

Стратегия Апрель 2010

Основные идеи

- Мы продолжаем быть большими оптимистами в отношении экономики и финансовых рынков. Мировая экономика продолжает восстановительное движение и идея «Великая Депрессия-2» не реализовалась. Если квартал назад еще встречались некоторые пессимисты, ожидавшие «второй волны», то сейчас таких наблюдателей практически нет.
- Российская экономика продолжает медленно выходить из кризиса, но в этом нет проблемы. По нашему прогнозу, во второй половине текущего года в стране наберет обороты рефляция, т.е. резкое временное оживление экономики, которое затем сменится ускорением инфляции. Оживление должно вывести экономику из текущей ямы.
- Темпы роста денежного предложения в стране сейчас уже приблизились к ~30%, к аналогичному периоду прошлого года и этот процесс будет продолжаться из-за особенностей отечественной валютно-бюджетно-монетарной системы. Правительство финансирует дефицит за счет вброса рублей (фактически, это денежная эмиссия), а Центробанк сопротивляется укреплению национальной валюты, расплачиваясь за доллары свеженапечатанными рублями.
- Фондовый рынок остается крайне дешевым. Рост более чем в 2 раза в прошлом году с минимумов «дна» повторить будет трудно, но десятки процентов роста в этом году кажутся крайне вероятными.
- В прошлом году одной из главных идей был рост второго эшелона. Менее ликвидные акции сильнее пострадали и смогли показать избыточный рост. В этом году ситуация является более ровной, и мы в большей мере ориентируемся на ликвидные акции.
- Проблема дефицита ликвидности полностью решена и теперь банковская система перенасыщена ею. Как следствие, резко снизились процентные ставки на рынке облигаций. Мы полагаем, что в первой половине 2010 года эта тенденция продолжится.

Вива рефляция!

Мы считаем, что монетарная политика в России продолжает объяснять большую часть процессов в экономике. Мировой финансовый кризис, безусловно, тоже важен. Но действия правительства в большей мере объясняют глубину депрессии спада в 2009 (если депрессией считать падение выпуска больше 10%). Происходящий сейчас взлет предложения денег, похоже, приведет к быстрому обратному восстановлению экономики РФ в 2010 году. Кроме этого, денежное предложение влияет на инфляцию.

Для начала проясним суть публикуемых в России монетарных показателей. Есть показатель М0 – это наличные на руках населения и компаний, за пределами банковской системы (бумажные деньги и монеты). Еще есть "денежная база" – это все «первичные» рубли, наличные (М0 + деньги в кассах банков) плюс выпущенные ЦБ безналичные (безналичные существуют только на счетах коммерческих банков).

Практически все сделки и операции правительства и ЦБ РФ, связанные с экономикой, изменяют величину "денежной базы". Это источник первичных монетарных возмущений, влияющих на реальные переменные (т.е. величину ВВП). Существует еще агрегат М2, состоящий из наличных рублей на руках, это М0 плюс все рублевые счета и депозиты в банках, как срочные, так и текущие. М2 является лучшим из имеющихся (но не идеальным) индикаторов денежного рынка, и отражает представление экономических агентов о том, сколько рублей есть в экономике.

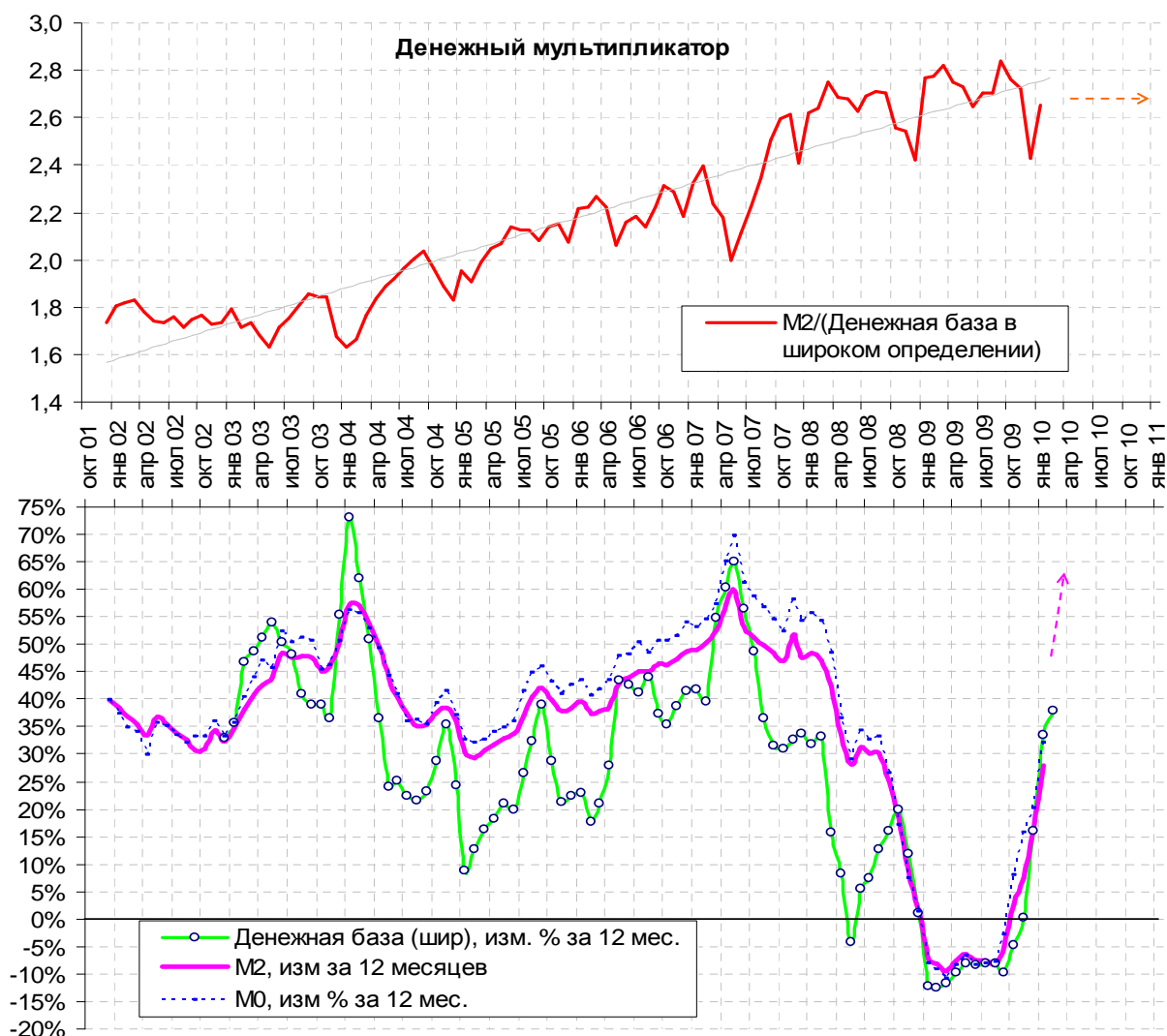


Рис. 1. Основные показатели денежного рынка. Источник Bloomberg, ЦБ РФ

Экономика при посредничестве банков может «размножать» рубли. Если некто принес и разместил рубли в банке «Урал ФД», он думает, что его «деньги хранятся в банке». На деле, «Урал ФД» может выдать за счет этих рублей кредит или купить облигации, а эти рубли попадут в экономику и могут снова оказаться на счете какого-либо банка и снова быть пущены в оборот. Поэтому величина «первичных» рублей (т.е. базы), выпущенных в обращение, может отличаться от того, как воспринимают количество денег экономические агенты.

В России все указанные монетарные показатели движутся синхронно, мультипликатор стабилен и это важно. В отличие, скажем, от США, где монетарная база движется вразнобой с М2. В Штатах ФРС пытается "толкнуть шнурок"¹ накачивая систему деньгами. Но доллары плохо "размножаются" (на самом деле, лишь временно), то есть не растекаются по системе в виде кредита по причине развала финансовой системы, вопросов недоверия, а остаются на счетах банков. В России в кризис "шнурок был натянут", что вызывало пропорциональное сокращение рублевых активов банков, уменьшив предложение кредита. Если кто-то в России считает, что в кризис "у всех не стало денег", он будет прав, их количество было уменьшено по всем статьям. В отличие от США или ЕС, где проводится контрциклическая монетарная политика. Иными словами, в США недостаток кредита (credit crunch) обусловлен больше проблемами самой экономики и финансовых рынков, в России - в большей мере монетарной политикой.

С точки зрения макроэкономики (считающей, что цены и зарплаты негибки), объем предлагаемых денег важен. Рядом представлена банальная графическая модель AS-AD с негибкими ценами и зарплатами. Она неплохо иллюстрирует процессы в российской экономике, как по выпуску, так и по темпам инфляции. На самом деле, модель также подходит Украине, Прибалтике и всем тем странам, где власть держится за курс при открытом рынке капитала, оставляя монетарную стабильность на второй план.

Мировой кризис плюс ужесточение денежной политики в 2009 году привели к экономическому спаду. Кривая агрегатного предложения ползла себе вверх благодаря встроенным инфляционным ожиданиям ($AS \rightarrow AS'$), бизнес повышал цены. Но Центробанк с правительством уменьшили количество предлагаемых рублей, так было надо, чтобы спасти рубль. А это сдвинуло агрегатный спрос вниз ($AD \rightarrow AD'$). Экономика ответила мощным спадом и замедлением инфляции. Результат – точка 2 ($1 \rightarrow 2$).

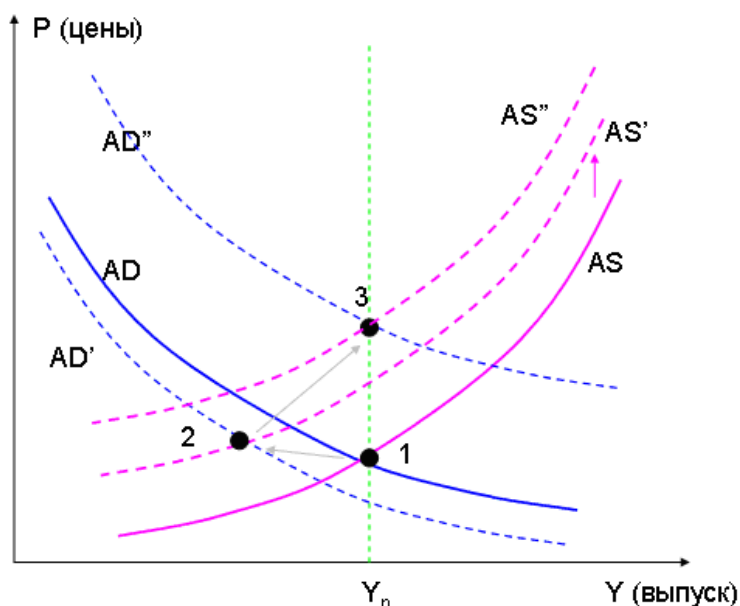


Рис. 2. Модель AD-AS

Статья, млрд. руб.	2010	2011	2012
Дефицит	2 937	1 934	1 611

Внутренние источники	2 507	1 420	1 037
Рублевые ценные бумаги РФ	568	749	237
Изменение остатков на счетах	2 245	762	813
Резервный фонд	1 860	0	0
Фонд нацблагосостояния	386	762	813
Иные источники внутр. финанс.	-307	-91	-13

Внешние источники	430	514	575
Валютные ценные бумаги	553	612	680
Иностраные кредиты РФ	-55	-47	-45
Иные источники внешн. финанс.	-68	-51	-60

¹ Экономисты часто сравнивают денежный канал со шнурком (или поводком). С помощью жесткой монетарной политики можно вызвать резкий спад, но это действие не симметрично. Наводнение экономики деньгами не всегда позволяет толкнуть экономику в состояние роста. Аналогично, толкнуть поводок нельзя, но натянуть можно.

Сейчас наблюдается обратный процесс, ЦБ и правительство наращивают предложение рублей (первый – продолжая скупать доллары, правительство – тратя фонды на дефицит бюджета). По проекту бюджета, правительство в 2010 году профинансирует за счет эмиссии под 2.2 трлн. рублей (см. выдержку из закона о бюджете-2010).

Тенденция роста предложения денег будет сохраняться дальше в 2010 году, и можно ожидать, что темпы роста M2 в этом году приблизятся к 50-60% темпам роста YoY. А это означает рефляцию: экономика ответит бурным ростом, рост цен вскоре начнет ускоряться (но рост инфляции это проблема 2011 года, учитывая наблюдаемый лаг ~14 месяцев).

Выводы очевидны, скоро кредит станет дешевым (ставки ниже инфляции) и очень доступным. Движемся в 2007 год, в некотором роде. Прошлогодня ситуация, которую бизнес описывал как «ни у кого нет денег» сменится обратной – денег будет много. Очень вероятно, что деньги пойдут в недвижимость и в ней также начнется оживление. Наблюдавшееся в прошлом году падение цен сменится ростом. Фондовый рынок в этом процессе вторичен, но думаю, что оживление экономики окажет положительное психологическое влияние на инвесторов также.

Экономика России

Российская экономика продолжает восстанавливаться после кризиса. В начале апреля ВТБ/ Markit Economics опубликовали оценку роста ВВП за март (ВВП-индикатор), основанную на опросах. Второй месяц подряд, в феврале и марте, ВВП находится выше, чем был в аналогичном периоде прошлого года. Определенно можно сказать, что в первом квартале официальные данные по ВВП, которые публикует Росстат, покажут рост к аналогичному периоду прошлого года.

Сейчас Росстат начал публиковать квартальные данные ВВП с корректировкой на сезонность, однако пока цифры есть только до третьего квартала 2009 года. Из опубликованных данных следует, что падение российской экономики началось в третьем квартале 2008 года, т.е. до краха Lehman Brothers. Мощный спад случился в первом квартале 2009 года, когда правительство с ЦБ РФ резко уменьшили предложение рублей, остановив тем самым «плавную девальвацию». Интересно, что уже во 2-м квартале по этим

данным падение ВВП было нулевым, но и монетарное сжатие в этом квартале прекратилось. А с 3-го квартала в РФ Росстат фиксирует рост экономики на 4.2% по сравнению с предыдущим кварталом. Данных за четвертый квартал, скорректированных на сезонность, пока нет.

Мы продолжаем оставаться оптимистами и ожидаем бурного восстановления экономики во втором полугодии 2010 года, как ответ на рублевую накачку экономики Центробанком. По нашим прогнозам, в 2010 году рост экономики может составить 5% и более.

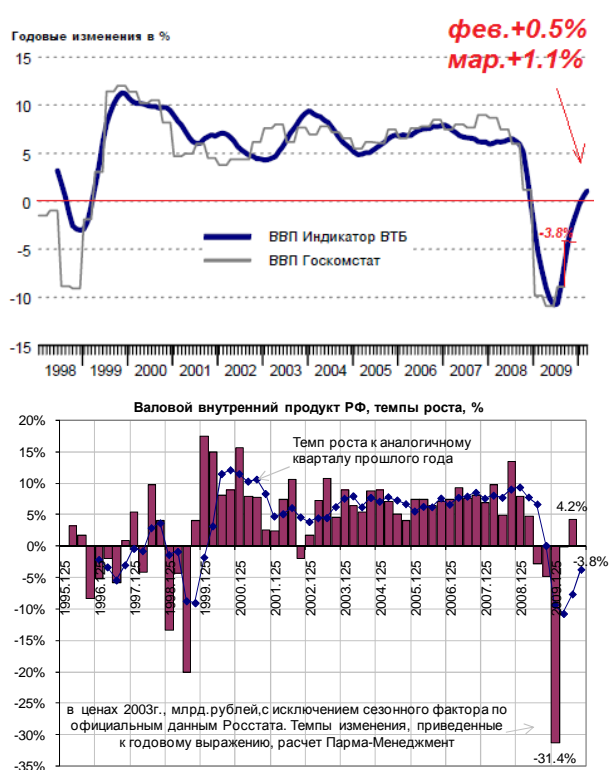


Рис. 3. ВВП-индикатор и динамика ВВП России

Прогноз курса рубля

Прошло больше года после завершения «плавной девальвации», ожидать вторую волну падения рубля перестали даже пессимисты. Но до сих пор нет ясности, куда движется рубль. Ниже мы предлагаем простую концепцию оценки валютного курса.

Она основана на паритете покупательной способности (далее - ППС), мощнейшей теоретической модели (которая как все модели, не лишена недостатков). Паритет базируется на правиле «одной цены». Допустим, в некоторой стране низкие издержки на производство товаров, т.е. низкие зарплаты в пересчете на курс. Тогда эта страна может предложить товары миру по конкурентным ценам. Экспорт будет расти, что вызовет давление на валютном рынке этой страны и ее курс вырастет. Модель опирается на действие «товарного арбитража», заставляющего валюты двигаться к паритету с миром.

Модель может критиковаться по массе параметров. «Правило одной цены» не будет работать, если есть барьеры на пути движения товаров, такие как налоги, квоты или высокие транспортные издержки. Однако, эти «неидеальности» не делают модель полностью неработоспособной, она по-прежнему описывает что-то.

Паритет покупательной способности не учитывает движение капитала. Чтобы это понять, давайте рассмотрим страну, которая торгует с миром, но у нее нет движения капитала. Страна экспортирует свои товары и должна получать в точности такой же по объему поток импорта, чтобы спрос и предложение на валютном рынке оставались в балансе. Если вдруг экспорт начинает расти над импортом, валюта страны укрепляется, так что жители могут позволить себе больше иностранных товаров.

Но власти страны могут предпочесть иметь больше экспорта, чем импорта (например, под лозунгом «защитим отечественных производителей»). Но чтобы соблюдался баланс, разницу (чистый экспорт) нужно чем-то компенсировать. Для балансировки чистого экспорта правительства должны что-то покупать в мире, кроме импортных товаров. Раньше это было золото, затем инвалютные обязательства других стран, прежде всего США. Мы можем записать так:

$$\text{Экспорт} - \text{Импорт} = \text{Чистый экспорт} = \text{Изменение валютных резервов} \quad (1)$$

Вместо валютных резервов Центробанка могут быть другие иностранные активы, скупаемые правительством, как, например, это делает государственный нефтяной фонд Норвегии.

Реальная картина несколько сложнее, чем описано в формуле (1). Существуют иные менее важные статьи, такие как процентные платежи по акциям и долгам (которые могут течь туда и обратно), безвозмездные трансферты (перечисление части зарплаты в свою страну трудовым мигрантом). Но эти статьи являются менее важными по сравнению с чистым экспортом. Экономисты оперируют термином «счет текущих операций», который включает в себя все, кроме движения капитала, как частного, так и государственного (включая валютные интервенции Центробанков).

Можно записать так:

$$\text{Чистый экспорт} + \text{NIRA} = \text{Счет текущих операций} = - \text{Движение капитала} \quad (2)$$

Где NIRA – это чистый доход, полученный из-за рубежа (net income received from abroad). Чтобы платежный баланс был сбалансирован, счет текущих операций должен быть компенсирован точно таким же по величине движением капитала с обратным знаком. На самом деле экономисты выделяют отдельно потоки капитала, создаваемые центральным банком, и общепринятая формула платежного баланса выглядит так:

$$\text{Счет текущих операций} + \text{Счет капитала} = \text{Изменения валютных резервов ЦБ} \quad (3)$$

Но ее суть остается прежней – если счет текущих операций положительный, он должен полностью компенсироваться оттоками капитала из страны, создаваемыми, либо частным сектором, либо государством (включая центральный банк).

Разбор структуры платежного баланса крайне необходим, чтобы сделать потом прогноз курса и объяснить еще один недостаток теории паритета покупательной способности. Движения частного

и государственного капитала могут исказить влияние «товарного арбитража». Это и происходило в России все два десятилетия новейшей истории. Тем не менее, теория ППС дает нам мощный инструмент анализа, позволяя понять, как двигался рубль и куда он может двинуться дальше.

Еще один недостаток теории связан с эффектом Баласса-Самуэльсона. Теоретическая модель с этим названием объясняет наблюдаемый эффект – почему более богатые имеют более дорогие валюты и почему бедные страны имеют хронически низкий курс по паритету покупательной способности.

Ниже мы приводим график, показывающий зависимость реального курса валюты от относительного богатства. По оси X отложен валовой национальный продукт на душу населения, пересчитанный по паритету покупательной способности в % от США (т.е. США приняты за 100%). По оси Y отложен реальный курс национальной валюты в % от США.

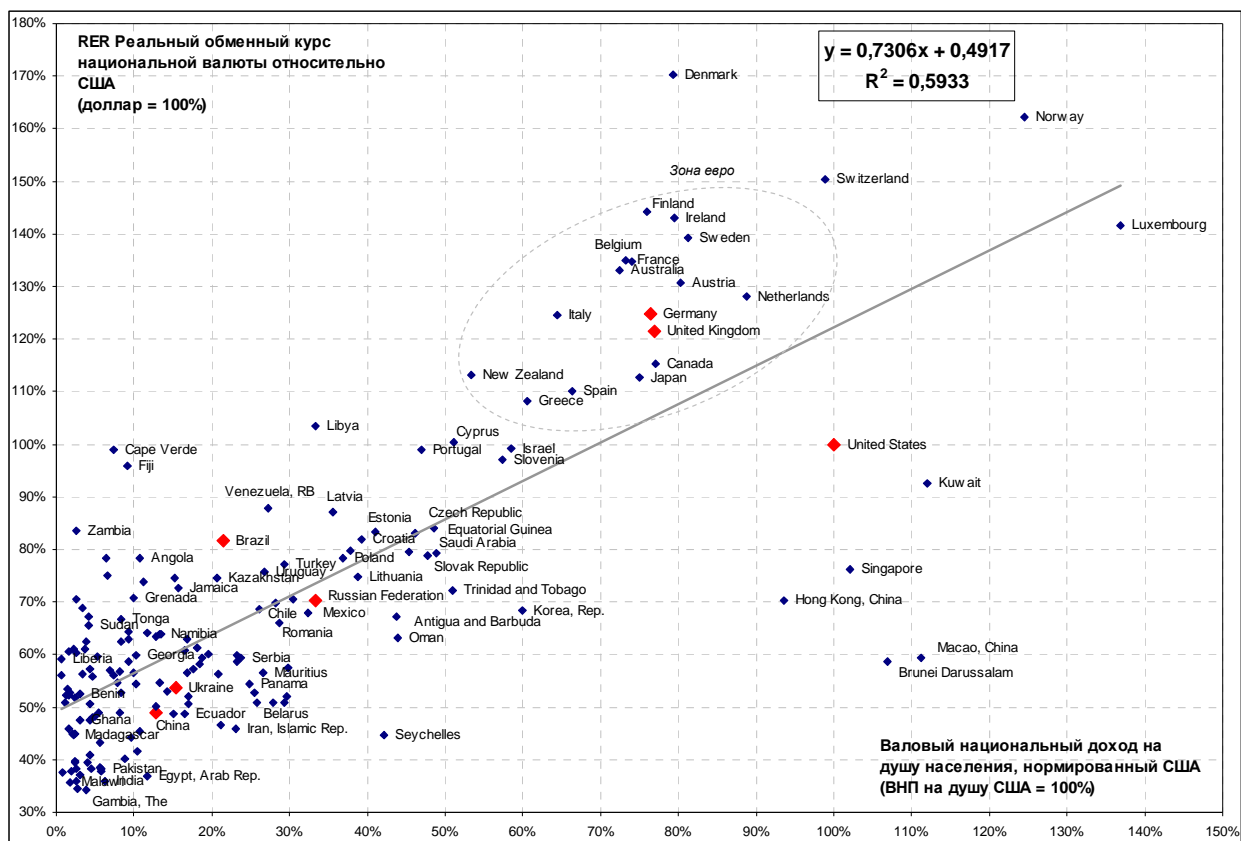


Рис. 4. Реальный курс валюты и ВНП на душу населения. Источник МВФ

Точки рассчитаны по среднегодовому курсу и практически не отражают кризисные явления. График говорит, что Россия имела скорее низкий обменный курс, чем высокий. В частности, Бразилия, которая имеет на треть более низкий подушевой ВНП, чем Россия, имела реальный курс к доллару 82%. Более высокий реальный курс имела Турция, Казахстан, Польша и страны Прибалтики.

Эффект Баласса-Самуэльсона предполагает, что более богатые страны имеют большую эффективность в секторе торгуемых товаров, чем в секторе неторгуемых товаров и услуг. К примеру, один американский фермер производит больше кукурузы, или японский рабочий делает больше машин, чем в развивающихся странах. А обменные курсы определяются потоками товаров. Это приводит к тому, что богатые страны имеют большие зарплаты в торгуемых секторах в пересчете, чем бедные в пересчете на валюту. Кроме этого есть еще неторгуемые на внешних рынках товары и услуги, например, подстрижка в парикмахерской. Они не конкурируют между собой и не участвуют в международном обмене. Однако уровни зарплат в стране выравниваются конкуренцией на рынке труда, поэтому американский парикмахер получает больше, чем коллега из России, хотя их производительность может быть одинаковой. Аргумент эффективности экспортных отраслей объясняет, почему более богатые (и эффективные) страны имеют более дорогие валюты. К сожалению, страны имеют разную специализацию, и стоимость валют не

выравнивается в одну линию ($R^2 = 59\%$, отсюда, технически говоря, 41% вариаций обменных курсов в мире объясняется другими факторами кроме богатства жителей страны).

Если бы теория паритета покупательной способности работала бы полностью, то мы бы увидели развитие промышленности в странах с низкой рабочей силой, они бы встали на путь догоняющего развития, и мир был бы более «плоским». Но низкая стоимость зарплат в странах это не все. Какой бы ни была стоимость труда в Африке, там не собираются «Мерседесы» и плазменные телевизоры. Современная теория международной экономики считает, что существует экономия на масштабе и «сетевой эффект». Промышленность группируется в кластеры, вроде Силиконовой долины или Детройта, где развитие приобретает самоподдерживающий характер. Это свойство объединяется словом «агломерация». Похоже, это связано с накоплением необходимых знаний и навыков. «Мозги» предпочитают находиться там, где есть возможность развиваться.

Еще один важный эффект, экономия на масштабе может объясняться следующим примером. Представьте, что есть пермский авторизованный автодилер, который проводит ремонт. Рабочий, выполняя некую операцию по ремонту, затратит большое время и (скорее всего) не уложится в отведенные автопроизводителем нормативы для ремонта. Зато вторая подобная операция будет занимать уже 80% от первой. Третья будет занимать 80% времени от второй. Эффективность автослесаря будет постоянно расти, и он постепенно будет становиться мастером. Но для этого следует иметь множество машин на обслуживании, желательна специализация работников по брендам, маркам и типу ремонта. Просто подумайте, каким может быть качество ремонта автомобиля на авторизованном дилере в Кунгуре, Перми и Москве. Где ремонт будет качественнее и дешевле?

Правило «80% затрат времени от предыдущей операции» работает в других отраслях производственной деятельности. Оно объясняет, почему необходима узкая специализация работников, а не широкий профиль. Для специализации нужны крупномасштабные производства, а для этого - большой рынок сбыта. Крупные страны с концентрированным населением имеют преимущество или возможность использовать свои рынки. Малые страны могут выиграть, если также будут специализироваться, и будут иметь доступ к рынкам больших стран. Эффекты агломерации, экономии на масштабе объясняют, почему растут большие города и деградируют малые. Они же объясняют, почему мир не становится плоским и почему богатые нации устойчиво сохраняют свое лидерство. В применении к валютным курсам это объясняет, почему паритет покупательной способности не выравнивается на уровне 100%.



Рис. 5. Курс евро, рассчитанный по ППС. Источник Bloomberg

На графике выше приведен курс евро по сравнению со «справедливым» значением, рассчитываемым согласно теории паритета покупательной способности. До введения евро Bloomberg использует данные о валютных курсах стран ЕС.

Курс евро к доллару был довольно дорогим перед кризисом. Зона евро и зона доллара не сильно отличаются друг от друга с точки зрения развития (не в разы), поэтому мы можем закрыть глаза на эффект Баласса-Самуэльсона и считать, что валюты должны стремиться к паритету. Но как сломанные часы показывают точное время дважды в сутки, рыночный курс приходит к равновесному крайне редко. Означает ли это, что теория не работает? Ответ зависит от того, что хочется услышать. Вряд ли с этой теорией можно угадать, куда будет двигаться валюта в ближайший день или месяц. Но мы можем сказать, что сильно валюта не может отклоняться от паритета, он «притягивает» курс как магнит. Текущее «справедливое» значение составляет 1.13 \$/€ и куда вероятнее движение к этому значению, чем движение к недавним максимумам курса около 1.5-1.6 \$/€, наблюдавшимся в 2008-2009 годах.

Теорию паритета можно использовать для прогноза рубля.

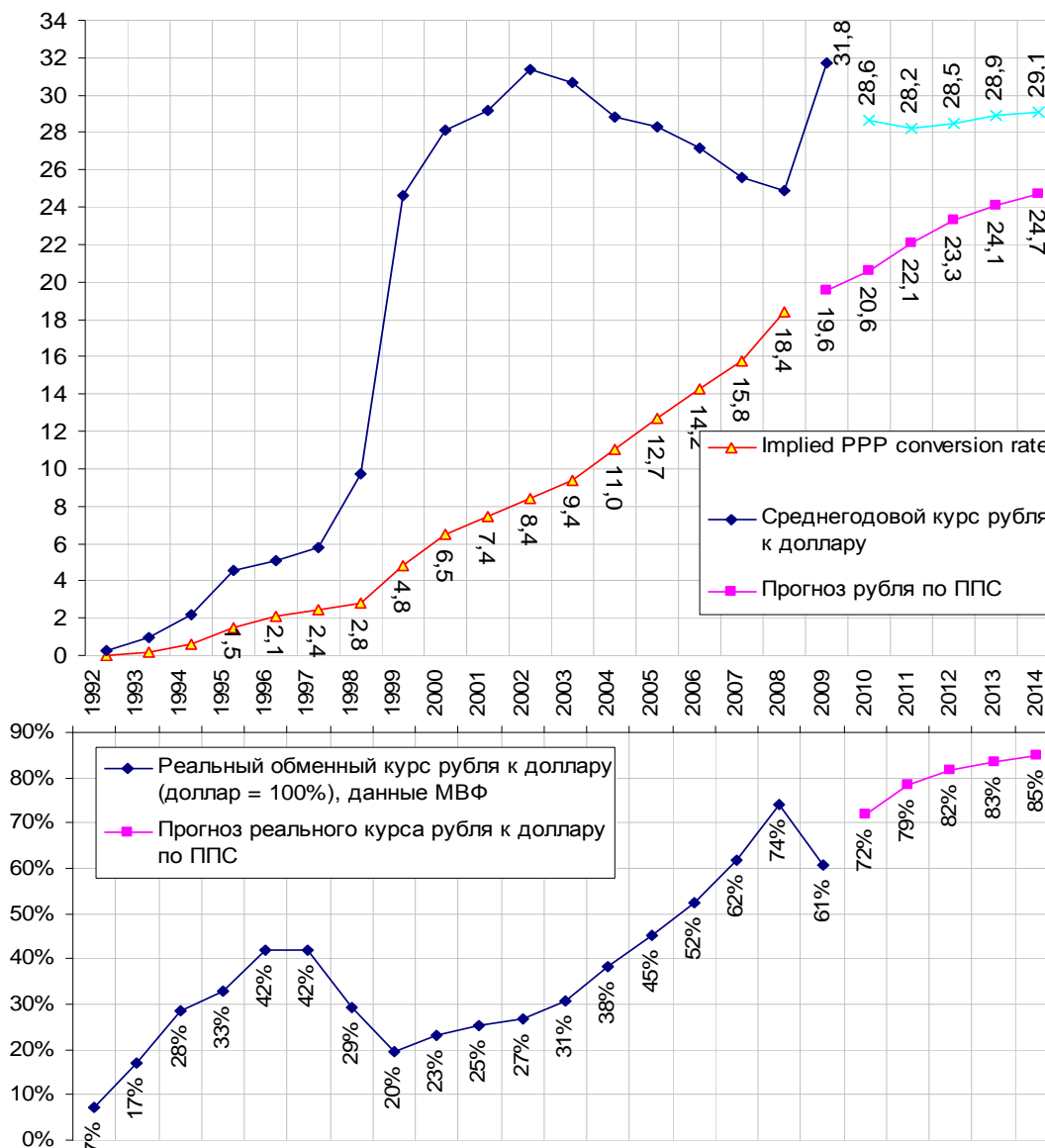


Рис. 6. Прогноз реального и номинального курса рубля

Прогноз курса складывается из двух составляющих. Первое, оценка равновесного курса (соответствующего 100% покупательной способности доллара). Прогноз базируется на имеющихся данных МВФ (или Всемирного банка) и предположениях об инфляции в России и США. Мы предполагаем, что инфляция будет падать в 2010-м до 8%, разгонится до 10% в следующем году и снова начнет снижаться. Эти предположения не носят принципиального характера, в отличие от второй составляющей прогноза – оценки реального курса к доллару, к которому будет стремиться рубль. Мы предположили, что он повысится до 72% к доллару и будет расти и дальше до 85%. Это довольно высокий реальный курс, но в нем нет ничего экстраординарного, если мы рассмотрим следующие соображения:

- 1) До кризиса, когда курс рубля достигал 23 к доллару, это означало реальный курс $18.4/23=80\%$, хотя это пиковое (августовское) значение.
- 2) Страны более бедные, чем Россия, Турция и Бразилия имели близкие к этой величине среднегодовые реальные курсы 2008 года на уровне 80%.
- 3) Реальный курс рубля к доллару РФ в 2008 году был равен 74%. При таком курсе импорт в страну оставался подавленным. Импорт должен быть сравнительно выше, чтобы исчез хронический профицит счета текущих операций и платежный баланс оставался постоянным.

С помощью модели, основанной на реальном курсе, трудно обосновать иные цифры. Скажем, курс в 45 руб./доллар потребует в 2010 году реального курса в районе $20.6/45=46\%$. Это довольно низкое значение. С другой стороны, возврат на номинальную отметку в 23 руб./доллар предполагает слишком высокий реальный курс $20.6/23=90\%$. Конечно, все имеет свою вероятность, но для таких экстремальных прогнозов нужны дополнительные объяснения.

На самом деле укрепление рубля может оказаться большим, чем указано на графике (хотя бы временно). Этому могут способствовать потоки капитала. После девальвации большая часть российского капитала оказалась вне рублевой зоны, и конвертация его обратно будет давить на курс (т.е. вызвать даже большее укрепление, чем нужно). Интересно, что правительство собирается занимать за рубежом капитал, чтобы финансировать дефицит бюджета (ранее предполагались займы в \$18 млрд. в этом году). Правительству РФ доллары не нужны, необходимы рубли для того, чтобы исполнять бюджетные обязательства. А это означает необходимость конверсии занятого капитала в рубли, что, опять-таки, будет укреплять национальную валюту.

Почти единственной силой против укрепления рубля оказывается Центробанк, который создает контр-отток капитала (производя интервенции и наращивания резервы). Но силы Центробанка не являются безграничными. Уже сейчас рублевое предложение начинает выходить за пределы разумного (темпы роста рублевых денежных агрегатов составляют 30-40% к аналогичному периоду прошлого года) и где-то близко есть лимит, если правительство не хочет получить затем инфляцию темпами далеко за 10%.

Общий вывод – мы считаем, что рубль это «крепкая валюта», в том смысле, что ростовой тренд является устойчивым.

Справа мы приводим график консенсус-прогноза курса рубля к доллару на конец 2010 года, а также максимальные и минимальные прогнозы по данным Bloomberg. Способность аналитиков угадывать курс сомнительна (наш прогноз, несмотря на то, что мы верим в свои действия, тоже является условным).

Но аналитики в некотором роде отражают совокупное мнение рынка. Страхи перед девальвацией отступили. Прошлой весной минимальные прогнозы курса 2010 года находились выше отметки в 30, а пессимисты ждали 45. Теперь минимум находится ниже 25 рублей за доллар, а максимум не превышает 35 – заметный прогресс.



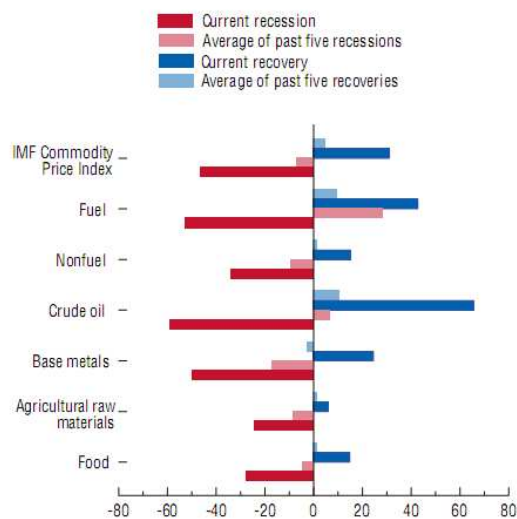
Рис. 7. Консенсус прогнозы курса рубля. Источник Bloomberg

Товарные рынки

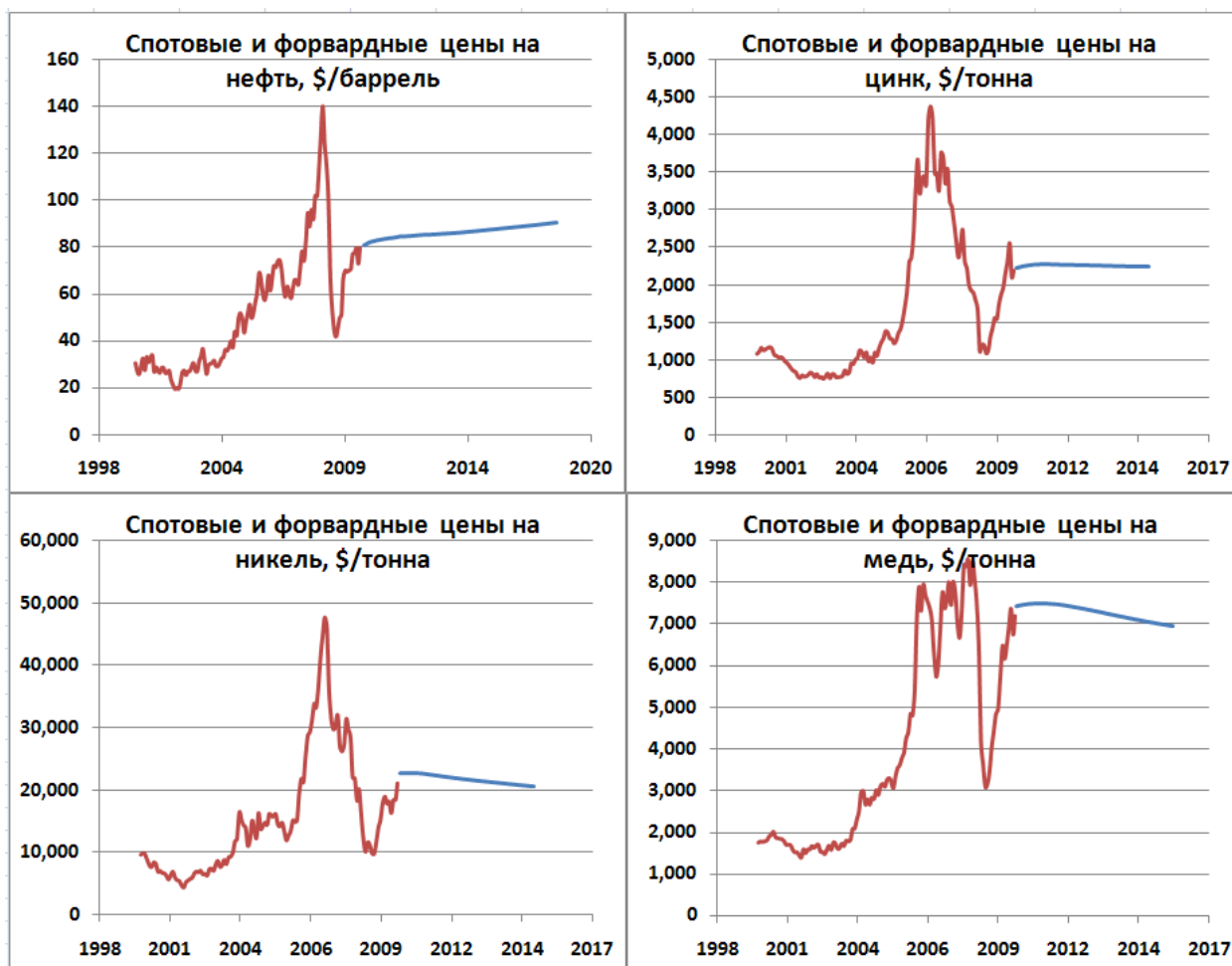
После резкого падения во второй половине 2008 – в начале 2009 года, цены на товарных рынках стабилизировались. Некоторые товарные позиции уже отыграли большую часть падения, несмотря на высокий уровень складских запасов. Быстрое восстановление цен на товарных рынках вызвало некоторые опасения относительно того, не надувается ли новый пузырь. Часто приводят в качестве примера Китай, где инвесторы активно вкладываются в сырье. И если Центробанк этой страны ограничит кредитно-денежную политику, то это может спровоцировать новую волну продаж на товарных рынках. Справа приведен график, показывающий, как изменялись цены на товары в периоды рецессии. В ходе нынешнего кризиса волатильность на рынке была в разы выше, чем в предыдущие: сильный провал и быстрое восстановление. Отчасти это связано с действиями спекулянтов, которые закрывали позиции из-за дефицита ликвидности в 2008-2009 гг. и сейчас их восстанавливают.

Ниже на графике представлены форвардные цены на несколько товарных позиций. Это нефть, цинк, никель и медь. Форвардные цены – не самая лучшая вещь для прогнозирования. Однако из-за наличия издержек на хранение товаров (что затрудняет арбитраж), форварды могут показывать какие-то ожидания участников рынка. Видно, что рынок не закладывает в форвардные цены сильный рост или падение.

(Percent change; indices, 2005 = 100)



Sources: IMF Primary Commodity Price System; and IMF staff calculations.
¹Global recessions and recoveries are identified on the basis of monthly peaks and troughs in the log level of a monthly index of global industrial production.



Цены на нефть

По ходу развития кризиса некоторые участники предполагали, что мировое потребление нефти снизится настолько, что цены на нефть достаточно продолжительное время будут находиться ниже уровней в \$40 за баррель. Но этого не случилось. Самый низкий уровень мирового потребления нефти пришелся на май 2009 года, что на 4,1% ниже по сравнению с маем 2008 года. Заметим, что это снижение было неравномерным. Так, США за тот же период снизили потребление на 7,6%, Европа – на 3,3%, а спрос со стороны азиатских стран практически не изменился.

По прогнозам Департамента энергетики США к декабрю 2011 года мировое потребление нефти возрастет на 2,15% по

Стратегия. Апрель 2010

Мировое потребление нефти. млн. барр./сутки

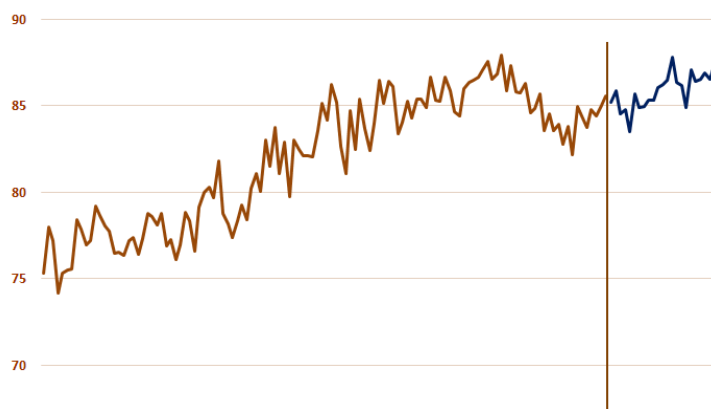


Рис. 8. Мировое потребление нефти, млн. барр./сутки

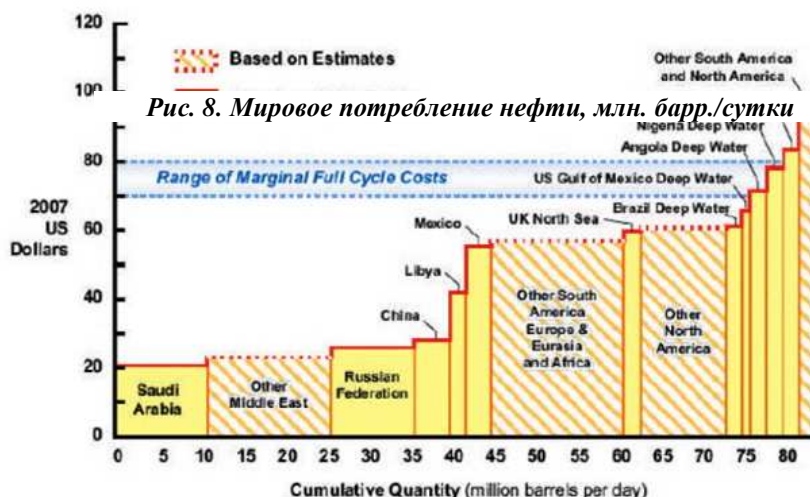


Рис. 9. Кривая маржинальных издержек добычи нефти

сравнению с декабрем 2009 года - до 87,44 млн. баррелей в сутки, что будет соответствовать докризисным уровням. Как результат, Департамент энергетики ожидает роста цен на нефть. Мы продолжаем придерживаться своих прогнозов по нефти на уровне \$80 в реальном выражении. Этот уровень цен является комфортным для большинства стран-поставщиков нефти и позволяет не только покрывать текущие затраты, но и инвестировать в добычу. Справа на графике представлена кривая маржинальных издержек добычи нефти. В долгосрочной перспективе именно издержки маржинального производителя определяют цены на нефть. Это относится не только к нефти, но и остальным товарам. При текущем уровне потребления таковыми являются канадские пески, разработка которых рентабельна при нефти выше \$80 за баррель. При увеличении спроса на нефть придется вовлекать месторождения с более высокой себестоимостью, рентабельность которых наступает уже при более дорогой нефти. Возобновляемые источники, например биотопливо, пока не представляют собой серьезной альтернативы нефти, так как они становятся прибыльными только при нефти выше \$100 за баррель. Кроме того, объемы предложения биотоплива ограничены, чтобы оказывать сильное влияние на рынок.

Компания «ЛУКОЙЛ» в своей презентации к отчетности за 2009 год обращает внимание на то, что по мере усовершенствования технологий добычи нефти, стали доступны для разработки нетрадиционные источники углеводородов. Общий объем этих запасов оценивается в 1,5 трлн. баррелей нефтяного эквивалента. Это не означает, что цены на нефть должны упасть. Разработка нетрадиционных месторождений становится рентабельной только при цене нефти выше \$80-90 за баррель. При более низкой цене нефти, эти месторождения просто не будут разрабатываться.



РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ

Падение цен на недвижимость в РФ переживает свое дно и скоро должно закончиться. С прекращением негативных тенденций в экономике завершается период «пожарных продаж» недвижимости со стороны перекредитованных инвесторов, строителей и девелоперов, а с этим следует ожидать прекращения снижения, а что даже более вероятно, небольшого «отскока» цен с низов.

В России начинается рефляция. После периода «кредитной заморозки» и жесткой денежной политики в 2008/2009 годах, монетарные агрегаты начинают бурно расти, что предвещает рефляцию. Ожидается, что в 2010 году рост ВВП окажется большим (предположительно 5%-9%), а падающая инфляция начнет разгоняться со второй половины 2010 года. Кредитная доступность значительно улучшится, ощущение риска будет снижаться. А это повлияет на кредит строительному сектору и на ипотеку. Процентные ставки по вложениям с невысоким риском вновь станут отрицательными. В России недвижимость является традиционным инструментом для сбережений. Кризис и случившееся из-за него снижение недвижимости, похоже, воспринимается широкими кругами как временный фактор. С увеличением доходов и потока сбережений от рефляции мы ожидаем, что в недвижимость хлынет поток инвестиционных денег («сбережение в квадратных метрах»).

«Справедливая» цена недвижимости может быть рассчитана как цена продажи нового жилья, которая обеспечивала бы нормальную отдачу на вложенный капитал строителям. Нормальная отдача должна измеряться величиной порядка 15%-20% в среднем по разным объектам, не выше. Низкая отдача дестимулирует вложения в строительство, из отрасли утекает капитал, и предложение уменьшается. И наоборот – высокая отдача, привлекает капитал, возникает перепроизводство, и цены падают. Итоговая формула цены недвижимости определяется как «издержки строительства» + «нормальная прибыль».

Недвижимость имеет крайне большие сроки «созревания» (годы), и цены в отдельные промежутки времени могут крайне сильно отклоняться от «справедливой» стоимости, определенной выше. Ежегодно строительная отрасль в России вводит порядка 2% от имеющегося жилищного фонда. Конечно, строят в зонах, где цена привлекательнее, и в крупных городах с высокими ценами на недвижимость процент вводимого жилья выше, но все равно измеряется процентами. А это означает, что рыночные силы, уменьшающие или увеличивающие общее предложение, очень слабы. Правда, и вторичная недвижимость продается не так часто, но поток вторичного жилья преобладает над первичным предложением.

Исходя из выше сказанного, долгосрочная доходность держания недвижимости должна быть близка к инфляции. К сожалению, мы не можем сказать, какой уровень недвижимости является нормальным, это зависит от экономики строительства, данные по которой нам недоступны. По косвенным оценкам текущая стоимость жилья в России в среднем оставляет пространство для нормальной прибыли застройщика. В этой связи можно ожидать среднесрочный и долгосрочный рост цен недвижимости сопоставимый с инфляцией.

Цены на недвижимость

На графике представлена эволюция цен на недвижимость в США (индекс Кейса-Шиллера, переведенный в реальные доллары), а также изменения стоимости недвижимости в России по квартальным данным Росстата



Рис. 10. Реальная стоимость недвижимости в России и США

для всей страны, дефлированной по индексу потребительских цен.

В США, известно, был пузырь недвижимости, который практически полностью «сдулся». На графике видно, что текущая цена, хоть и находится выше, чем средние исторические уровни, однако ненамного (среднее арифметическое значение 107.3, текущее значение индекса 134, на 25% выше). Приходящие данные из США говорят, что падение цен там прекратилось.

В России рост цен недвижимости был значительно выше (что видно визуально), уровень цен недвижимости в США 1997 года использован как база для расчета российского индекса. На графике справа представлены те же данные, где уровень 1997 года взят за единицу. Американская недвижимость на 30% выше 1997 года, тогда как российская в 2.4 раза выше (+140%). В прямолинейной логике можно утверждать, что российский «пузырь» недвижимости был большим по масштабам. Но возможна иная интерпретация, связанная с тем, что уровни 1997 года могли быть очень низкими.



Рис. 11. Реальная стоимость недвижимости в России и США

Косвенно это подтверждает ввод жилья в Российской Федерации. В 1990-е мы видим отчетливую яму, которая может объясняться тем, что строительство в то время не обеспечивало адекватной отдачи строителям.

Зато мы видим бум строительства в 2000-е годы, когда такие стимулы появились. Из графиков цены и динамики строительства можно предполагать, что в 2000-х годах рынок вышел на



Рис. 12. Ввод жилых домов в России

цены, стимулирующие строительство. Строительный бум 2006-2008 годов можно трактовать как период высоких цен, крайне привлекательных для застройщиков. То есть цены 2006-2008 годов были слишком высокими и должны были снизиться по мере роста предложения нового жилья.

Текущая цена недвижимости в РФ соответствует уровням примерно середины 2006 года и может считаться либо слегка завышенной, либо нормальной.



Рис. 13. Динамика объема работ в строительстве. Источник: Росстат

Данные МЭР о строительстве (включающем промышленные объекты из январского обзора экономической ситуации) показывают, что после спада с пика начала 2008 года наметилась стабилизация. Текущие сообщения о размораживании строителями своих объектов говорят, что общий настрой остается позитивным.

Цены на недвижимость в Перми

Из данных Росстата следует, что в период кризиса 3Q08-4Q09 недвижимость в Пермском крае упала значительно, чем в других областях.

Мы не знаем, с чем это может быть связано, есть варианты, что изначально цены были слишком высокими или что экономическая ситуация в регионе оказалась не слишком удачной для инвесторов жилья.

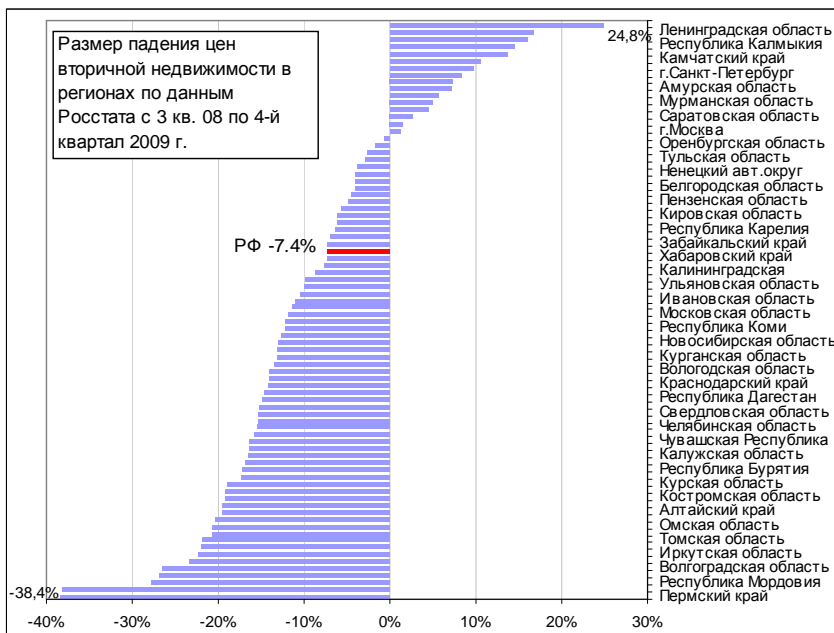


Рис. 14. Размеры падения цен вторичной недвижимости в России

График изменения средней цены предложения на рынке вторичной жилой недвижимости по районам г. Перми за январь 2008 - январь 2010 г., тыс. руб./кв. м

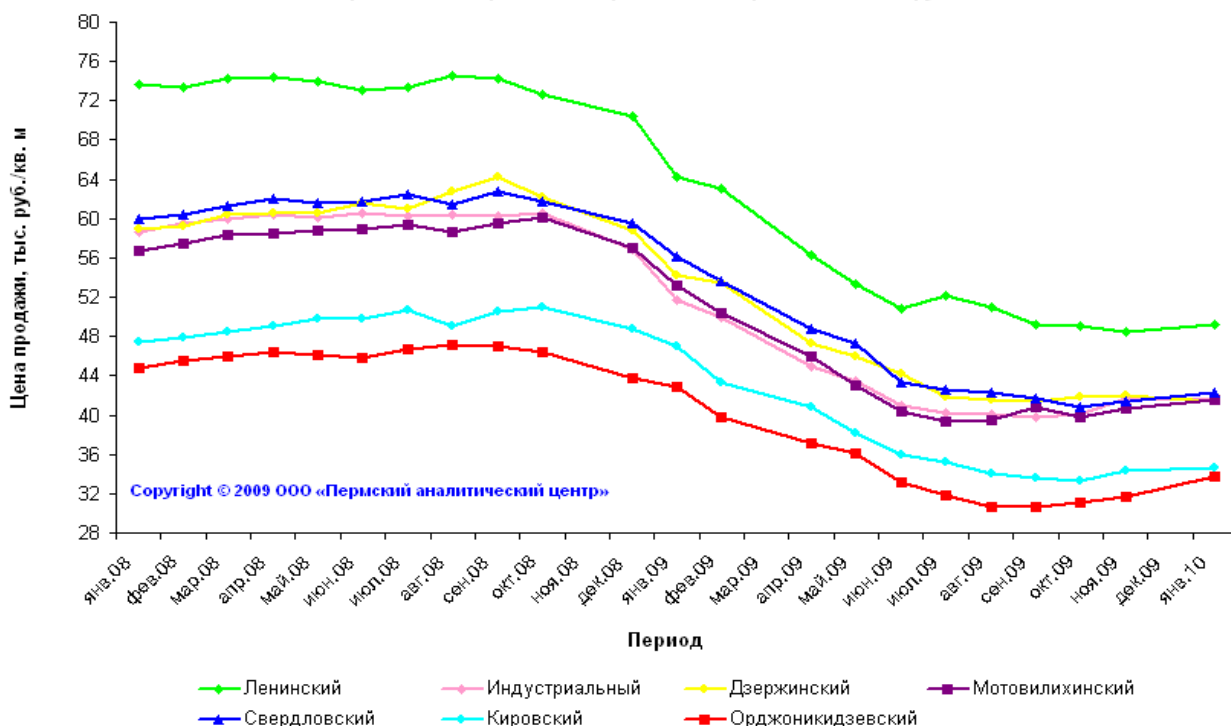


Рис. 15. Динамика цен предложения на рынке вторичной недвижимости в Перми

Более оперативные данные «Пермского аналитического центра» www.analytic.su по городу (график выше, обращаем внимание, характеризует весь край, включая Кизел, Березники и т.д.) показывают, что наметилась стабилизация и даже небольшой рост.

Динамика строительства в крае демонстрирует большой спад (введено примерно столько же, сколько в 2006-м году).

Можно оценить этот график в относительных долях от строительства по всей стране.

Относительно большой провал строительства в Пермском крае трудно трактовать однозначно. Можно заявлять, что цены слишком низкие (хотя строители заявляют, что могут оставаться прибыльными и при этих уровнях), можно считать, что повлияли структурные и специфические вещи, как большая закредитованность игроков или большие административные барьеры.

Общий вывод заключается в том, что цены в Пермском крае, вероятно, прекратили свое падение. Мы считаем, что разворот экономики в 2010 году, улучшение состояния кредитных рынков могут вызвать некоторый отскок цены недвижимости. Мы предполагаем, что долгосрочно цены не могут продолжать расти в реальном выражении, вероятно, что недвижимость будет двигаться примерно с темпами инфляции.

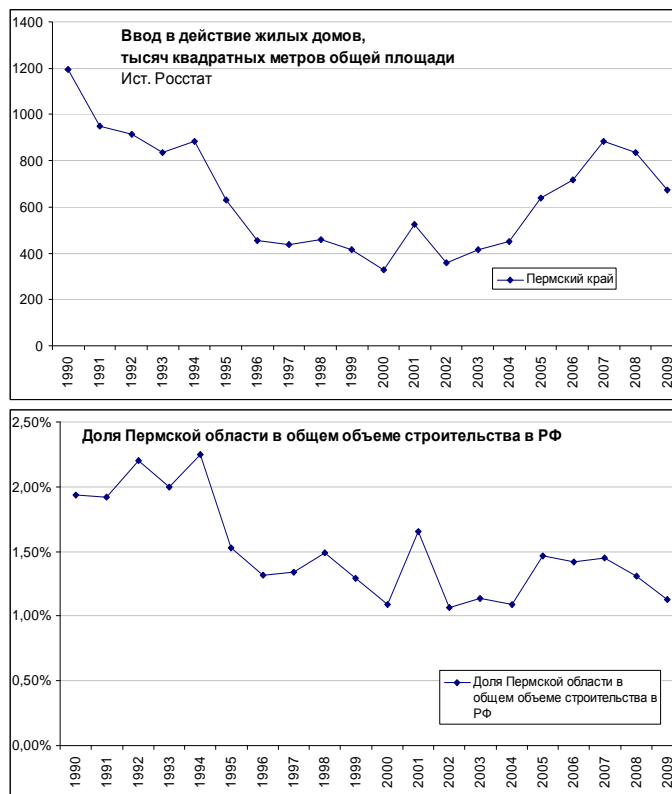


Рис. 16. Объемы строительства в Пермском крае

Рынок акций

Фондовый рынок продолжает уверенное восстановление и уже отыграл более половины своего падения. Бразильские и индийские индексы даже вышли на новые максимумы. Кроме того, восстанавливается отношение инвесторов к риску. На графике представлен спрэд дефолта 10-ти летних облигаций класса ВВВ. Это длинные облигации нижней «инвестиционной» ступени. Спрэд находится на минимумах с конца 2007 года и заметно ниже уровней краха Lehman Brothers. Спрэд снижается, что означает возвращение аппетита к риску, что является хорошим знаком для дальнейшего роста акций.



Рис. 17. Спрэд дефолта 10-тилетних облигаций класса ВВВ. Источник: Bloomberg

Несмотря на наличие благоприятных факторов для роста, мы не видим особой агрессии на рынке акций. На наш взгляд, период «бума» на фондовом рынке завершился, и теперь нас ждут «будние дни» с доходностями в 20-30% годовых в ближайшие 2-3 года. Это не означает, что рынок будет расти по линейке, коррекции будут, однако никто не способен угадывать их на постоянной основе.

Тем не менее, на рынке остается множество недооцененных бумаг, как первого, так и второго эшелона. Грамотно составленный портфель может принести доходность, в несколько раз опережающую рост индекса.

Телекоммуникации. В секторе региональных телекомов сейчас обыгрывается только одна идея – объединение дочек «Связьинвеста» в единую компанию на базе «Ростелекома». Опубликованные предварительно коэффициенты обмена предполагают премию к текущим рыночным котировкам. Акционеры, не согласные с конвертацией, таким образом, могут предъявить акции к выкупу и получить какую-то безрисковую доходность. Однако, так как официальных данных обмена еще нет, в этой стратегии остаются белые пятна.

Энергетика. Этот сектор показал самый значительный рост за последние месяцы. Мы положительно смотрим на дальнейшие перспективы роста и советуем инвестировать в ОГК и МРСК. ТГК пока рассматривать не стоит.

Нефтегазовый сектор. Наиболее недооцененной бумагой в этой отрасли продолжает оставаться «Газпром». Компания торгуется с мультипликатором P/E по 2011 году на уровне 4, что, на наш взгляд, очень дешево. Акции нефтяных компаний торгуются примерно одинаково за исключением «Сургутнефтегаза», который продолжает оставаться самой дешевой среди нефтяных бумаг.

Угольные компании. С начала года бумаги этого сектора показали существенный прирост, тем не менее, в отдельных акциях остаются повышенные потенциалы. Среди этих бумаг мы выделяем «Белон» и «Кузбассразуголь».

Потребительский сектор. Розничные компании в России успешно пережили кризис, упрочив свое влияние на рынке. Внутренний спрос продолжает двигать экономику страны вперед и в ближайшее время не стоит беспокоиться о проблемах в секторе. Хорошее положение в отрасли является свидетельством предстоящих IPO, которых инвесторы ждут с нетерпением.

Металлургия. Восстановление мировой экономики и, соответственно, спроса на сталь привели к росту цены на черные металлы. Отрасль по-прежнему остается привлекательной для вложений, и мы позитивно смотрим на бумаги «ММК» и «Северстали».

Химия и удобрения. Среди бумаг этого сектора повышенные потенциалы роста мы видим только в производителях калийных удобрений: «Уралкалий» и «Сильвинит». Рост цен на калийные удобрения по экспортным поставкам должен стать катализатором роста этих бумаг.

ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г.Пермь, ул. Орджоникидзе, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondu.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР	Матвеев Эдуард Вениаминович
тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru	

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ	Рахимов Денис Владимирович
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru	

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА	Тимофеев Дмитрий Вячеславович
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru	

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Важная информация

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.