегодняшние акционеры региональных операторов связи получают акции объединённой компании с гораздо более высокой ликвидностью. Экономия на издержках при объединении добавит к совокупной прибыли нового эмитента более миллиарда долларов. Наконец, у портфельных инвесторов будет возможность предъявить акции к офферте по цене не ниже средневзвешенной за 6 месяцев с октября 2009 по апрель 2010 года. Даже безотносительно будущей консолидации, акции региональных телекомов всё ещё торгуются вдвое дешевле зарубежных аналогов по соотношению цена/прибыль, имея при этом хорошие перспективы роста доходов в 2010 году. Рыночная оценка фиксированных линий связи, исходя из текущей капитализации компаний, также вдвое ниже восстановительной стоимости. Капитализация сегмента фиксированной связи, с учётом консолидации в единую компанию, может удвоиться за полтора-два года – тогда она всего лишь приблизится к справедливому уровню. Хорошей прибавкой к этому росту могут стать высокие дивиденды, которые в 2010 году будут выплачены владельцам привилегированных акций МРК, а в последующем – держателям «префов» Ростелекома.

Таблица 5: Оценка операторов фиксированной связи: прибыль и активы со скидкой

Эмитент	Цена/прибыль 2009	Рост прибыли в 2010 г.	EV/линию, US\$	Дивиденды по прив. акциям, % от цены
Северо-Западный Телеком	7,7	20%	139	8,1
Центртелеком	5,5	18%	252	7,4
ЮТК	4,9	31%	235	8,2
Волгателеком	6,8	24%	206	7,7
Уралсвязьинформ	11,6	19%	326	4,2
Сибирьтелеком	8,4	26%	228	4,3
Дальсвязь	4,3	22%	247	14,0
Ростелеком	38,2	-28%	Не применимо	2,6
Среднее по зарубежным компаниям	12,5	7%	535	3,1

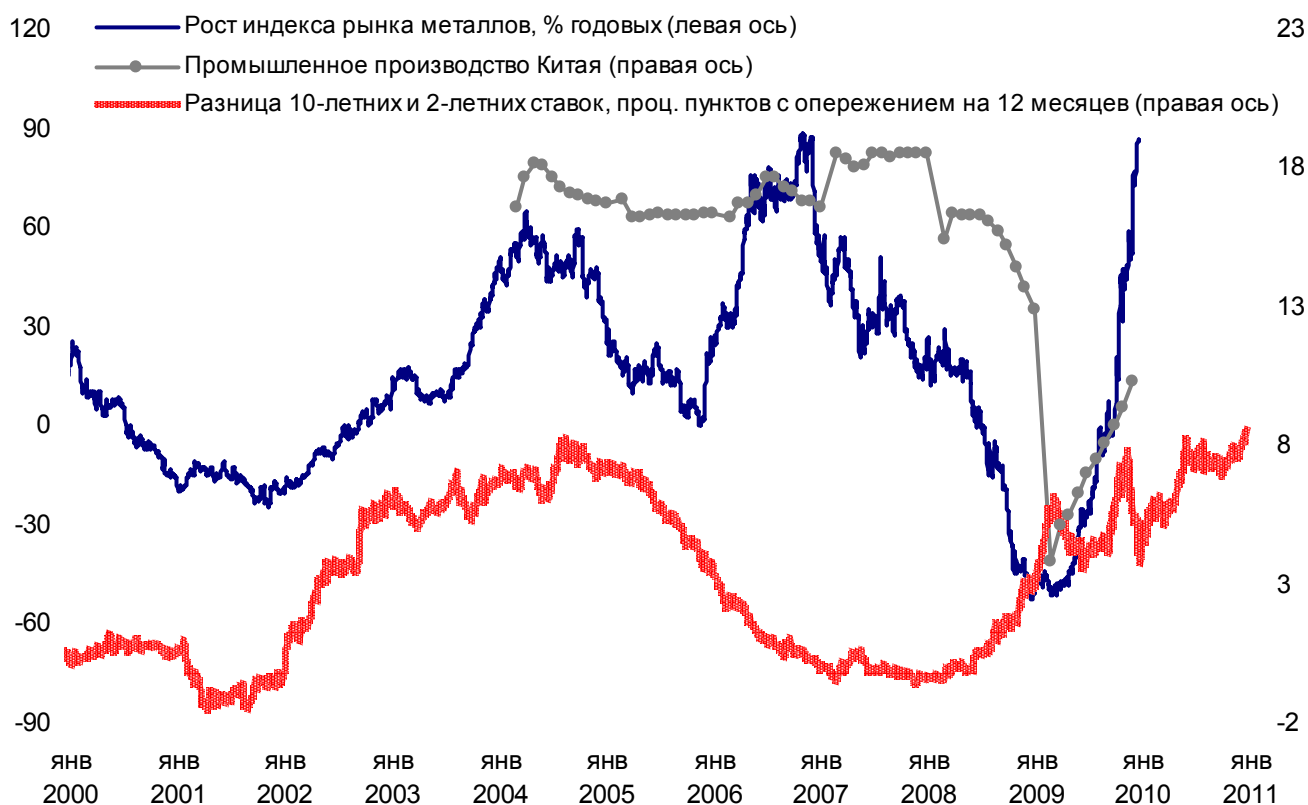
Финансовый сектор традиционно относят к раннециклическим – он первым ощущает начало восстановления экономики и получает наибольший выигрыш от снижения краткосрочных процентных ставок перед экономическим подъёмом. На следующей стадии макроэкономического цикла в лидеры выходят ресурсоёмкие сектора – такие, как металлургия. В начальной фазе роста экономики запасы металлов какое-то время ещё остаются избыточными, объём капиталовложений в промышленности и строительстве – низким, а потребительский спрос – слишком осторожным, чтобы поддерживать прежний уровень загрузки автопрома. К концу 2009 года расчистка избыточных запасов уже закончилась, но капитальные вложения и продажи машин только начинают расти. Судя по их обычной запаздывающей динамике, эти два фактора должны набрать силу через 6-9 месяцев. Циклический характер динамики котировок «металлургических» акций подтверждает их высокая чувствительность к изменению процентных ставок. По мере восстановления экономики и инфляционных ожиданий ставки по облигациям обычно растут. Похожий сценарий мы ожидаем и в нынешнем макроцикле. Держатели акций металлургического и горнодобывающего сектора получают наибольший выигрыш от ожидаемого повышения ставок на долгом рынке к концу 2010 года.

Рисунок 10: Снимая сливки с повышения ставок: корреляция относительной доходности по секторам S&P500 со ставками по долгосрочным долларovým облигациям



Традиционную цикличность в последние годы всё больше усиливает постоянный рост спроса на металлы Юго-Восточной Азии. Ускоренная индустриализация Китая, Индии, Индонезии и других стран региона способствует быстрому приближению удельного потребления промышленных металлов в этих государствах к уровням, характерным для развитого мира. Объёмы выпуска стального проката в регионе ЮВА давно превзошли докризисный максимум, что угрожает дефицитом коксующегося угля и железной руды в 2010 году. Угроза дефицита стимулирует рост цен, как на само сырьё, так и на стальную продукцию. Опережающие индикаторы указывают на ускорение промышленного роста в Китае на горизонте 3-6 месяцев. К тому же, именно в 1-м квартале китайские предприятия с максимальной скоростью осваивают кредитные лимиты, которые центральная власть устанавливает для региональных банков каждый год. В результате начало года часто характеризуется сезонным всплеском спроса на металлы и металлургическое сырьё. Поэтому формировать позиции по акциям сектора имеет смысл уже сейчас, чтобы не упустить ни возможный сезонный скачок, ни вероятное циклическое ускорение с середины 2010 года.

Рисунок 11: Китайское предупреждение: промышленный бум ЮВА поддерживает спрос на металлы



Вряд ли стоит ждать существенных позитивных сюрпризов от нефтегазового сектора. По мере дальнейшего оживления деловой активности в мире он всё больше будет возвращаться к роли донора для остальной экономики России. Основная часть выгоды от повышения цен на нефть будет изыматься через налоги, укрепление рубля и внутреннюю инфляцию. Довольно высоко уже оценены акции потребительского сектора и торговли, а также операторов мобильной связи. В их оценке отражены докризисные темпы роста потребительского спроса. Реально же часть этого спроса будет абсорбирована обязательными расходами – такими, как плата за жилищно-коммунальные услуги, транспортные и энергетические тарифы. Все эти платежи в 2010 году будут гораздо выше, чем до кризиса, тогда как доходы населения вырастут незначительно. Поэтому разумнее получать доступ к доле квазимонопольных доходов через вложения в энергетику, чем делать ставку на потребительский спрос. Сравнительно дешево оценены активы в транспортном секторе, однако ликвидность доступных здесь акций относительно низка. Последнее справедливо и в отношении машиностроения, где есть как весьма привлекательные, так и сильно переоценённые акции.

5. Долговые рынки: возвращение к умеренным рискам и доходности

Антикризисные меры финансовых властей по всему миру были в первую очередь сфокусированы на поддержке кредитных рынков. Снижение эталонных процентных ставок, расширение залоговых списков для рефинансирования, прямой выкуп облигаций Центральными Банками оказывали практически мгновенный эффект на облигационные рынки. Вполне естественно, что облигации начали восстанавливаться от кризиса быстрее, чем акции, и на сегодняшний день ближе подошли к докризисным уровням. В результате кардинального сокращения премий за кредитный риск и общего снижения процентных ставок, потенциальная доходность вложений по рынку в целом пришла в равновесие с рисками. При этом профиль доходность/риск выглядит более привлекательным для рублёвых облигаций, чем для валютных, и по корпоративным эмитентам, чем по государственным. В рублёвой зоне сохраняется некоторый потенциал снижения процентных ставок, а премии за кредитный риск и дюрацию всё ещё существенно выше, чем до кризиса. Кредитные спреды по валютным облигациям уже мало отличаются от докризисных, а вероятность ослабления доллара и роста процентных ставок делают риски вложений неоправданно высокими.

Рисунок 12: История кредитных спредов и ставок: валютные облигации быстрее приблизились к докризисным уровням



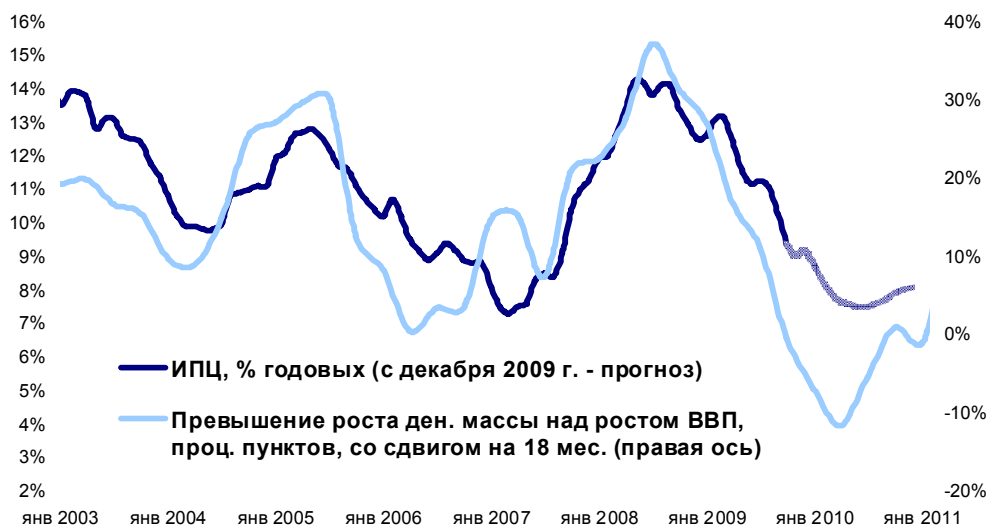
К концу 2009 года премия за риск по суверенным еврооблигациям РФ вернулась на уровень 200 базисных пунктов. Примерно на том же уровне она находилась в период с марта по август 2008 года. В течение этого периода баррель нефти стоил дороже ста долларов, золотовалютные резервы превышали US\$600 млрд., а федеральный бюджет сводился с большим профицитом. К таким отметкам все эти показатели вряд ли вернуться раньше 2011 года. Нынешнее значение суверенного спреда может быть оправданно избытком свободной ликвидности на мировых рынках. Тем не менее, фундаментальные показатели пока делают очень сомнительным дальнейшее сокращение спреда. Даже если оно состоится, большая часть позитивного эффекта для российских евробондов может быть поглощена ростом долгосрочных ставок в США. Как уже говорилось выше, сверхмягкая денежная политика ФРС стимулирует возрождение долгосрочных инфляционных ожиданий, которые тянут вверх и ставки по «длинным» долларovým облигациям. Таким образом, риски вложений в суверенные еврооблигации на сегодняшний день явно перевешивают их потенциальную доходность.

Рисунок 13: Опережая реальность: сравнительная динамика суверенного спреда, цен на нефть и международных резервов Банка России



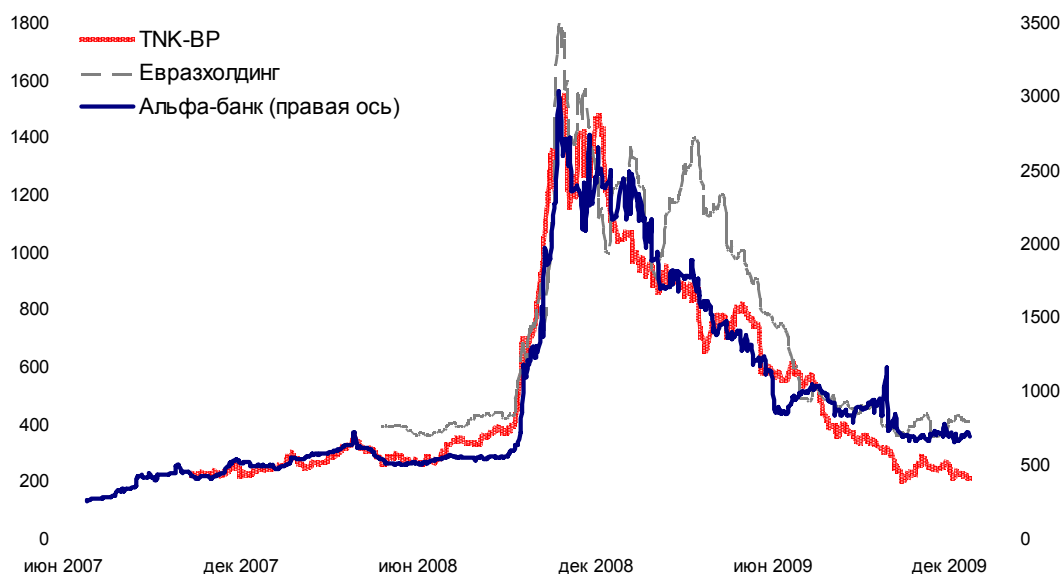
Как уже упоминалось, оживление российской экономики происходит с запаздыванием по отношению к глобальному циклу. Это отражается и на динамике инфляции, которая ещё и сама по себе с лагом реагирует на изменения деловой активности. Нынешнее состояние индекса потребительских цен всё ещё отражает сжатие денежной массы, которое происходило в конце 2008 года. Это даёт Центробанку некоторое время продолжать снижение эталонных ставок, к которым в значительной степени привязаны и ставки по облигациям. Однако во второй половине года циклическое восстановление экономики и фактор роста издержек могут снова развернуть тренд инфляционных ожиданий в сторону роста. Кроме того, и государство, и крупные корпорации будут гораздо активнее занимать деньги на внутреннем рынке, чем до кризиса. Минфину нужно финансировать бюджетный дефицит, объём которого близок к максимуму за всю постсоветскую историю. Корпорации по мере восстановления экономики будут предъявлять всё больший спрос на заёмные средства. При этом горькие уроки кризиса побуждают их предпочитать внутренний долговой рынок внешнему ради минимизации валютных рисков. Таким образом, основной потенциал снижения ставок по рублёвым облигациям высшего качества будет реализован в первом полугодии, а по итогам года в целом оно останется довольно умеренным – 50-100 базисных пунктов.

Рисунок 14: Инфляционный лаг оставляет «окно» для понижения ставок: историческое запаздывание инфляции к денежной массе



Восстановление спроса на корпоративные обязательства происходит с запаздыванием по отношению к суверенным. Поэтому корпоративный сегмент сохраняет несколько больший потенциал сокращения премии за риск. Кредитные спреды по рублёвым корпоративным облигациям выглядят более завышенными, чем по валютным. С другой стороны, валютные бумаги позволяют увеличить выигрыш от сокращения спредов за счёт более длинной дюрации и лучшей ликвидности. Резкое снижение стоимости краткосрочных пассивов способствует быстрому улучшению платёжеспособности российских банков. В результате котировки их обязательств должны восстанавливаться одними из первых. Облигации нефтяных компаний уже торгуются почти по докризисным спредам. Всё ещё серьёзно отстают бумаги металлургических компаний, предприятий торговли и потребительского сектора. Их восстановление будет происходить по мере дальнейшего оживления экономики. В сегменте рублёвых облигаций «второго эшелона» остаётся ещё целый ряд выпусков, обделённых вниманием инвесторов и способных принести более 15% годовых при умеренном риске.

Рисунок 15: Вдогонку за старшими братьями: лишь отдельные еврооблигации сохраняют существенный потенциал сокращения спредов

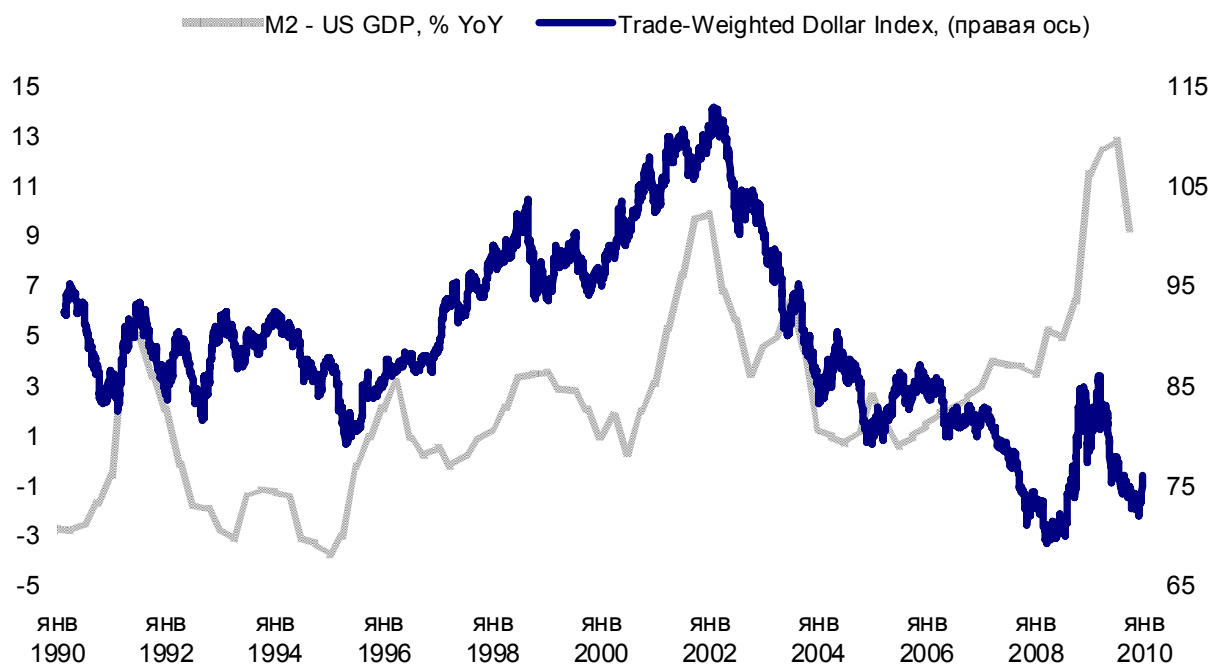


Учитывая вероятность укрепления рубля, облигационные инвестиции лучше сфокусировать на внутреннем рынке. При этом оптимальная структура портфеля может представлять собой сбалансированное сочетание краткосрочных облигаций «второго эшелона» с высокой текущей доходностью и «длинных» высококачественных облигаций, позволяющих выиграть на снижении рыночных ставок. К середине года имеет смысл постепенно сокращать дюрацию портфеля, страхуясь от увеличения процентных рисков.

6. Валютные рынки: старая песня на новый лад

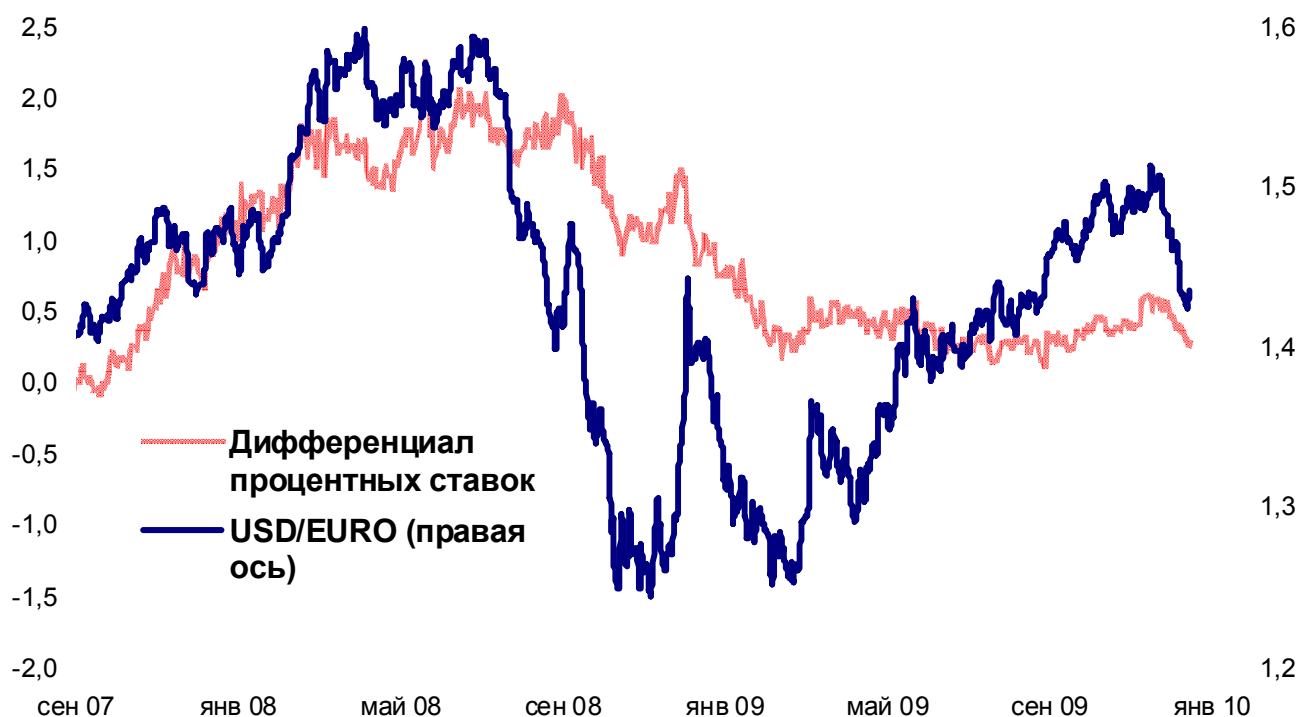
С возвращением мировой экономики в фазу роста, возвращаются и привычные тенденции на валютных рынках. Рекордно низкие краткосрочные ставки в развитых странах побуждают участников рынка занимать «короткие» позиции по валютам этих стран, с одновременной покупкой активов на emerging markets. Рубль при этом получает дополнительную поддержку от профицита внешнеторгового баланса, который быстро приблизился к докризисному максимуму. Доллар по отношению к евро остаётся слегка недооценённым, исходя из паритета покупательной способности. Кроме того, американская экономика восстанавливается более динамично, чем европейская, что стимулирует приток внешнего капитала в США. Эти факторы частично уравнивают преимущество европейской валюты по процентному дифференциалу и объёму денежной эмиссии. Однако вместе с кризисом уходит и аномальная составляющая спроса на доллары, связанная с необходимостью погашения долгов. Как часто бывает при выходе из рецессии, спрос на американскую валюту явно начал снижаться, что неминуемо приводит и к снижению её курсовой стоимости. При всех возможных колебаниях в течение года, рублёвые активы выглядят предпочтительнее, чем иностранные, а вложения в европейскую валюту – привлекательнее, чем в американскую.

Рисунок 16: Спрос на доллары падает с возобновлением экономического роста: динамика долларовой массы и средневзвешенного курса американской валюты



После резкого «отскока» в декабре 2009 года доллар уже не выглядит «перепроданным» по отношению к евро. При этом процентный дифференциал продолжает работать в поддержку европейской валюты, хотя и менее заметно, чем в середине года. Судя по опережающим индикаторам, оживление деловой активности в США будет происходить с опережением по сравнению с Еврозоной. В результате разность краткосрочных процентных ставок в течение года может стать нейтральной или даже позитивной для доллара. Лишь при оптимистичном сценарии ФРС продолжит обещать рынку поддержание нулевых процентных ставок вплоть до самого конца года. В этом случае усиление инфляционных ожиданий способно быстро вывести курс американской валюты к новым минимумам. На самом деле, ФРС действительно может сильно затянуть с повышением ставок по вполне конкретным основаниям. В отличие от ЕЦБ, призванного контролировать инфляцию, главный банк Америки имеет двойной мандат: обеспечение не только ценовой стабильности, но и максимальной занятости населения. Это одна из причин, по которым мы отвели сравнительно высокий «вес» оптимистичному сценарию на 2010 год.

Рисунок 17: Влияние процентного дифференциала: от позитивного – к нейтральному



Профицит внешнеторгового баланса России во второй половине 2009 года вплотную приблизился к максимальному уровню, достигнутому в 2008 году – 13 миллиардов долларов в месяц. По итогам ноября позитивное сальдо, согласно предварительным оценкам, составило почти US\$12 млрд. Хотя цены на нефть «отыграли» меньше половины прошлогоднего падения, высокий уровень профицита поддерживается всё ещё слабым спросом на импортные товары. Объём импорта в 3-м квартале был практически вдвое меньше, чем год назад. Во-первых, традиционно с запаздыванием к остальной экономике восстанавливается потребительский спрос, особенно на такие импортные товары как автомобили и электроника. Во-вторых, в кризис увеличилась доля свободных производственных мощностей, так что предприятия некоторое время могут обойтись без закупок импортного оборудования. Оба источника спроса на импорт будут постепенно возрождаться с восстановлением экономики. Однако на ближайшие 3-6 месяцев опережающие индикаторы говорят об очень сдержанном характере этого возрождения. Скорее всего, действительно активное оживление импорта мы увидим лишь во второй половине года. Учитывая умеренно позитивный прогноз по ценам на нефть и металлы, это означает, что профицит внешнеторгового баланса в 2010 году останется высоким или даже достигнет новых максимумов.

Российский рубль сохраняет преимущество в процентных ставках перед валютами развитых стран, и вряд ли это положение кардинально изменится в течение года. При самом благоприятном с точки зрения инфляции сценарии Банк России может понизить ставку РЕПО на 1-7 дней до 4,5% годовых. Реальные краткосрочные ставки межбанковского рынка при этом, вероятно, окажутся чуть ниже, но в любом случае превысят близкие к нулю ставки LIBOR в долларах и евро. При более реалистичном варианте развития событий первый квартал 2010 года покажет значительный инфляционный всплеск, связанный с повышением тарифов естественных монополий, свободных цен на электроэнергию и акцизов на алкоголь. В результате Центробанк будет вынужден взять паузу в снижении эталонных ставок. Во второй половине года начнёт проявляться отложенный инфляционный эффект расширения денежной массы, которое возобновилось с сентября. Таким образом, базовый сценарий предполагает, что снижение рублёвых ставок РЕПО составит 50-75 базисных пунктов – т.е. до 5,25-5,50% годовых.

Рисунок 18: Притяжение фундаментальных факторов: историческая зависимость даёт сигнал на укрепление рубля



Мы построили историческую регрессию курса рубля к упомянутым ключевым факторам – торговому балансу и процентному дифференциалу. Предполагается, что в отсутствие серьезных внешних потрясений отток по счёту капитала останется умеренным – как это и происходило во второй половине 2010 года. При текущих значениях двух независимых переменных (оценка торгового баланса за декабрь 2009 года и разность ставок на 24.12.2009) справедливая стоимость бивалютной корзины составляет 32,52 рубля. Базовый сценарий предполагает некоторое сдерживание укрепления российской валюты со стороны Центробанка. При оптимистичном сценарии ускорение роста цен на нефть может стимулировать чистый приток капитала в Россию, вызывая более серьёзное укрепление рубля. И в том, и в другом случае рублёвые облигации и депозиты принесут заметно более высокий доход, чем инструменты, номинированные в других валютах.