



# ГОДОВОЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР 2008-2009 В ПОИСКАХ ИСТИНЫ НА ПУТИ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

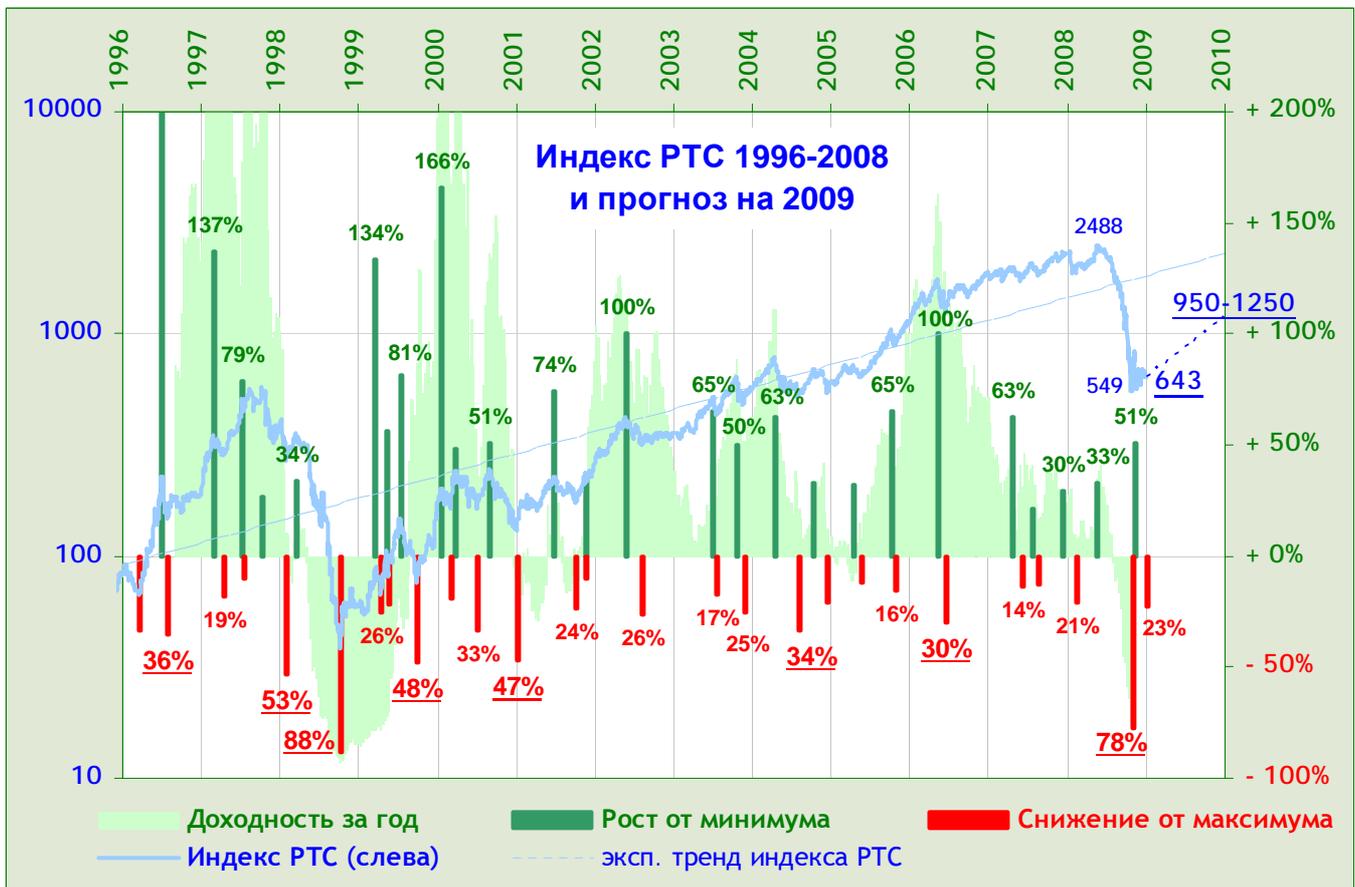
30 ДЕКАБРЯ 2008 ГОДА

WWW.ERMAK.RU

То, что было в 2008 году на финансовых, валютных и товарных рынках многим будет долго сниться в самых страшных снах. «Хуже не будет» - таков наш **оптимистичный** прогноз на 2009 год. Сценарий **пессимистичный** - это повторение аналогичного «бегства от рисков» в реальной экономике. Только вместо «рисков» для финансового мира в реальном секторе будут «бегать от товаров»: существенно меньше потреблять и меньше производить.

В пессимистичном сценарии можно говорить о любых цифрах снижения производства, ВВП, доходов и сбережений. Поскольку исторического опыта для нынешней ситуации не существует, нет базы и для сравнения. Если заниматься «страшилками», то даже в нашем достаточно оптимистичном варианте макроэкономического прогноза ВВП России упадет на 19,5% в долларах США (при ценах на нефть ~\$50 за баррель и реальном снижении экономики на 0%). Для населения России в среднем мало что изменится, кроме роста среднего курса доллара с 25 до 31 рублей. Дефлятор ВВП будет близок к нулю даже при 9% потребительской инфляции. Дело в том, что из ВВП исчезнет огромная сумма сбережений государства в виде нефтегазовых доходов, которая ранее оседала в стабилизационном фонде, а сейчас направится на помощь экономике.

В будущем году не следует обращать внимание на пугающую макроэкономическую статистику, многие цифры из которой будут иметь эффект высокой базы. Гораздо важнее станут сигналы на микроэкономическом уровне о госзаказах, о восстановлении спроса на отдельных рынках и объемах производства отдельными компаниями.



Источник: Фондовая биржа РТС ([www.rts.ru](http://www.rts.ru)), расчеты и прогнозы - ФГ «Ермак»

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ЧТО ПРОИЗОШЛО .....</b>	<b>3</b>
Последовательность событий .....	4
Причины кризиса, «корень зла» .....	4
Валютные резервы и «печатный станок» .....	5
Чем богаты, тем и рады .....	8
Мировые фондовые рынки .....	10
Фондовый рынок России .....	11
Что случилось с рублем .....	13
<b>ЧТО БУДЕТ .....</b>	<b>15</b>
Что будет с ценами на нефть и золото .....	15
Что будет с США и долларом .....	16
Что будет с экономикой России .....	17
Что будет с курсом рубля .....	19
Что будет с фондовым рынком .....	21
<b>ЧТО ДЕЛАТЬ .....</b>	<b>22</b>
Что делать со сбережениями .....	22
Что делать с вложениями на рынке акций .....	22
Диверсифицированный портфель .....	25
<b>МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПАРАМЕТРЫ .....</b>	<b>26</b>

# ЧТО ПРОИЗОШЛО

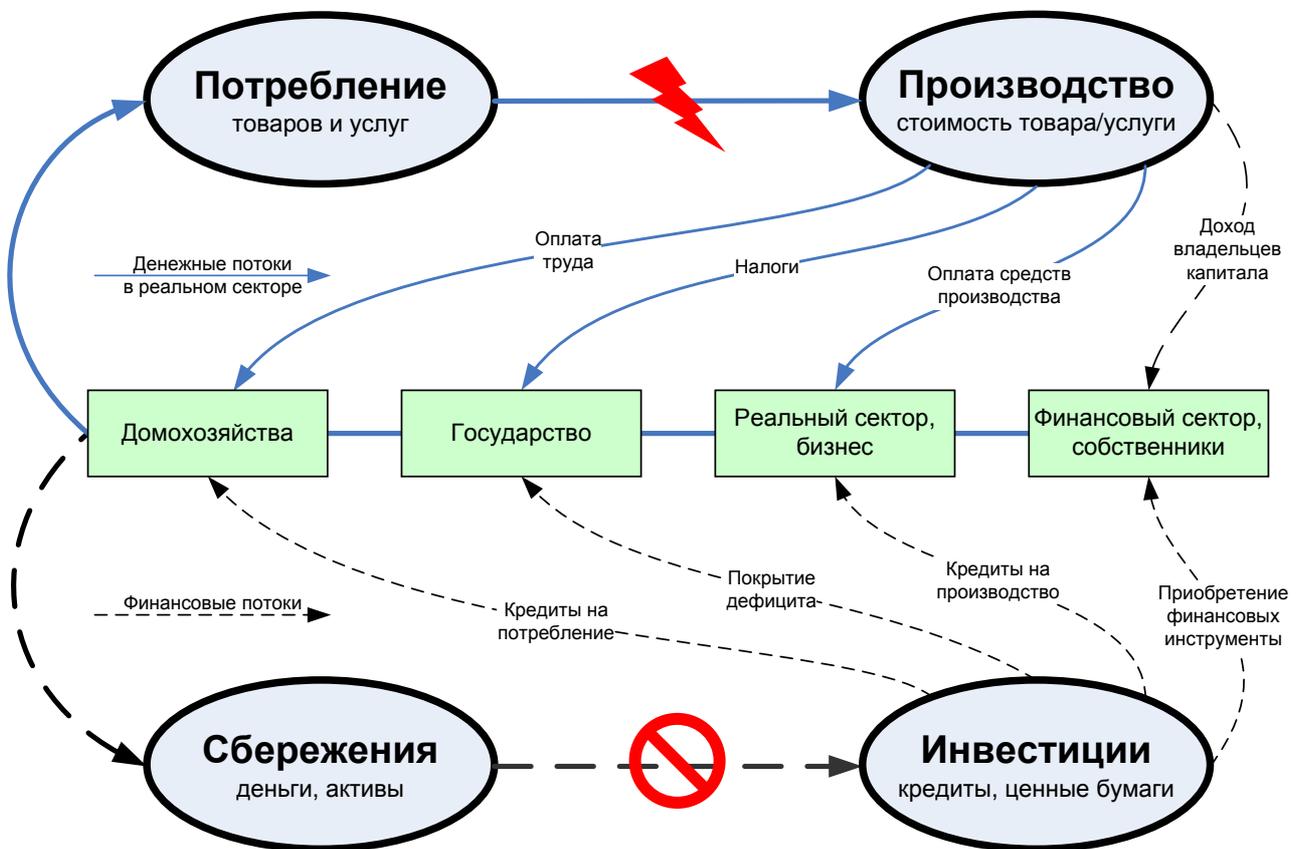
## Сегодня мир столкнулся с первым и небывалым до сих пор кризисом глобализации

Во-первых, ранее кризисы затрагивали лишь отдельные страны и регионы, что позволяло им выйти из кризиса за счет других стран, в том числе в результате войн или производства товаров для более стабильных экономик. Сегодня все страны получили примерно одинаковые проблемы, но разной остроты в зависимости от величины влияния на них наиболее нестабильных факторов: коллапса кредитного рынка, падения цен на сырье, бегства сбережений от риска и в ликвидность.

Во-вторых, дисбалансы в мировой торговле и денежно-кредитной сфере вызвали несбалансированный рост производства и благосостояния в мире. Мы наблюдали излишнее и неэффективное потребление в развитых странах и странах, купающихся в нефтедолларах, одновременно с излишним производством в развивающихся странах, поддерживающих низкий курс национальной валюты, копивших резервы и ограничивающих рост благосостояния своего населения ради экспортной конкурентоспособности (Китай).

В-третьих, образование избыточной денежной массы за счет валютных резервов привело к надуванию многих пузырей. Сначала в недвижимости и ипотеке, затем в сырьевых товарах, а в разгар кризиса - собственно в долларе США. Доходность казначейских облигаций США по коротким выпускам близка к 0%, а по самым длинным - чуть более 2.6%. В самые ликвидные в мире инструменты устремились уже не только валютные резервы стран, но и избегавшие ранее доллара капиталы. Удивительно, но ФРС США смогла не только распродать 2/3 своего запаса казначейских облигаций, которые ранее приходилось выкупать у Правительства для финансирования дефицита бюджета, да еще и огромный из-за кризиса бюджетный дефицит США был профинансирован с рынка.

*Суть экономики проста: нужно чтобы были потребности (потребление), были средства для их удовлетворения (производство), страховые запасы на будущее или на случай форс-мажора (сбережения) и возможность получить средства для своих потребностей за счет будущих доходов (инвестиции):*



Сегодня в мировой экономике возникли «тромбы» между сбережениями и инвестициями, ограничившие движение денег в финансовом секторе и создавшие угрозу для функционирования потребления и производства.

К сожалению, в производстве и потреблении товаров и услуг нет таких простых и действенных рецептов для спасения, как вливание ликвидности в банки со стороны Центральными банками и Правительствами, что позволяет «перезапустить» связку сбережения-инвестиции. Сложно заставить потребителя покупать вещи, на которых можно сэкономить сегодня, когда завтра стало призрачным и неизвестным. Вдвойне это сложно сделать это для перекредитованного потребителя. Такому потребителю нельзя сразу перекрывать кислород: «кредитный наркоз» для США и «наркоз роста благосостояния» для России. Иначе можно вызвать шок, который моментально уменьшит потребление и вызовет серьезные проблемы у неподготовленных производителей.

### Последовательность событий

- 1) Кризис subprime-ипотеки (август 2007) - первая «ласточка».
- 2) Бегство из доллара, как первоисточника возникших проблем, спровоцировало образование «пузыря» на рынках нефти и продовольствия (сентябрь 2007 - июль 2008)
- 3) Тлеющий кризис на кредитном рынке перешел в кризис доверия и полномасштабный банковский кризис (сентябрь 2008). В результате - банкротство Lehman Brothers и исчезновение инвестиционных банков США как класса.
- 4) Обрушение мировых финансовых и товарных рынков, закрытие операций carry trade, возвращение капиталов в валюту заимствования - доллар США и японскую иену (сентябрь-ноябрь 2008)
- 5) В мировой экономике существенно упали темпы роста, а большинство развитых стран вошло в период рецессии (с 4 квартала 2008).

В России ситуация не предвещала кризиса вплоть до августовских событий в Южной Осетии:

- 1) Борьба с инфляцией на российский манер («дело Мечела») - июль 2008
- 2) Война в Южной Осетии спровоцировало бегство капитала (несмотря на победу военных, западные СМИ «придумали» очень неприятную картину для инвесторов).
- 3) Обвал на рынке ценных бумаг, банковский кризис и margin-calls (сент.-окт.2008).
- 4) Шок от падения цен на сырье на фоне финансового кризиса привел к резкому снижению спроса, потребления и производства в экономике (ноябрь-декабрь 2008).

### Причины кризиса, «корень зла»



Источник: Международный валютный фонд (<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>)

Эксперты называют несколько причин мирового кризиса, которые, по нашему мнению, являются лишь следствием основной проблемы. «Корень зла» - **накопленные валютные резервы** Центральных банков мира, представляющие собой необеспеченную денежную массу в странах-владельцах резервных валют (США, ЕС). Эта лишняя денежная масса (преимущественно в долларах) стимулировала и дешевизну денег, и излишнее потребление, и надувание пузырей. Валютные резервы возникли как следствие дисбалансов в мировой торговле и потоках капитала. А сами дисбалансы - следствие **нерыночного ценообразования валютных курсов**, а точнее использование фиксированных курсов в быстрорастущих развивающихся странах (Китай, Россия, страны Персидского залива). Сдерживать укрепление собственной валюты и копить резервы стало уроком кризисов 1997-98гг. В целом желание развивающихся стран защитить свои финансовые системы от оттока иностранного капитала в кризисные моменты вполне оправданно, хотя это и ограничивает рост благосостояния населения и создает стимулы для притока спекулятивного капитала.

*Активный рост валютных резервов начался с 2001 года. Средние темпы прироста составили за период 2001-2008гг. 21% ежегодно, а в последние 3 года резервы увеличивались на \$1 трлн. ежегодно, пока не достигли \$7 трлн. на середину 2008 года. Фактически, рост резервов помог США избежать рецессии в 2001 году и дал целых 6 лет экономического роста на постоянном финансировании дефицита бюджета извне - за счет покупок со стороны Центральных банков мира. Удивительно, но как только рост резервов существенно замедлился в 2008 году и прекратился, по нашим оценкам, начиная с 3 квартала 2008, в мировой экономике разразился небывалый кризис.*

**Глобализация открыла границы для товаров и капиталов, но столкнулась с нерыночным ценообразованием денег как меры стоимости.**

Накопление валютных резервов ведет также к уплате в пользу резервной валюты своего рода **налога**, равному разнице в процентных ставках. Задачи срочного сокращения валютных резервов нет, но и **смысла их существования при переходе к свободному плавающему курсу валюты (например рубля) так же не существует.**

*Уменьшение накопленных валютных резервов возможно двумя способами: (1) Отток капитала из страны и сокращение денежной массы. Кризис уже реализовал этот способ, правда, в России почему-то считают важным сохранить огромные резервы и положить ради этого «на лопатки» собственную экономику. (2) Увеличение импорта в странах-держателях резервов. Импорт растет при укреплении национальной валюты или росте потребности в импортных товарах в результате изменения структуры потребления. Кстати, увеличение импорта и укрепление валюты может быть выгодным обеим сторонам. Например, в отношениях Китая и США это позволит увеличить производство в США и снизить дефицит торгового баланса, а в Китае - увеличит внутренний спрос, ведь результатом повышения курса юаня станет рост благосостояния, который приведет к новому уровню потребления.*

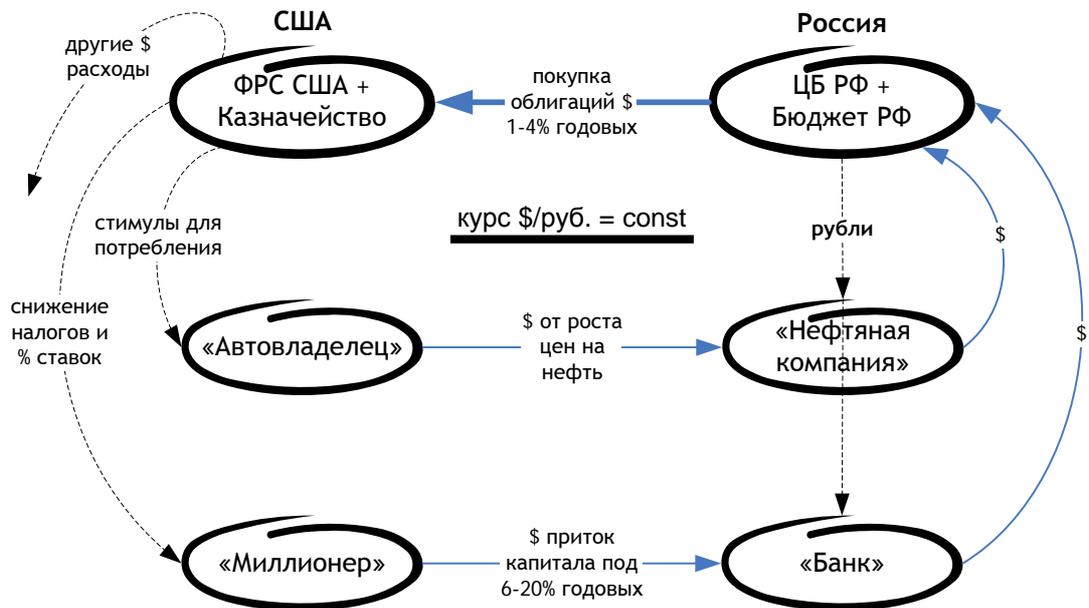
**Логичным итогом глобализации станет отказ от национальных валют или создание наднациональной резервной валюты с общими для всех правилами ценообразования. Эта идея решит многие проблемы в мире, но вряд ли к ней придут очень скоро. Сначала могут появиться региональные валюты.**

## **Валютные резервы и «печатный станок»**

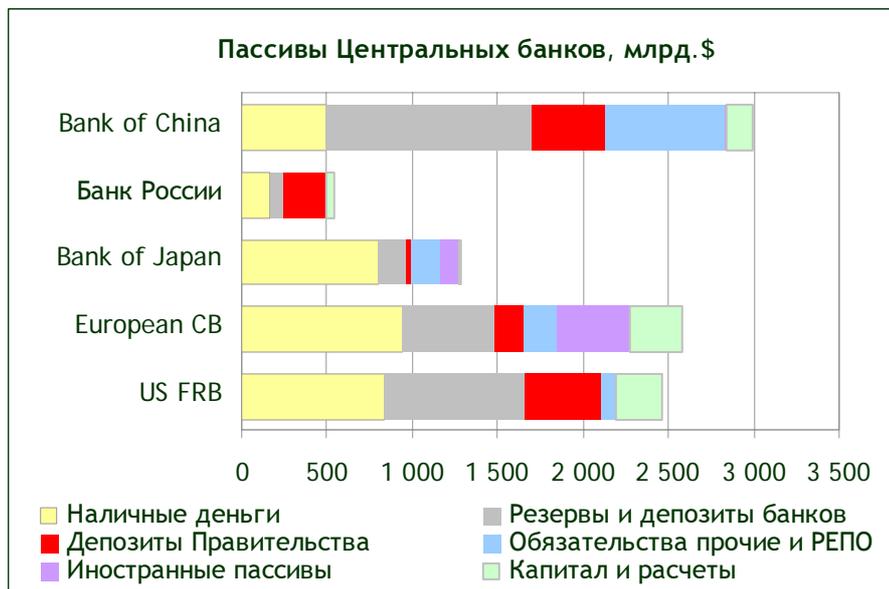
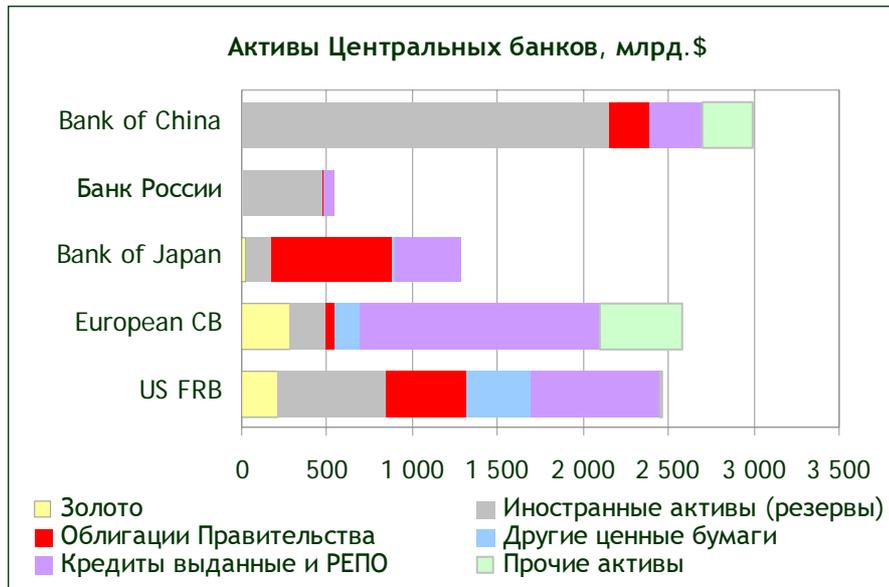
Итак, фиксированные валютные курсы и рост валютных резервов Центральных банков стали причиной перепотребления в одних странах и перепроизводства и «пересбережения» в других. Увеличение валютных резервов как обмен доходов экспортеров и иностранных капиталов на местную валюту по факту означает включение **«печатного станка»** - необеспеченной эмиссии денег. Точно также как ФРС эмитирует доллары, покупая облигации казначейства США и другие активы у банков. Эти деньги созданы не как **сбережения** (или разница между текущими доходами и расходами) **экономических субъектов** (или тех, кто несет риски), а деньги - «из воздуха».

*Денежный «печатный станок» нужно рассматривать не только как классический выпуск монет и банкнот центральным банком, долгое время бывший единственным способом выпуска необеспеченных активов в мире со времен отмены «золотого стандарта». Впрочем, его действенность постепенно снижалась с ростом популярности безналичных расчетов. Собственно объем наличной денежной массы стал уже совсем скромным по сравнению с другими денежными агрегатами M2, M2M, M3 в большинстве относительно крупных или развитых стран. Например, объем всех выпущенных наличных долларов составляет ~\$800 млрд. на весь мир или только ~10% денежной массы M2 в США. Даже в России, где очень низкий размер накопленных частных сбережений и огромный уровень недоверия к финансовым институтам в целом, аналогичное соотношение меньше 40%.*

Как запускается «печатный станок» в международных и иных безналичных расчетах поясним на нескольких примерах. На графике ниже фишка в том, что количество долларов в США после покупки нефти по выросшим ценам и оттока капитала в Россию не изменилось, а рублей стало больше:



- ☑ Американский «миллионер» захотел купить себе квартиру в Москве и дает приказ перевести \$1 млн. с депозита в Bank of America на рублевый счет в российском Сбербанке. В России сначала происходит обмен долларов на рубли. Центральный банк РФ берет доллары (получает аналогичный депозит в Bank of America или покупает на доллары казначейские облигации США) и выпускает в обмен рубли, зачисляя их на корсчет Сбербанка (актив у Сбербанка, пассив у ЦБ РФ). Что дальше американский миллионер будет делать с рублями, увидев цены на недвижимость, нас не интересует. Он может оставить их на депозите в Сбербанке, а может купить акции Газпрома или облигации МТС. В любом случае рубли выпущены и будут работать дальше в России. Но вот удивительная штука - в экономике США денег от такого перевода не уменьшилось, ведь ЦБ РФ запустил их обратно в США. Ладно, если российский миллиардер так же захочет купить дом в Майами и обменяет свои заработанные от продажи акций Газпрома рубли на доллары. Но чистый приток капитала в России, приводящий к увеличению международных резервов ЦБ РФ, и есть «печатный станок» как для России, так и для США.
- ☑ Экспорт российской нефти и газа в Европу в обмен на меньший по стоимости импорт машин и оборудования также увеличивает объем выпущенных рублей и валютные резервы ЦБ РФ в евро. Однако здесь избыточная денежная масса частично изымается Правительством РФ через налоговую систему и «стабфонд». То есть часть выручки экспортера выходит из обращения и накапливается на депозитах Правительства РФ в Центральном банке. Поскольку средства «стабфонда» до сих пор размещались преимущественно за рубежом, приток евровалюты через положительный торговый баланс компенсировался «оттоком капитала» через увеличение резервов ЦБ, относящимся к средствам «стабфонда» (с 2008 года «стабфонд» представлен двумя фондами - Резервным и Фондом национального благосостояния). Тем не менее, покупки по всё растущим ценам на нефть и газ для европейцев компенсировались аналогичным притоком валюты в банки и суверенные облигации стран ЕС, которые обратно отдавали их потребителям через кредиты и расходы дефицитного бюджета.
- ☑ Выпуск необеспеченных денег возникает и при рефинансировании банков Центральным банком (ЦБ). В России такие операции начали активно использоваться сравнительно недавно, в разгар кризиса, но для Европы, США и других развитых стран - это обычное дело. По операциям РЕПО с ценными бумагами (банк получает деньги под минимальную процентную ставку в обмен на ценные бумаги с дисконтом, который зависит от качества ценных бумаг), а сейчас Центральный банк стал предоставлять иногда неограниченную ликвидность банку вообще без залога. Ещё изощреннее и скрытее получится ситуация, когда банки выкупят друг у друга облигации и отдадут ЦБ в РЕПО в обмен на «свеженапечатанные» деньги, но за этим ЦБ должен следить.



Наличие «необеспеченных» денег в кризисные периоды оправдано, поскольку нежелание давать в долг одних и нежелание брать кредит у других из-за возросших рисков (а в нашей стране есть ещё две проблемы - рост процентных ставок и бегство в иностранную валюту) снижает объем «обеспеченных» денег, требуемых для сохранения объемов производства и потребления. Но за последние годы необеспеченная эмиссия производилась в период бурного роста мировой экономики, что в итоге привело к излишним стимулам для потребления, производства, сбережений и инвестиций.

В итоге можно сказать, что все активы Центральных банков, кроме золота, других реальных активов и за вычетом долга перед государством (нефинансовым сектором), показывают размер необеспеченных денег в мировой экономике. При этом если для отдельных стран валютные резервы являются «обеспеченными» активами, то для мира в целом - нет. Это лишь взаимные долги Центральных банков, на которые выпущены необеспеченные деньги в реальную экономику.

Эмиссия необеспеченных денег приводит к избыточной эйфории экономических субъектов: снижению риска и требуемой доходности, надуванию пузырей в финан-

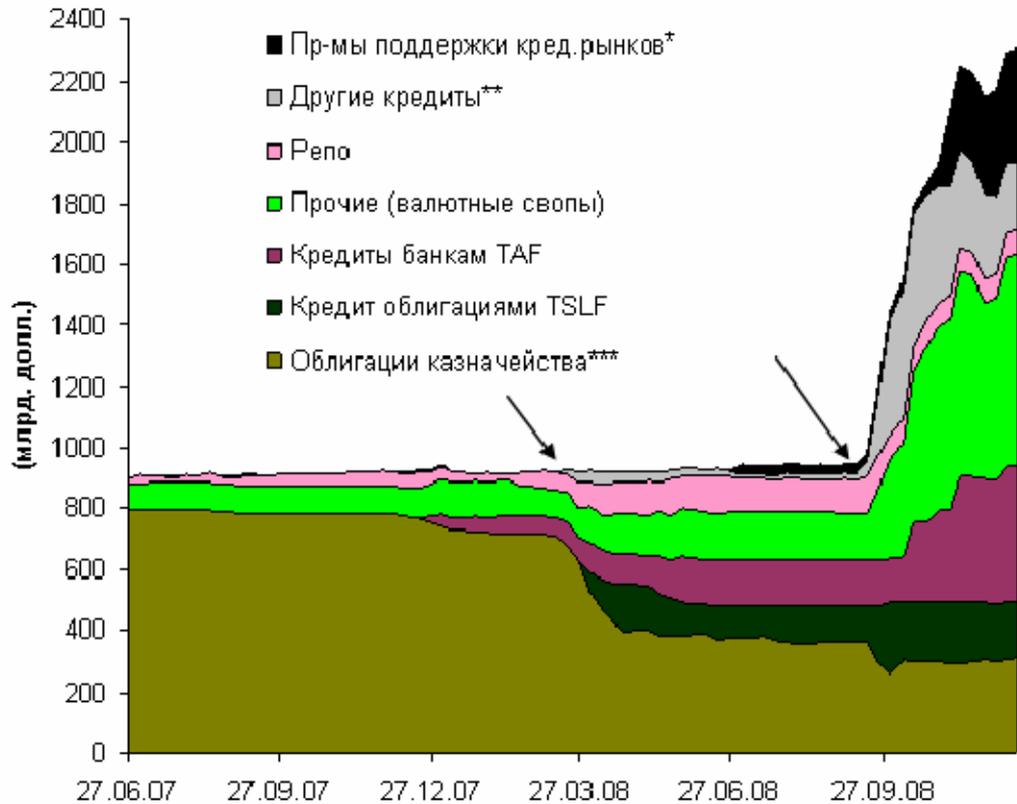
совых и товарных активах, инфляции, осуществлению неэффективных при более осторожном отношении к риску инвестиций. Но в один «прекрасный» момент «пузыри лопаются», неэффективность становится очевидной, эйфория сменяется таким же по силе страхом за свое и того задолжавшего парня будущее. Маховик начинает крутиться в обратную сторону, сокращая валютные резервы (за счет репатриации капиталов) и ликвидность (в результате массовых продаж любых рискованных активов). Это мы наблюдаем, начиная с осени 2008 года, уже практически по всему миру.

*Дабы поставить точку в валютно-денежной теме и не вызывать лишних вопросов у компетентной публики, следует объяснить, чем являются современные деньги. По своей сути они ничем реальным не обеспечены, поскольку представляют собой обязательства банка (Центрального банка для наличных денег) выплатить определенную сумму владельцу (для Центрального банка можно утрировать до «принять в качестве уплаты налогов»). Но материальная необеспеченность денег - не ущербность, а их преимущество, поскольку включает в себя элемент доверия между субъектами.*

*Фактически, деньги - это обычный финансовый инструмент (как акция, облигация или фьючерс), который в отличие от материального актива имеет двухстороннюю природу - кредитора и должника. Причем банк, который якобы «печатает» деньги, является всего лишь посредником между реальным кредитором и должником - тем, кто взял у банка кредит. Задача банка (посредника) ссудить деньги тем, кто может расплатиться, то есть включить фильтр, который должен делать любой кредитор. Таким образом, современные деньги обеспечены имуществом и именем других должников в экономике, а курс валюты определяется степенью доверия к должникам и экономике в целом.*

Если детально посмотреть на баланс Федеральной резервной системы США (ФРС), можно увидеть огромный рост активов и пассивов с сентября 2008 года (кстати, аналогичная ситуация наблюдается и у других центральных банках). Многие наблюдатели делают из этого странный вывод - соответствующий рост денежной базы приведет в итоге к гиперинфляции. На самом деле мы всего лишь видим замещение Центральным банком функций всей банковской системы при «параличе» последней.

**Активы ФРС**



Источник: <http://zhu-s.livejournal.com/6127.html>

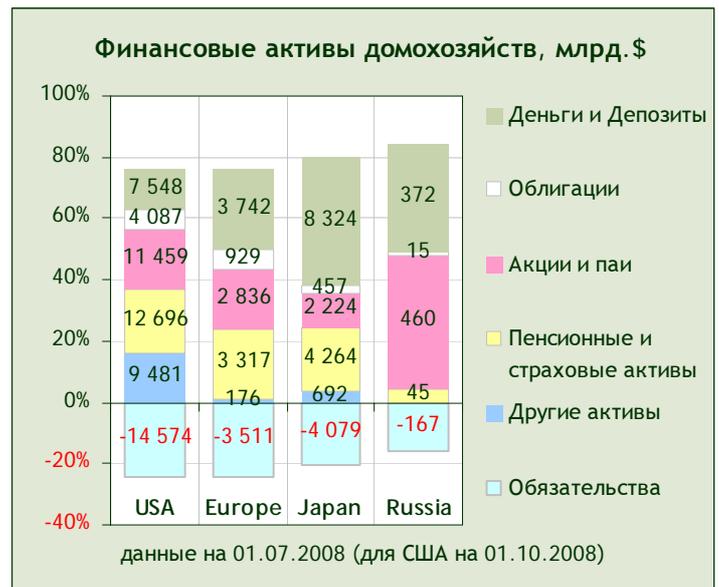
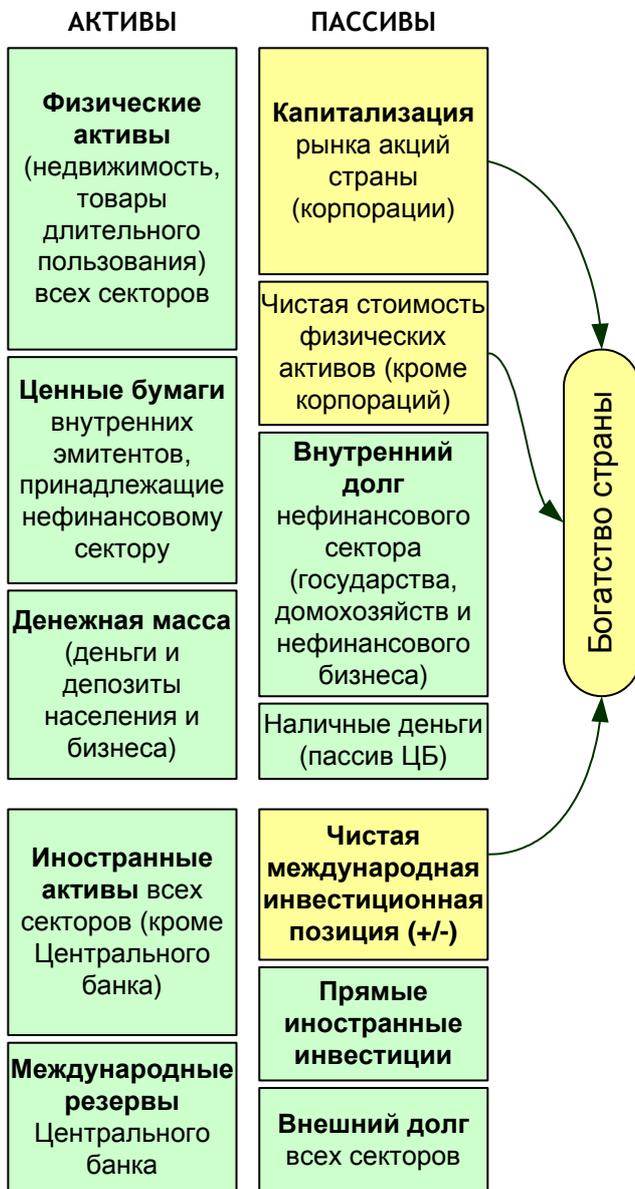
Для гиперинфляции нужны совершенно другие предпосылки, нежели просто наличие заемных коротких денег на счетах банках. Нам представляется, что в развитых странах фактор инфляции уже давно не актуален. Любое отклонение цен от среднего уровня объясняется исключительно динамикой цен на сырье, которое можно рассматривать уже как финансовый инструмент и исключать из расчета инфляции. Что, кстати, давно используется в США при расчете индекса потребительских цен CPI Core. Мы уже писали год назад о главном факторе инфляции - **конкуренции**. Монархические факторы влияют в большей степени не на потребителей с устоявшимися потребностями, а на инструменты для сбережений (недвижимость и финансовые инструменты).

*В этом смысле высокая инфляция в развивающихся странах вызвана как недостаточным уровнем развития конкуренции, так и постоянно растущими потребностями в силу догоняющего типа развития экономики. И чем быстрее страна «догоняет», тем лучше должна быть конкурентная среда (либо жестче антимонопольная политика) для недопущения высокой инфляции и неэффективного развития экономики на инфляционной почве.*

**Чем богаты, тем и рады**

Мы попытались проанализировать накопленное богатство в ключевых экономиках мира и сравнить его с российским. Для анализа использовались официальные данные Flow of Funds для США, Европейского союза и Японии. В России таких отчетов пока нет, поэтому данные пришлось собирать по крупицам. Кроме указанных стран значительные запасы мирового богатства сосредоточены в странах Персидского залива и, пожалуй, уже в Китае. В Поднебесной только денежная масса M2 составляет \$6.6 трлн., в которой наличные деньги менее 20%.

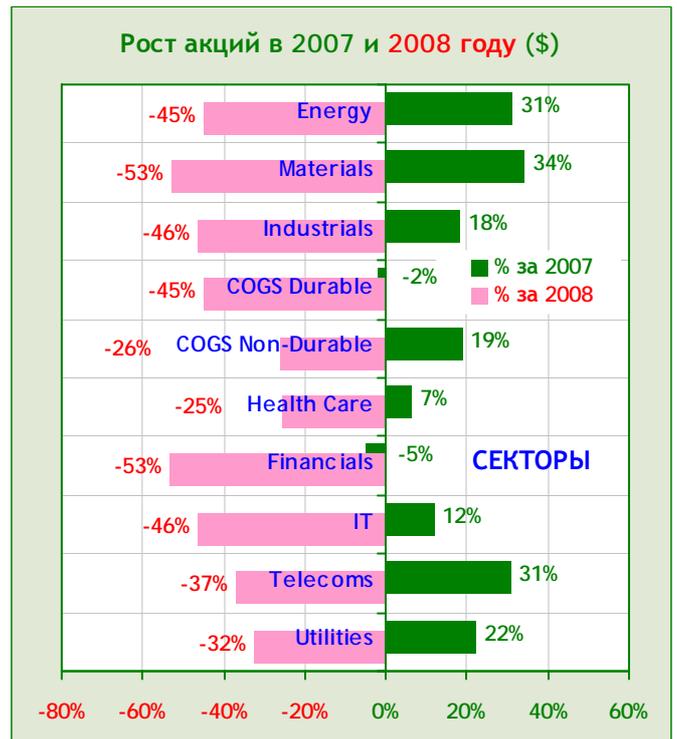
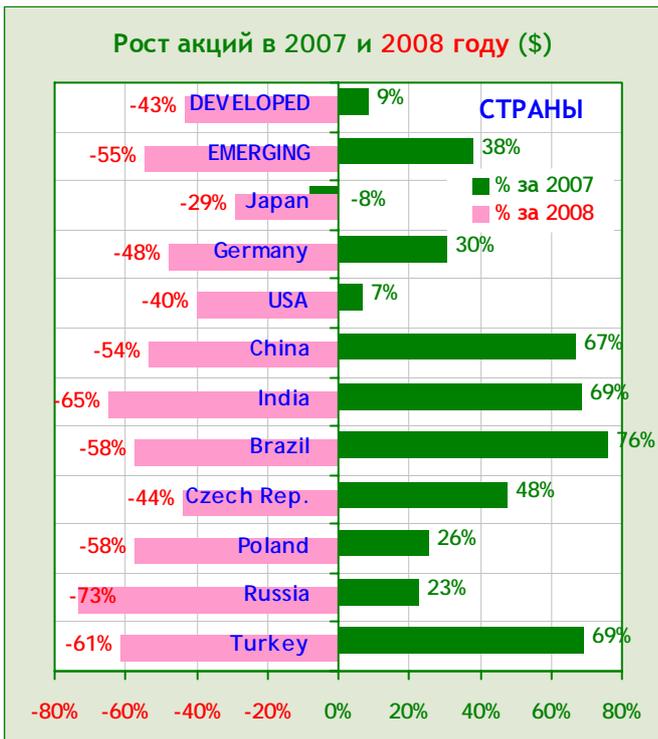
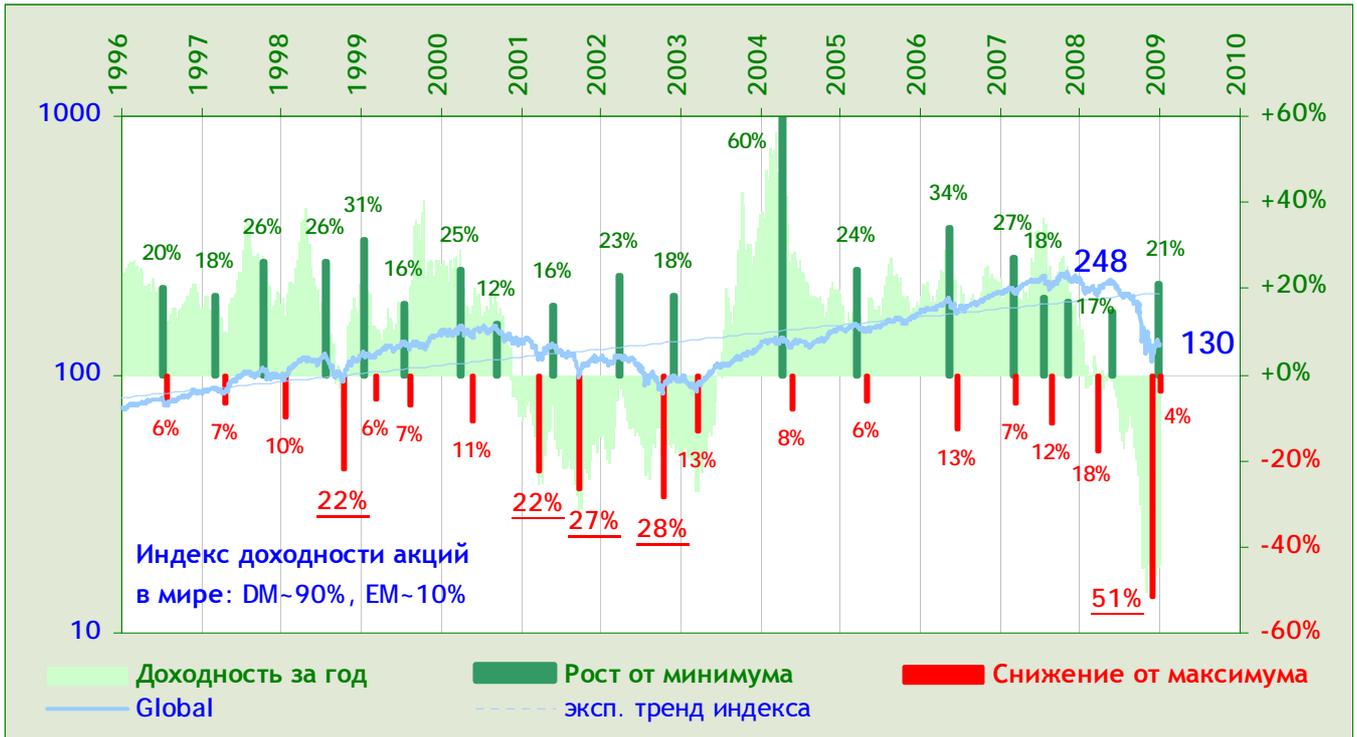
Собственно чистое богатство страны можно вычислить как активы минус все пассивы, то есть долги (см. схему слева). У финансового сектора и бизнеса по балансу все активы равны пассивам, поэтому реально остается три носителя богатства - домохозяйства, государство и иностранцы. Чистое богатство иностранцев в стране равно NIIP (чистая международная инвестиционная позиция страны) со знаком минус. По физическим активам есть данные только для США, поэтому мы исключили физические активы «некорпораций» из расчета, но долги остались. В итоге получили **чистые финансовые активы** («финансовое богатство»).



Основное отличие российской экономики от развитых стран (даже не смотря на размер богатства) в том, что у нас государство является главным кредитором и собственником, а у них - главным должником в стране. Также следует отметить мизерную долю пенсионных и страховых активов и значительную долю акций. Правда, после обвала рынка стоимость акций у домохозяйств и государства сократилась в 3 раза или на ~300 млрд. В итоге финансовое богатство на конец года составит не 725+543, а ~430+240 млрд. \$ для российских домохозяйств и государства соответственно.

*Чистая международная инвестиционная позиция России (NIIP) уменьшилась до -\$127 млрд. на 1 января 2008 года при \$1099 млрд. активов и \$1226 млрд. обязательств (более актуальных данных Банк России ещё не выпустил). До 01.01.2005г. NIIP была положительной, а её снижение в последние годы вызвано в основном ростом стоимости акций российских компаний, принадлежащих иностранцам. По нашим оценкам на конец года позиция будет близка к 0, из-за оттока капитала и снижения рынка акций России, а соответственно уменьшения стоимости существенной доли активов, принадлежащих иностранцам в России.*

Мировые фондовые рынки

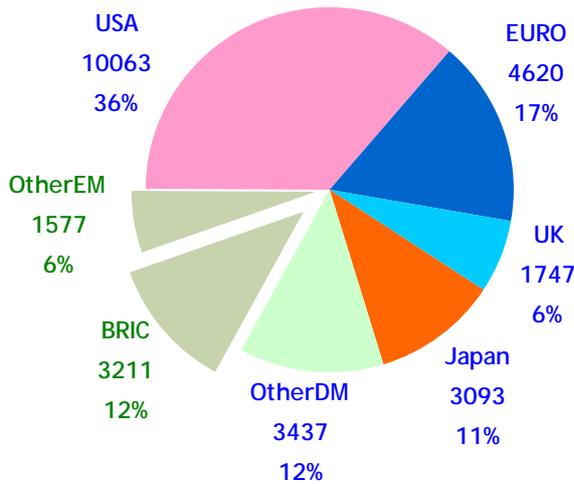


Источник: [www.globalindices.standardandpoors.com](http://www.globalindices.standardandpoors.com), [www.sp-indexdata.com](http://www.sp-indexdata.com), расчеты ФГ «Ермак»

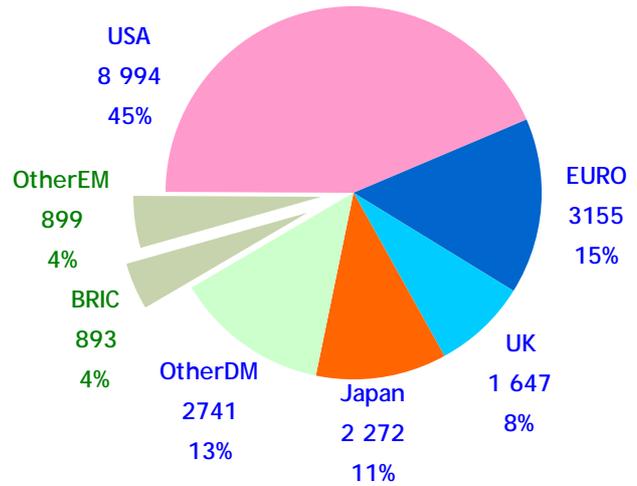
Как видим из графиков, защитных секторов и стран в мире не было. Упало всё в среднем в 2 раза. Развитые рынки (DM) - на 43%, развивающиеся (EM) - на 55%. Меньше упали те, кто ранее медленнее рос, и имеет фундаментальный повод считаться защитным сектором: компаний на рынке товаров потребительского спроса (CoGS Non-Durable) и «фармацевты» (Health Care). Значительное падение испытали отрасли, связанные с сырьем, финансами и товарами длительного пользования (CoGS Durable). Капитализация мирового фондового рынка уменьшилась почти в 2 раза с \$53 до \$28 трлн. и составляет уже только 45% размера мирового ВВП.

\*Free Float - акции в свободном обращении, то есть не принадлежащие государству и крупным акционерам.

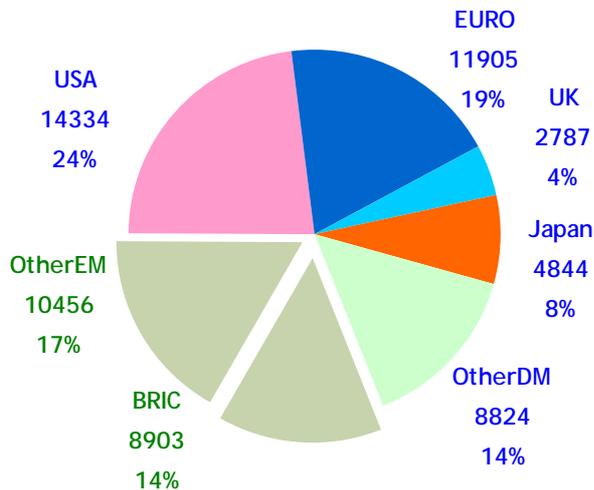
**Общая капитализация рынка акций в мире ~\$28 трлн. (декабрь 2008)**



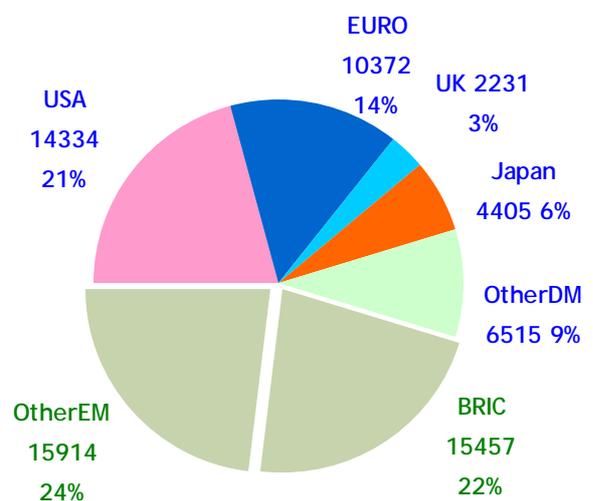
**Капитализация рынка акций в мире по Free Float\* ~\$21 трлн.**



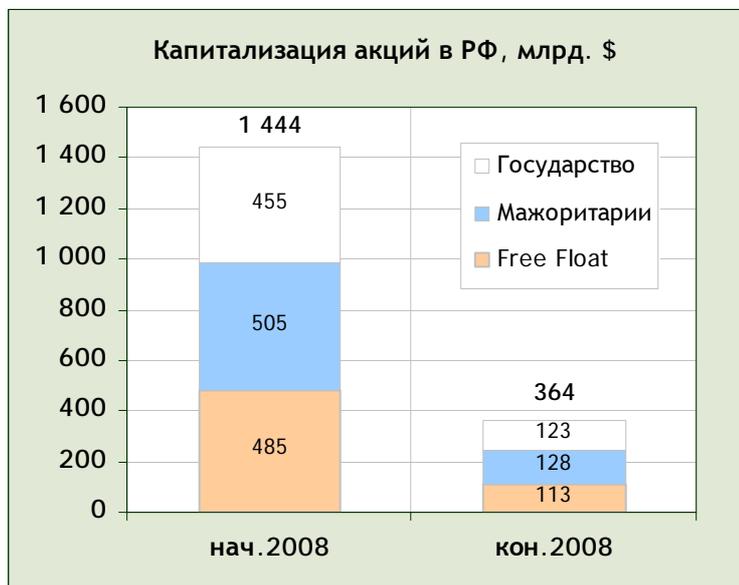
**Мировой ВВП в долларах США достиг ~\$62 трлн. в 2008 году**



**Мировой ВВП по паритету покупательн. способности ~\$69 трлн. в 2008 году**



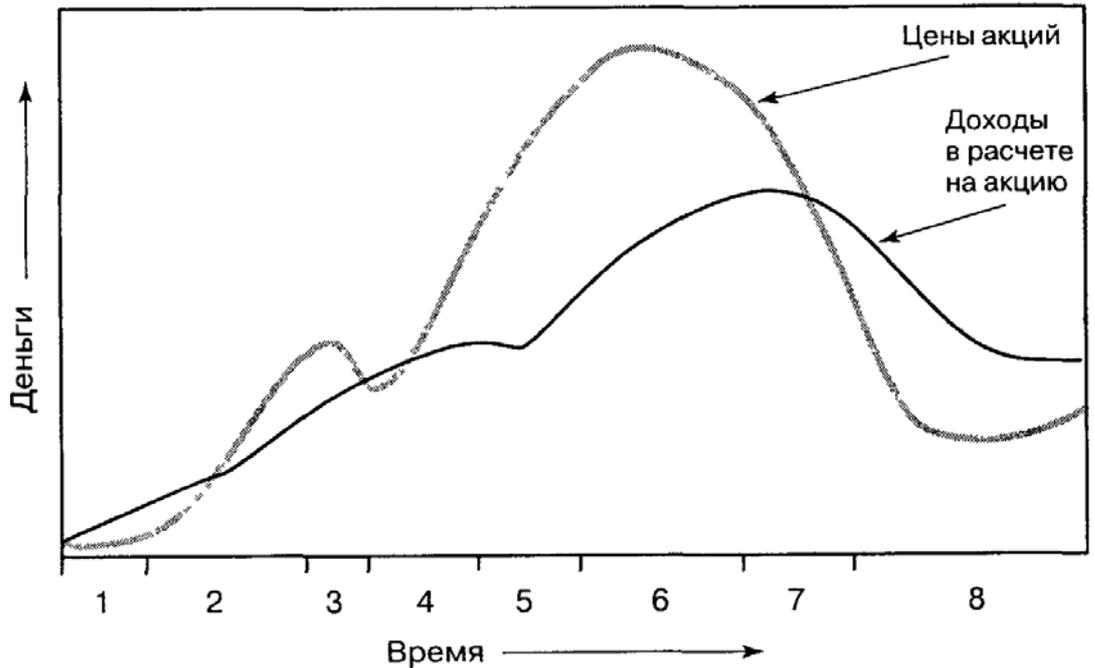
**Фондовый рынок России**



Капитализация российского рынка акций в 2008 году сократилась до \$364 млрд. (менее 25% ВВП страны). Если взять стоимость Free Float, то по текущим ценам все акции в свободном обращении (\$113 млрд.) можно выкупить на ~25% валютных резервов страны или ~80% размера резервного фонда Правительства. То есть всю «приватизацию» 90-х можно вернуть обратно в государственную собственность, даже не залезая в долги.

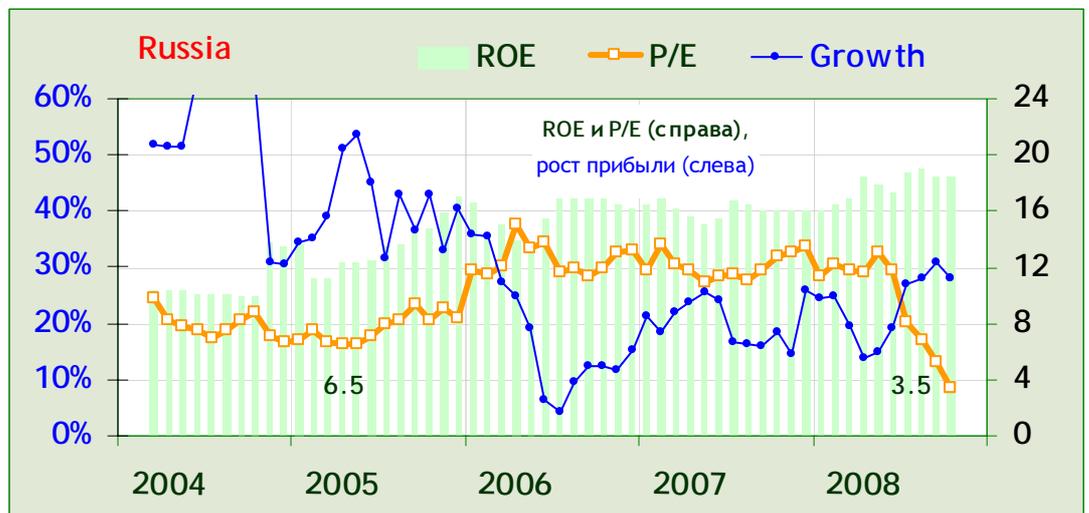
Капитализация рынка в России разделена примерно на три равные части: 1/3 принадлежит государству и госкомпаниям, 1/3 - у крупных частных акционеров (мажоритариев) и 1/3 - у портфельных инвесторов (Free Float). Иностранцам принадлежит до половины рынка: кроме ~20% акций в виде ADR, значительная часть мажоритариев владеет акциями через иностранные оффшоры.

Заглядывая в теорию, на фондовом рынке России мы стали свидетелями завышенных ожиданий цен на сырьевые товары и соответственно доходов, а сейчас являемся аналогичными свидетелями заниженных ожиданий по доходам компаний (фаза 8):



*Источник: Джордж Сорос «Кризис мирового капитализма»... На первоначальном этапе (1) тенденция еще не признается. Потом наступает период ускорения (2), когда тенденция признается и усиливается доминирующим предвзятым мнением. Может вмешаться период проверки (3), в результате чего курсы падают. Если продолжают существовать и предвзятое мнение, и тенденция, то бум приобретает еще более высокие темпы (4). Потом наступает момент истины (5), когда реальная ситуация уже не может соответствовать завышенным ожиданиям, затем наступает период полумрака (6), когда люди продолжают играть в игру, хотя больше не верят в нее. В конце концов достигается точка перехода (7), когда тенденция начинает ослабевать, а предвзятое мнение начинает работать в противоположном направлении, что ведет к катастрофическому ускорению движения в обратном направлении (8), обычно называемому крахом.*

Можем натравить на себя гнев инвесторов, которые потеряли много денег на российских акциях в 2008 году, но давайте признаем, что в России **не было пузыря** на фондовом рынке. По всем коэффициентам Россия выглядела дешевле средних значений на развивающихся рынках. Пузыри, которые были на рынках, испытавших сначала бурный рост, а затем осязаемое падение (Страны Персидского залива в 2005-06гг., Китай в 2007 году), заканчивались на P/E ~40. В России этот коэффициент на пике в 2006 году не превышал и 15. Возможно, такой пузырь и надулся бы, продержись цены на нефть на \$100 больше года, что, кстати, не выглядит фантастикой.

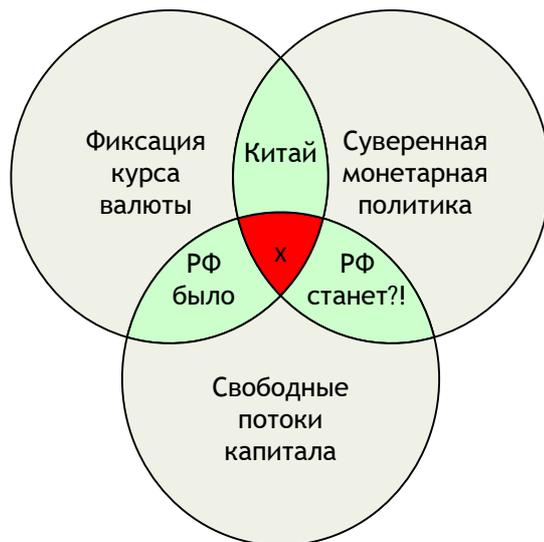


## Что случилось с рублем

Д.А.Медведев, 24.12.2008: «Что касается курса рубля, то он должен быть эффективным, и он должен соответствовать реальному состоянию нашей экономики. То есть мы должны его поддерживать в определённых границах, но в то же время этот курс должен быть, может быть, чуть более гибким, чем это было последнее время, с тем чтобы не создавать внутриэкономических проблем. Но всё, что ни будет делаться, будет делаться открыто» [А открытости мы так и не ощутили!].

К сожалению, Дмитрий Анатольевич, нельзя быть «немножко беременным», то есть иметь **эффективный курс** при наличии ограничений на его ценообразование. Эффективным является либо свободный плавающий курс, либо фиксированный курс. Последний эффективен тем, что все знают, что по нему либо с небольшими отклонениями от него можно купить иностранную валюту сегодня и в обозримом будущем.

The Inconsistent Trinity  
«Несовместимая троица»



Существует правило, согласно которому Центральный банк может в своей денежно-кредитной политике придерживаться **одновременно только двух из трех направлений** (The Inconsistent Trinity - «несовместимая троица»):

- 1) **фиксированный** или иным образом ограниченный в свободном ценообразовании курс национальной валюты;
- 2) **суверенная** или независимая от внешнего мира монетарная политика (возможность «печатать» деньги самостоятельно независимо от привязки валюты или потоков капитала);
- 3) **свободное** перемещение капитала между валютами и между страной и внешним миром.

До октября 2008 года Центральный банк России придерживался сочетания фиксированного валютного курса и свободного перемещения капитала (1+3). Сегодня ЦБ так и не объявил о смене валютной политики. Но постфактум можно говорить о плавном переходе от фиксированного курса валюты к плавающему и началу использования собственной монетарной политики Банком России (2+3).

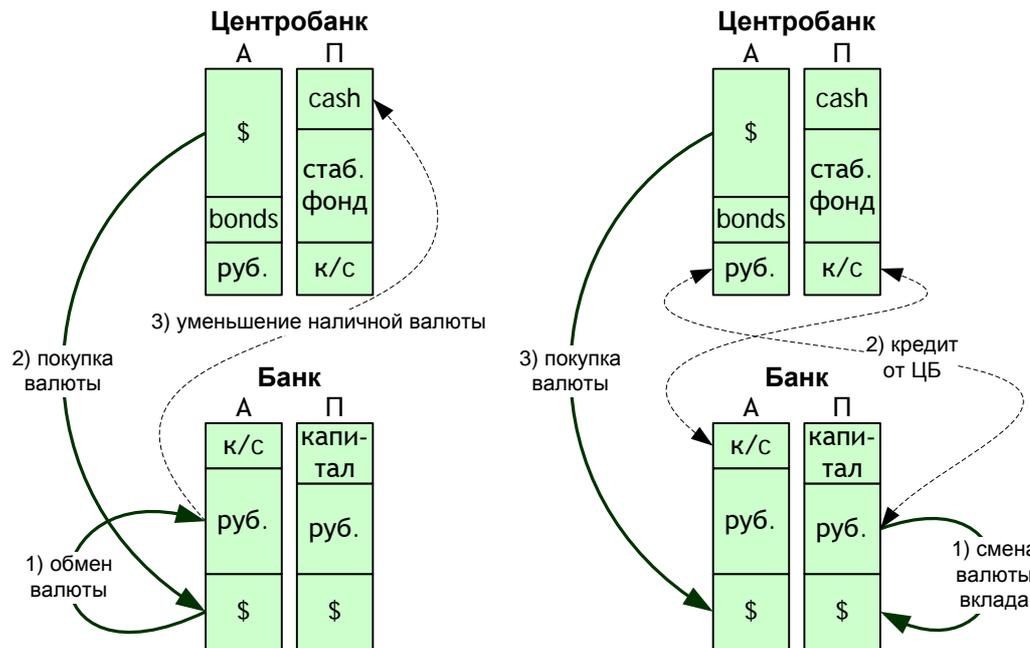
До сих пор в России был фиксированный курс рубля по бивалютной корзине (с февраля 2007 года в корзине - 55% доллара и 45% евро) и колебался в узком коридоре около  $\pm 1\%$ . В мае 2008 года Банк России в целях борьбы с инфляцией решил расширить коридор колебаний рубля. По сути это было сделано для укрепления национальной валюты, но границы коридора остались узкими (нижняя граница  $\sim 29.2$  при среднем  $\sim 30$  руб. за корзину). С 11 ноября 2008 года Центробанк начинает практику расширения валютного коридора - сначала раз в 2 недели, а затем всё чаще и чаще - в конце года «плавная» девальвация происходила на 1-1,5% раз в 2 дня. На 30 декабря 2008 года корзина достигла 34.8 руб. Если все ещё говорить о расширении валютного коридора, то коридор сейчас составляет  $\pm 16\%$ .

В каждой валютной системе (1+2, 2+3, 1+3) есть свои плюсы и недостатки, но менять правила в кризисный период недопустимо, поскольку это только усиливает недоверие к Центральному банку и национальной валюте. Тем более что у Банка России и Правительства достаточно резервов, чтобы обеспечить и фиксированный курс валюты. Собственно фиксацию можно сделать плавающей исходя из макроэкономических показателей (например, инфляции, цен на нефть и т.п.), но формула такой привязки или фиксации должна быть известна участникам рынка. Логично было бы не допускать сейчас реального укрепления рубля и привязать изменение бивалютной корзины к уровню инфляции в России, США и Еврозоне.

С октября 2008 года Банк России влил в банки («напечатал») уже более 2 трлн. руб. в виде кредитов без залога, операций РЕПО и т.п. Безусловно, часть этой суммы была необходима для восполнения ликвидности в банковской системе на фоне оттока капитала, но часть попала и на валютный рынок в спекулятивных целях. Фактически, банки получили возможность заработать на «плавной» девальвации рубля. Однако через определенное время кредиты ЦБ нужно будет возвращать, что приведет к укреплению рубля. Нынешняя «плавная» девальвация не сможет привести к **эффективному курсу** рубля, поскольку давление на рубль увеличивается в прогрессии, что искажает ожидания рынка относительно равновесного и эффективного уровня.

Приведем иллюстрацию о том, как происходит снижение валютных резервов Банка России в случае покупки в банке наличной валюты или смены валюты вклада с рублей на иностранную валюту. Любой

банк должен поддерживать адекватную структуру активов и пассивов по валютам, чтобы не допускать валютных рисков. В результате валютных операций получается следующее изменение активов (А) и пассивов (П) в банке и Центральном банке:



Примечание: к/с - корсчета и резервы банков в ЦБ; cash - наличные деньги; руб. - активы или обязательства (кредиты, депозиты, облигации), номинированные в рублях; \$ - номинированные в иностранной валюте.

**Почему Банк России повышает процентные ставки, когда все другие понижают**

Наш Центральный банк думает только о вверенных ему валютных резервах страны, а не об экономике. И такая безответственность может дорого обойтись России. Мы сначала «потеряем» экономику, а затем и резервы.

Логика Банка России такова: поскольку принято решение о девальвации рубля, то необходимо компенсирующее действие. Одно из них - повышение рублевых процентных ставок. Другим способом могло быть ограничение валютных операций, но это политическое решение (кстати, менее болезненное для экономики) идёт совершенно в разрез с ещё тлеющими мечтами о «мировом финансовом центре».

В единственном интервью (<http://echo.msk.ru/programs/beseda/558902-echo/>) спустя месяц (!) после начала девальвации («расширения коридора» в понимании ЦБ) и повышения процентных ставок заместитель председателя ЦБ А.Улюкаев попытался разъяснить позицию монетарных властей. Жаль только, что так и не ответил на основной для нас «вопрос «философии»: какая польза нашей экономике будет от манипуляций с курсом рубля и процентными ставками?! Тем более что заявленные цели совершенно расходятся с реальностью: «плавное» падение курса рубля на ~15% за 1.5 месяца при повышении ставок на 2% годовых.

Ссылка А.Улюкаева на то, что банки Венгрии и Сербии также повысили ставки, не выдерживает критики. Макроэкономические параметры для защиты от дефолта и оттока капитала у этих стран на порядок хуже, чем у России: резервы ЦБ в несколько раз меньше внешнего долга, был и остается отрицательный текущий счет. ЦБ Венгрии 22 октября 2008 года действительно повысил ставку с 8.5 до 11.5%, но после этого уже успел два раза ее понизить - до 10.5% на 9 декабря.

Очевидно, что неясные перспективы курса рубля, инфляции и движения процентных ставок, выросших как за счет премии за риск, так и за счет повышения ставок ЦБ, ставят в ступор любого экономического субъекта в стране. О каком производстве или потреблении на внутреннем рынке может идти речь, если у всех голова болит только о том, в какой валюте хранить деньги и как можно рефинансироваться под такие неподъемные проценты?!

Проблема заключается ещё в том, что за нескольких лет стабильного рубля, многие заемщики недостаточно страховали свои валютные риски. И нынешние ожидания по девальвации на рынке производных (фьючерсы, NDF-ставки) во многом связаны с временным спросом на такие страховки.

## ЧТО БУДЕТ

В этом разделе мы попробуем ответить на несколько актуальных вопросов, волнующих как инвесторов, так и простых граждан. Тема секретного слова из 6 букв (кризис) стала самой популярной в последнее время.

### Что будет с ценами на нефть и золото

Страны ОПЕК способны влиять на цены только в средне- и долгосрочном плане. В коротком периоде **цены на нефть** могут показывать любые уровни, что мы и наблюдали в 2008 году: размах колебаний составил от \$35 до \$147 за баррель. Нынешние цены ~\$40 являются перепроданными в силу существенного снижения спроса на всех рынках и отсутствия адекватного снижения поставок. Только в США, которые потребляют до 1/5 части всей нефти в мире, снижение потребления составило уже ~2 млн. баррелей в сутки (~10%), поэтому решение ОПЕК снизить добычу на 4 млн. (в сумме с сентября 2008 года или ~5% мировой добычи) не позволит пока обеспечить адекватное соотношение спроса и предложения на мировом рынке нефти.



Мы не удивимся, если в начале 2009 года цены на нефть могут показать и \$30 за баррель, и даже ниже. Но в долгосрочном плане ситуация в мире не изменилась - будущий спрос со стороны быстрорастущих стран (Китая, Индии и др.) можно удовлетворить только за счет более дорогой по себестоимости добычи нефти. Поэтому наш **долгосрочный прогноз** по ценам в \$70 за баррель не изменился. К этому уров-

ню нефть может вернуться в 2012 году. Мы не исключаем, что цены будут и выше, поскольку в следующем году при низких ценах (~\$50 по нашему прогнозу или ниже), да ещё в условиях финансового кризиса будут существенно сокращены инвестиции в нефтедобычу, что в будущем приведет к недостатку нефти на мировом рынке.

*Перепроданность нефти явно отражается и на кривой фьючерсов, где «контанго» (превышение длинных фьючерсов над короткими) по 2-х летнему фьючерсу и ценам «спот» превышало 25 декабря 2008 года 70% (~\$60 против ~\$35). В 1998 году на минимуме цен ниже \$10 за баррель аналогичное соотношение составляло только 50%.*

**Цены на золото** по итогам 2008 года почти не изменились, если смотреть динамику с 1 января, что даже удивительно в сравнении с тем, как упало доверие к банковской системе. Вера в золото как актив для сбережений неоднозначна. Мир давно ушел от «золотого стандарта» и никогда к нему не вернется. Золото обладает несколькими существенными недостатками по сравнению с деньгами – ликвидность и материальный износ (если говорить о слитках), а в России вы платите ещё и НДС при покупке наличного металла плюс обезличенные металлические счета не попадают под гарантирование вкладов. Мы не исключаем, что в 2009 году золото спекулятивно вырастет, например, в случае дальнейшего ухудшения ситуации в мировой экономике или снижения интереса к резервным валютам (доллар, йена, евро) из-за околонулевых процентных ставок. Но при любом улучшении ситуации золото начнет дешеветь. Надежды сторонников возврата к «золотому стандарту» останутся пережитками прошлого. Справедливая цена золота – себестоимость добычи плюс ценность этих пережитков, которая постепенно снижается.

## Что будет с США и долларом

В последнее время мы стали свидетелями расцвета всевозможных теорий о неминуемом крахе доллара и экономики США. Часть из них выходят из тех или иных теорий заговора, а часть основываются на неверном понимании процессов в экономике.

*Нам удалось ознакомиться с мнениями двух таких «предсказателей»: М.Хазин и автор популярного Интернет-форума Авантюрист ([www.avanturist.org](http://www.avanturist.org)). Их популярность возникла на том, что они предсказывали кризис, и он наконец-то случился, причем не важно, сколько раз до этого они ошибались. При чтении и даже личном общении с указанными персонажами мы выявили для себя много нестыковок, откровенное передергивание фактов, а в некоторых вещах простую финансовую безграмотность.*

Ситуация в США (как впрочем и в других странах) выглядит удручающе по макроэкономическим параметрам. Снижение ключевых показателей занятости, потребительских расходов и строительства, достигло худших значений лет за 30.



Источник: US Census Bureau ([www.census.gov](http://www.census.gov)), Bureau of Economic Analysis ([bea.gov](http://bea.gov))  
 Nonfarm Payrolls – индикатор занятости населения – количество новых рабочих мест (кроме с/х),  
 Building Permits – разрешения на строительство домов (представлены значения за квартал минус 1000).

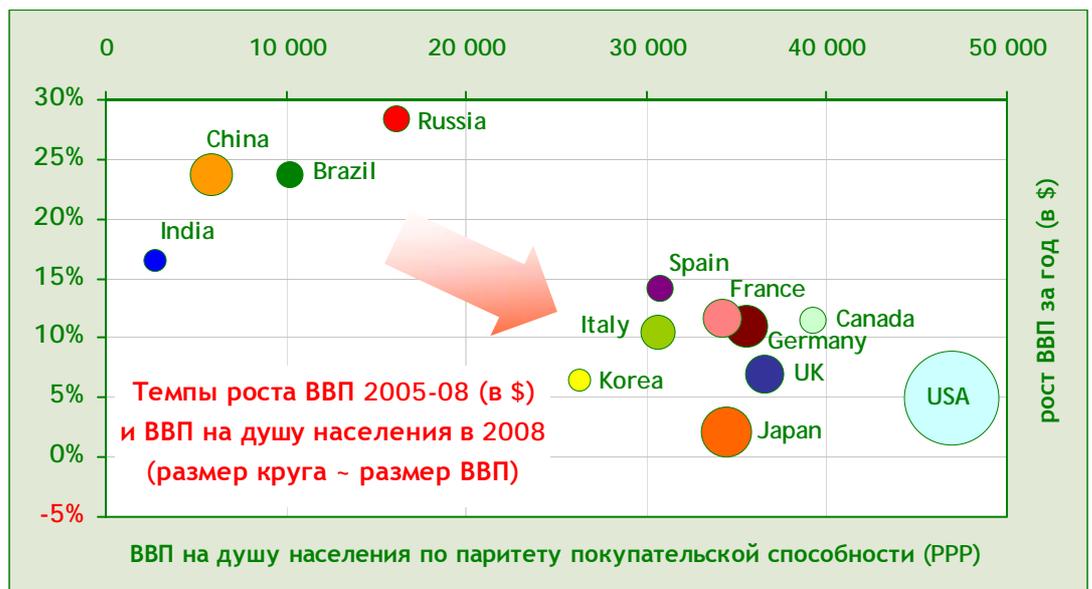
Мы не строим иллюзий, что в развитых странах в целом и в США в частности всё будет хорошо и что они смогут первыми выйти из кризиса. Но будем реалистами: для выхода из кризиса США нужно решить две основные задачи - восстановить функционирование банковской системы и снизить потребление до уровня, который обеспечивал бы бездефицитный бюджет и счет текущих операций. Тогда как развивающиеся страны сегодня столкнулись с более широким набором проблем: отток капитала и сбережений, банковский кризис, падение курса национальной валюты, высокие процентные ставки, падение уровня жизни, снижение производства и потребления...

Скорее всего, в США мы увидим японский сценарий 1990-х, когда темпы роста экономики после падения стабилизируются около нуля. Минимальный необходимый размер снижения ВВП для США - 5% или \$700 млрд.

*Что касается огромной массы долгов в США, то это - иллюзия. Любой долг - это чей-то финансовый актив. Нельзя складывать все долги в финансовом и реальном секторе, поскольку в развитой финансовой системе они составляют одну и достаточно длинную цепочку. Да, новые популярные финансовые инструменты явились одним из ключевых драйверов финансового кризиса и хорошим уроком для участников рынка - как регуляторов, так и инвесторов, покупающих с плечом и дополнительным риском. Но неразрешимых проблем не существует - когда проблема ясна, её решение имеет свою цену и срок.*

### Что будет с экономикой России

Долгосрочное направление развития глобальной экономики осталось прежним: сближение уровня жизни в развитых и развивающихся странах. Скорее всего, в ближайший год эта тенденция для таких стран как Россия, Бразилия прервется из-за падения курсов национальных валют. Но в будущем темпы роста восстановятся.



Источник: IMF «World Economic Outlook» Oct.2008, расчеты ФГ «Ермак»

Россия столкнулась с шоком, поводом для которого сначала стало обвальное снижение цен на нефть, банковский кризис, а затем всё усугубилось неадекватной политикой Правительства и Банка России. Власти под валом нахлынувших проблем, не поставив целей и не выработав стратегии, принялись «тушить пожар керосином», усиливая шоковую терапию неясными сигналами по курсу рубля и процентным ставкам.

С нынешней политикой Правительства наш базовый макроэкономический прогноз с нулевым ростом ВВП можно назвать оптимистичным. К сожалению, сегодня мы не видим логики в действиях Правительства РФ и Банка России. Нет ни единого центра принятия решений, ни стратегии, ни тем более лица, которое могло бы взять ответственность за принимаемые решения и доказать экономическому сообществу состоятельность своих действий.

Какой бы непоследовательной ни была политика государства в последние месяцы, мы надеемся, что здравый смысл рано или поздно возобладает. Вместо страхов по поводу снижения огромных государственных финансовых резервов и платежного баланса, наконец, появятся проекты для восстановления экономики. Ключевые направле-

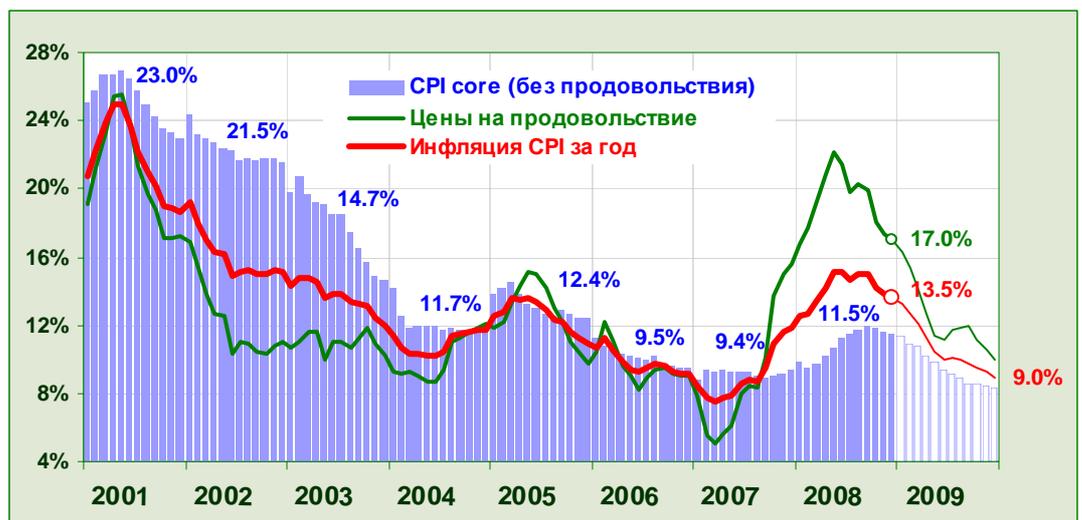
ния - это строительство жилья и инфраструктуры, ипотека, помощь агропромышленному комплексу, создание долгосрочных финансовых ресурсов в экономике.

В начале 2009 года мы ожидаем от Правительства отхода от риторики «PR-заклинаний», перехода от политики «затыкания дыр» к политике «стимулирования» и «создания спроса». Должны быть снижены процентные ставки и обеспечен максимально возможный госзаказ для сильно пострадавших отраслей (строительство и металлургия). Нужно вернуть веру в рубль, чтобы вернуть сбережения из наличной иностранной валюты в рублевые вклады, и наконец-то объявить о новой валютной политике (или обозначить границы прежней).

Негативно на темпы роста экономики в следующем году будет влиять сокращение инвестиций, особенно в строительстве и нефтегазовой сфере. Не исключено сокращение и в отдельных отраслях потребительского сектора (туризм, авиаперевозки, отдых и развлечения). При этом, положительная динамика будет наблюдаться в госрасходах и внешнеторговых операциях. Дело в том, что экспорт из России снизился преимущественно в номинальном выражении, а импорт упадет - в реальном (53% импорта было представлено «машинами и оборудованием»). Поэтому даже отрицательный номинально торговый баланс может положительно отразиться на реальном ВВП.

*Достаточно силен стереотип, что нас кормили, и будут кормить экспортные отрасли. С точки зрения притока денег скорее да, чем нет, но на самом деле в этих отраслях почти не было реального роста производства. А номинальный рост уходил во многом в сбережения («стабфонд») и инфляционную подпитку обслуживающих сырье отраслей, а не в рост эффективности и объемов производства. Поэтому нынешнее решение поддержать сырьевые отрасли девальвацией рубля ничего не даст, кроме разового эффекта от переоценки валютных сбережений Правительства. Кстати, в ноябре 2008 года 1/3 доходов федерального бюджета получены за счет переоценки валютных активов «стабфонда». Реальный рост экономики в последние годы был сосредоточен в потребительском секторе и строительстве. Вес этих секторов в ВВП составляет ~57% против ~31% сырьевого сектора, включая обрабатывающую промышленность, обслуживающую сырье.*

Инфляция в России будет снижаться (при допущении, что курс рубля не будет сильно девальвирован к нынешним значениям). Мы ожидаем потребительскую инфляцию на уровне 9% за 2009 год. За октябрь-декабрь инфляция в России с учетом фактора сезонности составила по нашим расчетам 9,4% годовых по сравнению с ~13,5% за весь 2008 год. Цены производителей в России за 2008 год почти не изменились из-за существенного снижения цен на сырьевые товары в конце года, в ближайшем будущем этот эффект дойдет и до розничных цен (особенно по ценам на бензин).



Источник: Росстат ([www.gks.ru](http://www.gks.ru)), расчеты CPI Core - ФГ «Ермак»

Безусловно, вырастет уровень безработицы и социальная напряженность в некоторых регионах. Для работодателей наконец-то наступит «рынок покупателя», что позволит сократить издержки на персонал и повысить производительность труда. А уволенным работникам придется искать себя в новом качестве, что снова даст толчок развитию малого бизнеса. Реальные доходы населения в рублях если и вырастут, то немного, это произойдет за счет увеличения доходов бюджетников при сокращении доходов богатых. В экономике настало время качественного, а не количественного роста.

### Что будет с курсом рубля

Наши ожидания по стоимости бивалютной корзины в 2009 году (35,2 руб.) практически достигнуты к концу 2008 года. С учетом среднего курса доллара к евро (1,3) доллар может вырасти до 31 руб., а евро снизиться до 40,3 руб. В начале года возможно продолжение «плавной» девальвации, но уже гораздо меньшими темпами. Прояснение валютной политики Банка России, о которой мы говорили выше, снизит девальвационные ожидания, а рост цен на нефть может привести и к укреплению рубля.



Если сравнить девальвацию рубля к доллару в сравнении с другими валютами стран-экспортеров (Австралия, Норвегия, Бразилия), то можно констатировать тот факт, что рубль уже девальвировался на сопоставимую с ними величину. Указанные валюты росли к доллару быстрее рубля с 2006 года и поэтому девальвация от максимумов лета 2008 года их затронула сильнее. Рубль был привязан к корзине валют (доллара и евро), также как и китайский юань к доллару США.

Для корректности расчетов следует также учитывать инфляцию. Рубль по паритету покупательной способности превышал 80% от доллара летом 2008 года, сейчас этот показатель снизился до 71%, что уже близко к уровню Бразилии и Южной Кореи. В случае девальвации рубля до 40 руб. за доллар Россия достигнет по уровню цен Китая (55% к доллару США), тогда Россия сможет конкурировать с Китаем даже за размещение производств. Но вряд ли в планах Правительства опустить уровень жизни в России до «среднекитайского».

Существенное снижение валютных резервов Банка России, наблюдаемое в осень 2008 года, практически прекратилось. Поэтому страхи растраты всех резервов, охватившие многих экспертов, стали неактуальными.



Для нас они (страхи) изначально были беспочвенными: В России не существует столько рублей, чтобы потратить все резервы. Пока наш ЦБ ещё не напечатал слишком много рублей, замещая рубли, ушедшие на покупку валюты, мы можем спокойно обменять все рубли на валюту, и, видимо, уехать за границу. Потому что рублей в России (включая остатки на счетах и депозиты) для покупки товаров и услуг просто не останется, также как и рублей для погашения любых рублевых долгов.

Для понимания ситуации приведем некоторые выкладки по соотношению размера международных (валютных) резервов России, денежной массы и внешнего долга.

Международные резервы России предназначены для обеспечения стабильности курса национальной валюты, а также для оплаты импорта и погашения внешнего долга в случае недостатка валюты у реальных субъектов. Кроме резервов Банка России валютные активы есть у самих банков, предприятий и населения, поэтому для погашения внешнего долга необязательно требуется использование резервов ЦБ. Кроме того, полное погашение внешнего долга само по себе невозможно, также как трудно себе представить, что завтра страна закроет границы и перестанет торговать с внешним миром.



Получается, что все обращающиеся в реальном секторе страны рубли (денежная масса M2) получены в результате притока внешнего капитала (внешний долг по нашим оценкам составит на конец года \$470 млрд.). Это подтверждается и тем, что размер Международных резервов России на балансе Центробанка очень близок к величине внешнего долга (\$450 против \$470 млрд.).

*Остается вопрос, куда ушли все заработанные чистые доходы от экспорта?! За последние пять лет (2004-2008гг.) они составили \$407 млрд. по счету текущих операций платежного баланса России. Ответ тоже можно найти в платежном балансе: \$415 млрд. «ушло» за 5 лет из России в увеличение иностранных активов (150 - как прямые инвестиции, 128 - как невозвращенная валютная выручка, 60 - по прочим активам, 28 - по чистым ошибкам и пропускам...). Предполагаем, что половина вывезенного капитала вернулась обратно в Россию с офшоров под видом иностранных инвестиций и займов. Поэтому часть внешнего долга - это лишь записи в активах и пассивах одних субъектов из «списка Forbes».*

Чего же осталось в России своего?! Это «стабфонд» на -\$200 млрд. В балансе Банка России присутствуют обязательства перед Правительством на \$250 млрд., большая часть которых де-факто инвестирована за рубежом (представлена в активах Банка России международными резервами).

*с 2008 года Стабилизационный фонд России разделен на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния (ФНБ). В Резервный фонд поступают излишки нефтегазовых доходов бюджета до размера в 10% ВВП страны, остальные идут в ФНБ. На 1 декабря в Резервном фонде накоплено 3661 млрд. руб. (\$133 млрд.), в ФНБ - 2108 млрд. (\$76 млрд.).*



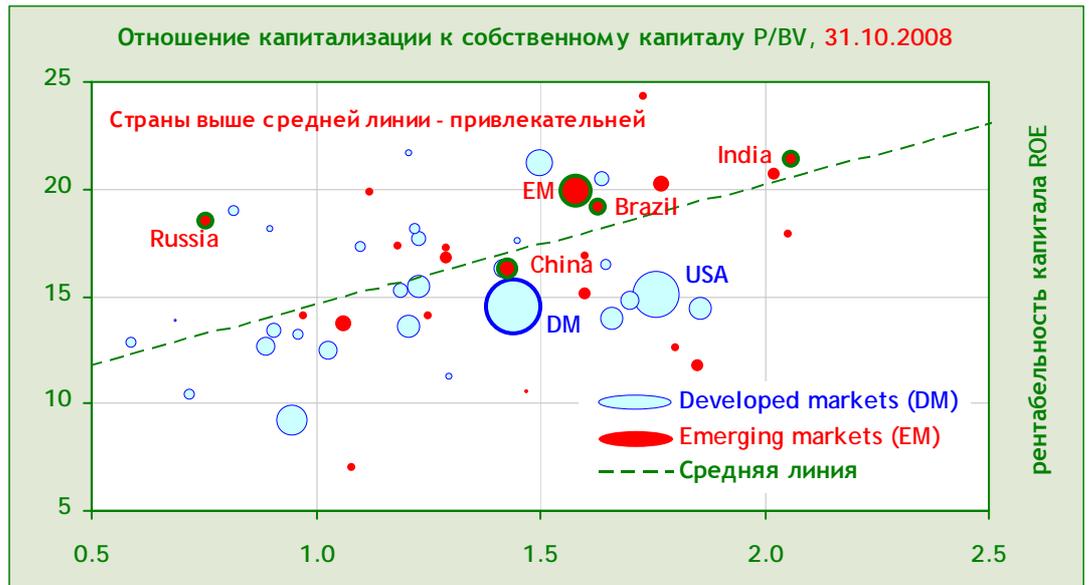
Итак, что мы имеем в сухом остатке. Россия, накопив огромные резервы на случай падения цен на нефть, дефицита платежного баланса или дефицита бюджета, не создала механизма использования этих резервов внутри страны. Внутренний кредит равен внешнему долгу и при оттоке капитала автоматически сокращается теми же темпами. А «стабфонд» (те ресурсы, которые могли стать столь необходимыми долгосрочными финансовыми ресурсами для экономики) размещены исключительно за рубежом, примерно как «пачка купюр под матрасом». Только в последние месяцы были приняты пожарные меры для направления «стабфонда» в экономику страны, пока с использованием исключительно Внешэкономбанка, который стал кредитором последней инстанции для крупнейших компаний страны. Но «пожарные» методы - это не система, поэтому эффективность этих мер остается под вопросом.

По нашему мнению, в долгосрочном плане для укрепления доверия к национальной валюте и финансовой системе у собственных граждан государству следует перестать быть и кредитором, и собственником, а следует стать должником. Накопленные резервы («стабфонд») и часть госсобственности необходимо передать в пенсионную систему, которая превратилась бы в реальный источник долгосрочных финансовых ресурсов, как для государства, так и любых экономических субъектов в стране.

### Что будет с фондовым рынком

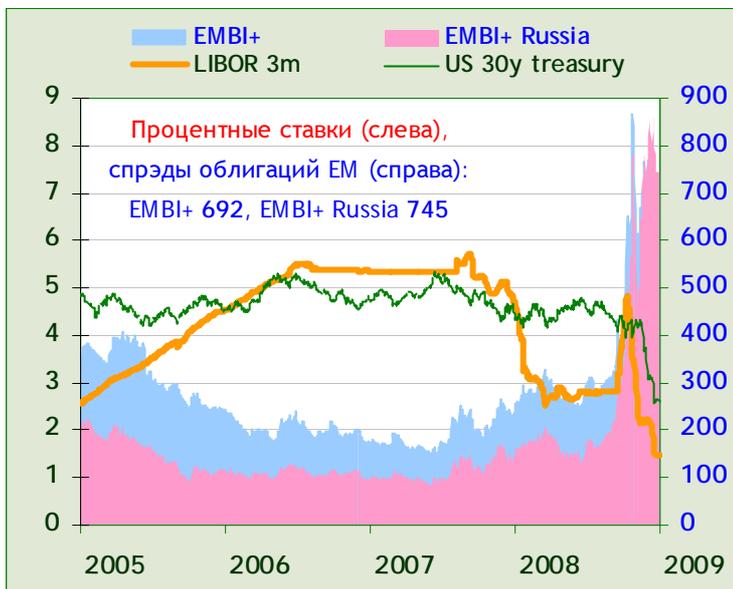
Российский фондовый рынок в 2008 году снизился на 72% в долларах США по индексу РТС и на 68% в рублях по индексу ММВБ. В 1998 году снижение рынка за год составило -85% в долларах США и -49% в рублях. Можно приводить много причин столь сильного падения рынка, но, по нашему мнению, рынок просто «сломали» на уровне ~1000 по индексу РТС, когда не сбылись ожидания быстрой поддержки рынка со стороны государства. Россия представляла одну из лучших историй роста за последние 10 лет (вплоть до 19 мая 2008 года, когда был зафиксирован исторический максимум по индексу РТС ~2500 пунктов). Но при ~50% обвале рынков акций в мире страна с высокой «бэтой» и рисками падает быстрее даже в теории.

О фундаментальных целях сейчас говорить рано в силу неопределенности ключевых макроэкономических показателей, но по сравнительной динамике и коэффициентам российские акции - одни из самых недооцененных в мире:



Фундаментальным драйвером роста российского рынка акций (кроме собственно улучшения ситуации в экономике) станет понижение премии за риск по долговым инструментам. Сегодня доходность валютных облигаций РФ составляет ~9-10% годовых, а спрэд EMBI+ больше 7%, что превышает средний уровень для развивающихся рынков (при таких-то резервах!). В 2006-07гг. эта премия за риск составляла ~1%.

Другим позитивным событием может стать расширение инвестиционной декларации ВЭБа по инвестированию средств пенсионных накоплений граждан. Мы ожидаем также продолжения пенсионной реформы, с целью создания необходимых стране долгосрочных финансовых ресурсов. Все проблемы с помощью Внешэкономбанка (ВЭБ) и при отсутствии конкуренции на рынке привлечения и размещения сбережений решить не получится.



В 2009 году мы можем увидеть рост рынка акций в России на 50-100% только в качестве отскока от нынешних сверхнизких уровней. Индекс РТС ожидается на конец 2009 года от 950-до 1250 пунктов. Минимумы рынка (550 по индексу), два раза удержанные ВЭБом (главным и, пожалуй, единственным сейчас долгосрочным инвестором страны), вряд ли будут пройдены. Для их удержания достаточно потратить совсем немного денег. Капитализация рынка акций уже настолько мала, что государство может выкупить весь рынок, даже не влезая в долги (~\$113 млрд. по Free Float).

## ЧТО ДЕЛАТЬ

### Что делать со сбережениями

Недостатка в общих советах «как хорошо сэкономить, много не потерять, или даже слегка преумножить», сейчас не наблюдается: публицистика прошла по этой теме от души. Универсальные рецепты хороши настолько же, насколько и плохи: они не учитывают индивидуальных требований по рискам, срокам, и ожидаемому результату. Для нас представляют интерес возможные перспективы для различных групп активов в 2009 году, предоставляющих разнообразные возможности.

Итак, чего можно ждать от рынков в следующем году в том, что касается актуальных инструментов для сбережений:

- ☑ Ещё одна волна снижения на **мировых рынках акций** возможна в 1 квартале 2009 года. В России мы почти уверены в стойкости предыдущих минимумов, но нельзя исключать, что ВЭБу «патроны вовремя не подвезут».
- ☑ Доходности **облигаций** привлекательны, особенно по еврооблигациям (до 30% в валюте по первому эшелону), но нужно очень осторожно подходить к выбору, поскольку от банкротства защищен лишь ограниченный набор эмитентов.
- ☑ **Недвижимость** в России будет дешеветь и достигнет уровня в 50%-75% от максимальных цен в 2008 году. Скорость падения могут ограничить только госзакупки.
- ☑ Потенциал роста цен на **золото** ограничен (~\$1000 за унцию), а с улучшением ситуации в мировой экономике и финансах металл сильно упадет в цене.
- ☑ **Доллар** сейчас выглядит привлекательней **евро** относительно нашего среднегодового прогноза (1.3), но на коротком периоде эта пара может колебаться в широком диапазоне от 1.15-1.2 (равноценного уровня по покупательной способности, или уровню цен, в США и развитых странах Европы) до 1,6 (исторический максимум). Сбережения во вкладах лучше разделить поровну между долларом, евро и рублем. В начале года **рубль** может ещё ослабнуть, но затем рублевые вклады станут лучшим выбором.

*Банковские вклады в России защищены государством на 700 тыс. рублей, поэтому в пределах этой суммы можно открывать вклады в любой валюте в любом крупном банке из системы страхования вкладов. Конечно, банкротства мелких банков ещё будут, но крупные банки (из первой 30-ки) государство будет «спасать» или находить для них новых собственников. Для тех, кто не хочет чувствовать даже временных неудобств при любом развитии ситуации, выбор остается из двух банков - Сбербанк и ВТБ, но за это Вам предложат меньшую доходность.*

Для инвесторов, ещё рассматривающих фондовый рынок России в сфере приемлемого риска, можно порекомендовать следующее:

- ☑ Тем кто, не успел выйти из фондового рынка в 2008 году и рассматривает свои инвестиции как долгосрочные (более одного года), нет смысла сейчас дергаться и искать более спокойные объекты для инвестиций на валютном рынке или рынке облигаций. Краткосрочный рост рынка может достигать 50-100% при потенциале снижения до минимумов в ~15%.
- ☑ Тем, кто имеет сбережения в денежной форме и жаждет заработать доход гораздо выше инфляции на периоде более 1 года, имеет смысл постепенно инвестировать в рынок акций. Лучше это делать порциями, например, ежемесячно.

Российский рынок акций, в логике настоящего отчета, заслуживает наиболее детального обсуждения.

### Что делать с вложениями на рынке акций

Свой фундаментальный взгляд по отдельным отраслям и акциям мы представим в начале следующего года. На данный момент модели по компаниям выглядят сильно уязвимыми относительно изменения макроэкономических допущений, в том числе:

- 1) Цены на нефть и другое базовое сырье.
- 2) Процентные ставки и ставки дисконтирования (включая премию за риск).
- 3) Курс рубля и политика Правительства в целом.

Мы отмечаем существенную недооценку многих акций даже в случае реализации самого пессимистичного сценария, но при условии, что в этом сценарии компания останется в ее нынешнем качестве. Поэтому в данный момент оправданным выглядит инвестирование только в акции компаний с небольшим долгом и минимальным риском банкротства. «Банкротство» следует рассматривать в общем смысле, включая существенную потерю стоимости вложений от размывания долей акционеров в результате значительной дополнительной эмиссии (пример - Аптеки 36'6, где могут увеличить уставный капитал в 10 раз).

Мы не строим иллюзий относительно более высокой привлекательности ликвидных акций. Потенциал роста менее ликвидных акций кратен выше, несмотря на неопределенный момент реализации этого потенциала. А краткосрочные спекуляции на нынешнем рынке одного покупателя (ВЭБа) могут привести к существенным убыткам. Поэтому единственная оправданная стратегия (кроме intraday-trading) - «купи, держи - фиксируй прибыль» с горизонтом инвестиций от одного года. Рынок, безусловно, будет отыгрывать те или иные позитивные новости или сигналы, в той или иной отрасли, но угадать момент их появления архи-сложно.

Для того чтобы не рисковать выбором отрасли, следует иметь достаточно **диверсифицированный** (или даже индексный) **портфель**. Несмотря на все сложности момента, в большинстве отраслей можно выделить компании, по тем или иным причинам менее рискованные, или более интересные для вложений. Как правило, реализация таких идей связана с выполнением некоторых условий:

- ☑ Сигналом для возникновения спроса на акции **банков, телекоммуникационных и потребительских** компаний станет прекращение «плавной» девальвации курса рубля и/или понижения процентных ставок Банком России. Ориентировочно - февраль-март 2009.
- ☑ Сигналом для прекращения опережающей динамики нефтяной отрасли будет окончание девальвации рубля при отсутствии роста цен на нефть. Мы не исключаем также негативных факторов для нефтяников, связанных с увеличением акцизов на нефтепродукты, хотя это может быть компенсировано улучшением формулы расчета экспортных пошлин или НДС. Локально интерес к нефтяным акциям напрямую связан с колебаниями нефти, надежды на восстановление цены «когда-то» отражены в устойчивом контанго фьючерсов.
- ☑ Акции **Газпрома** будут вести себя «близко к рынку». Опережающая динамика возможна после решения проблем с поставками газа на Украину. Кроме этого, рынок сейчас беспокоит возможность решения проблемы страны за счет Газпрома, как в 1998 году. Однако решение повышать внутренние цены на газ заданными ранее темпами, хоть и более плавно (поквартирно), позитивно для Газпрома. Интересным в период низких цен на нефть может стать обсуждение вопроса об отвязке зависимости цен на газ от цен на нефть. Сегодня европейцы платят за газ примерно на 25-30% меньше, если сравнивать удельную теплотворность нефтепродуктов и газа.
- ☑ Акции российских девелоперов пострадали больше всех. Пузырь на рынке жилья лопнул и оставил многих из них с неликвидными недостроями и кредитами, требующими рефинансирования. Однако в этой отрасли мы ждем максимальной поддержки от государства. Поэтому вряд ли мы станем свидетелями банкротства крупных компаний (ПИК, ЛСР, Система-Галс). Но покупать эти акции ранее объявления конкретных мер и представления менеджментом обоснованных планов откровенно страшно.
- ☑ Непросто начнется год у производителей автомобилей. По имеющимся оценкам, рынок новых легковых автомобилей может в 2009 г. уменьшиться наполовину, не лучше ситуация и с грузовыми машинами. Основные причины: проблемы у покупателей легкового транспорта (население) и грузовой техники (строители, промышленность), резкое сокращение набравших было силу автокредитования и финансовой аренды. Еще одна проблема: бизнес-модели таких компаний как ГАЗ и Соллерс, были рассчитаны на быстрый рост продаж и инвестиции за счет солидной долговой нагрузки. В современных условиях это - наиболее уязвимое сочетание! КамАЗ оказался заложником ситуации в строительстве - его будущее теперь тесно связано с активностью государства в «кейнсианских» инфраструктурных проектах. Основной идеей для сектора мог бы стать АвтоВАЗ, претендент №1 на государственную поддержку, как со стороны финансирования, так и со стороны стимулирования спроса. Главные сомнения - в сроках восстановления активного спроса на продукцию завода со стороны населения. Контрольной точкой, скорее всего, станут февраль-март, когда должны окон-

читаться вынужденные «каникулы» автозаводов, и появятся новые оценки реального спроса на автомобили.

- ☑ Сигналом для угольных и металлургических компаний могла бы стать новость об устойчивой положительной динамике в производстве (будьте уверены, компании не оставят ее незамеченной). О быстром восстановлении цен на продукцию речи не идет, прежде всего, металлургам нужно обрести уверенность с заказами, ведь падение в ноябре составило до 50% физических объемов. Около половины проката черных металлов в мире потребляют строители, плюс существенная доля стали идет в производство автомобилей - поэтому падение объемов продаж было неизбежным, и очень болезненным. Компаниям предстоит проверка на «запас прочности» в части операционной рентабельности. Мы полагаем, что лучше других готов к 2009 г. **Новолипецкий МК**, он должен показать приемлемые результаты даже при достаточно консервативных прогнозах по рынку стали. Ожидания по Магнитогорскому МК и Северстали более пессимистичны: не исключено, что они будут демонстрировать квартальные убытки в конце 2008 - начале 2009 гг. Производитель коксующихся углей **Шахта Распадская** - наша вторая идея, низкие затраты должны помочь компании при еще более сложной ситуации с объемами производства (проблемы с его снижением начались раньше, чем у металлургов). Но, как и в случае с НЛМК, инвесторы, скорее всего, будут выжидать признаков реального потепления в отрасли.
- ☑ Крупнейший представитель цветной металлургии, Норильский никель, после стремительного падения цен на основную продукцию, по нашим оценкам, уже подошел к порогу рентабельности и уже начал останавливать небольшие зарубежные производства. Жаль, что к этому моменту компания сильно потеряла соотношении «кэш/долг». Мировые производители никеля должны находиться в схожем положении, поэтому рынок ожидает некоторого подъема цен вследствие сокращения предложения. Дальнейшая динамика цен на промышленные цветные металлы будет зависеть от скорости восстановления мировой экономики. Акции Норникеля могут быть спекулятивно интересны при подъеме цен на медь и никель, однако компании еще предстоит подтвердить способность устойчиво работать в новых условиях: ведь по итогам 2009 г. возможно получение операционного убытка. Перманентно-конфликтная ситуация среди основных акционеров не добавляет особого оптимизма.
- ☑ Акции электроэнергетических компаний попали под пресс продаж одними из первых. Нарастание общерыночных проблем сложилось с желанием «новых акционеров» избавиться от акций, полученных при разделении РАО ЕЭС. В настоящее время, инвесторов в акции энергокомпаний подстерегают три основных риска: низкая ликвидность многих бумаг, туманные перспективы основной операционной деятельности (сети), и бремя обширной инвестиционной программы (генерация). В наименьшей степени подвержены этим рискам бумаги двух претендентов на «голубые фишки» от энергетики: магистральной **Федеральной сетевой компании** и генерирующей **Русгидро**. Спрос на эти акции, скорее всего, будет связан с общим рыночным настроением. О еще оставшихся идеях (ТГК-1, 2, 4, 7, 14), связанных с ожиданием оферт, на какое-то время можно забыть - после пары показательно-справедливых выкупов (ТГК-8, 10), последовал ряд примеров затягивания, да и просто безосновательного отказа от оферт со стороны вполне «благонадежных» контролирующих акционеров.

## Диверсифицированный портфель

Мы попытались составить список акций, из которого рекомендуем инвесторам составлять свой портфель:

Рыночные идеи для диверсифицированного портфеля:	
Газпром	«наше все», динамика по рынку, интерес после урегулирования вопросов с Украиной
Лукойл	лучший выбор в нефтяной отрасли; девальвация рубля - в пользу экспортеров
Роснефть	договор с Китаем поможет с долгами; девальвация рубля - в пользу экспортеров
Татнефть	прибыль компании меньше других зависит от цен на нефть; девальвация рубля...
Сбербанк	лучший выбор среди банков; интерес в случае прекращения девальвации рубля
ВТБ	интерес в случае прекращения девальвации рубля; возможны сделки M&A
ФСК ЭС	будущая «голубая фишка» от сетей; наименьшие риски в отрасли
РусГидро	будущая «голубая фишка» от генерации; наименьшие риски в отрасли
НЛМК	лучше других готов к падению цен и объемов стального рынка
Распадская	низкие затраты должны позволить пережить жесткое падение продаж
МТС	«антикризисная идея»: нет долговых проблем, доходы зависят только от курса рубля
Специальные идеи по отдельным компаниям:	
Новатэк	компания пока «страдает» от девальвации рубля и теплой погоды
СургутНГ	значительная денежная позиция, большая часть которой в иностранной валюте
СургутНГ прив.	высокая вероятность выплаты больших дивидендов (1.2-1.3 руб. за акцию)
Газпромнефть	возможен выкуп 20% пакета акций у ENI (цена, скорее всего, будет выше 100 руб.)
ОГК-1, 2, 6	сверх-перепроданные акции, но нет денег на инвестиционную программу
ОГК-3, ТГК-1, 6	сверх-перепроданные акции, количество денег на балансе больше капитализации
Полюс Золото	периодически рынок играет в «надежность золота», но так ли это на самом деле?
АФК Система	рынок оценивает холдинг с большим дисконтом к МТС + на 40% дешевле АДР
Ростелек прив.	возможна выплата больших дивидендов (2-3 руб.)
Аэрофлот	акция упала в декабре в 2 раза под преувеличенную проблему маржин-колла НРК
Рискованные идеи «под условием»:	
Норникель	может быть интересен в случае роста цен на металлы; проблемы с рентабельностью
Уралкалий	если оставят компанию «в покое», то вырастет раза в два
Дочки Связьинвеста (Волга, Сибирь)	перепроданный сектор; самыми привлекательными считаем Волгателеком и Сибирьтелеком, но в случае объявления планов по реструктуризации Связьинвеста вырастут все; по привилегированным акциям выплата высоких дивидендов не гарантирована из-за проблем с рефинансированием долгов (но тогда Связьинвест потеряет контроль)
ГК ПИК	перепроданные акции, ждем планов от менеджеров и выкупа квартир государством
Интер РАО ЭЭС	потенциально интересная компания, есть риск уменьшения номинала с 0,1 до 0,02 руб.
АвтоВАЗ	кандидат №1 на господдержку финансов и стимулирование спроса
КамАЗ	мог бы «ожить» при реализации инфраструктурных проектов и поддержке лизинга
7К, Магнит, Dixy	нециклическая отрасль, могут быть проблемы с долгами, но господдержка обеспечена
Балтика	нециклическая отрасль, риски связаны с низким Free Float и мажоритарием ВВН
ВиммБилльДанн	нециклическая отрасль, но пока нет ясности с рентабельностью и долгами
Фармстандарт	нециклическая отрасль, низкая ликвидность при цене АДР в 2 раза выше

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПАРАМЕТРЫ

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009F	2010F	2011F
Нефть Brent, \$/барр. (средняя)	28.83	38.27	54.38	65.14	72.39	99	50	60	65
Курс доллара США средний, руб.	30.65	28.81	28.30	27.18	25.57	24.87	31.0	30.0	29.6
Бивалютная корзина средняя, руб.	-	-	30.13	30.0	29.8	30.0	35.2	34.0	33.6
Курс USD/EUR средний	1.13	1.24	1.27	1.25	1.37	1.47	1.30	1.30	1.30
<b>ВВП России, млрд. \$</b>	<b>431</b>	<b>590</b>	<b>764</b>	<b>989</b>	<b>1290</b>	<b>1613</b>	<b>1299</b>	<b>1523</b>	<b>1757</b>
ВВП России, млрд. руб.	13201	17008	21620	26883	32987	40109	40263	45742	51939
Рост ВВП	7.3%	7.2%	6.4%	7.4%	8.1%	6.0%	0.0%	3.8%	4.9%
Дефлятор ВВП	13.7%	20.2%	19.6%	15.8%	13.5%	14.7%	0.4%	9.5%	8.3%
<b>Индекс потребительских цен</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.4%</b>
Индекс цен продовольственных товаров	10.2%	12.3%	9.6%	8.7%	15.6%	17.0%	10.0%	8.9%	8.8%
Рост реальных доходов населения	14.9%	10.4%	11.1%	13.3%	12.1%	2.9%	2.0%	5.8%	6.9%
Средняя зарплата, руб.	5499	6828	8555	10634	13593	17212	18226	20830	23930
Средняя зарплата, рост за год	26.1%	24.2%	25.3%	24.3%	27.8%	26.6%	5.9%	14.3%	14.9%
<b>Рост промышленного производства</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.8%</b>
Рост инвестиций в основной капитал	12.5%	10.9%	10.7%	13.7%	21.1%	8.2%	-5.0%	10.3%	6.0%
Рост оборота розничной торговли	8.8%	13.3%	12.8%	13.9%	16.1%	12.2%	2.0%	5.8%	6.9%
<b>Денежная масса (M2), млрд. руб.</b>	<b>3213</b>	<b>4363</b>	<b>6045</b>	<b>8996</b>	<b>13272</b>	<b>13768</b>	<b>15821</b>	<b>18918</b>	<b>22980</b>
Денежная масса (M2), рост за год	50.5%	35.8%	38.5%	48.8%	47.5%	3.7%	14.9%	19.6%	21.5%
Сальдированная прибыль, млрд. руб.	1456	2084	2922	4865	5726	5772	?	?	?
<b>Торговый баланс, млрд. \$</b>	<b>60</b>	<b>86</b>	<b>118</b>	<b>139</b>	<b>132</b>	<b>174</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>12</b>
Экспорт товаров	136	183	244	304	355	463	252	291	311
Импорт товаров	76	97	125	165	223	289	231	265	299
<b>Счет текущих операций, млрд. \$</b>	<b>35</b>	<b>59</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>78</b>	<b>91</b>	<b>-43</b>	<b>-48</b>	<b>-74</b>
Ввоз+ / Вывоз- капитала, млрд. \$	-2	-8	1	41	81	-100	-100	48	74
<b>Золотовалютные резервы, млрд. \$</b>	<b>77</b>	<b>125</b>	<b>182</b>	<b>304</b>	<b>479</b>	<b>450</b>	<b>307</b>	<b>307</b>	<b>307</b>
Внешний долг, млрд. \$	186	196	257	310	464	471	421	469	542
<b>Индекс РТС на конец года</b>	<b>567</b>	<b>614</b>	<b>1126</b>	<b>1922</b>	<b>2291</b>	<b>650</b>	<b>950 / 1250</b>		
Индекс РТС, рост за год	64%	8%	83%	71%	19%	-72%	+46% / +92%		

Источник: Росстат ([www.gks.ru](http://www.gks.ru)), прогнозы и расчеты - ФГ «Ермак»

Информация, представленная в данном аналитическом обзоре, получена из источников, внушающих доверие, но не гарантирующих ее достоверность. Рекомендации, содержащиеся в обзоре, основаны исключительно на личном мнении аналитиков Финансовой Группы «Ермак», которая не несет ответственности за любые негативные последствия использования данных рекомендаций.

Аналитический отдел Финансовой Группы «Ермак» ([www.ermak.ru](http://www.ermak.ru)):

Руководитель **Тунёв Виктор**

[tunyov@ermak.ru](mailto:tunyov@ermak.ru)

Специалисты **Молчанов Яков**

[molchanov@ermak.ru](mailto:molchanov@ermak.ru)

**Быкова Екатерина**

[bee@ermak.ru](mailto:bee@ermak.ru)