

Новый Год без подарков: рост российского рынка откладывается на 2008 год

*Говорят, под Новый год
Рынки поднимаются,
Индекс фондовый растёт, -
Все мечты сбываются!*

(Неизвестный русский поэт начала XXI века)

Какой год, такие и проводы

Декабрь обещает быть скупым на подарки для инвесторов

Традиционный «разгон» котировок в последние рабочие дни года

Высокие ставки по долгам: страшно, но доходно

Даже в отсутствие роста цен облигации приносят внушительную прибыль

Восставшие из ада: возрождение доллара может многих удивить

Согласно исторической статистике, декабрь является самым доходным месяцем в году для российского фондового рынка. Однако последний месяц 2007 года грозит стать исключением из правил. Глобальная паника вокруг рискованных долгов ограничивает аппетит инвесторов к рискам по всему миру. Грядущее смягчение денежной политики в России, США и Европе наверняка стимулирует новый скачок спроса на акции, но для этого может потребоваться ещё несколько месяцев. С другой стороны, и потенциал снижения котировок выглядит весьма ограниченным, как по фундаментальным, так и по техническим соображениям. В результате ещё месяц или два наш фондовый рынок может оставаться волатильным с умеренной тенденцией к снижению. Тем не менее, в начале следующего года всё-таки должен сформироваться устойчивый восходящий тренд. Таким образом, инвестирование в ПИФы акций в середине декабря может оказаться очень выгодным. Особенно это касается фондов, работающих с бумагами «второго эшелона»: именно такие акции часто демонстрируют резкий рост в последние дни перед Новым Годом.

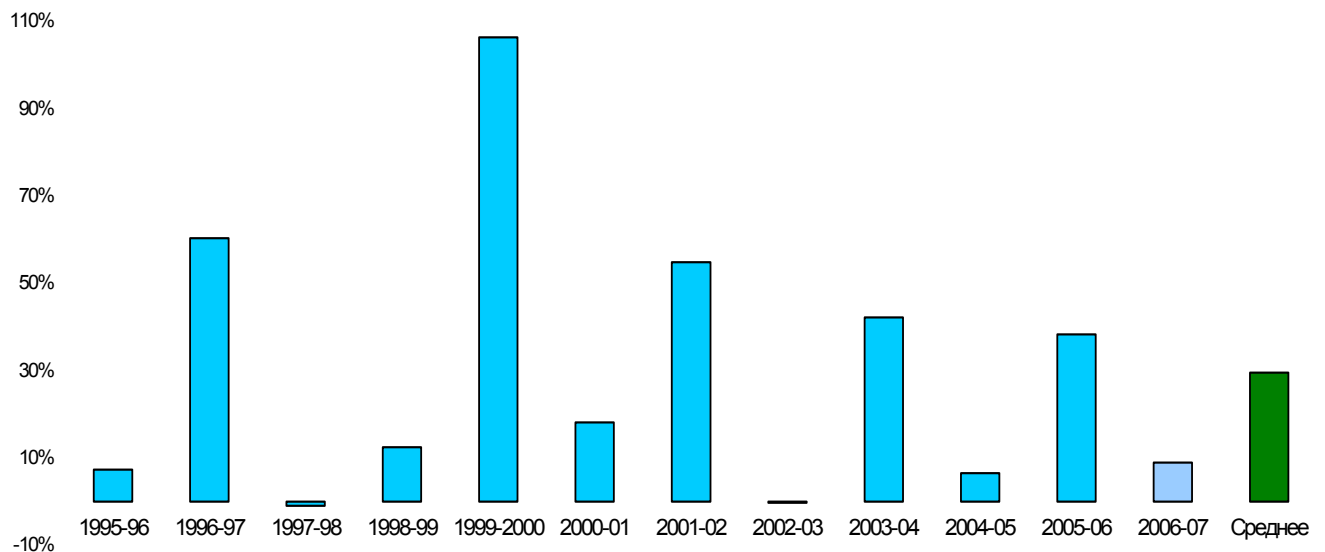
Ситуация на долговом рынке может оставаться напряжённой несколько дольше. Многим эмитентам необходимо рефинансировать старые долги. Банки же, наоборот, стремятся реструктурировать портфели в пользу низкорискованных инструментов. В результате на рынке постоянно присутствует большое избыточное предложение облигаций. Даже после значительного расширения ликвидности понадобится несколько месяцев, чтобы «переварить» это предложение. Поэтому реальный рост котировок облигаций может начаться, пожалуй, только во втором квартале. Тем не менее, и сейчас на рублёвых долгах можно неплохо зарабатывать, покупая краткосрочные выпуски приличного качества по ставкам 12-14% годовых.

Перспектива резкого снижения ставок в США спровоцировала рекордное ослабление курса американской валюты. В ближайшей перспективе эта слабость сохранится, и доллар может подешеветь до 1,51-1,52 по отношению к евро. Однако в начале 2008 года в состязание по снижению ставок может вступить и Европейский Центробанк. Тогда соотношение доллара и евро стабилизируется, а со временем доллар даже может достаточно резко «отскочить» вверх. В результате за следующие 5-6 месяцев его курс к евро мало

Рублёвые активы останутся самыми доходными

изменится против текущего уровня. Российский же Центробанк для сдерживания инфляции будет вынужден допустить номинальное укрепление рубля на 2-3% в течение года – до 23,5-23,7 за доллар и 35,1-35,3 за евро. Таким образом, рублёвые облигации и депозиты принесут более высокий доход по сравнению с валютными.

Исторические изменения индекса РТС за декабрь-апрель: сезон сбора урожая



Рынок акций: преодолевая кризис недоверия

Вдруг густо, - вдруг пусто

Период изобилия ликвидности сменился кризисом недоверия

Во избежание экономического кризиса придётся резко понижать процентные ставки

Ликвидность – это доверие. Американские и европейские банки перестают доверять друг другу и своим заёмщикам, затрудняясь оценить, кто сколько потерял на рискованных долгах. Не будучи уверенными в успешном кредитовании, банки предпочитают накапливать деньги на счетах и в самых надёжных инструментах. Естественно, рынкам ценных бумаг в результате денег достаётся всё меньше. Развивающиеся рынки до последнего времени успешно выдерживали сокращение ликвидности, благодаря сильным макроэкономическим показателям и росту прибылей эмитентов. Однако всё имеет свои пределы, и глобальный негатив на время берёт верх. В ближайшие месяцы Центробанки США и Европы будут вынуждены сильно снизить краткосрочные ставки и накачать финансовую систему деньгами, чтобы избежать экономического кризиса. Пока они этого не сделают, мировые рынки будут по-прежнему лихорадить. Экономика развитых стран слишком сильно зависит от финансового капитала, чтобы благополучно пережить долговой кризис. Компании финансового сектора в прошлом году обеспечивали порядка 40% совокупной прибыли всех эмитентов, входящих в расчёт индекса S&P 500. Неудивительно, что проблемы этого сектора тянут вниз весь фондовый рынок США и других развитых стран.

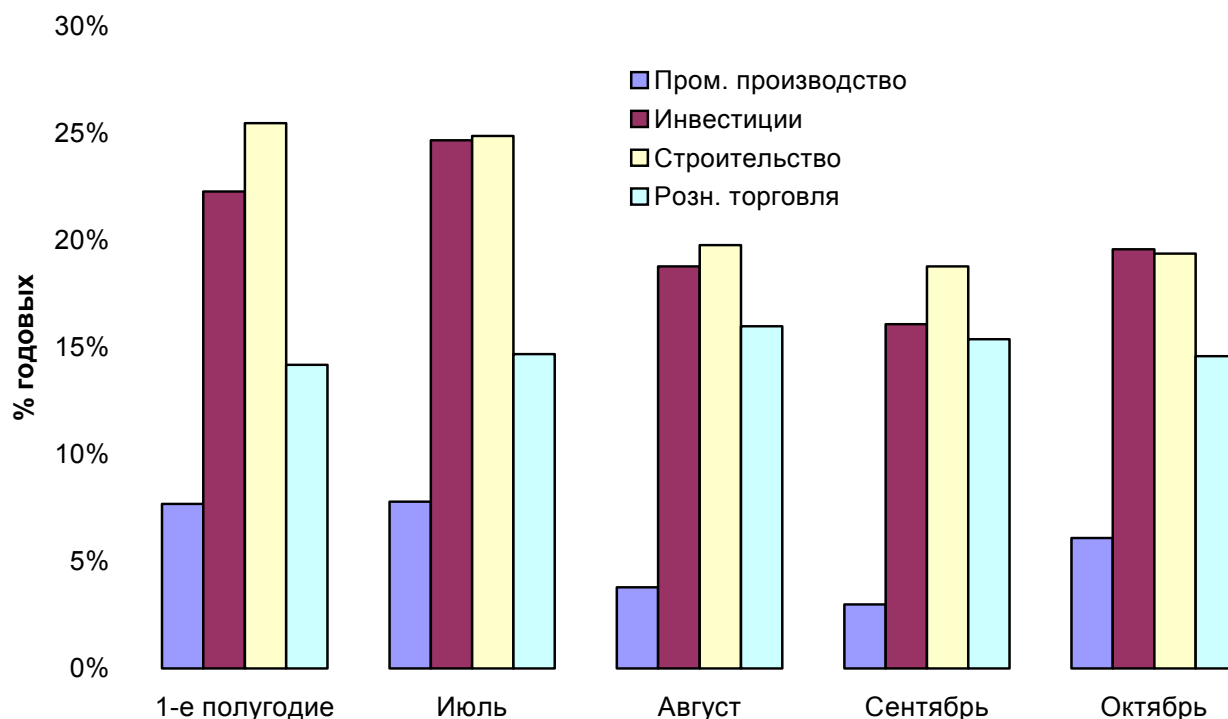
Дурной пример заразителен: проблемы финансового сектора охватывают весь рынок



***Стихии
неподвластна:
российская
экономика
успешно
противостоит
негативному
давлению***

При всей глобальной панике на долговых рынках, заокеанские экономические проблемы пока относительно мало отразились на российской экономике. После лёгкого замедления в августе-сентябре, октябрьский рост ВВП вернулся на уровень 7,5%. Темпы роста инвестиций в основной капитал, объёмов строительства и оборота розничной торговли уверенно держатся на двузначных уровнях, а доходы населения увеличиваются более, чем на 20% в год. С учётом инфляции и укрепления курса рубля, номинальный рост ВВП в долларовом выражении превосходит 30% годовых. Это значит, что похожими темпами могут увеличиваться и прибыли российских эмитентов, что делает их одними из лидеров в мире по данному показателю.

Темпы роста ключевых макроэкономических показателей России в 2007 году

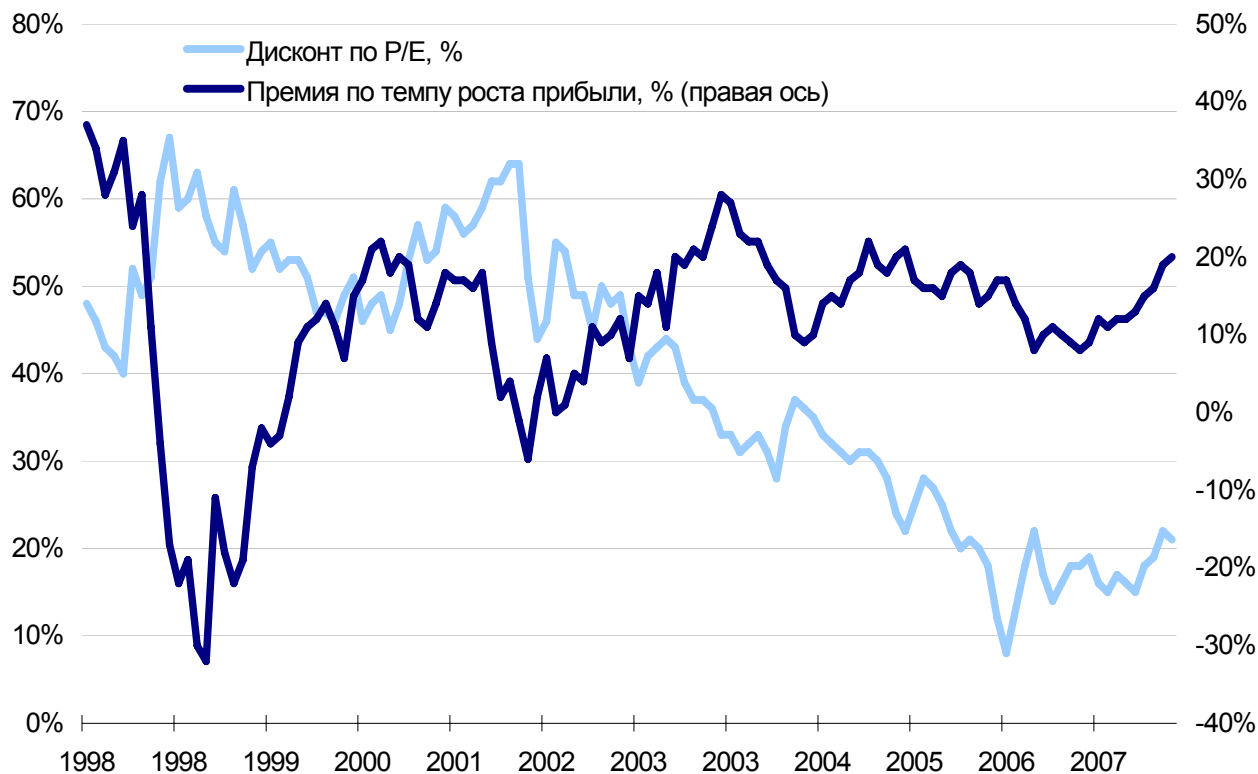


Рождественская распродажа: перспективные активы со скидкой

Хороший потенциал за счёт сокращения дисконта к зарубежным аналогам

С фундаментальной точки зрения российские акции остаются недооценёнными. Благодаря взрывному росту цен на нефть, среднее соотношение цена/прибыль по рынку РФ теперь едва превышает 10, что примерно на 20% ниже уровня мировых рынков. При этом темпы роста прибыли российских эмитентов за январь-сентябрь 2007 года превысили 30% годовых, уступая только китайским и индийским показателям. В следующем году эти темпы также, очевидно, превысят 20%, благодаря отложенному повышению цен на газ, удорожанию стального проката из-за дефицита сырья и сильному потребительскому спросу. По показателю доходности на акционерный капитал наши акции находятся в числе лидеров среди emerging markets. Фундаментальная недооценка российского фондового рынка остаётся одной из главных предпосылок долгосрочного роста его капитализации.

Оценочные коэффициенты и темпы роста прибыли российских эмитентов по сравнению с мировыми рынками



В Новый Год – с новыми оценками

Пересмотр долгосрочных прогнозов по нефти поддержит российские акции

Проблемы с переработкой нефти на американских НПЗ в течение всего 2007 года способствуют сохранению высокого спроса на нефть, при всех проблемах в экономике. В оценки российских акций нефтегазового сектора на сегодня заложена долгосрочная стоимость нефти в районе 60 долларов за баррель Brent. К началу нового года инвестиционные банки наверняка будут повышать эти долгосрочные прогнозы, учитывая, что сейчас баррель стоит в полтора раза дороже. Это добавит позитивной динамики к уже отмеченному потенциалу роста российских акций за счёт фундаментальной переоценки.

Гуляем на свои: внутренние источники ликвидности замещают зарубежное фондирование

Кроме того, рекордно высокая стоимость нефти и газа стимулирует огромный приток денежной массы в страну. Вначале эта избыточная ликвидность оседает в государственном бюджете, но в последнее время всё активнее возвращается в экономику: как за счёт непосредственного роста бюджетных расходов, так и через специальные инвестиционные фонды. Так, в начале ноября Госдума одобрила выделение 470 млрд. рублей в так называемые институты развития: Внешэкономбанк (он же Банк Развития), Фонд содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства и Российскую корпорацию нанотехнологий (Роснанотех). Все эти организации имеют формальное право инвестировать временно свободные

средства на финансовом рынке, что должно напрямую способствовать повышению его ликвидности в ближайшие несколько месяцев. Также в январе инвесторы должны получить более 100 млрд. рублей в результате исполнения оферты на выкуп акций РАО ЕЭС России.

***План Путина –
рост фондового
рынка***

Политическая неопределённость, связанная с вероятной сменой Президента РФ, стала одним из ключевых факторов, сдерживавших спрос на российские акции в уходящем году. Разумеется, эта неопределённость будет полностью ликвидирована только после самих президентских выборов и, возможно, формирования команды нового главы государства. Тем не менее, уже результаты выборов в Государственную Думу 2 декабря могут обеспечить достаточно высокую уверенность в преемственности курса нынешней власти, а значит, - и в политической стабильности. Более того, если нынешний Президент всё-таки решит воспользоваться формальными юридическими возможностями для сохранения за собой поста и после марта 2008 года, рынок может отреагировать достаточно сильным ростом.

***Преемственность
власти
поддержит
уверенность
инвесторов в
будущем***

***Новогоднее ралли:
жадность и
повышение
ликвидности***

По исторической статистике, декабрь является самым доходным месяцем в году – и на российском рынке, и на мировых фондовых площадках. Средний рост индекса РТС в декабре составляет 9,3% - это почти втрое больше обычного среднемесячного показателя. Очень похожая картина и по индексу MSCI Emerging Markets, - он тоже в декабре растёт втрое сильнее обычного. Более того, за 29 лет расчёта данного индекса лишь трижды его декабрьская динамика была негативной, и каждый раз это совпадало с серьёзными кризисами мирового масштаба: в 1994, 1998 и 2002 годах. Откуда такая позитивная тенденция? Всё просто до банальности: всем инвесторам хочется показать максимально высокий результат по итогам года, и они изо всех сил стараются подтолкнуть котировки повыше. Кроме того, в западных странах перед католическим Рождеством часто выплачивают годовые бонусы, которые частично попадают и на фондовый рынок. У нас же в роли доброго Деда Мороза выступает государственный бюджет, кассовые расходы которого в декабре примерно втрое выше среднего уровня за остальные календарные месяцы.

***Декабрь втрое
доходнее обычного
месяца***

***От добра – добра
не ищут***

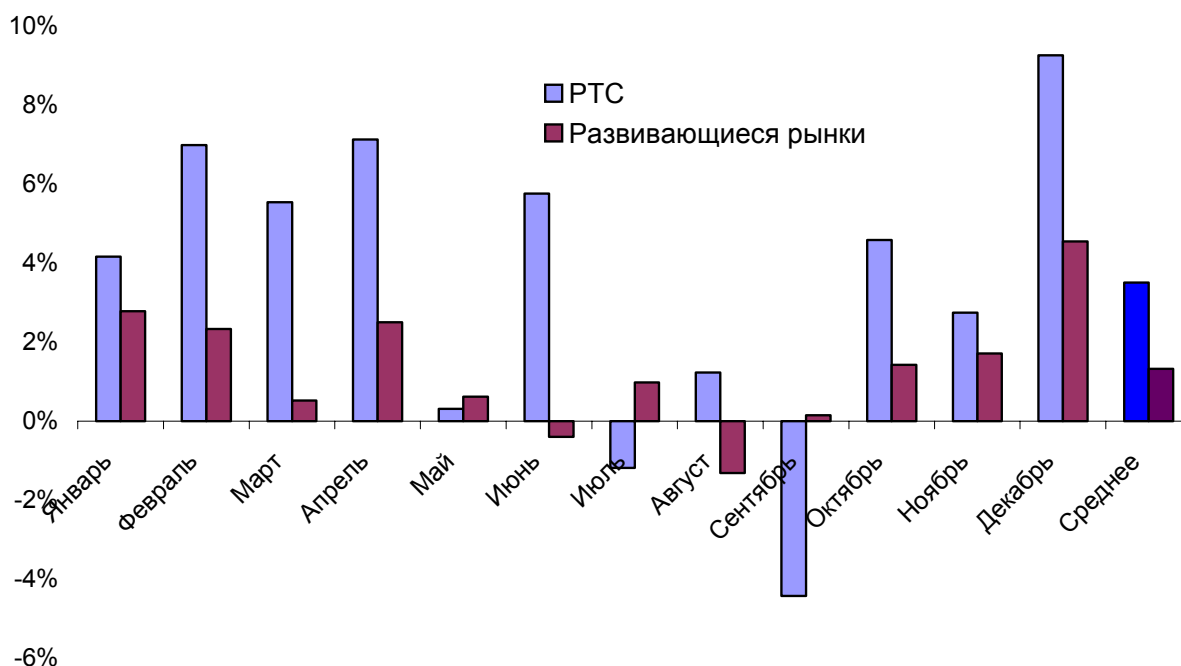
Интересно, что наибольший рост в этот период обычно показывают те акции, которые лидировали по доходности с начала года. Это тоже объясняется просто: клиентам приятно, когда в их портфелях лежат самые лучшие акции. И управляющие стараются, чтобы структура вложений по годовой отчётности выглядела как можно красивее, то есть в ней доминировали бы самые доходные по итогам года акции. Данный эффект называется window dressing – «украшение окон» - по аналогии с развешиванием новогодней атрибутики перед праздником. Фирменной особенностью нашего рынка можно назвать ещё и активный разгон котировок акций «второго эшелона». Некоторые из них за предновогодние дни могут

***Новогодние
покупатели ищут
лидеров роста***

***Низколиквидные
акции часто
преподносят
сюрпризы***

дорожать на 10-20%. В связи с этим, бывает интересно перед Новым Годом покупать паи фондов, инвестирующих в низколиквидные акции. Правда, многие из них являются интервальными, но даже с ними можно работать через вторичный рынок.

Среднестатистические изменения российского и других развивающихся рынков по месяцам



**Урожайная зима:
впереди пять
самых доходных
месяцев в году**

**Внешний негатив
ограничивает
потенциал роста**

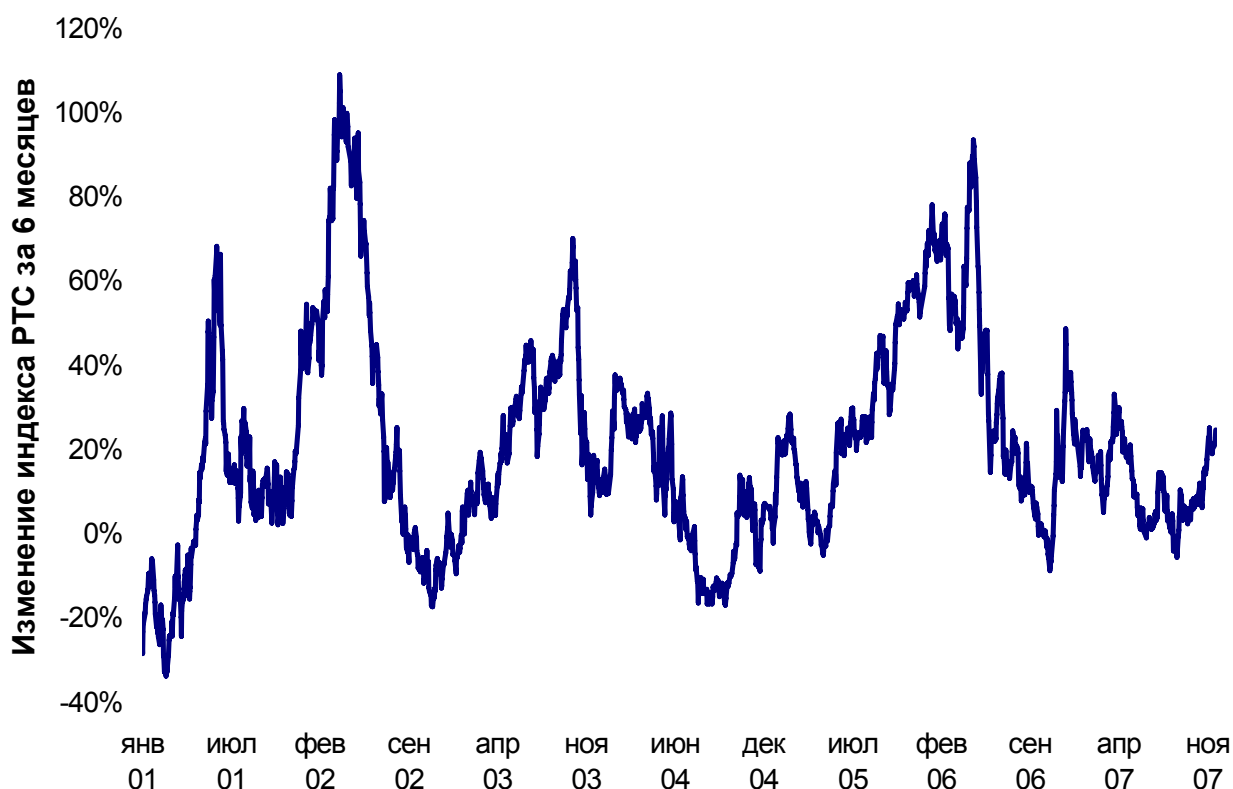
**Частные
инвесторы
предпочитают
депозиты и
недвижимость**

Зимой греет, весной тлеет, летом умирает, осенью оживает. Эта старинная загадка в целом правильно описывает сезонное поведение нашего фондового рынка. На пять календарных месяцев с декабря по апрель приходится в среднем более 80% годовой доходности индекса РТС. Среднестатистический рост индекса за этот период приближается к 30%. В начале года обычно продолжает сказываться позитивный эффект предновогодних бюджетных расходов, а зарубежные инвесторы осваивают новые лимиты вложений. Повышение долгосрочных прогнозов по ценам на нефть и благополучный исход президентских выборов могут стать дополнительными стимулами роста котировок в январе-апреле наступающего года. Однако декабрьский рост на этот раз может оказаться скромнее обычного из-за глобального беспокойства вокруг рискованных долгов. Кроме того, относительно слабым будет традиционный предновогодний приток капитала от частных инвесторов. С конца прошлого года индекс РТС вырос всего на 4% в рублёвом выражении. Одновременно с августа заметно повысились ставки по банковским депозитам, достигающие уже 15% годовых. Чтобы успешно конкурировать за деньги населения, фондовому рынку нужно показать рост на 15-20% в течение 3-4 месяцев.

Золотая середина: шестимесячная доходность стабилизуется на привычном уровне

Прирост индекса РТС за последние шесть месяцев близок к среднеисторическому уровню. Учитывая общее снижение волатильности рынка за последние 5-7 лет и на редкость нестабильную ситуацию в США, будет вполне логично ожидать, что в следующие полгода индекс будет расти чуть медленнее среднего, т.е. на 15-20%. С другой стороны, близость к двухсотдневной скользящей средней ограничивает потенциал снижения котировок в краткосрочной перспективе на уровне 7-8%.

Скользящая полугодовая доходность индекса РТС: стремление к среднему



Промедление смерти подобно: опоздание со снижением ставок в США и Европе чревато обвалом мировых рынков

Главную опасность для благополучной реализации базового сценария представляет чрезмерное обострение экономических проблем в развитых странах. Если финансовые власти станут действовать недостаточно оперативно, проблемы сектора недвижимости могут ещё сильнее отразиться на потребительском спросе и кредитоспособности коммерческих банков, тем самым подрывая спрос на рискованные вложения. С другой стороны, слишком активное смягчение денежной политики чревато взрывным ростом цен на сырьевые товары, обвальным падением доллара и неконтролируемым взлётом инфляции в России. При таком сценарии уже российским властям придётся изымать с рынка ликвидность, провоцируя резкую нисходящую коррекцию.

Долговой рынок: ледниковый период или ядерная зима?

Есть ли жизнь без внешних займов?

Эмитенты облигаций «на коротком поводке», рынок – в хрупком равновесии

Если акции на фоне мирового кризиса чувствуют себя относительно неплохо, то долговые рынки переживают один из самых сложных периодов со времён августовского дефолта. Премия за риск по российским еврооблигациям по сравнению с американскими увеличилась до максимального уровня за последние два с половиной года. Спрос на новые выпуски облигаций практически исчез, за исключением самых высоконадёжных эмитентов. Обслуживание прежних займов пока обходится без особых проблем, однако финансируется за счёт банковских кредитов, срок погашения которых, как правило, не превышает шести месяцев. Таким образом, конъюнктура рынка может очень резко ухудшиться в случае значительного сокращения ликвидности в финансовой системе.

Внешние риски обернулись внутренними проблемами: спред еврооблигаций РФ и котировки рублёвых обязательств



Помоги себе сам: запуск внутренних генераторов ликвидности страхует от западного кризиса

К счастью, Банк России и Министерство Финансов делают всё, чтобы такого сокращения избежать. Уже несколько раз расширялся список активов, принимаемых в залог по ломбардным кредитам и используемых для операций РЕПО с Центробанком, и теперь их набор позволяет финансировать коммерческие банки в объёме около полутора триллионов рублей. Федеральному Казначейству разрешено размещать денежные остатки (порядка триллиона рублей) в коммерческих банках. Ускорилось возмещение НДС из

бюджета, и в целом бюджетные расходы в декабре должны быть примерно втрое выше среднемесячного уровня. Наконец, 550 млрд. рублей целевым образом выделено так называемым институтам развития – Внешэкономбанку, Корпорации нанотехнологий и Фонду содействия реформе ЖКХ, - которые могут размещать эти «временно свободные средства» в ценных бумагах, включая корпоративные облигации.

Глобальная паника плюс внутренняя ликвидность = стабильно высокие ставки по облигациям

Привлекательная доходность вернулась надолго

Все эти меры обеспечивают надёжную страховку от возможного ухудшения кредитной ситуации на мировых рынках. В то же время, сами по себе они вряд ли способны развернуть конъюнктуру внутреннего рынка в позитивную сторону. Если в США и Европе облигации с похожими рейтингами так и будут торговаться под 10-12% годовых, то и ставки по обязательствам российских корпораций вряд ли опустятся существенно ниже. Скорее всего, в ближайшие несколько месяцев эти процентные ставки и котировки облигаций будут стабилизироваться на новых уровнях. В начале следующего года вполне возможен даже локальный рост котировок, вызванный сезонным расширением ликвидности и большим объёмом погашений перед Новым Годом. В целом такая ситуация вполне удобна для инвесторов. Впервые за два с лишним года у нас есть достаточно широкий выбор вполне качественных выпусков с доходностью свыше 12% годовых. При благоприятном развитии событий диверсифицированный портфель таких облигаций «второго эшелона» в ближайшие шесть месяцев может принести порядка 15% годовых. Это заметно уступает прогнозной доходности вложений в акции, но с учётом разницы в рисках является вполне привлекательным показателем.

«Медвежий» рынок по доллару США: начало конца?

Нелёгкий выбор фотомоделей или преждевременные похороны американского доллара

Похоже, весь мир уже разуверился в перспективах американской валюты. Фотомодели, сантехники и квартирные хозяйки требуют оплаты в евро, и сами жители США называют свою валюту «американским песо». В самом деле, с начала года доллар подешевел к евро на 13%, а за последние два года – более, чем на 20%, и его ослабление продолжается. Кажется, ещё немного, и статус глобальной резервной валюты будет утрачен, и тогда – полный и окончательный коллапс.

Утрата преимущества в доходности ведёт к снижению цены: курс доллара на фоне разницы в ставках между гособлигациями США и Европы



За рыночным ажиотажем не заметили фундаментальных сдвигов: американская экономика преодолевает недуги

О вреде спекулятивных излишеств: евро сильно оторвался от паритета

Оживим покойничка: воскрешение доллара не за горами

Между тем, финансовые проблемы США постепенно уже становятся менее угрожающими. Дефицит федерального бюджета сократился с 3,6% ВВП в 2004 году до 1,2% по прогнозу за 2007 год, а в 2009 году обещает и вовсе обнулиться. Внешнеторговый дефицит без учёта нефти и нефтепродуктов в 3-м квартале составил всего 3,5% ВВП – это почти вдвое ниже прошлогоднего пика. Спекулятивные позиции против доллара на мировых рынках достигли экстремально высокого уровня. Ожидания снижения учётной ставки ФРС также уже крайне агрессивны: рыночный консенсус предполагает, что оно достигнет 200 базисных пунктов в течение ближайшего года. Курс евро к доллару завышен уже более, чем на 20% по сравнению с паритетом покупательной способности. Разумеется, рыночные курсы могут долго сохранять отрыв от ППС, однако отклонения подобного масштаба обычно корректируются достаточно быстро. Наконец, финансовые власти Еврозоны уже и сами признают, что укрепление их валюты становится чрезмерным. В конце 2007-начале 2008 гг. ослабление доллара ещё может продолжиться и даже зайти дальше уровня 1,5 доллара за евро. Тем не менее, уже в обозримом будущем может произойти довольно резкий разворот тенденции, чреватый возвратом к отметке 1,4 доллара за евро. Пока это не является нашим базовым сценарием, однако время для ставок на падение доллара к евро уже прошло. На данный момент оптимальной выглядит нейтральная позиция по соотношению этих валют, а явные предпосылки для покупки доллара против евро могут сформироваться в начале следующего года.

Много денег или мало товаров?

Опережающий рост денежной массы, рост тарифов и дефицит сельхозпродуктов усиливают инфляционное давление

Рубль рано или поздно придёт к укреплению

Форсированное увеличение бюджетных расходов и огромный приток выручки от экспорта дорожающих энергоносителей поддерживают высокие темпы роста рублёвой денежной массы – порядка 50% годовых. Осенью проявился ещё и запаздывающий эффект от удорожания сельхозпродукции на мировых рынках, а после выборов можно ждать скачкообразного роста цен на нефтепродукты. С начала следующего года на 20-25% подорожает газ и на 15% - электроэнергия. Учитывая относительно низкую инфляцию в конце 2006 – начале 2007 гг., шансы на заметное снижение её темпов в ближайшие несколько месяцев крайне малы. Даже Минэкономразвития уже допускает повышение годового прироста инфляционного индекса до 11,5%. На самом деле, необычно резкий рост бюджетных расходов в конце текущего года делает вероятным её ускорение до уровня 12% и выше в первом квартале 2008 года. Скорее всего, примерно на этой отметке терпение властей будет исчерпано. При текущей напряжённой ситуации с зарубежным фондированием Банк России вряд ли рискнёт зажимать рост денежной массы, поэтому единственным реальным средством обуздания инфляции останется укрепление курса рубля. Можно ожидать, что к концу первого квартала российской валюте позволят подорожать на 2-3% относительно корзины доллар-евро.

Инфляция растёт, - рубль дорожает: инфляционные риски заставляют повышать курс российской валюты



Держим рубли и ждём момента для покупки долларов

Таким образом, в ближайшие несколько месяцев рублёвые облигации и депозиты останутся привлекательнее валютных. В то же время, примерно к весне может сложиться благоприятная ситуация для фиксации прибыли по рублёвым активам и перехода в долларовые. Следите за действиями ФРС и Европейского Центробанка.