

Российская макростабильность

Россия
Стратегия*Бедный Ёрик...**«Гамлет». Вильям Шекспир*

В 1987, 1995 и 1997 годах ФРС срезала ставку по федеральным фондам всего на 75 базисных пунктов, и этого оказалось достаточно, чтобы переломить ситуацию и не допустить кризиса экономики. Сейчас мы уже увидели снижение ставки на 1 процентный пункт, а экспертные модели продолжают указывать большую вероятность замедления экономики США в будущем году.

Маэстро Гринспен осторожно предупреждает, - «появились признаки стагфляции»; Уоррен Баффет (Also called as Оракул из Омахи) называет mortgages жабой, которую сколько не целуй (в финансовом смысле), в процессе не превратить.

Да и рынок уже начинает осознавать некоторую безосновательность своего недавнего оптимизма: стоило ФРС объявить снижение ставки до 4,25% вместо 4%, и разочарованные игроки обрушили рынок; обещания «раздачи слонов» в виде кредитных аукционов вдохновения не прибавили; а высокие данные по инфляции не оставили надежды на более смелое сокращение ставок в обозримом будущем.

Так что же рынок? – Рынок следует намеченному плану – пока всего на 7% ниже своего исторического максимума, но готов продолжать падение.

Кто-то удачливый поставил на красное... еще есть время присоединить свои ставки.

- ▶ За четыре месяца до выборов Россия уже знает имя будущего президента и премьера, и, таким образом, рынок акций освободился от своего главного риска – политического.
- ▶ Официальные прогнозы макро показателей российской экономики на будущий год говорят о стабильном развитии экономики. Небольшие возможные отклонения фактических результатов вряд ли повлияют на рынок, существенные отклонения с минусом маловероятны.
- ▶ Прогноз МЭРТ говорит о росте ВВП темпами около 6,5% в последующие три года, промышленного производства в среднем – 5,5%.
- ▶ Несмотря на практически уже глобальный кризис ликвидности в экономиках развитых стран, у ЦБР задача прямо противоположная – абсорбировать излишнюю денежную массу и уменьшить темпы инфляции.
- ▶ Минфин продолжает упорствовать в своем прогнозе сокращения инфляции до 5-6% к 2010 году. Но мы не видим проблем если инфляция окажется вдвое выше – в этом году индекс РТС установил исторический максимум при росте розничных цен более 10%.
- ▶ Со дня формирования модельного портфеля (29 мая 2007 года) совокупный доход по всем позициям составил 38,46%. За то же период индекс РТС вырос на 32,14%.

На посту президента я работал как "раб на галерах"

Владимир Путин

Со дня выдвижения кандидатуры Д. Медведева на пост президента РФ и поддержки со стороны В. Путина, а также с того момента как стал понятен возможный механизм, объясняющий каким образом В. Путин официально останется у власти, политические риски для российского рынка акций практически сошли на нет. Судя по комментариям политиков, Д. Медведев в качестве президента РФ устроит все стороны, как и премьерство В. Путина.

На наш взгляд, анонсирование кандидата от ЕР до срока официальной регистрации, носило весьма своевременный характер – игра на опережение, расставляющая все точки над «i» делает бессмысленной междоусобную борьбу, отголоски которой мы могли наблюдать последние недели в СМИ.

Все преходящее есть только символ

«Фауст». Иоганн Вольфганг Гете

Сегодняшний разговор мы решили посвятить макроэкономическим показателям РФ и перспективам российской экономики. Несмотря на то, что в стабильности будущего роста ВВП мало кто может усомниться, внешний государственный долг РФ можно считать несущественным фактором в силу его незначительности относительно ЗВР и размера ВВП, ускорение инфляции и одновременное укрепление рубля хотя и вызывают опасение своими темпами, но на фондовый рынок практического влияния не оказывают, все же некоторые ключевые цифры остаются важными для западных инвесторов, рейтинговых агентств, и для нашей собственной уверенности в завтрашнем дне.

Мы ожидаем (и в этом мы солидарны с большинством), что **темпы роста ВВП в период 2008 – 2010 годов останутся на уровне 6,5%, и заметим, что отклонение на 0,5% в любую сторону или на 1% в сторону повышения вряд ли окажет какие-либо влияние на рынок. Отклонение более чем на 0,5% в сторону понижения мы рассматриваем как крайне маловероятное**, но и в этом случае мы будем ссылаться скорее на влияние таких глобальных процессов как замедление мировой экономики, и не может быть списано на проблемы отдельной страны.

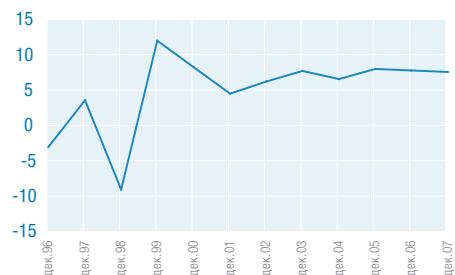
Официальный прогноз МЭРТ показывает, что в 2008 году рост ВВП составит 6,6% (показатель был пересмотрен с повышением, в сентябре МЭРТ давал цифру 6,4%), в 2009 году – 6,3% (6,2% по предыдущему прогнозу), в 2010 году – 6,4% (6,3%).

Прогноз роста промышленного производства на 2008 год повышен с 5,2% до 5,7%, на 2009 год – с 4,9% до 5,5%, на 2010 год – с 5,2% до 5,6%.

Переоценка темпов роста промышленного производства связана с «оценкой эффективности от роста инвестиций, который был в 2005-2007 годах», пояснила министр экономического развития и торговли Э. Набиуллина. «Рост инвестиций дает вклад в рост конкурентоспособности промышленности и создает потенциал импортозамещения в 2009, 2010, 2011 годах», - подчеркнула министр.

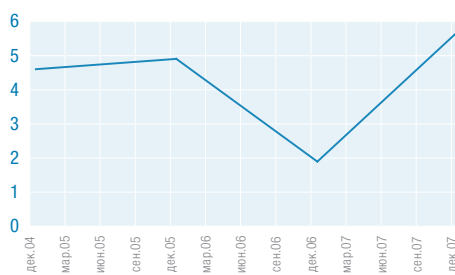
И с этим не поспоришь. Объяснения нового министра выглядят обоснованно, во всяком случае, не дают оснований предполагать ухудшения прогнозных значений

Темпы ВВП РФ (по годам)



Данные: Bloomberg

Рост промышленного производства (по годам)



Данные: Bloomberg

в будущем, и если иметь в виду, что прогноз МЭРТ в целом совпадает с расчетами экономистов инвестиционных компаний, и международных институтов, общая картина развития экономики РФ выглядит стабильной и благоприятной для рынка.

Общее впечатление немного портят показатели финансовой сферы, в том числе – возрастающие темпы инфляции, объем корпоративных долгов госкомпаний и периодически возникающие проблемы с ликвидностью.

Начнем с самого простого вопроса – с ликвидности. **Несмотря на существующее безусловное влияние проблем кредитной сферы США (кризис ликвидности, кризис доверия между банками и между банками и их клиентами) на российскую банковскую сферу, в России, учитывая объем Стабилизационного фонда, средства которого стали доступны для инвестирования в экономику, «направляющую и руководящую» роль Центробанка в формировании внутреннего курса рубля, институт государственных гарантий под займы, в буквальном смысле «поток» (если не сказать – потоп) иностранных инвестиций, приличные темпы роста денежной массы (+27% с начала года показал M2), можно говорить об относительной безопасности и независимости положения относительно доступности денежных средств.**

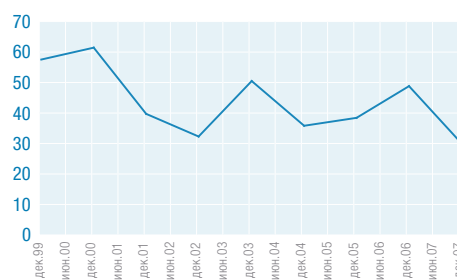
Как мы могли видеть в августе и сентябре, да и до сих пор, ставки MosPrime все еще высоки (но в декабре уже заметно начали снижаться), но ставка по кредитам «overnight» во второй половине года не меняясь, держатся на уровне 10% (ниже значения 11% в начале года), и равна ставке рефинансирования ЦБР, в то время как колебания средневзвешенной ставки по итогам аукциона прямого РЕПО в августе-октябре не отличались повышенной волатильностью, отклоняясь от среднего значения на величину не более чем в течение всего года. Судя же по динамике показателя сальдо операций Центрального Банка по предоставлению/абсорбированию ликвидности, сентябрьский всплеск предоставления ликвидности банковскому сектору быстро перешел в противоположную фазу – активному абсорбированию (возврат банками денежных средств Банку России по операциям прямого РЕПО и «валютный своп», а также за счет погашения ломбардных кредитов и кредитов «overnight»). **То есть, даже самый острый момент кризиса ликвидности «на Западе» мы пережили вполне достойно и быстро справились с последствиями.**

И тем не мене, фокус нашего внимания сосредоточен на вопросе, могут ли проблемы с ликвидностью повлиять на динамику фондового рынка? Недавняя история говорит нам, что скорее нет – с середины августа и по сегодняшний день на рынке акций присутствует явно выраженный восходящий тренд.

Поговорим теперь немного об инфляции. Подробно феномен относительно низких темпов инфляции при буквально галопирующих розничных ценах на базовые продукты питания мы рассматривали в отдельном исследовании [«Занимательная инфляция»](#), и возвращаться к этому вопросу не видим смысла.

Что на самом деле имеет значение, так это, как нам представляется в свете выступлений ответственных правительственных чиновников и представителей министерств, на сегодняшний день не существует четкого понимания каким образом привести к равновесию (к динамическому равновесию, разумеется) объем денежной массы, темпы инфляции и курс национальной валюты. Своими действиями, сокращая денежную массу в обращении с целью замедления темпов роста цен, как мы уже могли видеть, Центробанк РФ способствовал быстрому укреплению рубля. Возможно, это был не самый плохой выход из положения, но глава Минфина нам почти не оставил надежды, что он будет работать в будущем. **По словам А. Кудрина, ЦБР во многом исчерпал свои возможности по стерилизации денежной массы. Что-то похожее мы видим сейчас в США и в Европе...**

Темпы роста показателя объема денежной массы в обращении M2



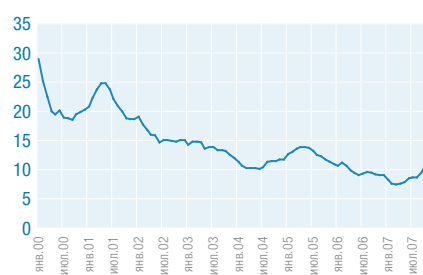
Данные: Bloomberg

Но сдерживать инфляцию все же необходимо. Как по обыкновению ёмко выразился на заседании Госсовета в Кремле В. Путин, - «Делать нужно все по уму. Если мы будем разгонять инфляцию, то все наши усилия уйдут в свисток».

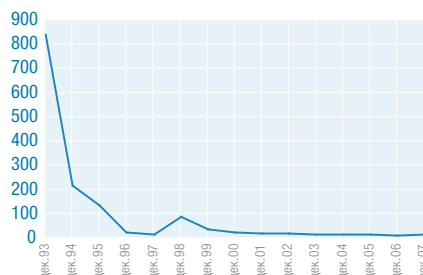
Минфин РФ повысил свой прогноз темпов инфляции на 2007 год до 10,0 – 11,5% в связи со значительным притоком капитала в страну и роста цен на продовольственные товары (здесь придаться можно разве что к тому, что этот фактор не мог быть неожиданным). На ближайшие два года прогноз также был пересмотрен с повышением: до 7,5 – 8,5% в 2008 году и до 5,8 – 7,0% в 2009. На 2010 год прогноз пока остается прежним – 5,0 – 6,0%.

Что позволяет Минфину упорствовать в своих взглядах, представляя подобные расчеты? Сократятся потоки капитала? Мировые цены на сельскохозяйственную продукцию пойдут вниз? – Вряд ли. Остается надеяться на креативность работников министерства.

Темпы инфляции РФ (по месяцам)



Темпы инфляции РФ (по годам)



Данные: Bloomberg

Но если мы посмотрим на долгосрочные графики инфляции, то сразу поймем, что дела обстоят гораздо лучше, чем мы могли себе представлять, видя перед собой только разницу между обещанными 8% и полученными 11 или 12%. Возможно, единственным неприятным моментом остается обстоятельство превышения темпов инфляции над темпами роста ВВП. Как-то неприлично, что ли...

Но как будут влиять темпы инфляции на фондовый рынок? Статистика показывает, что существует вполне определенная корреляция между динамикой розничных цен (а, соответственно, «цен» на деньги) и графиком российского рынка акций. Но, как мы понимаем, обе эти величины обусловлены общим состоянием экономики, экономическими циклами, но не определяют одна другую.

Таким образом, сами по себе темпы инфляции вряд ли могут смутить инвестиционное сообщество, а темпы в заданных пределах пока никого не пугают.

Что же насчет внешнего корпоративного долга? Эта тема периодически возникает в исследованиях аналитиков и газетных статьях. Надо признаться, здесь есть некоторое напряжение, но только в одном – **в сумме внешний и внутренний корпоративный долг российских компаний и банков составляет более 50% от ВВП. Корпоративный долг перед нерезидентами увеличился с 2001 по 2006 год в 4 раза, и, принимая во внимание существующие темпы, в 2008 году объем может достигнуть 30% от ВВП.** Учитывая же, что круг крупных заемщиков не превышает и дюжины, вопрос представляется довольно острым.

С другой стороны, обращаясь к международной практике определения нормативных параметров долговой нагрузки, таким как соотношение общей долговой нагрузки компании и EBITDA, мы видим, что это соотношение у большинства российских компаний, имеющих обязательства перед нерезидентами колеблется между 1 и 2, при этом критическим уровнем считается соотношение более 4. И не забываем про государственные гарантии, и про то, что крупнейшие заемщики – госкомпании или компании с существенной долей государства в уставном капитале.

Более проблематичными в долгосрочной перспективе могут оказаться тенденции в сфере потребительского кредитования, и конкретно – автокредитования, кредитов на текущие нужды и по банковским картам, где условия становятся все более благоприятными для заемщиков.

И, во-вторых, в отношении внутреннего государственного долга. После кризиса 1998 года, нерезиденты ушли с рынка ГКО-ОФЗ, и 60-80% объемов эмиссий выкупается Сбербанком, то есть, фактически, государственным банком. Общий объем внешнего и внутреннего госдолга с 2002 по 2006 годы сократился с 42,2% до 9% от ВВП, но при этом объем внешнего долга уменьшился в три раза, а внутреннего – увеличился в два раза. Механизм финансирования внешнего долга за счет внутреннего и размещение новых эмиссий в госбанке чревато нагнетанием нового «пузыря», или, если хотите – созданием новой «пирамиды».

Однако мы далеки от прогнозирования очередного финансового кризиса, понимая гибкость финансовой системы, но более того, - мы видим, что возможность подобного кризиса проблема не сегодняшнего дня и даже не завтрашнего.

МОДЕЛЬНЫЙ СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ПОРТФЕЛЬ

Компания	количество акций	цена покупки, US\$	цена покупки, RUB	текущая цена, US\$	капитализация в портфеле, US\$	прибыль/ убыток, %	доля в портфе- ле, %
Нефтегазовый сектор							48.97
Газпром	8000	9.08	235.07	14.26	114080	57.05	13.83
Лукойл	1350	74.60	1931.27	86.50	116775	15.95	14.15
Сургутнефтегаз	90000	1.12	29.00	1.275	114750	13.84	13.91
Татнефть	10000	4.36	112.87	5.84	58400	33.94	7.08
Банки							15.50
ВТБ	16400000	0.00552	0.1429	0.0052	85280	-5.80	10.34
Сбербанк	10000	3.56	92.03	4.26	42600	19.83	5.16
Энергетика							3.96
РАО ЕЭС	25000	1.256	32.52	1.31	32675	4.06	3.96
Металлургия							10.15
ВСМПО-Ависма	100	300	7476.9	303.00	30300	1.00	3.67
ММК	40800	1.15	28.661496	1.29	52660.56	12.23	6.48
Телекомы							7.86
МТС	3300	9.30	240.76	15.00	49500	61.29	6.00
Уралсвязьинформ	240000	0.057	1.46	0.0640	15360	12.28	1.86
Химия							5.59
Акрон	960	30.75	766.3392	48.00	46080	56.10	5.59
Облигации							8.07
Паи "Фонд облигаций"	25000	2.4021	62.19	2.6622	66555	10.83	8.07
УК ПИОГЛОБАЛ							
Итого:					825015.56		100
Доход по портфелю за весь период (с 29.05.2007)						38.46	

Со дня формирования портфеля (29 мая 2007 года) совокупный доход по всем позициям составил 38,46%. За то же период индекс РТС вырос на 32,14%.

Мы продолжаем отмечать негативное влияние на динамику портфеля акций ВТБ, однако со временем убытки поданной позиции сокращаются. Кроме того, рост акций ВТБ на прошедшей неделе позволил портфелю увеличиться на полпроцента, в то время как значение индекса РТС осталось прежним. Мы не планируем избавляться от бумаг ВТБ, поскольку рассчитываем на их рост в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Предвидя понижительную коррекцию на период до новогодних праздников, мы, тем не менее, решили не сокращать позиции. Наше решение опирается на положения инвестиционной декларации фонда, не предполагающие использование волатильность рынка в пределах 5-10%.

Мы пересмотрели с повышением свои прогнозы по ряду позиций: Татнефть (до US\$7,50), ММК (US\$1,55), МТС (US\$17,50) и Акрон (US\$50,00), обнаружив возможность гораздо большего роста, чем предполагалось.

Общая рекомендация по портфелю, в соответствии с нашим умеренно-оптимистичным взглядом на рынок в среднесрочной перспективе – держать.

Структура модельного портфеля

