

# **Кризис: послевкусие**

## **Стратегия, зима 2009**

## Резюме

Наша Стратегия остается сосредоточенной на макроэкономических вопросах, это стало нормальным во время кризиса. Раньше нашу идеологию можно было выразить изречением Уоррена Баффета: «Не беспокойтесь об экономике, она побеспокоится о себе сама». До кризиса, можно было полагаться на общий рост фондового рынка, избегая слишком дорогих акций, где цены были слишком высокими (так, мы «забраковали» «ВТБ» на IPO в мае 2007 как дорогую бумагу и рады этому). Ранее мы стремились покупать дешевые акции, которые могли вырасти сильнее, чем рынок и держать их. И эта стратегия хорошо работала, поскольку среднегодовая доходность РТС с 1999 года по 2007-й год была близка к 50% годовых в долларовом выражении.

Но кризис заставил изменить нашу позицию. Нет, цены акций по-прежнему важны, мы стараемся избегать слишком дорогих бумаг. Стоимость бизнеса, как фактор, продолжает работать. Но что значит работать? Предположим, мы верим в справедливую цену по «Газпрому» \$16 за акцию, но рынок может двигаться в противоположную сторону, дойти до \$3 и лишь через много месяцев после кризиса прийти к справедливой цене. Означает ли это, что анализ стоимости не работает? Вряд ли, но и пользы в нем не так много. Много людей просто не понимают что это такое и, соответственно, не верят. Рынок может очень сильно отклоняться от справедливой стоимости.

Сейчас рынок акций остается слишком дешевым, а это обещает продолжение роста. Без сомнения, он будет нелинейным, возможны провалы. Нужно иметь очень «толстую кожу» или существенную уверенность, чтобы не бояться «второй волны» и заставить себя держать акции или покупать на провалах. Кроме этого, необходимо свое собственное видение кризиса, и не поддаваться провокационным версиям предсказателей мирового краха, которых в последнее время расплодилось слишком много.

Безусловно, если Вы ожидаете «вторую волну» или «Великую Депрессию-2», то лучше вообще не инвестировать, или, в худшем случае, пытаться спекулировать. Но если есть понимание, что кризисы рано или поздно проходят, то лучшее решение оставаться в акциях. Даже несмотря на возможность провалов.

Фондовые рынки живут ожиданиями. Большие движения проявляются на «сюрпризах», отрицательных или положительных, когда ожидания наталкиваются на реальность. Кризис стал таким сюрпризом, перепугавшим инвесторов. Затем возникло понимание, что «Великая Депрессия - 2» не удалась, это стало уже положительным сюрпризом, заставившим рынок отыграть большую часть провала обратно. Сейчас время особо крупных неожиданностей завершилось, и впереди долгое, тягостное ожидание того, куда заведет экономическая траектория. Пример с фондом эмирата Дубай показывает, что неприятные сюрпризы еще возможны.

Вопрос скорости выхода мировой экономики из кризиса вряд ли разрешится в ближайшие месяцы. Все это означает, что основная фаза роста прошла, но это не означает, что рост закончился. Если в конце 2008 года и первой половине 2009 года мы были большими оптимистами (или фаталистами, не верящими в «Великую Депрессию-2»), то сейчас наши ожидания стали более скромными. Итак, впереди нас ждет рост, он будет более трудным, чем наблюдался в прошлые месяцы. Чтобы быть более конкретными, дадим прогноз на «только лишь» удвоение котировок в ближайшие 3-4 года. Не так густо, как в последние 8 месяцев, но и не так мало, если задуматься какими темпами растут рынки долгосрочно.

## Правительство и Центробанк на перепутье

- Текущая денежная политика ЦБ РФ и правительства не может продолжаться в том виде, как она просуществовала весь 2009 год.

- В ноябре-декабре правительству предстоят большие траты бюджета, которые должны составить в совокупности 1.4 - 1.5 трлн. рублей. Для сравнения, накопленный дефицит бюджета за январь - октябрь составляет также 1.5 трлн.

- Изъятия рублей правительства из Резервного фонда в этом году составят 2.9-3 трлн. рублей, на самом деле дефицит - это явная эмиссия рублей (технически, ранее стерилизованных в Стабфонде во времена профицита). Дефицит бюджета и на 2010 год планируется также в размере около 3 трлн. рублей, однако, примерно половина должна быть сформирована за счет займов за рубежом (и, возможно, в России), а также приватизации. Т.е. еще около 1.5 трлн. рублей должно быть «напечатано» в следующем году.

- Практически весь год после завершения девальвации Центробанк РФ сопротивлялся укреплению рубля, пополняя растерянные резервы. За февраль-октябрь было скуплено \$47.5 млрд. Любые покупки-продажи активов Центробанка изменяют величину денежной базы в стране, по среднему курсу выше 30 – это примерно эквивалентно предложению новых 1.5 трлн. рублей. Это не учитывает покупки валюты в ноябре, составляющие более \$5 млрд. по сообщениям представителей ЦБ (также увеличивающих базовое денежное предложение ~ на 150 млрд. руб.)

- До последнего времени ЦБ мог стабилизировать денежное предложение на низком уровне, поскольку изымал предоставленный им ранее кредит коммерческим банкам. Этот кредит возник в ходе «плавной девальвации», когда во время интервенций сентября 2008 - января 2009 было продано \$209 млрд., т.е. около 5.5 трлн. рублей.



Рисунок 1. Фактический и ожидаемый дефицит бюджета РФ за скользящие 12 месяцев к ВВП. Данные Bloomberg, расчеты и прогноз ноябрь-декабрь УК «Парма-Менеджмент»

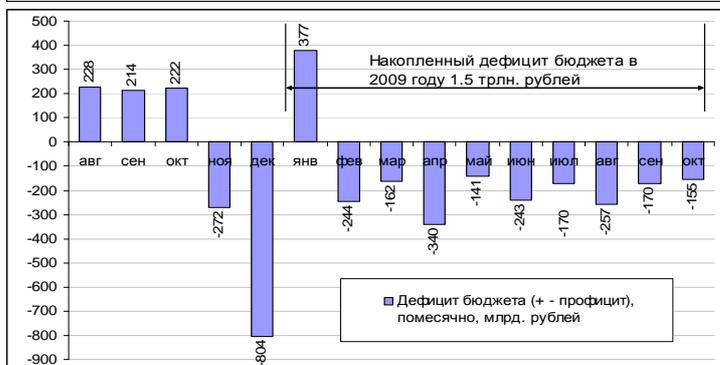
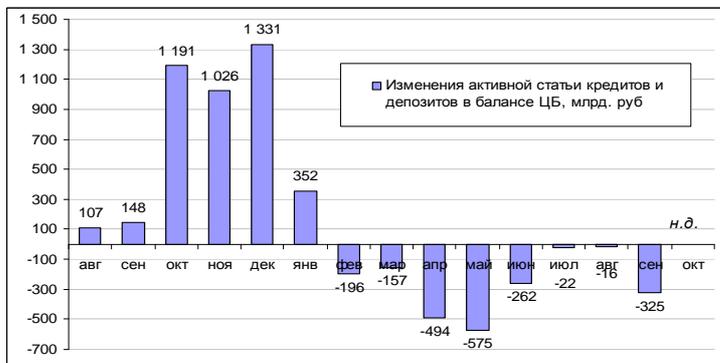
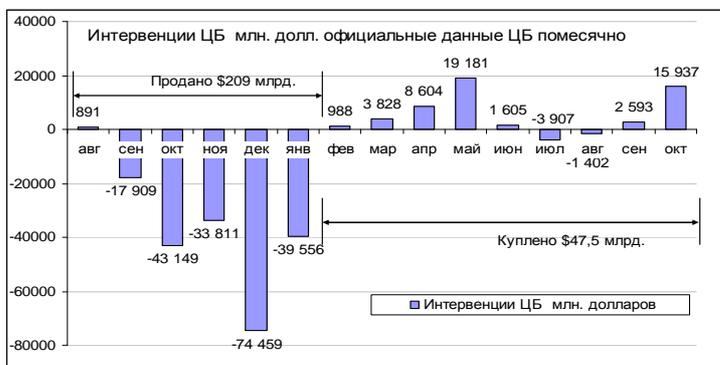


Рисунок 2. Три основных фактора изменения предложения рублей в экономике. Официальные данные ЦБ РФ, правительства. Менее важные факторы включают кредиты правительства комбанкам, облигации Банка России, процентные платежи по долгам и т.д.

- Размер кредита банковской системе от Центробанка в условиях кризиса был важной составляющей стабилизации денежного предложения. ЦБ одной рукой изымал рубли – продавая валюту, другой вбрасывал их в систему, увеличивая кредит.

- Технически это были кредиты и депозиты госбанкам и ВЭБу, а также РЕПО, ломбардный кредит и необеспеченные кредиты коммерческим банкам. На пике, по итогам января величина кредита ЦБ РФ финансовой системе достигла 4.2 трлн., и на этом было решено прекратить девальвацию. Предложение рублей было резко уменьшено (кредит перестал выдаваться), это привело к неликвидности банковской системы, взвинтило рублевые ставки, остановило

девальвацию, заставив экономических агентов (население, бизнес и банки) продавать инвалюту, чтобы получить необходимые для деятельности рубли. Возник дефицит рублей.

- Весь 2009 год ЦБ РФ удерживал денежное предложение на крайне низком уровне, сохраняя дефицит, а это ограничивало рублевый кредит и оставляло ставки на стабильно высоком уровне.

- На графике справа показано соотношение агрегата М2 к монетарной базе. Монетарная база представляет собой «первичные» выпущенные рубли, наличные и безналичные. Эти рубли «размножаются» экономическими агентами и банками. Например, если некто положил рубли в банк, он считает, что они там, хотя банк их может выдать другим лицам в виде кредита. Благодаря банкам количество воспринимаемых агентами экономики рублей растет. М2 - это наличные в обращении за пределами банков, плюс текущие и срочные рублевые депозиты.

Мультипликатор М2/«денежная база» отражает в какой степени размножаются рубли. Этот мультипликатор очень стабилен и с развитием банковской системы показывает стабильный растущий тренд. Стабильность мультипликатора удивительна, она сохраняется даже в кризис.

- Очень важный вопрос, почему мультипликатор так стабилен. Учебники предлагают формулу «размножения» денег, обратно пропорционально зависящую от нормы обязательного резервирования. В 2008 и 2009 году мы видели большие изменения нормы резервирования, которые практически не повлияли на стабильность мультипликатора. Наше предположение связано с тем, что стабильность мультипликатора связана с нормами ликвидности, которые устанавливает Центробанк для коммерческих банков, а именно, нормативы Н2, Н3, Н4. Денежная база, за исключением наличных на руках у населения, представляет собой величину ликвидности, которая есть у банка. Соответственно, он вынужден поддерживать структуру ликвидности по

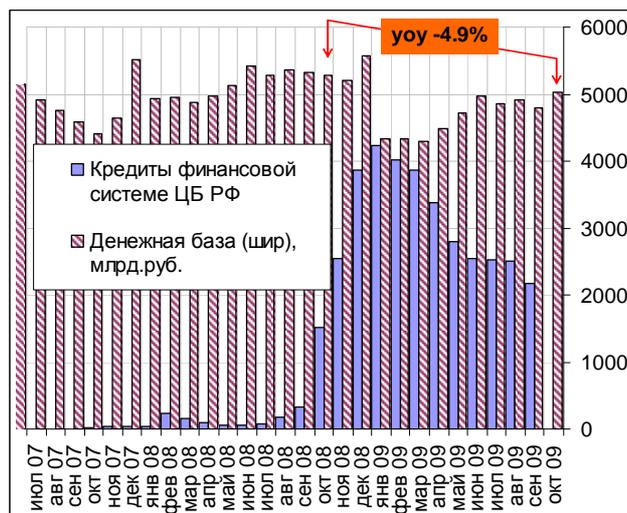


Рисунок 3. Величина денежной базы в широком определении и размер кредита банковской системе от ЦБ РФ, млрд. рублей. Данные ЦБ РФ.

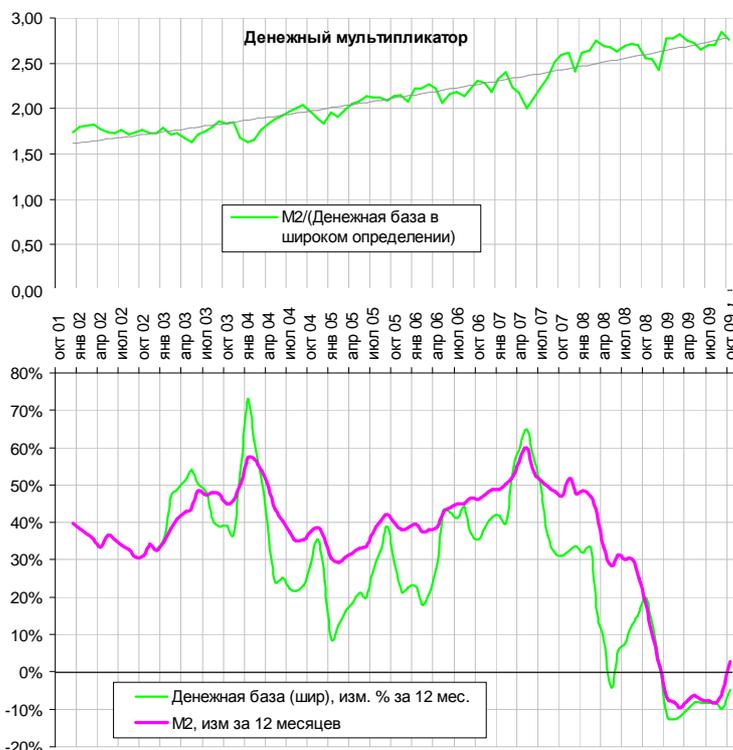


Рисунок 4. Мультипликатор М2/«денежная база» и темпы изменения М2 и денежной базы за 12 месяцев

отношению к имеющимся пассивам, и это технически ограничивает величину возможного мультипликатора.

- Из этого можно сделать вывод – сколько «базовых» рублей предложит правительство и ЦБ финансовой системе (т.е. какова будет денежная база), таков будет размер М2. Почему это важно? Потому, что М2 – это величина «ресурсной базы» российских банков (за минусом наличных рублей в обращении). Банковская система – это финансовый посредник, получив М2, она трансформирует их в кредит.

- Конечно, есть вопросы доверия. Если финансовая система боится кредитовать или кредиторы не хотят брать кредит, тогда кредит может не коррелировать с величиной предложения «базовых рублей», т.е. величиной денежной базы. Однако в нашем случае мы не видим значимых изменений денежного мультипликатора и вряд ли это имело место.

- Это означает, что снижение кредитования, которое мы видели в этом году, является полностью заслугой ЦБ РФ и его ограничительной денежной политики.

- В нашей стране кредит всегда был краткосрочным, он практически всегда требует пролонгации (даже в форме рублевых облигаций с «офертами»). В результате снижение денежного предложения в стране возник дефицит кредита и его просто кому-то не хватило.

- Иными словами, «кредитная зима», которую мы видели в этом году, была обеспечена руками ЦБ РФ. Соответственно, большая часть экономического спада объясняется монетарной политикой.

- Один немаловажный аргумент, как по итогам 1-го квартала, так и 2-го квартала (разбивка 3-го пока не опубликована). Оказывается, что падение ВВП примерно на 6/7 объясняется всего одной компонентой – снижением величины оборотных запасов. Некоторые наблюдатели считают, что это связано с тем, что запасы до кризиса были завышены и был «пузырь», тогда как мы уверены в другом. Главная причина распродажи запасов бизнесом связана с дефицитом кредита, так что предприниматели были вынуждены распродавать часть капитала, чтобы высвободить деньги.

- Кроме рублей российские банки оперируют инвалютными ресурсами - долларами и евро. Все это осложняет наш анализ, поскольку валютные ресурсы банков являются сложной функцией от состояния

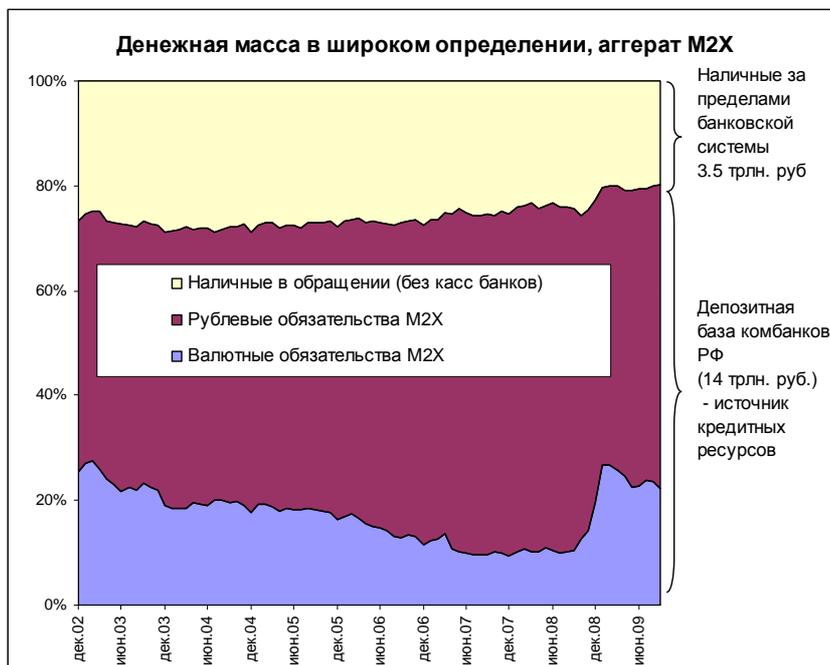


Рисунок 5. Долевой состав агрегата М2Х (состоит из агрегата М2 - наличные в обращении и рублевые депозиты), плюс валютные депозиты

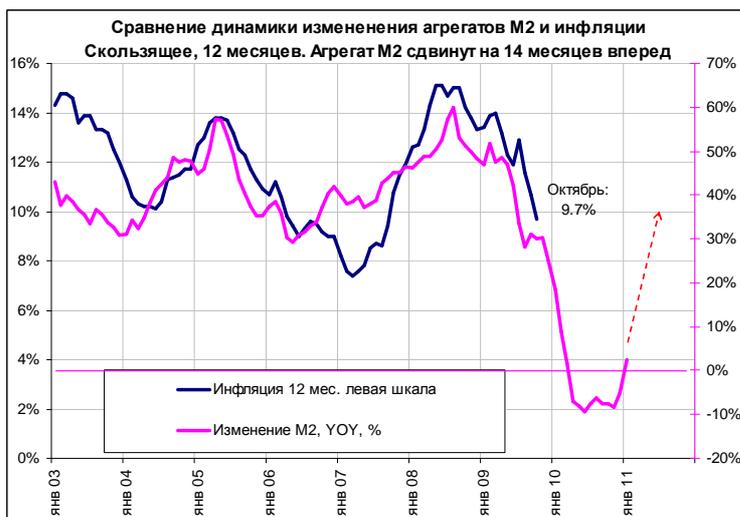


Рисунок 6. Инфляция и ее связь с денежным предложением, темпы изменения М2 за 12 месяцев сдвинуты вперед на 14 месяцев

мирового финансового рынка, девальвационных ожиданий населения, бизнеса и банков. Но также важно, куда банки могут использовать полученную валюту – сейчас сложилась такая ситуация, что валютные кредиты считаются рискованными. Объем валютных ресурсов у российских банков возрос, но они плохо превращались в инвестиции внутри страны.

- Одним положительным эффектом от изменения денежной политики стало падение инфляции. Инфляция в перспективе одного года в России очень хорошо предсказывается темпами изменения денежного предложения, наблюдаемый лаг около 1 года и 2 месяцев довольно стабилен уже около 5 лет.
- Денежное предложение в нашей стране получалось обычно «случайно», как функция от валютной политики, а также бюджетного профицита, который изымал инфляционные рубли в Стабфонд. Но этой политике пришел конец – правительство больше не стерилизует рубли, а Центробанк практически полностью выбрал ресурс, который был у него в результате девальвации – кредит финансовой системе подходит к концу.

## Прогнозы и выводы из монетарной политики

Суть проблемы следующая:

- Денежная база составляет около 5 трлн. рублей. Она на 2.17 трлн. обеспечена кредитом Центробанка коммерческим банкам по итогам сентября.
- Правительство потратило 155 млрд. рублей в октябре и должно потратить около 1.5 трлн. рублей в ноябре-декабре, дает общий размер эмиссии 1.65 трлн. Ровно настолько должна вырасти денежная база до конца года.
- Центробанк купил в октябре-ноябре валюты около \$21 млрд. (включая неофициальную цифру около \$5 млрд. в ноябре), это 610 млрд. рублей. Интервенции также увеличивают размер денежной базы.
- Вычитаем из «запаса прочности» Центробанка в размере 2.17 трлн. рублей интервенции 610 млрд. рублей и дефицит бюджета 1.65 млрд. рублей, мы получим почти в точности ноль.
- В депозитах и кредитах ЦБ РФ финансовой системе могут быть трудно отзываемые деньги (Сбербанку или ВЭБу), что на самом деле даже снижает «запас прочности».

Теперь, если политика статус-кво будет продолжаться, а именно: ЦБ РФ будет сопротивляться укреплению рубля в декабре и последующих месяцах, то мы увидим лавинообразный рост денежной базы. Если ЦБ продолжит сопротивляться укреплению, то рост предложения рублей может измеряться десятками процентов. Вопрос состоит в том, что будет делать ЦБ РФ, и мы предлагаем два сценария.

Сценарий «статус-кво» или рефляция	Переход к инфляционному таргетированию
<p>Рост денежной базы приводит к резкому расширению кредитования.</p> <p>Процентные ставки резко падают и приближаются к докризисным (ниже или на уровне инфляции).</p> <p>Экономика очень быстро оживает, рост ВВП в 2010 году измеряется 5-8%.</p> <p>Инфляция в России начинает разгоняться и приближается к уровням около 15-20%.</p> <p>Дефицит бюджета исчезает к концу года.</p> <p>Центробанк удерживает рубль дешевым, на текущем уровне порядка 29 рублей.</p> <p>Это благоприятный для экономики сценарий в краткосрочном плане, за исключением одной проблемы - инфляции. Нестабильность уровня цен подрывает долгосрочный рост.</p>	<p>Центробанк старается удерживать денежную базу на одном уровне. Для этого ему ничего не остается, кроме как продавать валютные резервы.</p> <p>Правительство получает возможность беспрепятственно тратить инфляционные деньги из Резервного фонда. Запланированный на следующий год заем правительства в размере ~\$30 млрд. также продается на рынке.</p> <p>Курс рубля резко укрепляется к уровням ближе 25-22 руб./\$. Экономика восстанавливается медленнее, чем в сценарии рефляции, на уровне 3-5% в год. Инфляция остается низкой на уровне порядка 6% за 2010 год.</p> <p>Это сценарий продолжения избавления от инфляции ценой дорожающего рубля.</p>

Мы откровенно не знаем, какой сценарий выберет правительство. Декабрь или январь 2010 года это «точка бифуркации», где власть имущие должны определиться с тем, какой дорогой пойти.

Есть сообщения, что в правительстве прорабатываются разные сценарии, и большой вес имеет партия перехода к инфляционному таргетированию и свободному плаванию рубля. Мы также считаем, что второй сценарий лучше для российской экономики с долгосрочной точки зрения – стране нужна низкая инфляция, только в этом случае можно будет построить внутреннюю и надежную финансовую систему и обеспечить рублю доверие как внутри, так и за рубежом.

## Мировая экономика: медленное или быстрое восстановление?

Мировая экономика прошла свое дно, но траектория будущего роста остается неочевидной. Данные, которые публикует Markit/JPMorgan показывают, что экономика продолжает отталкиваться от «дна», но этот рост, конечно же, всего лишь восстановление утерянных позиций. Инвестиционная

активность остается подавленной и скорость предстоящего роста не очевидна.

### Global activity indicators

DI, sa; dashed grey line is 3Q forecast

%q/q, saar

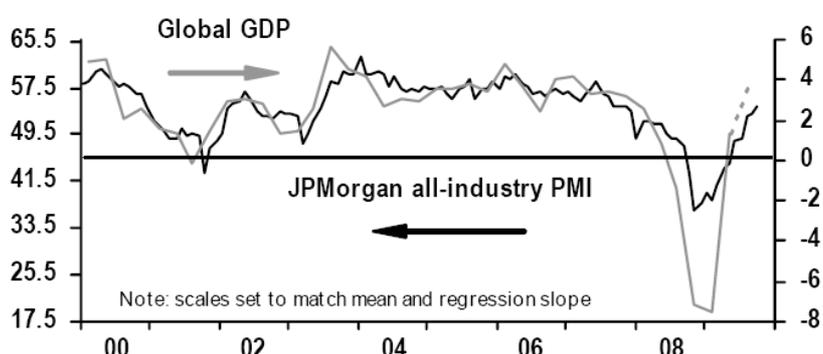


Рисунок 7. Индексы уверенности и прогноз движения мирового ВВП в 3-м квартале (сглажено на сезонность, приведено к годовому выражению). Опросы промышленности и сектора услуг JPMorgan/Markit охватывают 11 тыс. предприятий из стран составляющих 83% мирового ВВП.

Данная Стратегия не может выдать четких сигналов, насколько быстрым или медленным будет рост. В новейшей истории был всего один прецедент, имеющий отголоски с текущими событиями – «потерянное десятилетие» Японии.

Понятие «бизнес цикл» может вводить в заблуждение. Да, типичное колебательное движение в развитых странах занимает около 7-9 лет от дна до дна или от пика до пика. Мы можем вспомнить, что начало спада в экономике США датируется NBER декабрем 2007 года. Если добавить типичные 9 лет на цикл, то мы получим, что следующая рецессия должна быть в 2016 году.

## Российская экономика

Российская экономика также выходит из кризиса, несмотря на все опасения относительно того, что падение будет затяжным. Данные по «ВВП-Индикатор», рассчитываемый «ВТБ-Капитал», показывают, что пик кризиса, как мы и прогнозировали, пришелся на лето и сейчас экономика продолжает двигаться в сторону восстановления. Данные за ноябрь показывают, что темпы падения ВВП в годовом выражении сократились до 2,5% против 10,8% в июне. Мы считаем, что в следующем году рост экономики продолжится и, по нашим прогнозам, темпы роста ВВП могут

### Российский Индикатор ВВП

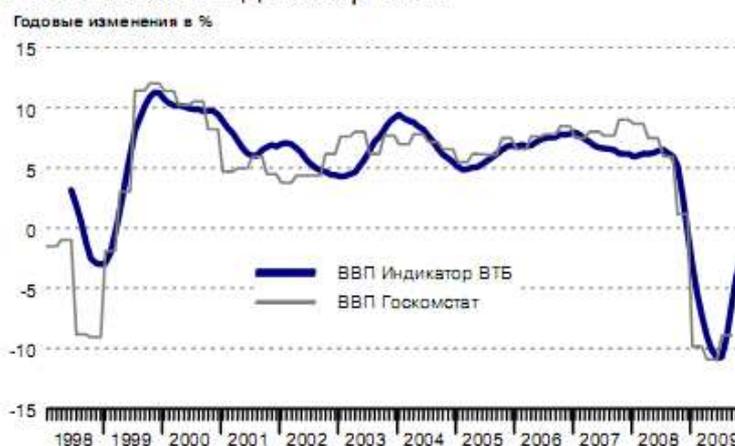


Рисунок 8. Российский Индикатор ВВП. Источник «ВТБ-Капитал»

превысить 5%.

Выше мы отметили, что большая часть падения ВВП вызвана тем, что предприятия сокращали свои запасы, пытаясь получить хоть какую-то ликвидность. Без учета фактора запасов темпы падения ВВП были бы гораздо ниже. Поэтому ожидания 5-ти процентного роста экономики на следующий год нам не кажутся завышенными.

## Мировые фондовые рынки

Избитый факт – нужно покупать на «дне», когда акции дешевы. Где было дно можно сказать только по факту, прошлая осень показала это очень наглядно. Но есть общие соображения, по которым можно косвенно понять, эту логику. Но мы можем пытаться понять дороги или дешевы акции, наблюдая хотя бы за агрегатным P/E.

Рисунок справа отражает, насколько прибыльными были инвестиции в фондовый рынок на протяжении последних 20 лет в зависимости от уровня покупки. Лучшие результаты получались вверх, худшие вниз.

Зависимость от мультипликатора не является идеальной, хотя отрицательный наклон очевиден и подтверждается логикой. Чем дешевле акции по мультипликатору P/E, тем больше ожидаемая прибыль.

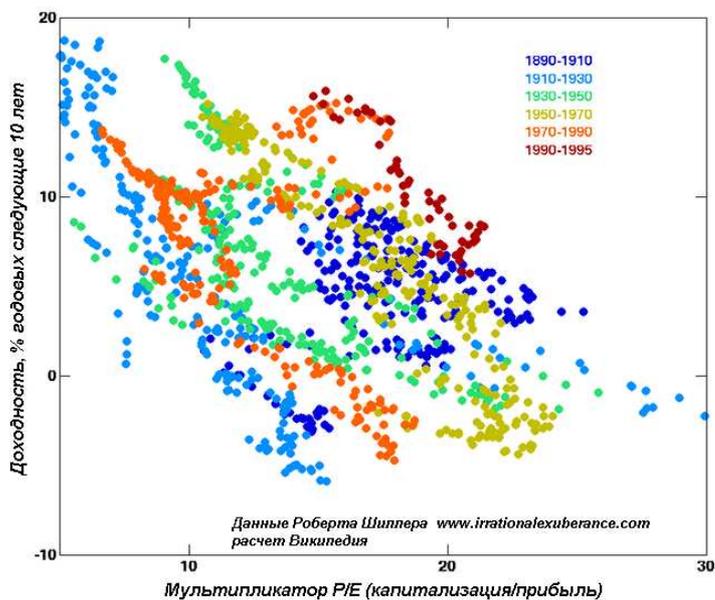


Рисунок 9. Доходность американских акций за 20 лет в зависимости от уровня среднего мультипликатора p/e в момент покупки

Отдельно следует сказать, как считается мультипликатор P/E. Прибыль может сильно изменяться в зависимости от бизнес-цикла. Так, сейчас в США банки списывают плохие долги и показывают огромные убытки, которые снижают агрегатную прибыль компаний по стране и завышают мультипликатор P/E. Так, пару кварталов назад индекс S&P 500 имел невиданное до сих пор среднее значение P/E=120. Это намного больше пикового значения P/E пузыря технологических акций в США по всему рынку около 45 или исторического среднего около 15. Но ясно, что финансовые убытки не будут вечными и, как только убытки банков перестанут тянуть прибыль всего рынка вниз, мультипликатор автоматически восстановится. Чтобы избежать подобного влияния, следует как-то нормализовать прибыль или использовать ожидаемое значение прибыли в числителе P/E. Приведенный выше график усредняет прибыль, пересчитанную в реальные цифры за последние 10 лет, что позволяет нивелировать влияние бизнес-цикла. Текущее значение для США в таком расчете составляет 18, что больше исторического среднего равного 15, но заметно меньше средних значений за последние 3 десятка лет. С этой точки зрения нет определенной ясности, куда могут двигаться американские акции.

## Российский рынок акций

- Уже прошло полгода как мировая и российская экономика прошли свое «дно». Теперь уже окончательно ясно, что сценарий «Великая Депрессия-2» не вышел, точно также проходят ожидания второй волны.

- Восстановление финансовых рынков идет значительно быстрее, чем можно было себе представить. Наш прогноз предполагал, что 2009 год будет закрыт с индексом РТС 1300-1500 пунктов. Это был смелый прогноз, но реальность оказалась более оптимистической. Есть шансы, что закрытие года окажется ближе к верхней границе.

- Конечно, волатильность остается и ее не может не быть. С минимумов января 2009 года акции выросли в три раза, почти не испытав особой "коррекции". Был заметный провал в середине лета на 30%, но этим все и ограничивается. Понятно, что у некоторых краткосрочных игроков накопилась прибыль, которую можно "фиксировать", и попытки провала теоретически возможны.



Рисунок 10. Движения индекса РТС за 2 года.

- Тем не менее, мы ожидаем продолжения роста акций и дальше. Ближайшей и осязаемой целью является предыдущий пик в 2500 п. по индексу РТС, который сейчас может казаться несбыточной мечтой. Возможно ли достижение этой высоты вообще и когда? Мы уверены, что отметка будет взята раньше, чем можно себе представить, хотя сроки назвать трудно. Наша попытка угадать – до начала 2012-го года.

Мы уверены, что на максимумах начала лета 2008 года российские акции в целом не были дорогими. Наши модели дисконтирования показывали наличие небольшого потенциала роста, причем мы исходили и исходим отнюдь не из завышенных прогнозов цены на нефть. Нормализованная цена, закладываемая нами в прогноз, составляет \$80/баррель. Сейчас нефть торгуется выше \$70, и это в подавленном состоянии реальной экономики.

- Фондовый рынок прошел примерно половину случившегося обвала с 2500 до 500 п. РТС, отыграв 1000 тыс. пунктов. До пика остаются другие 1000 пунктов, которые уже не будут настолько прибыльными, оставшийся рост до пика измеряется «всего лишь» десятками процентов, а не сотнями. На самом деле, предыдущий пик уже близко. Если за 10 месяцев удалось вырасти на 200%, так почему бы не вырасти еще на 66% за большее количество времени?

## Золото

Цены на золото к концу 2009 года превысили отметку в \$1000 за унцию, установив рекорд в номинальном выражении. В реальном выражении цены на золото не достигли своих максимумов. Сейчас можно рассуждать о том, что золото дало хорошую доходность во время кризиса. Да, это так, но акции технологической компаний в США также давали инвесторам возможность получить повышенную доходность до марта 2000 года, когда пузырь окончательно лопнул. Аналогичная картина была и в японских акциях до начала 1990 года. Мы считаем,

что для средне- и долгосрочного инвестирования золото – не очень привлекательный инструмент. Золото не приносит доходов и оно могло бы быть привлекательным инструментом для вложений, если бы в этом металле происходил постоянный реальный рост. Однако такого тренда исторически не наблюдалось. Мы считаем, что вероятность разгона долларовой инфляции мала, чтобы покупать золото для спасения. Кроме того, большинство центральных банков считают инфляцию худшим злом, поэтому они будут проводить политику по ее сдерживанию, что также является одним из аргументов против инвестирования в этот металл.



Рисунок 11. Цены на золото в реальном выражении.  
Данные Bloomberg, расчеты УК «Парма-Менеджмент»

## Нефтегазовый сектор

Развитие кризиса показало, что опасения относительно падения цен на нефть из-за снижения мирового спроса на сырье, не оправдались. Несмотря на снижение мирового спроса, цены на нефть лишь на относительно небольшой промежуток времени достигали отметки в \$40 за баррель. Да и то, вполне возможно, что это было связано с закрытием спекулятивных позиций по нефти. Когда появились первые признаки оживления мировой экономики, нефть торговалась уже выше \$60 за баррель. Сейчас, когда мировой спрос еще не достиг своих докризисных значений, стоимость черного золота составляет \$70-80 за баррель.

Очень показателен график форвардных кривых на нефть. Если форварды и фьючерсы на ценные бумаги, индексы и золото не показывают будущее, иначе был бы возможен арбитраж, то из-за трудностей с хранением нефти, контракты на нее могут показывать какие-то ожидания участников рынка.

В начале 1999 года цены на нефть были низкими (около \$10 за баррель) и рынок ожидал, что они вырастут – форвардная кривая восходящая. Тогда у нефтяников и

у рынка было поверье, что реальные долгосрочные цены на нефть должны быть около \$20

/баррель. По этой цене тогда нефтяники считали свои бюджеты, их закладывали в расчеты NPV/IRR проектов. Когда в конце 1999 года цены поднялись ближе к \$30, форвардная кривая стала нисходящей стремясь к указанным \$20. Она также была нисходящей в конце 2000 года,

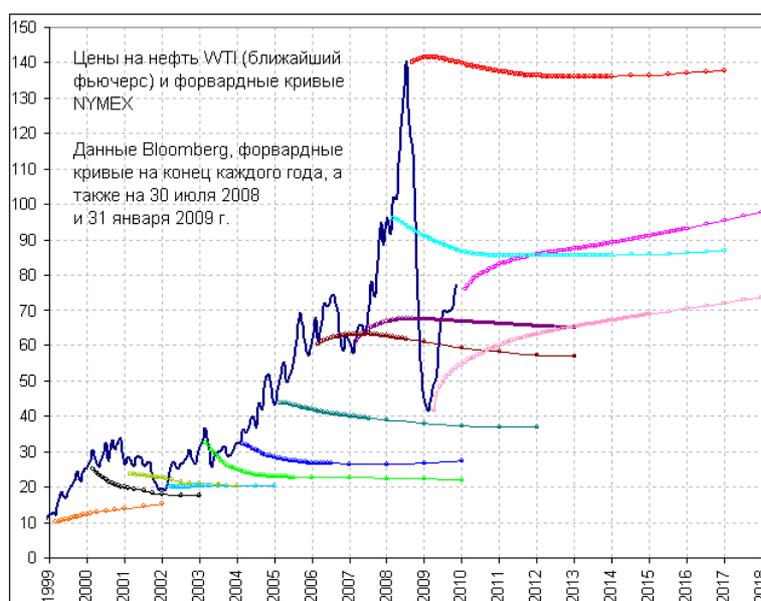


Рисунок 12. Цены на нефть WTI и форвардные кривые.  
Данные Bloomberg

также стремясь к \$20. В конце 2001 года она плоско лежала на \$20, отражая тогдашний консенсус. Нисходящий характер кривой сохранялся с ростом нефти вплоть до конца 2004 года и где-то в 2005 году у рынка прошел перелом, он понял, что нефть вряд ли будет оставаться такой же дешевой, как в 80-е и 90-е.

В конце 2005 года кривая стала восходящей, рынок понял, что «эпоха дешевой нефти закончилась». Растущий (или горбатый) характер линии мы видим в конце 2005 и конце 2006 года. Тогда агентства DOE EIA и OECD IEA пересмотрели свои прогнозы в сторону повышения - около \$60 в реальных долларах до 2030.

В конце 2007-го нефть поднялась до \$90-\$100 и форварды стали показывать нисходящую кривую, отражая ожидания на снижения нефти. На пике нефти в конце июня 2008 кривая была нисходящей (с небольшим горбом), но наклон небольшой. После кризиса, когда в конце января 2009 года нефть упала до \$40/баррель, форварды круто уходили вверх. Сейчас они сохраняют точно такой же растущий характер, который частично можно объяснить инфляцией. Скажем, сейчас нефть стоит порядка \$80/баррель, при ожидаемой инфляции доллара 2%, номинальная цена в 2018-м должна быть \$93,73/баррель  $[=80 * 1,02^{10}]$ , фьючерсная цена 2018 года несколькими долларами выше. Таким образом, текущие цены на нефть в \$70-80 – это не временное явление.

Chart 2: Global marginal cost of production 2008 (by region)

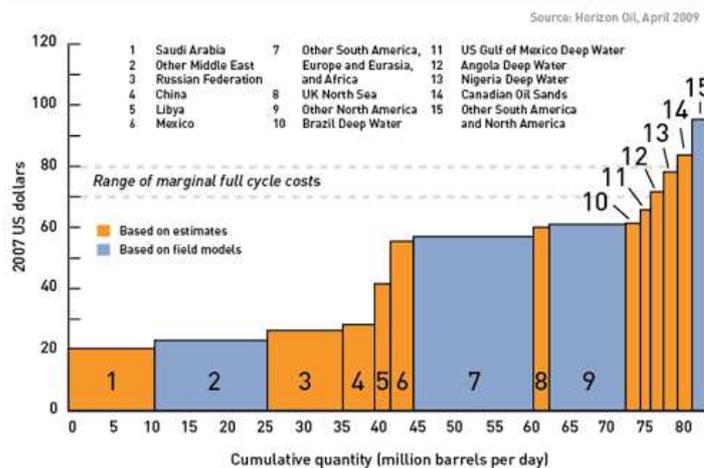


Рисунок 13. Маржинальные затраты добычи нефти. Источник Horizon Oil

Мы считаем, что дешевой нефти больше не будет. Сейчас спрос на нефть все больше и больше удовлетворяется за счет нетрадиционных источников, разработка которых рентабельна только при ценах в \$70-80 за баррель. Ожидается, что по мере увеличения потребления нефти на фоне восстановления мировой экономики (основные источники роста спроса на нефть – это азиатские страны во главе с Китаем, которые мало пострадали от кризиса), доля нетрадиционных источников будет только расти. Представленный справа график показывает маржинальные издержки добычи нефти по состоянию на 2008 год. Видно, что долгосрочная цена нефти в \$40 возможна, только если спрос упадет в два раза до 40-45 млн. барт./сутки.

Среди бумаг нефтегазового сектора мы выделяем «Газпром» и «Сургутнефтегаз» (обыкновенные и привилегированные) как наиболее недооцененные. Также повышенные потенциалы роста имеются в «ЛУКОЙЛе», но они не такие высокие как в двух предыдущих бумагах.

## Банки

Банковские акции в ходе кризиса 2008 года очень резко упали и очень резко восстановились. К примеру, привилегированные акции «Сбербанка» оказались одними из самых лучших акций, входящих в индекс ММВБ.

Оценка стоимости банков, с нашей точки зрения, является одной из самых простых. В линейном виде она может быть выражена простейшей формулой банковского мультипликатора  $P/BV$ , представленной ниже. Для наглядности мы подставили типичные значения, которые используют аналитики для оценки банков в долларовых моделях (рублевые цифры будут выглядеть иначе). Долгосрочный рост  $g$  предполагается обычно где-то в окрестностях 5%, а требуемая ставка дисконтирования  $COE$  предполагается в районе 12%. Показатель  $ROE$  определяет прибыльность банка и рассчитывается как чистая прибыль банка на собственный капитал.

$$P / BV = \frac{ROE - g}{COE - g} = \frac{ROE - 5\%}{12\% - 5\%} = 1 + \frac{ROE - COE}{COE - g} = 1 + \frac{ROE - 12\%}{12\% - 5\%}$$

Мы предлагаем два вида формулы (которые эквивалентны между собой) и могут использоваться взаимозаменяемо. Стоимость банка в линейной модели определяется тем, насколько больше он зарабатывает, чем ставку дисконтирования. Если банк зарабатывает в точности, сколько ставка  $ROE=COE$  (или  $ROE-COE=0$ ), то он должен иметь справедливый мультипликатор  $P/BV=1$ . Если банки зарабатывают большую отдачу  $ROE>COE$ , тогда  $P/BV>1$  и наоборот.

Банковский бизнес является очень конкурентным, и заработать большую  $ROE$  в нем крайне сложно. Если мы предположим, что все банки в стране (или их большинство) имеют большую отдачу  $ROE$ , тогда их капитализация  $P$  на рынке будет превосходить  $BV$ . А это означает, что есть «умножение денег», доллар или рубль, вложенный в капитал банков (или не изъятый в виде дивидендов) будет иметь стоимость больше 1. Тогда мы увидим, что инвесторы начнут вкладываться в капитал банков (для конкретности, в качестве инвестора можно представить себе Дерипаску) и на этом рынке возрастет конкуренция. Иными словами, есть сила, которая сближает  $ROE$  и  $COE$ , т.е. двигает мультипликатор  $P/BV$  к единице и эта сила называется конкуренция. Обратное тоже верно, если банки зарабатывают мало, тогда  $P/BV<1$ , тогда из отрасли начнет уходить капитал в поисках большей прибыли, и предложение банковских услуг уменьшится.

Мы не можем себе представить ситуацию, когда все банки в стране будут иметь мультипликаторы  $P/BV$  намного больше 1. С ростом  $P/BV$  будет расти желание инвесторов вложиться в этот Клондайк. Есть только одна сила, способная сохранить высокие мультипликаторы  $P/BV$  – это ограничение на движение капитала. Если бы в банковскую отрасль было тяжело вложиться, тогда конкуренция была бы подавленной и прибыльность могла сохраняться. Но это не так для России, где имеется больше 1 тыс. банков.

Другое дело, что некоторые банки, имеющие свою нишу или конкурентное преимущество, могут зарабатывать большую величину  $ROE$ . К примеру, «Русский стандарт» однажды мог показать  $ROE$  на уровне 70%, а «Сбербанк» под 40%, что намного превышало показатели других банков в стране. Успех «Русского стандарта» оказался временным, как только под давлением ФАС они отменили своих хитрые комиссии, отдача капитала резко упала. Другое дело «Сбербанк», который парадоксальным образом выигрывает от кризиса. В стране практически каждый бизнес имеет счет в «Сбербанке», даже если условия его обслуживания не самые лучшие. Слишком крепки уроки кризиса 1998 года, да и нынешнего – держать деньги в ненадежном частном банке страшно. В результате, «Сбербанк» выигрывает за счет стоимости пассивов, обходящихся ему намного дешевле, чем другим банкам. Люди готовы нести депозиты под низкую ставку (50% депозитов физических лиц в «Сбербанке»), предприятия держат бесплатные для банка остатки средств. Имея дешевые ресурсы, «Сбербанк» получает высокую процентную маржу и обыгрывает других конкурентов. Если мы подставим в приведенную выше формулу отдачу капитала в 20%, то получим оценку мультипликатора  $P/BV=2.14$ , что можно сравнить с неким условным банком с  $ROE=15\%$ , у которого справедливый  $P/BV=1.43$ . Относительная разница в стоимости этих банков будет 50%.

На самом деле, нужно отступить от линейной формы, поскольку она не достаточно хорошо описывает действительность. Но, несмотря на это, она все равно неплохо описывает основные факторы, определяющие оценку – это отдача капитала. Наша реальная оценка, основанная на многофазных моделях, показывают, что справедливая стоимость Сбербанка предполагает мультипликатор  $P/BV=2.7$ . Это предполагает почти 40% потенциал роста с текущего значения мультипликатора 2.2. Тем не менее, на рынке акций мы видим много более привлекательных бумаг, имеющих больший потенциал.

Другое дело, что мы не можем предполагать, что это «конкурентное преимущество» «Сбербанка» не может сохраняться надолго. Мы уверены, что долгосрочно финансовая система России станет стабильнее со временем и стимул у рыночных агентов из предосторожности держать деньги в «Сбербанке» будет снижаться. Поэтому мы предполагаем, что «конкурентное преимущество» «Сбербанка» не будет вечным. Вопрос, как долго оно сохранится и является определяющим.

Аналогичная картина с банком «ВТБ», который имеет мультипликатор капитала  $P/BV=1.2$ . В итоге относительная стоимость «ВТБ» оказывается почти в два раза ниже, чем у «Сбербанка», но совершенно оправдывается низкой прибыльностью. С момента IPO «ВТБ» регулярно показывает отдачу капитала на уровне около 10% на вложенный капитал, т.е. значительно меньше. Этой осенью он пополнял капитал за счет средств банка, несмотря на то, что в 2007 году удвоил капитал в ходе IPO. До тех пор пока «ВТБ» будет так плохо работать, он не заслуживает хорошей оценки.

В целом, мы остаемся прохладно настроенными к банковским бумагам. Следует помнить, что покупать то, что хорошо росло, не всегда бывает правильно. Вопрос в том, будет ли это расти дальше, есть ли перспективы для этого роста. Мы не готовы сказать, что банки переоценены (как говорили это в конце 2007 и начале 2008 года), просто они не слишком привлекательны на общерыночном фоне.

## Металлургия

По мере того, как ситуация в мировой экономике улучшается, начинается восстановление и на рынке металлов. В первую очередь оно коснулось биржевых металлов: цинк, медь, никель. Это связано не только с общеэкономическим улучшением, но и тем, что в эти металлы инвестировали различные фонды, которые по мере улучшения ситуации с ликвидностью, восстанавливают свои позиции.

В черной металлургии ситуация также улучшается, однако в отличие от цветной, процессы восстановления идут гораздо медленнее. Представленный справа график загрузки мощностей показывает, что производство черных металлов вернулось на уровни октября 2008 года. Восстановление экономической и инвестиционной активности позитивно скажется на стоимости черных металлов. Кроме того, увеличение производства стали приведет к росту и, соответственно, цен на коксующийся уголь.

Среди производителей цветных и черных металлов мы рекомендуем к покупке ГК «Норильский никель», «Челябинский цинковый

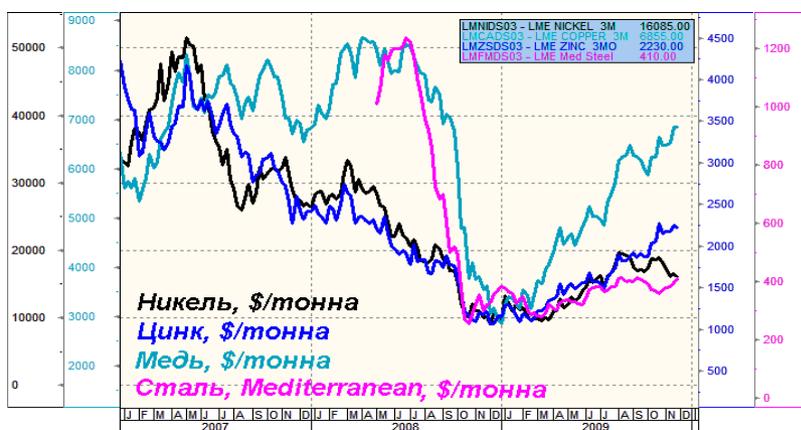


Рисунок 14. Динамика цен на цветные металлы на LME. Данные Bloomberg



Рисунок 15. Загрузка производственных мощностей в черной металлургии.

Источник World Steel Association

завод» и «ММК», как наиболее недооцененная компания этого сектора.

## Энергетика

Российская энергетика выдержала кризисный год очень достойно. Потребление электроэнергии в стране, в отличие от зарубежья, снизилось незначительно. Так в России за 3 квартала 2009 года потребление снизилось на 7%, в США – на 7%, в Германии – на 6,4%, в Великобритании – на 7,6%. Тарифы в Европе за этот же период снизились на 15-25%, в России же они наоборот росли и будут повышаться и далее.

Российскую энергетику можно разделить на два больших сектора – генерация и транспортировка. В генерацию мы включаем ОГК, ТГК и «РусГидро». В транспортировку – «ФСК» и «МРСК». Эти два сектора развиваются достаточно независимо, так как будущий драйвер роста – новые тарифы – будут устанавливаться разными путями.

В сетевых компаниях действует принцип RAB (от англ. Regulatory asset base - регулируемая база задемпированного капитала). То есть тариф будет устанавливаться исходя из доходности на вложенный капитал. Часть компаний уже перешли на новую систему, остальные перейдут с 1 января 2010 года. Тарифы по данному принципу устанавливаются для привлечения частного капитала в отрасль, а также для более прозрачного ценообразования. Тарифы сразу устанавливаются на длительный срок (3-5 лет) и в последствие пересматриваться не будут.

### «ФСК»

Федеральная служба по тарифам (ФСТ) утвердила новые тарифы на основе возврата на вложенный капитал (RAB). В 2010 году ставка составит 3,9%, в 2011 – 5,2%, в 2012 – 6,5%. Таким образом, за 3 года тарифы вырастут в 2 раза. Это будет основным драйвером роста для компании. Менеджмент компании ожидает увеличения выручки «ФСК» в 2010 году на 36%, а чистой прибыли на 178%

### ОГК-ТГК

Новые тарифы для компаний в 2010 году вырастут на 5,4% в зоне Европы и Урала и на 3,7% в зоне Сибири. Тарифы для розницы вырастут на 8%. Однако в свете того, что сейчас большая часть электроэнергии реализуется на свободном рынке, повышение тарифов мало скажется на прибыли компаний. К середине 2009 года доля либерализованного рынка составляла 50%, к следующему году эта цифра может достичь 70%.

### МРСК

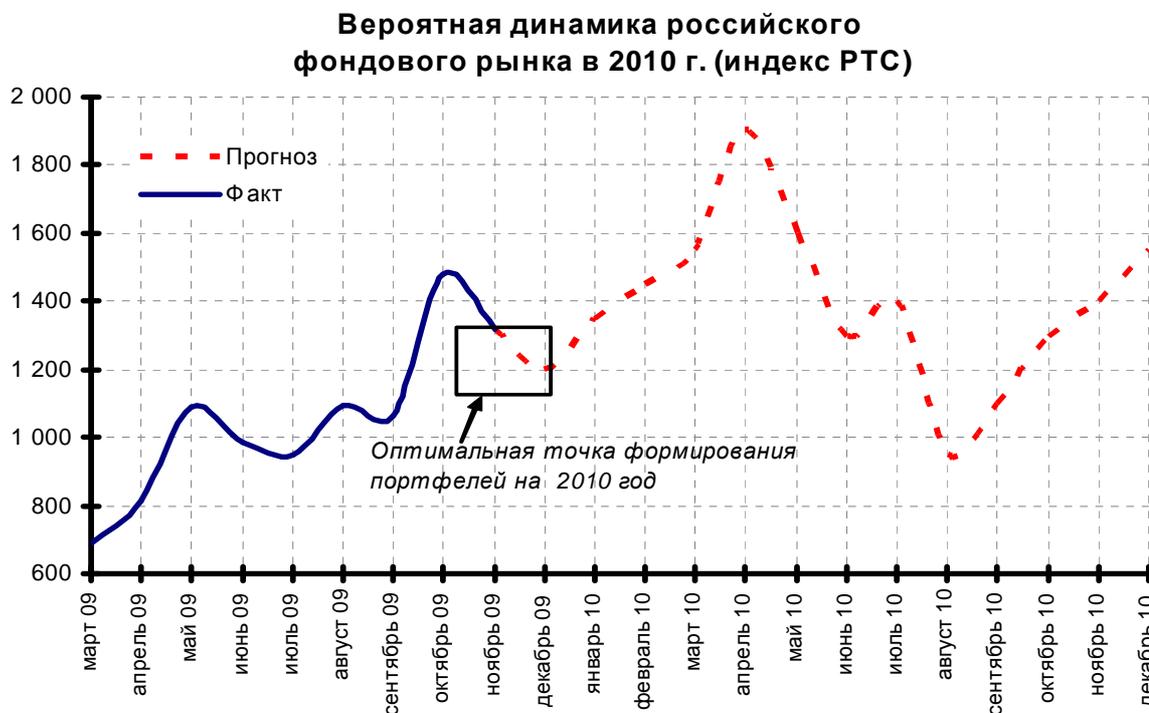
В компаниях «МРСК-Холдинга» сейчас идет активный процесс перевода на систему RAB. С 1 января 2010 года на нее будет переведено 19 филиалов из 69, а в 9 система работает уже сейчас. По оценкам руководства холдинга после утверждения ФСТ общий капитал компании (RAB) составит 41,7 млрд. долларов. Это делает коэффициент «стоимость предприятия / предварительная прогнозная RAB» равным 0,33, хотя аналоги за границей торгуются со значением 1,2. данный факт подразумевает хорошие перспективы бумаг на рынке в ближайшем будущем.

Также в ближайшие 10 лет компании холдинга намерены потратить на инвестиции 2,85 трлн. рублей, что предполагает траты в год 285-356 млрд. Это рекордная сумма для отрасли. Та же ФСК в 2009 году потратила на инвесткомпанию 171 млрд. рублей. При том, что ФСК в 3 раза больше «МРСК-Холдинга».

Сектор электроэнергетики, в общем, является очень перспективной инвестицией в ближайшем будущем. Чтобы сильно не распылять свои вложения, мы рекомендуем покупать акции «ФСК», «ОГК-3», «МРСК Холдинга», «МРСК Центра и Поволжья».

## Динамика российского фондового рынка в 2010 году: ожидания, возможные сценарии

Если 2009 год оказался для российского фондового рынка попыткой частичного восстановления после кризисных обвалов, то следующий год должен стать этапом возврата в район предкризисных траекторий. Ниже мы схематично представляем наше виденье вероятной динамики российского фондового рынка в 2010 году.



Мы исходим из того, что в 2009 году рынок закроется в районе текущих уровней (около 1400 пунктов). Учитывая наш общий положительный взгляд на рынок, конец 4-го квартала 2009г. является оптимальной точкой для формирования портфелей на следующий год.

В целом, в 2010 году мы ожидаем продолжения движения вверх, однако в процентном выражении подъем может быть существенно скромнее, чем в 2009 году. Мы закладываем 30%-рост на год при наличии существенных колебаний. Общая логика рассуждений сводится к тому, что развивающимся рынкам еще только предстоит пройти путь восстановления, которые прошли к текущему моменту западные рынки. В условиях повышенной мировой ликвидности подъем развивающихся рынков вопрос ближайшего времени.

Основной период повышения мы ждем в первые месяцы года на волне влияния мировой ликвидности и ожидания восстановления реальной экономики. Важнейшими факторами роста здесь могут быть движения капиталов на фоне ослабления доллара, а также рост сырьевых рынков по мере восстановления экономики.

Рост первых месяцев представляется нам опасным в части того, что движения на рынке могут быть чрезмерно оптимистичными и не совпадать с темпами восстановления экономики. Такое расхождение несет в себе угрозу значительных коррекций вниз, которые вероятны в середине года и могут исчисляться десятками процентов.

Наличие сильных колебаний говорит о том, что активная тактика инвестирования может быть гораздо прибыльнее пассивной.

Важной вехой мы считаем вероятный переход рынка в конце года на более качественный уровень, когда рынок будет постепенно уменьшать зависимость от спекулятивных факторов, и будет больше обращать внимания на фундаментальные характеристики предприятий.

## Рекомендуемый портфель

Ценная бумага	Доля	Долгосрочная целевая цена	Примечание
Газпром	17%	470 руб. (\$16,3)	Крупнейшая компания России, являющаяся отражением национальной экономики. Внутренние тарифы на газ в разы ниже мировых. Либерализация российского рынка газа позволит компании существенно нарастить прибыль монополии, что должно позитивно сказаться на курсовой стоимости акций.
ЛУКОЙЛ	15%	3275 руб. (\$112)	Нефтяная компания с крупнейшим фри-флоатом на российском рынке акций. Удачно выстроенная модель бизнеса позволяет компании получать в полной мере выгоды от роста цен на энергоносители при одновременной защите от неблагоприятной конъюнктуры.
ГМК Норникель	12%	7490 руб. (\$256)	Представитель металлургического сектора. Восстановление на рынке металлов должно позитивно сказаться на котировках акций компании.
Сургутнефтегаз	10%	84,8 руб. (\$2,9)	Наиболее недооцененная бумага среди крупных компаний нефтегазового сектора. Недооцененность обусловлена информационной закрытостью компании. Намерения ФСФР относительно повышения требований к раскрытию информации должны исправить эту ситуацию.
Сургутнефтегаз-п		50,9 руб. (\$1,74)	
Ростелеком-прив.	6%	87,75 руб. (\$3)	Бумага недооценена относительно обыкновенных акций. В ходе ожидаемой реорганизации «Связьинвеста» привилегированные акции будут иметь дополнительные выгоды за счет высокого дисконта к обыкновенным. Высокая дивидендная доходность.
Метафракс	3%	101,5 руб. (\$3,5)	Одна из самых лучших компаний этого сектора. Бизнес компании ориентирован как на внутренних потребителей, так и на экспорт. Компания будет иметь конкурентное преимущество по сравнению с европейскими производителями, даже после роста внутренних тарифов на газ.
Сильвинит	7%	49 000 руб. (\$1690)	Одна из самых недооцененных компаний в сегменте удобрений. Компания не публикует отчетность по МСФО, однако из финансовых результатов ближайшего аналога «Уралкалия» следует, что, несмотря на кризис, цены на калийные удобрения держатся на высоком уровне. Восстановление мировой экономики приведет к росту спроса на удобрения и, соответственно, цен на них. Однако мы не ждем уровней в \$1000 за тонну, но даже при текущих ценах сбыта, компания имеет существенную недооценку.
ОГК-3	5%	4 руб.	Компания существенно недооценена по многим показателям. Достаточно сказать, что принадлежащие компании денежные средства составляют 2/3 от текущей капитализации. Западные аналоги торгуются по коэффициентам в 4-5 раз дороже.
ФСК	7%	0,60 руб.	В ближайшие годы компанию ждут изменения. В связи с переходом на новую систему тарифообразования (т.н. RAB-система) тарифы на услуги ФСК существенно возрастут (на десятки процентов). Компания не имеет проблем с неплатежами, поскольку ее клиентами выступают оптовые покупатели. Таким образом, бизнес ФСК стабильный, слабо зависит от рыночной конъюнктуры.
Белон	3%	60 руб.	Самая перспективная компания в угольной отрасли. Динамика акций заметно отстает от остальных российских угольных компаний.
Русгидро	5%	1,70 руб.	Крупнейшая в этом секторе компания. Себестоимость не зависит от цен на энергоносители и является наименьшей среди генерирующих компаний. По сравнению с западными аналогами торгуется с существенным дисконтом.
ИнтерРАО	3%		Бумага включена в индекс MSCI Russia и находится в фокусе иностранных инвесторов. Единственный энерго-трейдер, экспортирующий электроэнергию. Компания имеет сильную поддержку со стороны правительства.
Транснефть-п	4%	50 000 руб.	Одна из крупнейших монополий. Переход на систему RAB (по аналогии с ФСК) позволит компании получать стабильный денежный поток. По динамике за 2009 год одна из самых лучших бумаг. Откат от своих локальных максимумов (вызванный пересмотром структуры индекса MSCI) оказала чрезмерно негативное влияние на котировки.
ПИК	3%	350 руб.	Вхождение С. Керимова в капитал компании (по некоторым данным его доля достигла 70%) открыло доступ на кредитные рейтинги, и сейчас «ПИК» активно реструктуризирует свою задолженность, что резко снизило вероятность банкротства. Первые признаки восстановления рынка недвижимости должны оказать позитивное влияние на компанию.

## 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-fondy.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.