



ГОДОВОЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР 2010-2011

БЫВАЮТ ГОДЫ, КОГДА РЫНКИ ВЕДУТ СЕБЯ ПРАВИЛЬНО... И КАК ДОЛГО?!

31 ЯНВАРЯ 2011 ГОДА

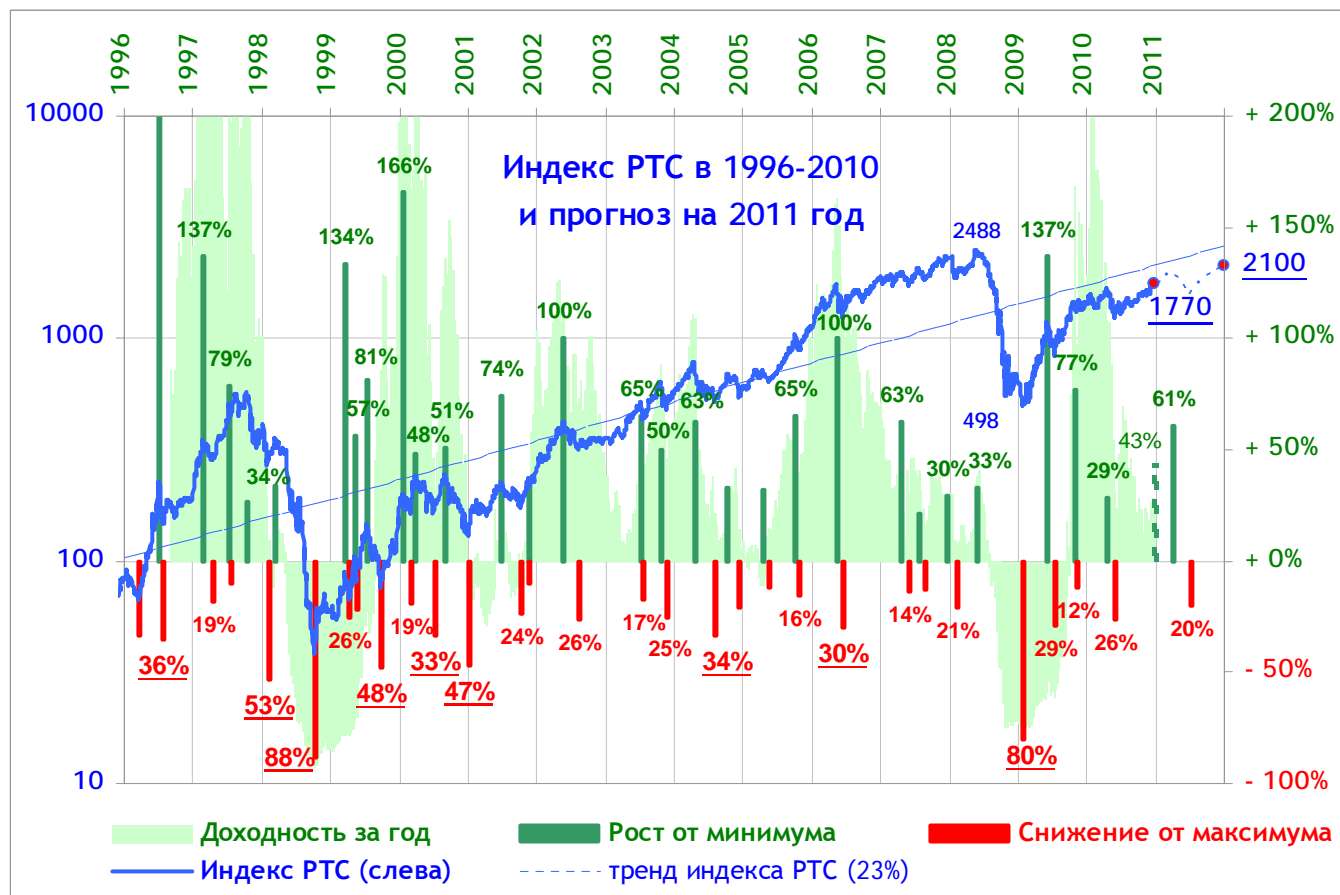
Что было в 2010 2
 Что ждем в 2011 2

ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ 6

Инфляция и рост цен на commodities 10
 Инфляция в России 13

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА И РЫНОК АКЦИЙ 15

Факторы роста экономики 15
 Правда об «оттоке капитала» 16
 Портфель свежих идей 18
 Свежие идеи на 2011 год 20
 Относительная динамика отдельных секторов, акций и облигаций 23
 Макроэкономические данные и прогнозы 25



Источник: Фондовая биржа РТС, наши расчеты и прогнозы

Что было в 2010

2010 год стал, как и ожидалось, относительно спокойным на мировых финансовых рынках. Заработали почти все, причем соотношение между доходностью отдельных инструментов оказалось пропорциональным принимаемым инвесторами рискам:

- ☑ Больше всего выросли **commodities** на ~20% по индексу CRB (золото на 29%, нефть разных сортов на 15-20%, сильно выросли отдельные промышленные металлы и сельскохозяйственные товары).
- ☑ На рынках **акций** инвесторы в развивающиеся рынки заработали в среднем 15%, а на развитых рынках ~10% (по индексам MSCI), при этом если в США рынок вырос на 11% по Dow Jones и 13% по S&P, то в терзаемой долговыми проблемами еврозоне индекс DJ EURO STOXX 50 упал на 4%.
- ☑ Глобальный рынок **облигаций** (по индексам от JPMorgan) обеспечил среднюю доходность в 3,5% годовых: на американском рынке доходность составила 5,5%, тогда как в Европе инвесторы в лучшем случае остались в нуле из-за роста доходности по bonds проблемных европейских стран. Облигации Emerging Markets обеспечили доходность ~10% за год. В России инвесторы заработали на облигациях от 12 до 15% в рублях в зависимости от класса облигаций (государственные, муниципальные, корпоративные).
- ☑ **Российский рынок акций** вырос на 24% по индексу РТС и на 23% по индексу ММВБ. При этом акции второго эшелона показали более существенный темп роста - ~60% за 2010 год. Наш прогноз в 1640 пунктов по индексу ММВБ оправдался, а по индексу РТС не дотянул до 1900 пунктов из-за меньшего укрепления рубля. Рубль за год почти не изменился к доллару США и подорожал к евро (8%) и бивалютной корзине (3,5%). Во второй половине года ускорилась инфляция из-за роста цен на продовольствие (и погода подкачала, и сильно выросли в мире цены на продовольствие), а рост импорта и сокращение торгового баланса вызвало определенные страхи (временные!) относительно будущего курса рубля.

Самыми примечательными событиями года стали:

- 1) ~~Тушение пожара керосином~~ **борьба с бюджетными дефицитами в Еврозоне**, вылившаяся в создание Европейского «стабфонда» и спасение Греции, выкупом части ее долгов с участием Европейским ЦБ и МВФ. Рынки временно успокоились относительно способности ЕЦБ (во главе с ~~отъявленным монетаристом~~ Трише) регулировать ситуацию, так что даже новая волна снижения рейтингов и роста доходности облигаций стран еврозоны в конце 2010 года уже не вызвала какого-либо заметного влияния на другие финансовые рынки.
- 2) QE2 - **программа количественного смягчения** под номером 2 от ФРС США, анонсированная в августе и объявленная в деталях в начале ноября 2010. К слову, пока QE2 не решило поставленных задач - снижение процентных ставок, особенно на дальнем конце кривой доходности, зато создало огромный поток рассуждений о том, «печатает ФРС деньги или нет». На самом деле, программа QE2 в том виде, в каком принята (выкуп по текущим ценам на ограниченную сумму казначейских облигаций США, преимущественно не длинных) будет трудно достичь поставленных целей. По крайней мере, это снижает риск того, что ФРС допустит в ближайшие годы развитие новых кризисных явлений в экономике США, а опосредованно - во всем мире.
- 3) **Инфляционные ожидания**, которые вылились в конце 2010 года рост цен на сырье, преимущественно сельскохозяйственные товары и промышленные металлы, и даже падение цен на облигации по всему миру (рост их доходности). Отметим также, что благодаря этим ожиданиям рынки акций в мире уверенно и плавно росли всё второе полугодие 2010 года.

Что ждем в 2011

Наиболее важный вопрос для определения стратегии на финансовых рынках в 2011 году - **продолжится ли рост цен на commodities**. Мы выбираем ответ: **скорее нет!** Причины, по которым инвесторы активно покупали сырьевые товары в 2010 году, станут менее актуальными, что приведет к ожидаемой коррекции на рынках сырьевых товаров. Эти причины в первую очередь связаны с архаичными представлениями об инфляции, которая якобы «всегда и везде денежный феномен» (соответственно,

если ФРС США или другие центральные банки в мире «печатают» деньги, это обязательно должно привести к инфляции, если не к гиперинфляции).

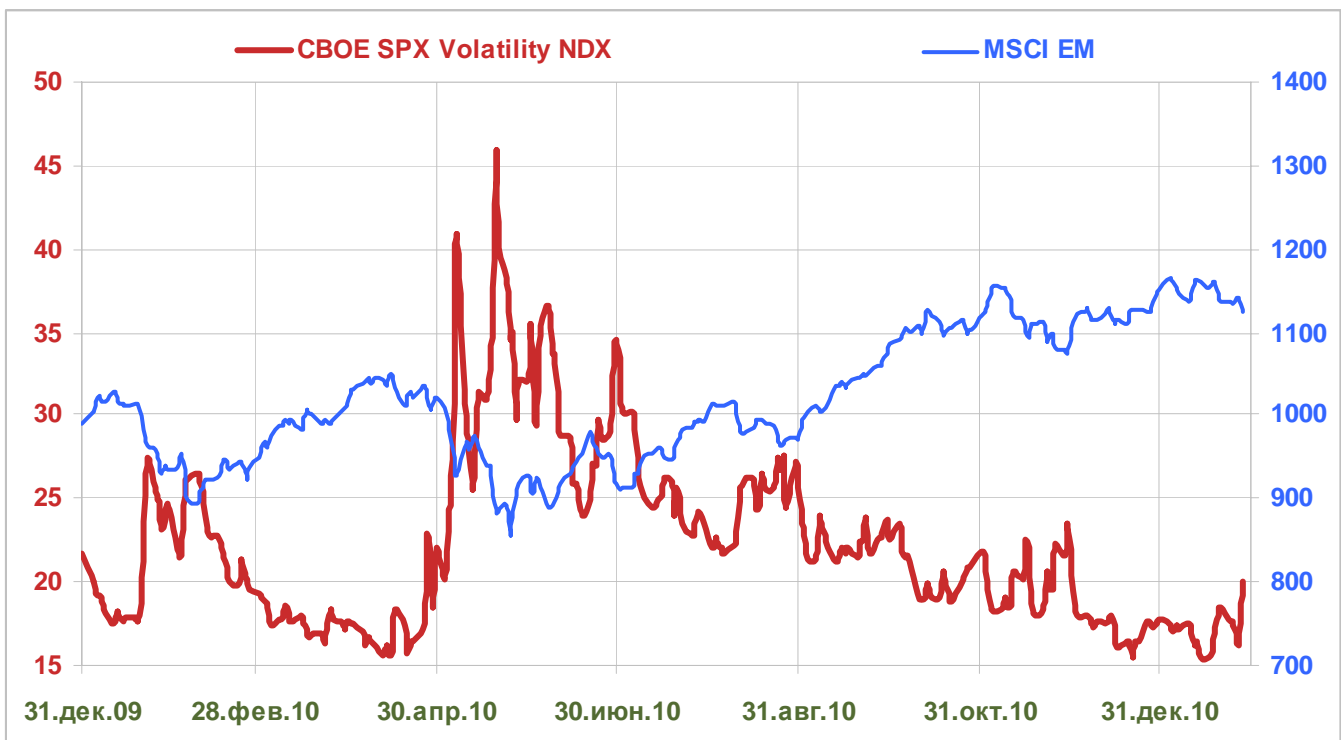
Полагаем, что **цены на commodities** по итогам 2011 года снизятся, хотя средние цены за год будут значительно выше (по золоту - до ~\$1500 за тройскую унцию, по нефти - до \$100 за баррель). На рынке сельскохозяйственных товаров трудно предположить второй год подряд плохого урожая, поэтому снижение цен будет носить более закономерный характер (независимо от активности финансовых спекулянтов).

Доходность длинных **облигаций** должна сократиться вслед за снижением инфляционных ожиданий, тогда как короткие процентные ставки в большей степени будут зависеть от политики монетарных властей. Мы не ожидаем повышения процентных ставок от ФРС или ЕЦБ, хотя призывы к этому будут звучать постоянно на фоне немного повысившейся инфляции (исключительно за счет уже состоявшегося роста цен на продовольствие и энергоносители, бороться с которым процентными ставками бесполезно). В России рынок облигаций испытает стагнацию в первой половине года с восстановлением тенденции к понижению процентных ставок к концу 2011 года, когда эффект от роста цен на продовольствие в индексе инфляции исчезнет.

Банк России может повысить ставки в начале года, что даже даст повод позднее заявить о «разумной политике, приведшей к снижению инфляции», но реальный эффект от этого действия будет скорее отрицательный. Инфляция снизится сама по себе после прекращения эффекта продовольственной инфляции, а фактор неопределенности, обычно сопровождающий период роста процентных ставок, только ограничит объем инвестиций в реальном секторе экономики.

Рынок акций выглядит наиболее привлекательным для сбережений с точки зрения ожидаемого роста прибыли компаний, отдачи на капитал и рисков. Рост производительности труда при ограниченном росте заработной платы позволяет бизнесу увеличивать рентабельность, а текущие коэффициенты по прибыли (P/E) далеки от исторических максимумов. Мы ожидаем рост мировых фондовых рынков в 2011 на 10%-15%. Скорее всего, устойчивые в свое время корреляции между ценами на сырье, курсами валют и рынками акций будут нарушены. Мир стал сложнее, и заработать на простых корреляциях будет трудно. Единственная связь, которая имеет обоснованно фундаментальный характер, - корреляция между рисками и стоимостью акций. Риски пока далеки от докризисных минимумов (-10 пунктов по индексу волатильности VIX), что позволяет надеяться на рост стоимости акций.

Снижение индекса волатильности ниже 15 выведет развивающиеся рынки (MSCI EM) на новые вершины



Источник: www.bloomberg.com

Учитывая наши консервативные ожидания по ценам на сырье (с точки зрения их динамики - рост в начале года, а потом - снижение), мы ожидаем относительного скромного роста **российских акций** в 2011 году - на 15-20% по ключевым индексам. В рублях акции могут вырасти до исторических максимумов конца 2007 года (по индексу ММВБ - 2000 пунктов), тогда как в долларах США индекс РТС ожидается нами не ниже 2100 пунктов, что на 16% ниже исторических максимумов 2008 года (~2500). В течение года при отсутствии внешних шоков максимальная коррекция на рынке вряд ли превысит 20% от предыдущего локального максимума. Несмотря на позитивный взгляд по рынку акций, новые средства лучше вкладывать в акции только после хотя бы небольшой коррекции (~10%) на российском рынке. Рынок безостановочно рос, начиная с лета 2010 года, поэтому риск коррекции сейчас очень высок.

Темпы роста **мировой экономики** в 2011 будут ниже, чем в 2010, а в 2012 - ниже, чем в 2011. Порядок цифр примерно следующий - 4,5%-3,5%-3,0% для 2010-11-12гг. В России ВВП будет расти на уровне мировых темпов +3,5% в 2011 против +4,0% в 2010, при этом драйвер роста сместится от ожидаемого восстановления в промышленности и потребительских расходах в сферу инвестиций (+8% в 2011). Тормозом экономики станет инфляция (до 10% в 1 полугодии и 7-8% по итогам 2011 года), повышение налогов на заработную плату (с 14-26% до 34%) и низкий темп роста реальных доходов населения (+2%).

Курсы мировых валют вряд ли будут иметь ярко выраженную динамику. Зато валюты развивающихся стран будет реально укрепляться, если не номинально, то за счет разницы в темпах инфляции. Среднегодовой прогноз по курсу доллара США к евро в 1,32 делает доллар более привлекательным сейчас (1.37), но в прошлом курс доллара во многом зависел от цен на сырьевые товары.



Источник: Банк России, наши прогнозы на 2010 год

Курс рубля может повторить тенденции, наблюдавшиеся в 2010 году: рост в номинальном выражении в первой половине года и снижение, когда цены на сырье будут находиться под давлением, а рост импорта вернет страхи по поводу сокращения текущего счета платежного баланса (во второй половине года). Одно «но»: положительный текущий счет сам по себе означает чистое увеличение иностранных активов у резидентов («отток капитала»), соответственно для ослабления курса рубля «отток капитала» из страны должен не ослабевать. Учитывая недостаток доходных форм сбережений за рубежом, мы ожидаем определенный возврат иностранных активов в рублевую зону, что вынудит Банк России покупать иностранную валюту и сдерживать курс рубля на протяжении всего года.

Мы прогнозируем, что текущий счет платежного баланса составит \$55 млрд. в 2011, половину из которого «вывезет» частный сектор, а вторую половину (~27 млрд. \$) купит Банк России. Среднегодовой курс рубля будет около 30 рублей за доллар США при соотношении курса доллара США и евро 1.32.

Покупка Банком России \$27 млрд. могла бы означать снижение коридора колебаний бивалютной корзины (0,45 евро + 0,55 доллара США) на 2,1 рубля при действующем сейчас правиле - покупка более \$650 млн. смещает коридор на 5 копеек. В этом смысле мы консервативны, ожидая укрепления только до 33,3 руб. по корзине (на 1,4 руб.) с учетом нелинейности действий Банка России в последнее время.

Банковские вклады в рублях после кризиса 2008 года стали наиболее надежной, при этом доходной в реальном выражении формой сбережений. Доходность по вкладам обычно не может сильно превышать инфляцию, но как раз в 2009-10гг. доходность вкладов в банках среднего размера составляла ~10-15% годовых в рублях. Сегодня ставки в крупных банках уже ниже инфляции (8,8% за 2010 год и 7-8% ожидается в 2011 году), но в небольших банках ещё можно найти выгодные предложения более 9% годовых в рублях. Пока государство гарантирует вклады до 700 тыс. рублей, вкладчику нет особого смысла выбирать банк по надежности, а достаточно смотреть на доходность и удобство обслуживания.

Цены на недвижимость в России вряд ли будут снижаться или расти быстрее инфляции, восстановление роста кредита позволит удерживать их на достигнутом уровне - высоком относительно доходов населения, но низком относительно докризисных максимумов.

Основные риски претворения в жизнь наших прогнозов следующие:

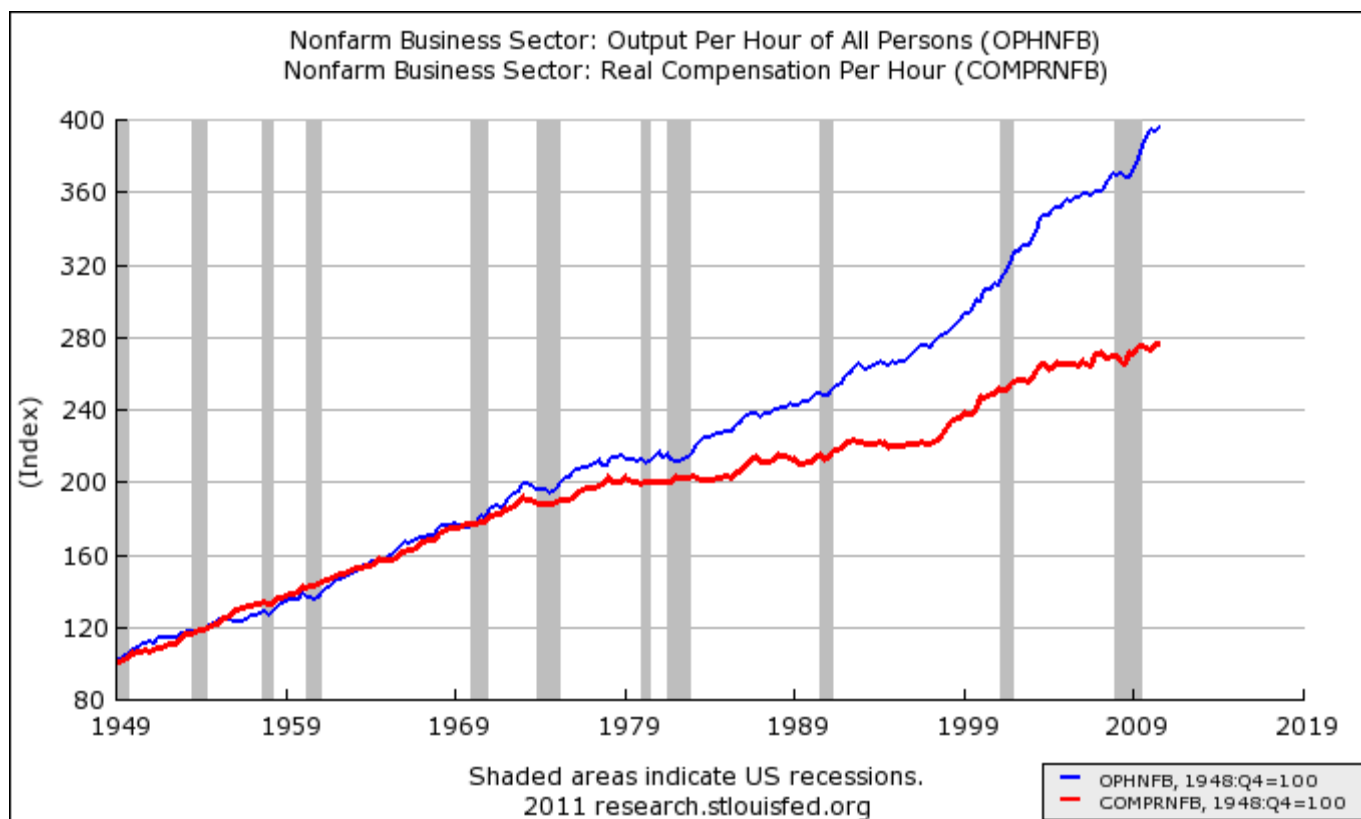
- × Продолжение надувания пузырей за счет спекулятивных денег на рынке commodities с последующим крахом всего и вся, как в 2008 году (инвесторы ещё помнят 2008 год, поэтому риск вряд ли реализуется).
- × Политические волнения в развивающихся странах или странах Европы (Египет, Тунис, возможно, только первые и самые безобидные «ласточки»).
- × Существенный объем размещения новых акций (всего до \$30 млрд., включая приватизацию госпакетов) может ограничить темпы роста российского рынка акций.
- × Слишком много инвесторов сейчас ожидает роста рынков акций в мире, что может привести к развороту рынков при существенном изменении конъюнктуры (с другой стороны мы не видим заинтересованных сторон в изменении сложившейся конъюнктуры в лице ФРС, ЕЦБ, G7, G20...).
- × Несогласованность или нерасторопность действий европейских монетарных и финансовых органов, которая может привести к дефолту/реструктуризации долгов одной из стран PIGS и/или проблемам в банковской системе Европы.

В Европе страны PIGS ждёт продолжение снижения рейтингов от рейтинговых агентств, высокие ставки по государственным облигациям и чисто символические (если не отрицательные) темпы роста экономики. Однако, находясь перед дилеммой между (1) выкупа долгов стран PIGS и (2) пожаром на финансовых рынках Европы плюс, как следствие, новое спасение крупнейших банков, Европейский ЦБ и политические силы будут вынуждены делать первое. Безусловно, всё это будет обставлено необходимыми «ритуалами» вроде показательного порицания «плохишей» с большим дефицитом, создания специальных фондов спасения и требования уничижительных для любой суверенной страны обязательств.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Сегодня мир находится на очевидном перепутье относительно парадигмы дальнейшего развития: кто станет следующим выгодоприобретателем естественного процесса роста производительности труда?! В последние три десятилетия в экономической науке и практике торжествовали неолиберальные идеи и монетаризм. В результате бенефициарами роста производительности труда стали финансовый сектор и ограниченный круг населения, который сосредоточил у себя финансовые активы, успешно создававшиеся с момента полного отказа от золотого стандарта, в результате развития систем необеспеченных денег (fiat money). Если смотреть более широко, то основной выгодоприобретатель с точки зрения уровня жизни - тот самый «золотой миллиард», проживающий в развитых странах.

Производительность труда в США с 1970-х растет в ~2 раза быстрее реальной заработной платы * - разница уходит в увеличение доли доходов финансового сектора и собственников капитала



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

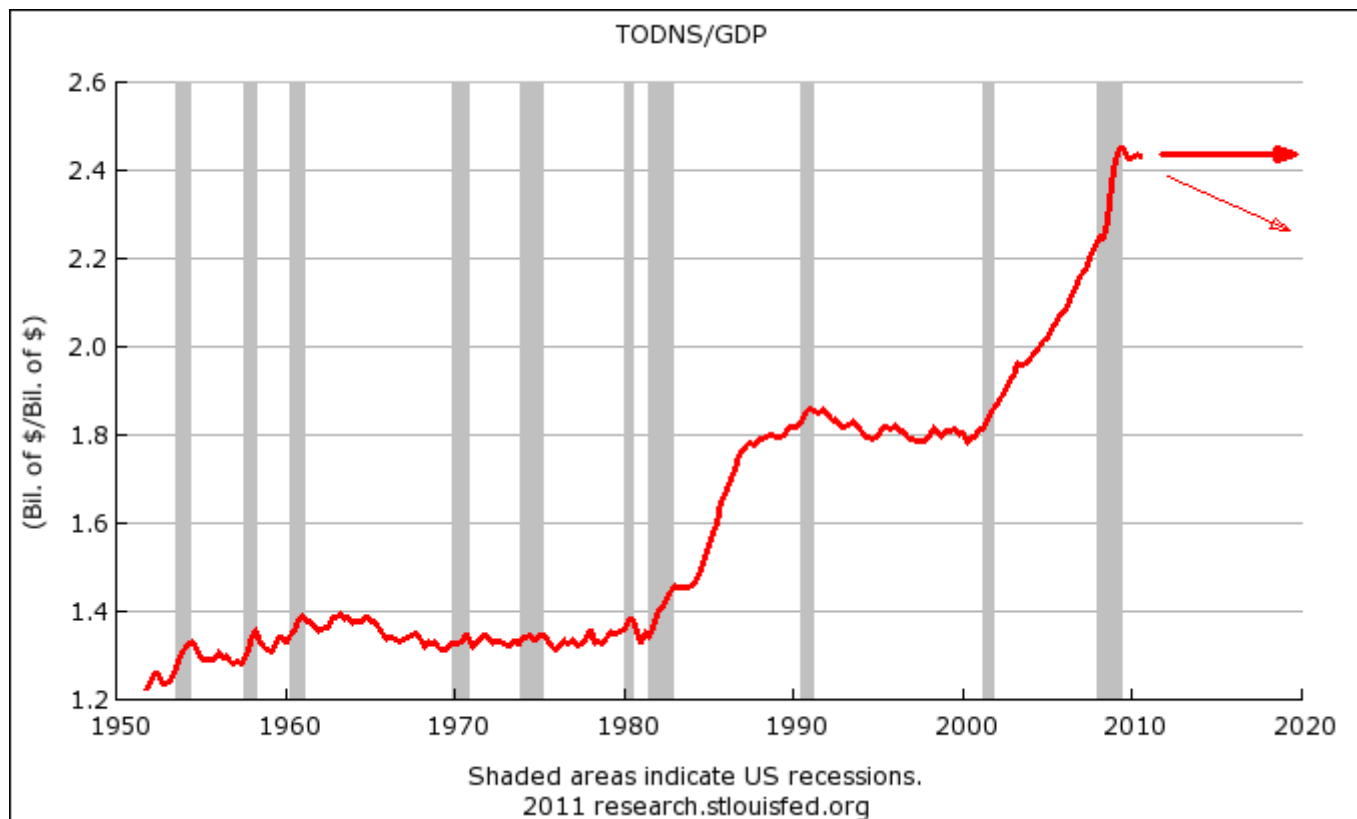
* Представлен график по бизнесу-сектору США за вычетом сельского хозяйства (с учетом с/х производительность растет ещё быстрее, а до 1970-х - обратная ситуация - зарплата опережала производительность), у других развитых стран ситуация - аналогичная

Превышение роста производительности труда над ростом заработной платы в реальном выражении объясняется в основном не техническим прогрессом или какими-то особыми навыками в организации производства, а благодаря двум естественным факторам глобализации: 1) перенос значительной части промышленного производства в страны с более дешевой рабочей силой; 2) активное развитие финансовых рынков, секьюритизации и связанный с этим рост совокупного объема кредита (долга), создающего дополнительный спрос на товары и услуги, и одновременно сбережения (активы) у одних и долги у других субъектов.

Характерная черта последних десятилетий - значительное расслоение домохозяйств и стран с точки зрения накопленного богатства. Причем для первых - это расслоение даже не в индивидуальных доходах, где оно возможно не столь заметно, а именно расслоение по накопленным активам и долгам.

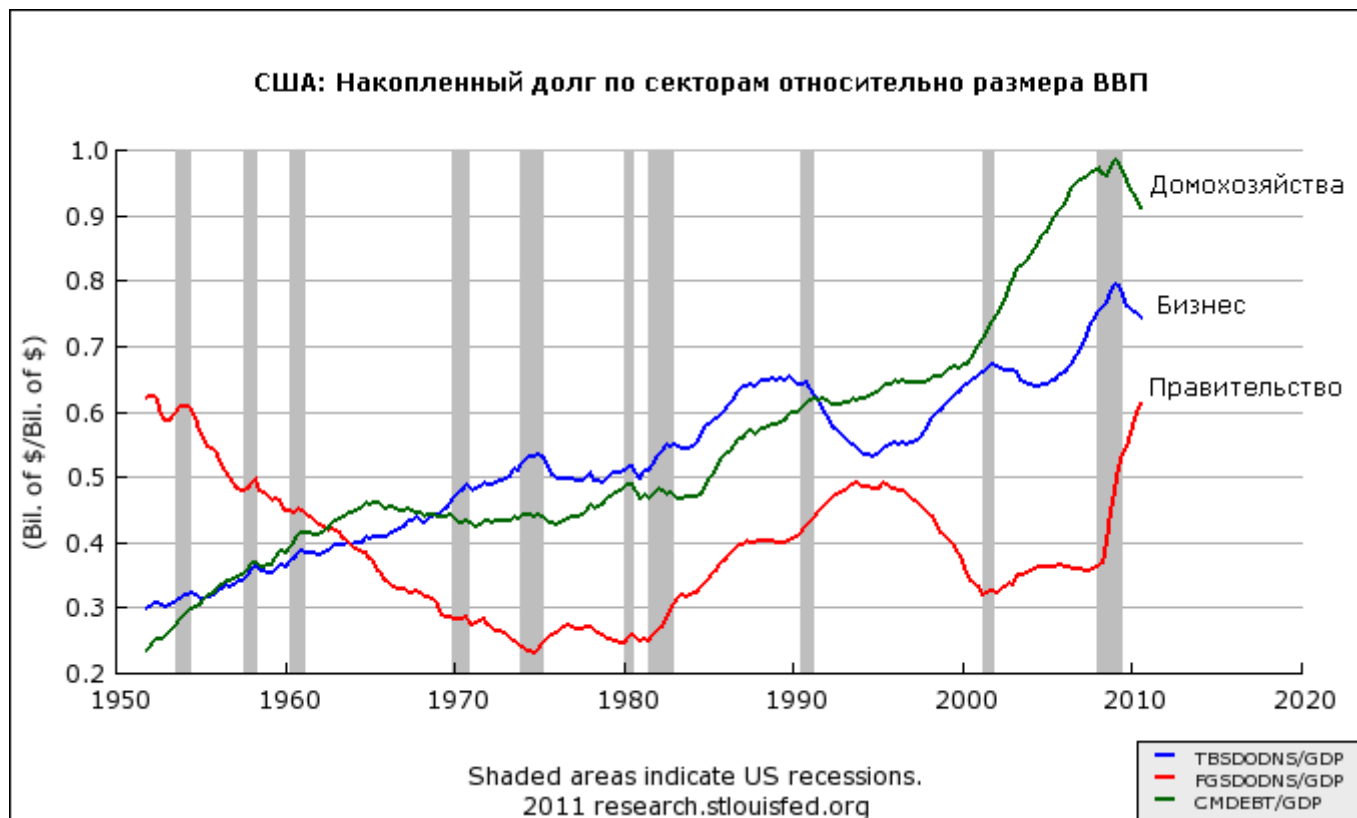
За последние полвека было два периода резкого роста объема долга в экономике США - 1980-е и 2000-е (последний период закончился известным финансовым кризисом 2008-09гг.). Аналогичная ситуация характерна и для других развитых стран:

США: Размер долга внутреннего сектора (Domestic Nonfinancial Sector) относительно размера ВВП



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

На протяжении последних 30 лет постоянно рос долг домохозяйств, тогда как долги бизнеса и Правительства имели разные тенденции. Кризис заставил частный сектор больше сберегать, в том числе путем сокращения долга, поэтому необходим кто-то третий, кто закроет образовавшуюся брешь в совокупных расходах в экономике, - государство. Иначе будет сокращение совокупных активов, долгов и ВВП - рецессия.



Источник: Federal Reserve Bank of St. Louis

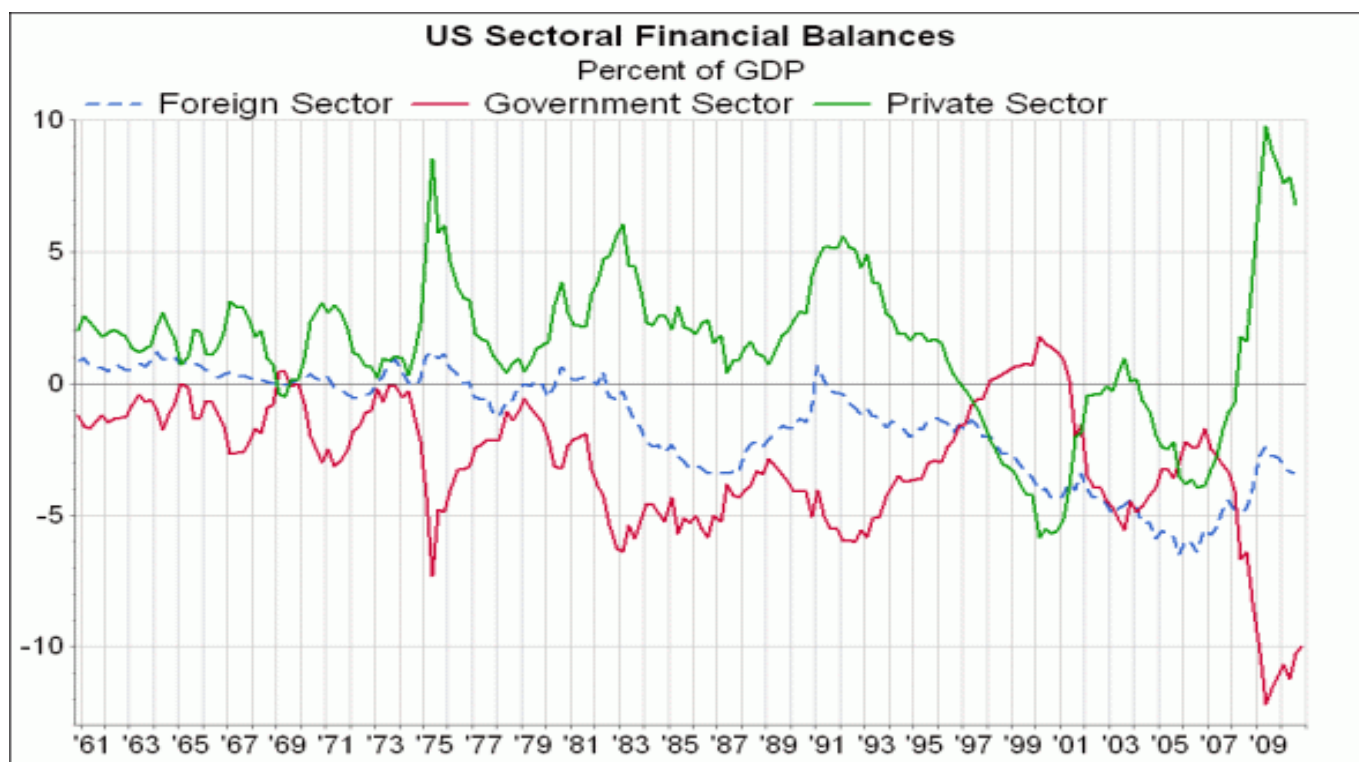
В ближайшем будущем ожидается стабилизация совокупного размера долга в экономике развитых стран относительно размера ВВП, при этом частный сектор продолжит сокращать свой долг, а государство будет его наращивать.

Проблемы госдолга (с точки зрения риска банкротства) не существует для стран с собственной валютой и суверенным долгом, номинированным в ней... Хороший пример - Япония, где госдолг самый большой в мире относительно ВВП, а процентные ставки близки к 0.

Так, потенциально проблемной является любая из стран Еврозоны (ведь они отдали свой суверенитет в обмен на евро). Европейцам, возможно, потребуется сокращение совокупного долга для выхода из кризиса, хотя история не знает примеров безболезненного расставания одних субъектов с долгами, а других - с активами (сбережениями): это равноценно ситуации, когда богатые беднеют, а бедные богатеют.

В США проблему роста сбережений частного сектора и рецессии в экономике спокойно решают увеличением государственного долга. В 2011 году в США ожидается рекордный дефицит федерального бюджета \$1,5 трлн., ~10% ВВП. На будущее есть, конечно, планы сокращения дефицита бюджета (не за счет сокращения расходов или повышения ставок налогов, а в результате естественного роста доходов и возобновления прироста кредита), но похоже никто не собирается решать несуществующие «проблемы» бюджетного дефицита за счет экономики.

США: финансовые балансы отдельных секторов в % ВВП (сбережения +, увеличение долга -)



<http://blogs.ft.com/gavyndavies/2010/12/22/the-most-important-graph-of-the-year/>

В России, к сожалению, ставят одной из главных задач сокращение бюджетного дефицита до нуля к 2015 году (В.В.Путин, 26.01.2011), причем не за счет естественных процессов (рост экономики), а путем повышения ставок налогов и ограничения расходов, столь необходимых стране с бедной инфраструктурой. К чему всё это в итоге приводит уже известно: либо резиденты будут сберегать за рубежом (так называемый «отток капитала» у нас, в том числе от неразвитого финансового рынка, основой которого служат государственные облигации), либо не будут сберегать в чистом виде вообще, накапливая совокупный долг и приближая страну к очередному кризису.

В развивающихся странах уровень долга пока заметно ниже, а разница между ростом производительности труда и заработной платой незаметна (поскольку доля оплаты труда в ВВП изначально занижена). Это может отложить процесс смены парадигмы роста ещё на 5-10 лет, пока кризис аналогичный 2008 году, не произойдет где-нибудь в Поднебесной. Китай пережил кризис достаточно легко, даже не снизив су-

щественно темпы роста своей экономики. Всё благодаря кратному росту кредита. Только за 2010 год объем кредита в Китае вырос на \$1.2 трлн., что составило примерно 20% ВВП, и превысил \$8 трлн. при ВВП ~5.4 трлн. долларов США. К сожалению, статистика Китая не дает ответа на вопрос, каким образом не столь продвинутый в институциональном плане финансовый сектор (где толком даже нет пенсионной системы) смог аккумулировать такой объем финансовых активов и обязательств без явных системных рисков или признаков их реализации.

Широкая денежная масса M2 в Китае превысила в эквиваленте 10 трлн. долларов США, что больше аналогичного показателя в США (хотя экономика США в 2,7 раза больше экономики Китая по размеру ВВП). Разница между объемом кредита и денежной массой в Китае сопоставима с валютными резервами центрального банка, достигшими в 2010 году 2,85 трлн. долларов.

Логика подсказывает, что перегруженные долгами балансы домохозяйств в развитых странах ещё долго будут сдерживать рост экономики «золотого миллиарда», а опасная борьба с дефицитом государственного бюджета только ухудшает перспективы роста. Прежде всего, это касается зоны евро, где наличие экономических дисбалансов между регионами при единой валюте и отсутствии достаточной политической интеграции, создает дополнительную угрозу банкротства (или реструктуризации долга) отдельных стран или политических волнений на фоне самоистязания стран, пытающихся снизить бюджетный дефицит (PIGS).

Угрозу распада зоны евро, конечно, нельзя сбрасывать со счетов, но учитывая болезненность этой процедуры для всех участников и неопределенные последствия для финансовых рынков, нет смысла ставить на это. Гораздо интереснее, допустят ли страны ЕС дефолт одной или двух малых стран (Греция, Ирландия или кто-либо ещё), либо Европейский ЦБ (или какая-либо другая структура) будет и дальше спасать отдельные рынки или финансовые институты путем выкупа у них плохих долгов.

Таким образом, можно надеяться, что следующим бенефициаром роста мировой экономики станет **второй «золотой миллиард»**, уже из развивающихся стран. Но! Пока эти страны знают только методы, которые преподают в западных школах, - основанные на неолиберальной идеологии и монетаризме, что в итоге выливается в самоограничения потенциала роста и обеспечения населения общественными благами. Экспорт своей рабочей силы и созданных ею благ в пользу развитых стран проходит как через торговый баланс, равный чистому «вывозу» капитала (в том числе вывозу путем накопления валютных резервов), так и за счет разницы в инвестиционных доходах - процентных ставках и чистой доходности капитала.

Теоретически (хотя эта теория далека от мейнстрима) проблема справедливого распределения общего «пирога» в интересах всего общества решается путем отказа от регулирования экономики монетарными методами (процентными ставками или фиксацией курса валюты) в пользу достижения реальных показателей фискальными методами (налоги и расходы бюджета). Такими реальными показателями могли бы стать: обеспечение полной занятости (актуально для развитых стран), сокращение бедности/неравенства или строительство инфраструктуры (для развивающихся стран). При этом такие показатели как дефицит бюджета, размер госдолга или денежная масса не должны быть предметом первостепенного значения для Правительств и центральных банков, способных обеспечить плавающие курсы своих валют либо имеющих достаточные валютные резервы для ограничения негативных последствий валютных паник и атак. Подробнее см. truevaluator.livejournal.com/783.html, shortmarket.blogspot.com

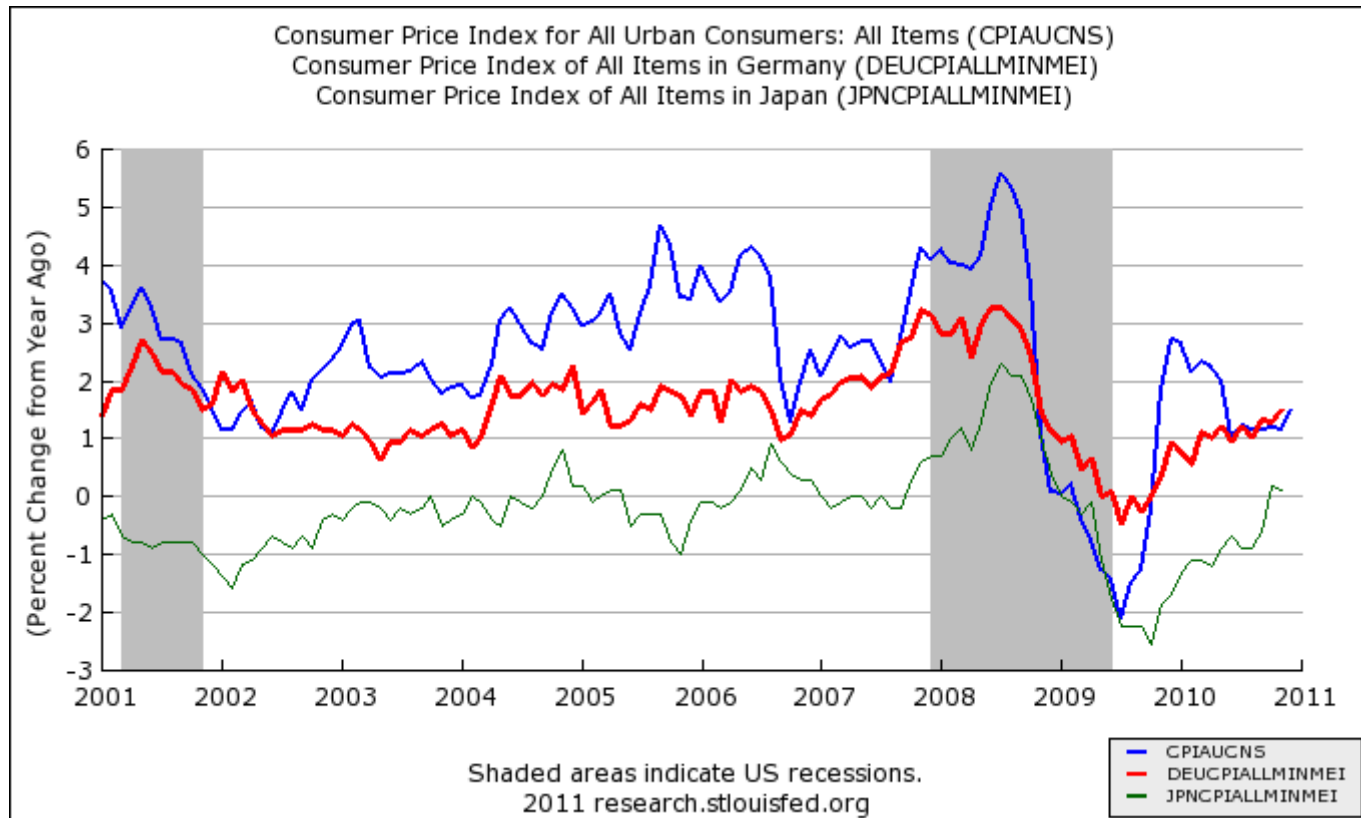
В рамках сложившийся в последние десятилетия парадигмы есть единственный способ эволюционного перехода к более справедливому распределению благ: «волки должны быть сыты, а овцы - целы». В ситуации, когда половину всего потребления формирует ~10% самых богатых домохозяйств, контролирующих основную часть финансовых и материальных активов, стоимость этих активов не должна снижаться, но их доходность должна стремиться к нулю. Отсюда, процентные ставки по депозитам и облигациям должны быть минимальными, а стоимость акций (фундаментально зависящая от процентных ставок) стремиться к максимально возможной.

Как бы то ни было, рост производительности труда - процесс глобально не прекращаемый, разве что в отдельные периоды выигрывают от него одни или другие. В результате всё большее количество людей может позволить себе заниматься чем-то непроизводительным или спорным с точки зрения общей эффективности. А именно: **искусством и модой** как средством самореализации и идентификации, **интернетом** как средством общения и самореализации, ну и, пожалуй, **финансами** как средством сбережения/перераспределения материальных благ и, опять же, самореализации.

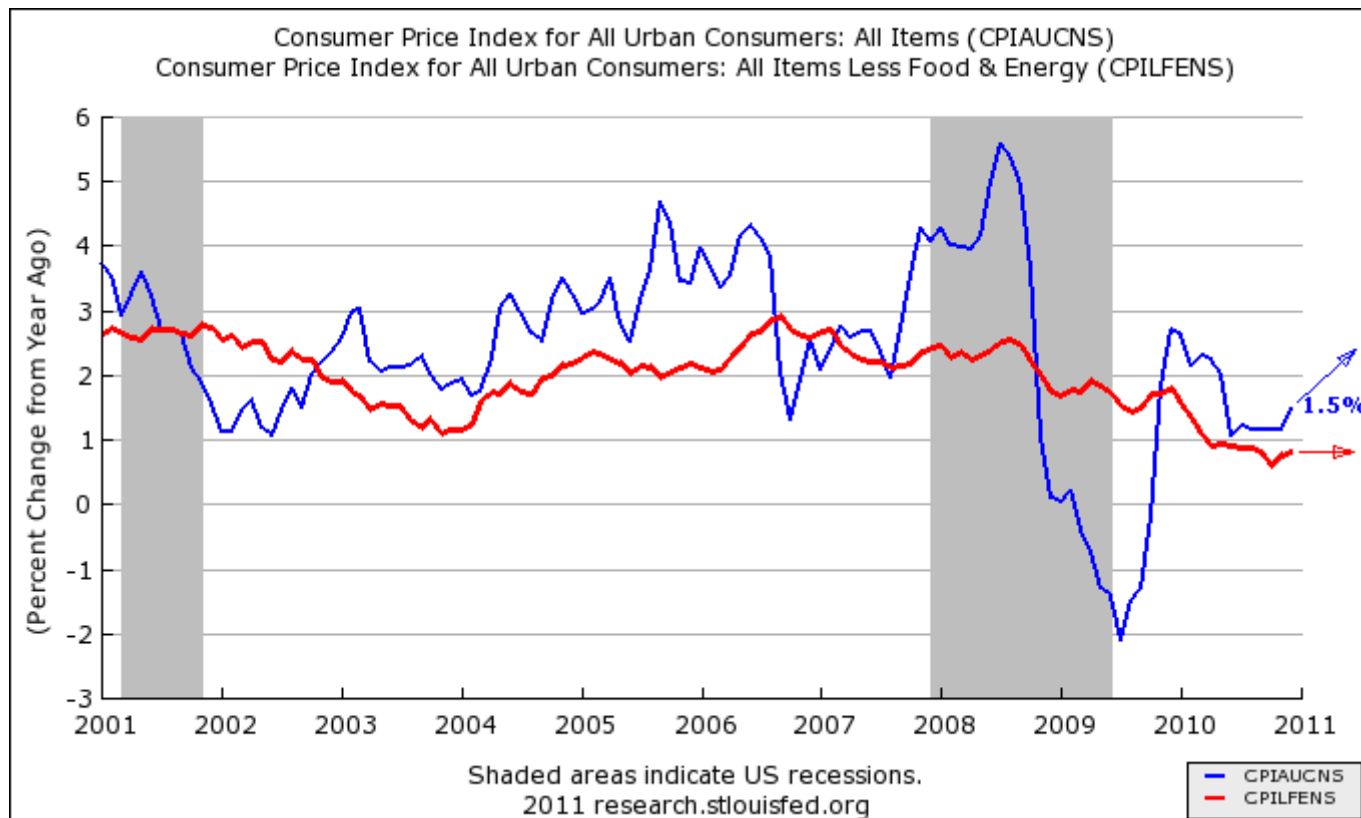
Инфляция и рост цен на commodities

Дефляционные процессы в развитых странах, наблюдавшиеся в 2008-09 гг., к настоящему моменту исчезли, но инфляция за 2010 пока ещё ниже среднего уровня за десятилетие. При этом индекс инфляции за вычетом цен на продовольствие и энергию (Less Food & Energy, CPI Core) пока находится на минимуме.

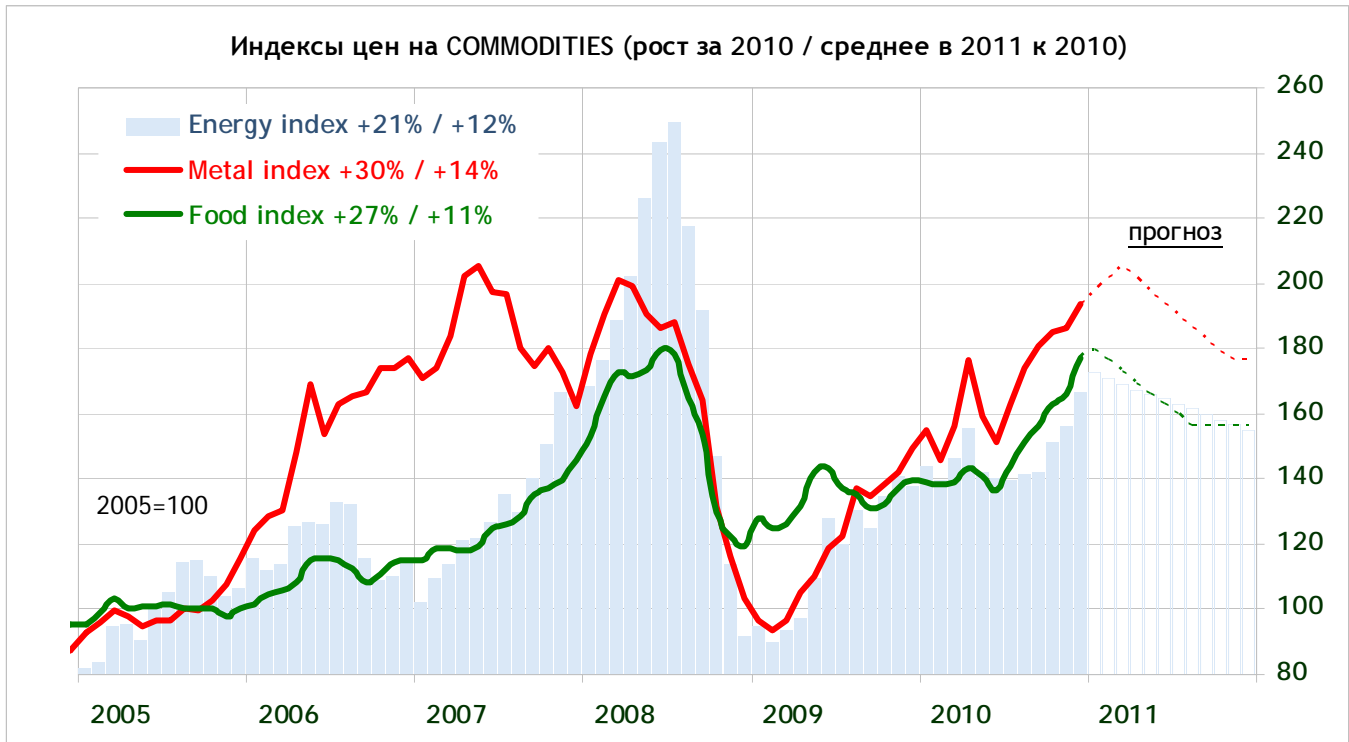
Инфляция в основных развитых странах США (синий), Германии (красный) и Японии (зеленый)



США: инфляция общая (синий) и за вычетом цен на энергоносители и продовольствие (красный)



В ближайший год мы ожидаем роста общего индекса инфляции в США и мире за счет уже свершившегося роста цен на нефть и продовольствие при относительно стабильной инфляции CPI Core. То, как росли цены на commodities можно проследить по индексам цен на отдельные группы товаров, рассчитываемых Международным валютным фондом (IMF):



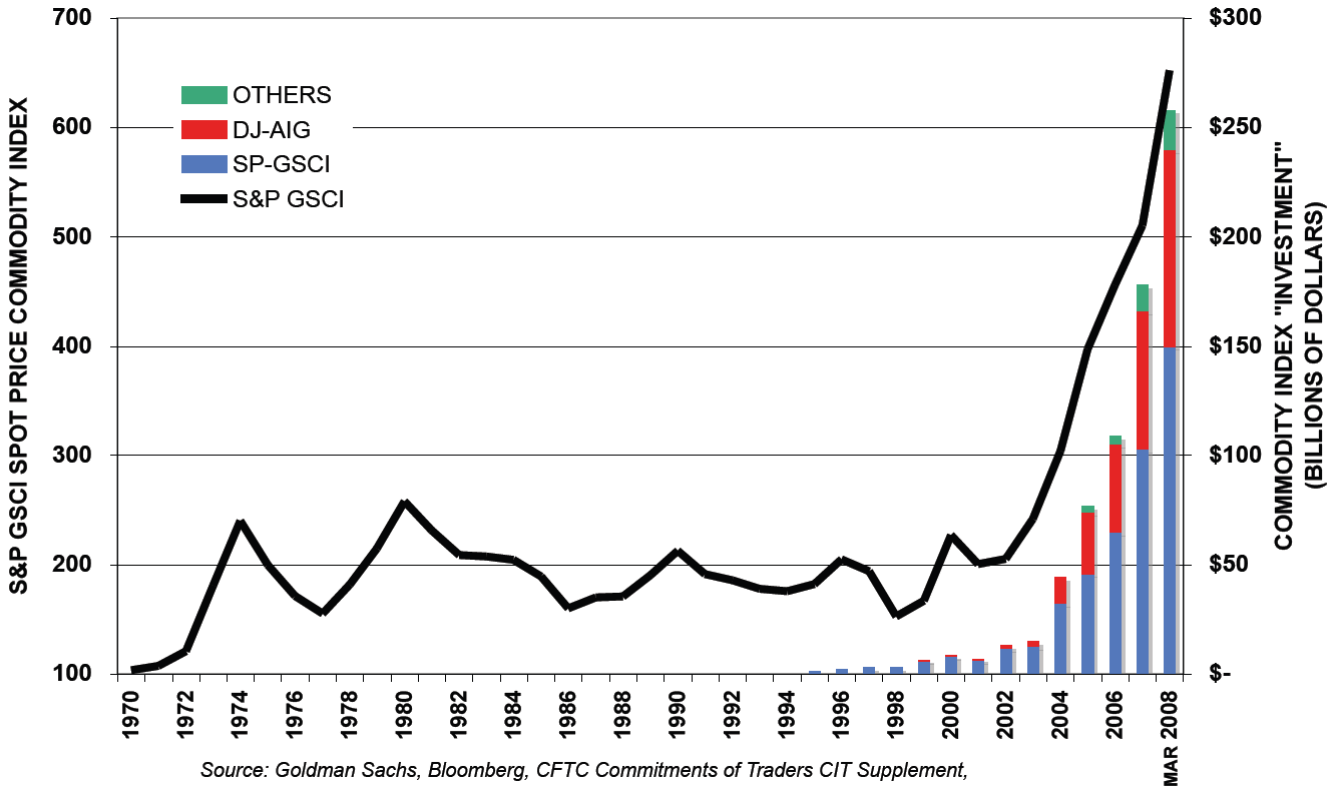
Источник: данные IMF, наши прогнозы на 2011 год

Цены на нефть (основа Energy Index) далеки от максимумов 2008 года и мы не ждем приближения к ним в следующем году. Ожидаем, что нефть останется на уровне ~\$90 при возможных колебаниях от 80 до 100 \$ за баррель. Рынок энергоносителей становится, пожалуй, самым устойчивым и эффективным, благодаря сложившейся структуре основных покупателей и продавцов и отсутствия глобальных факторов, способных существенно повлиять на состояние рынка (таких как погода для сельского хозяйства или спрос из Китая для рынков промышленных металлов).

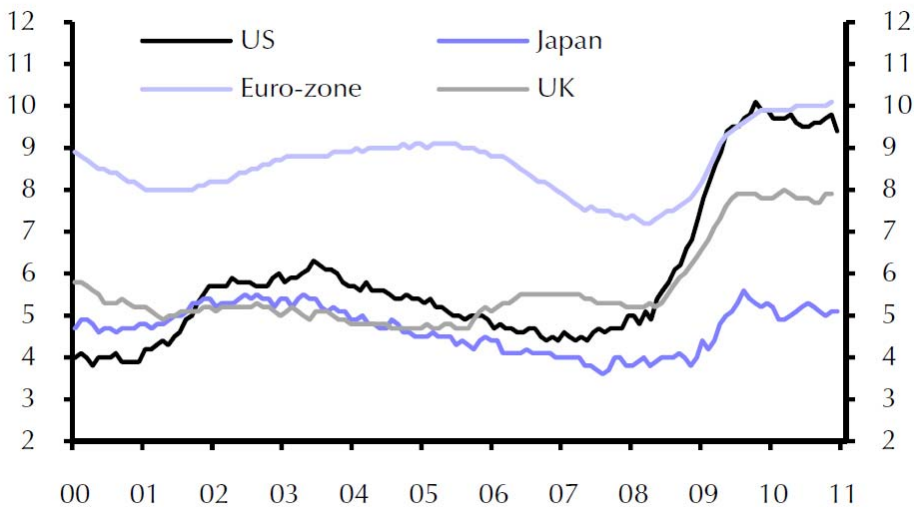
В то же время цены на **промышленные металлы** (Metal Index) и **продовольствие** (Food Index) могут продолжить расти по инерции, достигнув максимумов в первой половине следующего года. Если смотреть на индексы соответствующих групп товаров, то мы ожидаем повторения максимумов 2008 года, после чего наступит коррекция, поводом для которой станут факторы, свидетельствующие о замедлении мирового экономического роста, несбывшиеся мечты об усилении инфляции в развитых странах, а для продовольствия — просто улучшение погодных условий. **Золото** может подорожать до 1500-1600 \$ за тройскую унцию, более быстрый рост только приблизит конец пузыря, который надувается в этом «бесполезном» металле на фоне инфляционных ожиданий и архаичных представлений о сущности денег.

Стоимость многих сырьевых товаров сегодня определяется на рынке фьючерсов, где правят бал финансовые инвесторы и посредники, по-простому — спекулянты. Конечно, роль реальных покупателей и продавцов ещё сохраняется, особенно на рынке сельскохозяйственных товаров и промышленных металлов, но на рынке нефти и особенно золота цена в большей степени определяется количеством открытых позиций инвесторов. Пока инвесторы готовы увеличивать долю золота или нефти в своем портфеле, их цены растут, как только начнут снижать — цена упадет. В отличие от других инструментов (акций, облигаций, вкладов, даже недвижимости) инвестиции в сырье могут приносить только спекулятивный доход от роста цен. Снижение инфляционных ожиданий заставит инвесторов сокращать свои позиции в золоте и других сырьевых товарах. Наш оптимизм относительно снижения инфляционных ожиданий в 2011 году связан с тем, что в большей степени они стали результатом "психологического" воздействия программы количественного смягчения ФРС США (QE-2) и роста цен на продовольствие во всем мире из-за погодных условий.

Индекс цен commodities S&P GSCI (слева, линия) и объем инвестиции в сырьевые индексы (справа)



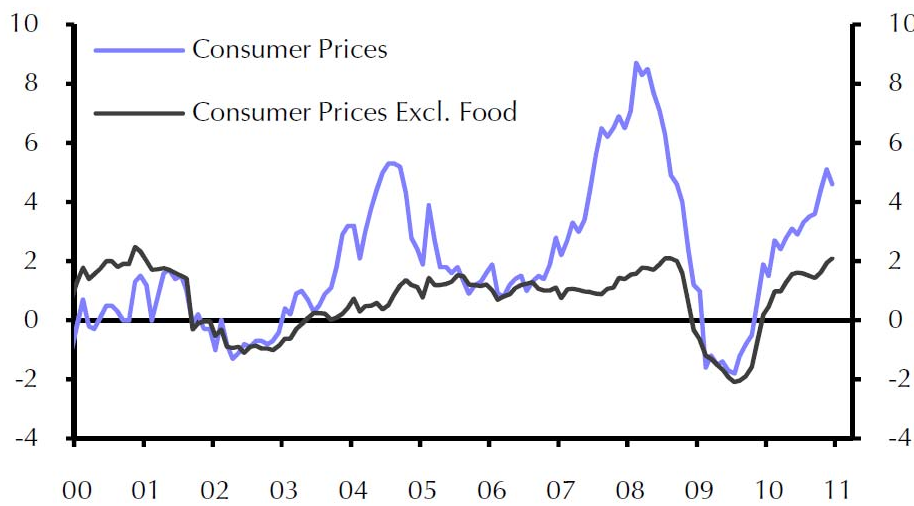
Источник: показания Michael W. Masters на слушаниях в Конгрессе США, 2008 год



- Уровень безработицы в развитых странах

Проблема инфляции в развитых странах сейчас не особо беспокоит политиков и экономистов, особенно на фоне того как уровень безработицы сохраняется на очень высоком уровне (до 10% в США и Еврозоне).

В развивающихся странах рост цен на продовольствие значительно влияет на общий индекс потребительских цен, что уже вызвало желание ЦБ многих стран монетарными методами (повышением процентных ставок) снизить уровень инфляции.



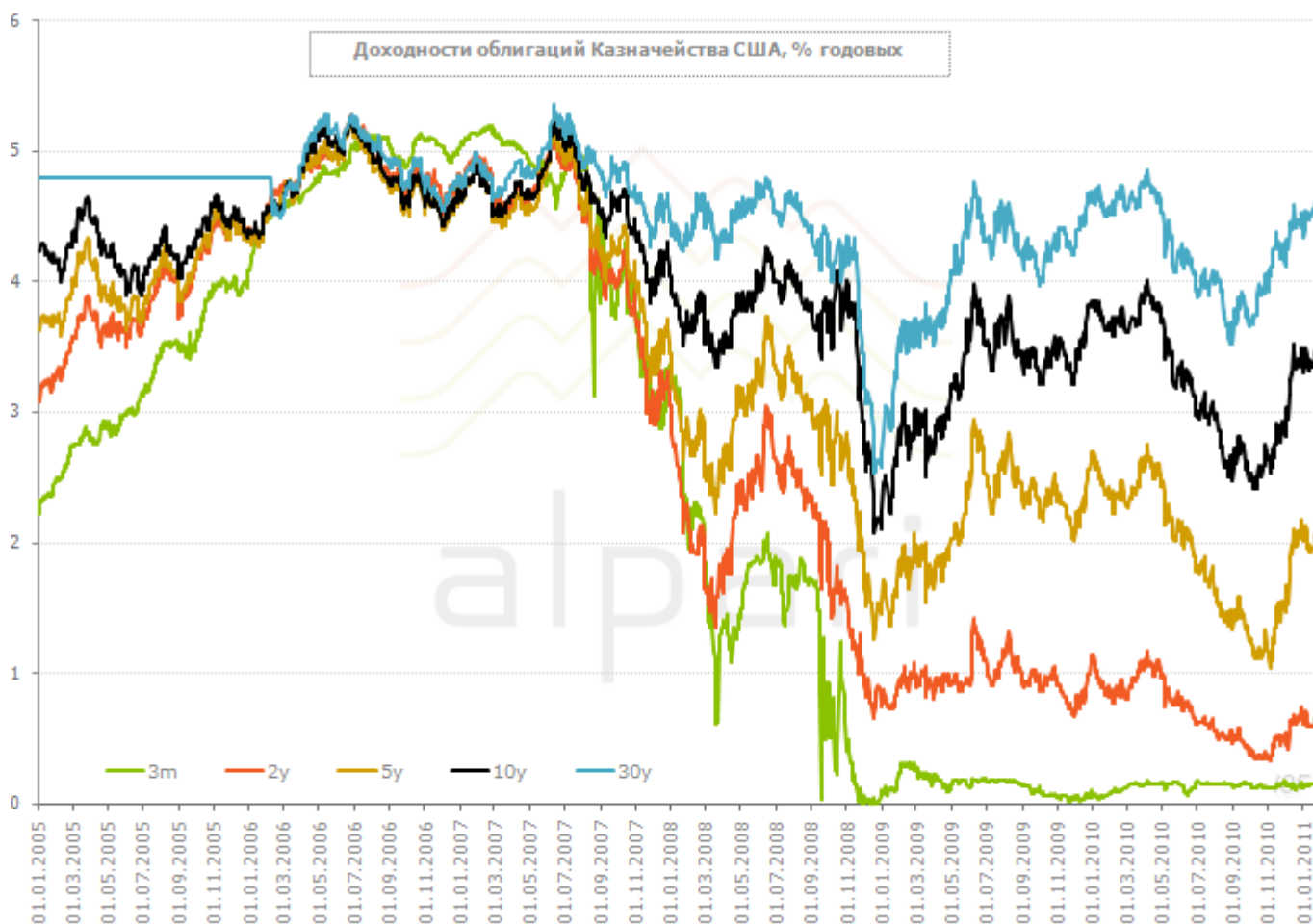
- Рост потребительских цен в Китае ~5% за 2010 год, но с исключением продуктов питания только ~2%

Механизм снижения инфляции путем повышения ставок может быть только одним - создание проблем во всей экономике ради того, чтобы инфляция в одном секторе была нивелирована дефляцией (=рецессией) в другом. Ужас, ужас, ужас, но других методов в арсенале регуляторов, увы, нет. К сожалению, повыше-

ние процентных ставок ограничивает также инвестиции, недостаток которых в том числе может сдерживать рост предложения товаров, цены на которые растут. Соответственно в зависимости от реальных причин инфляции эффект от повышения ставок может быть различным.

Инфляционные ожидания пока несильно влияют на процентные ставки по облигациям США и других развитых странах. Рост доходности длинных казначейских облигаций США (от 5 лет) в конце 2010 года лишь вернул их на уровни первой половины года (до объявления QE-2), что стало в большей степени результатом несоответствия параметров выкупа облигаций со стороны ФРС в рамках QE-2 ожиданиям рынка (будут больше покупать среднесрочные облигации, а не длинные). Для бюджета США особой проблемы от изменения доходности длинных облигаций нет, и вряд ли будет, потому что средний срок размещаемых облигаций около 2 лет, а средняя стоимость заимствования меньше 1% годовых.

Разброс доходности облигаций США от ~0 до 4.6% открывает возможности для спекулятивной игры

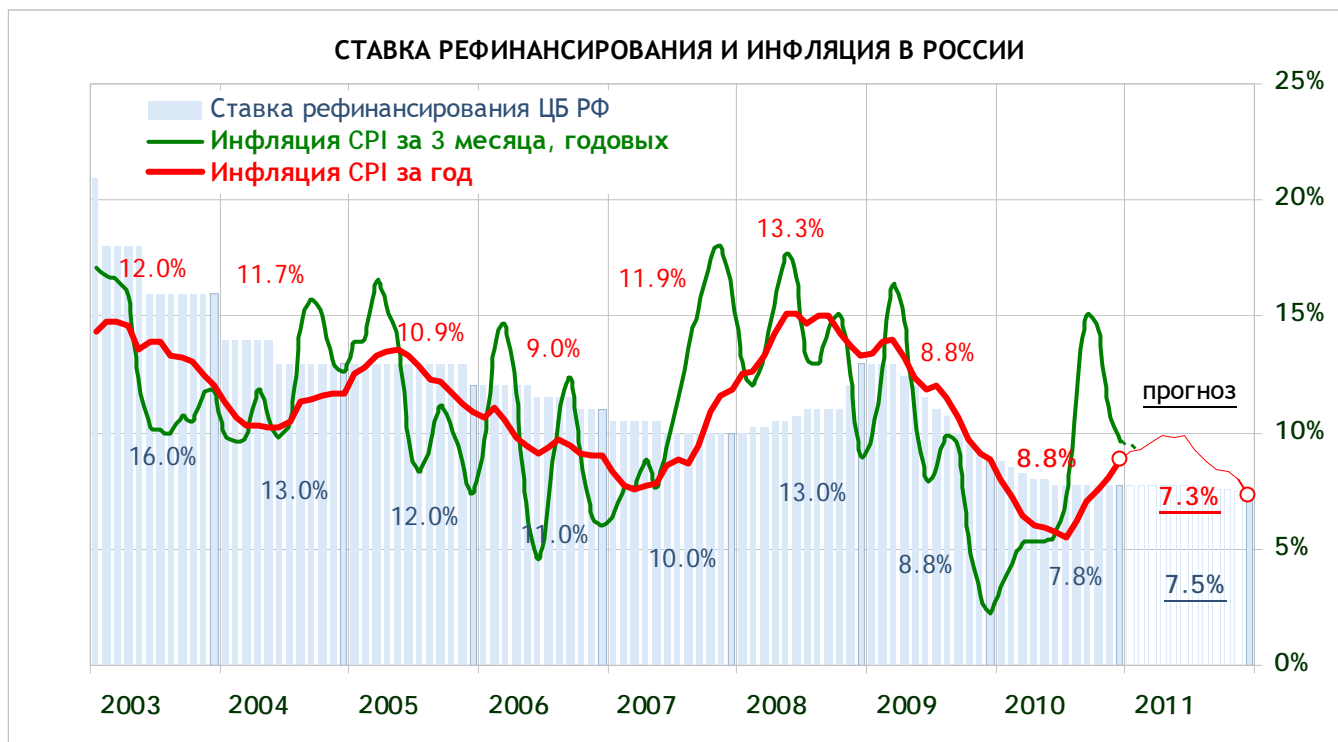


Источник: ugfx.livejournal.com

Снижение инфляционных ожиданий, безусловно, снизит доходность по длинным облигациям, особенно по 10- и 30-летним Treasuries. Спекулятивно можно покупать эти облигации на уровне 3.5%/4.5% годовых с целью снижения их доходности в течение 1-2 лет до 2.5%/3.5%, а то и ниже.

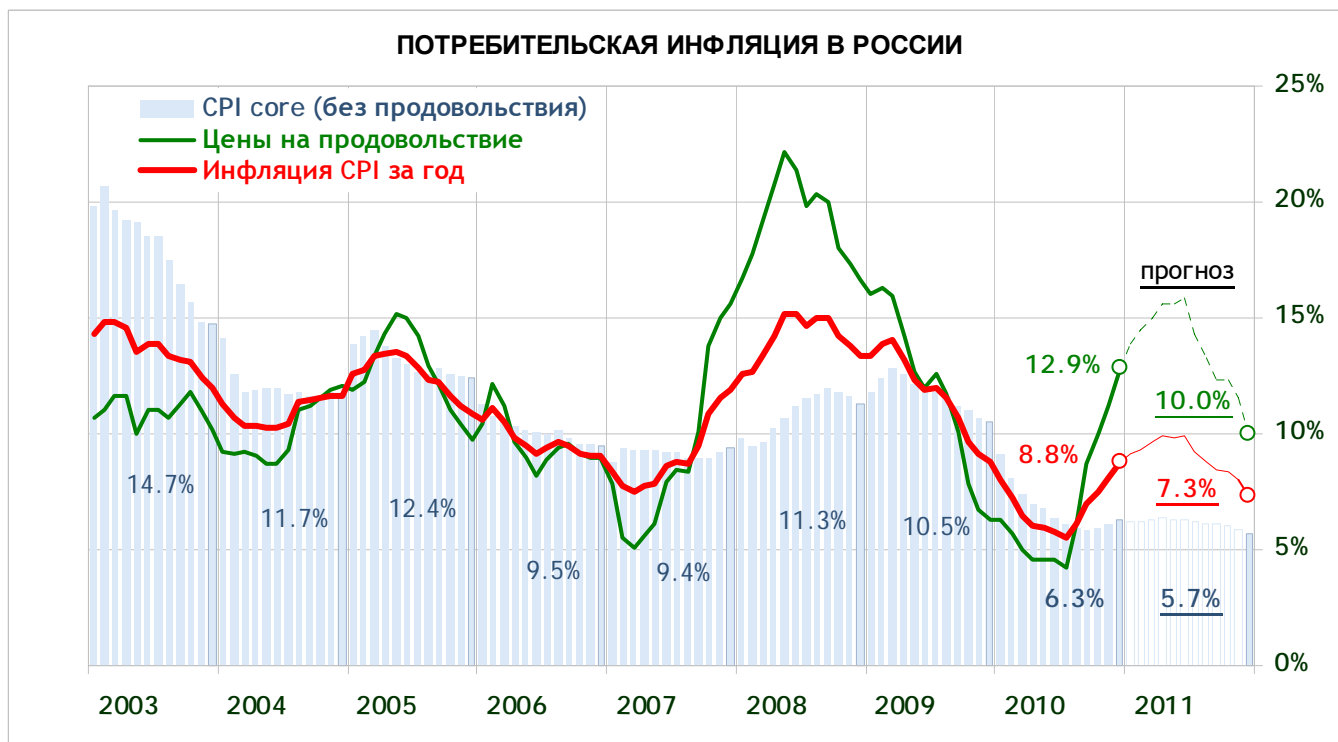
Инфляция в России

В России рост инфляции во второй половине 2010 года охладил интерес инвесторов к рынку облигаций и заставил Банк России прекратить плавное снижение ставки рефинансирования (7.75%). Нам сложно предсказать дальнейшую динамику ставки (Банк России вполне может ее повысить в 1 квартале), но к концу 2011 года мы все равно ожидаем ее понижения (до 7,5%) вслед за снижением инфляции и в целях «борьбы» с номинальным укреплением рубля.



Источник: Росстат, Банк России, наши расчеты и прогнозы

Очевидно, что всплеск инфляции в России обязан исключительно ценам на продукты питания, которые выросли за 2010 год в среднем на 12,9%, тогда как цены на другие товары показали беспрецедентно низкий прирост – только 6,3% по CPI Core (без учета цен на продовольствие) в сравнении с ~10% в предыдущие несколько лет. В 2011 году цены на продовольствие снова вырастут больше других товаров (~10% против 5,7% по нашим прогнозам), что предполагает общий индекс потребительских цен на уровне 7,3%. Продовольствие в потребительской корзине россиянина занимает до 40%.



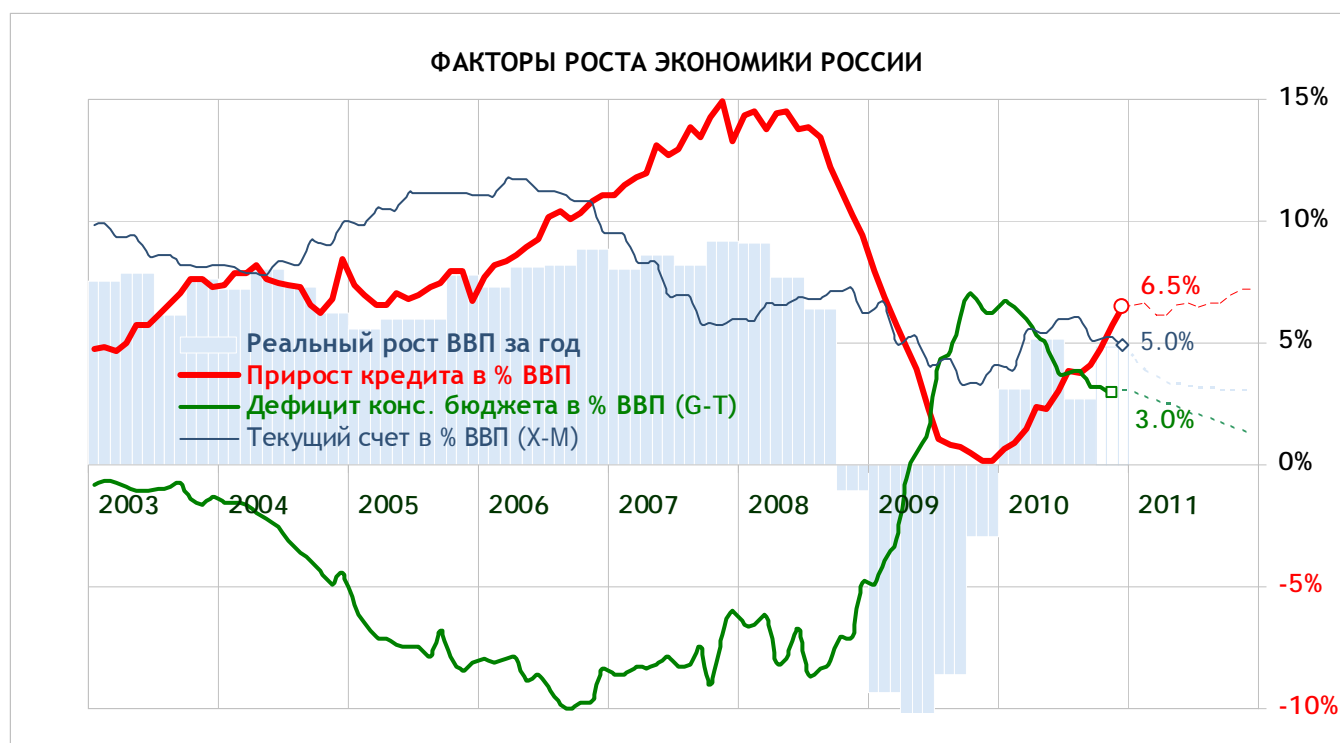
Источник: Росстат, наши расчеты и прогнозы

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА И РЫНОК АКЦИЙ

Факторы роста экономики

Рост экономики России на 4% в 2010 году обязан в большей степени восстановлению после кризиса промышленного производства и инвестиций в запасы. При этом в течение года наблюдалась стагнация в реальном выражении реальных располагаемых доходов населения, а со второй половины 2010 (когда начали сильно расти цены на продукты питания) стагнация оборота розничной торговли. Низкие темпы роста доходов населения ожидаются и в 2011 году, в том числе в результате повышения налогов на фонд оплаты труда (это снизит возможности для повышения зарплат).

Восстановление темпов прироста **кредита** и инвестиций позволят экономике России вырасти на 3.5% в 2011 году, но вряд ли существенно больше. За 2010 год кредит вырос на 16-17% в номинальном выражении или -6,5% от размера ВВП. В 2011 году рост кредита прогнозируется аналогичным (15-20% по номиналу), что относительно ВВП покроет только инфляцию в ~7-8%, но не позволит ускорить экономический рост. Более быстрый рост кредита чреват будущими проблемами банков и должников и возможен, пожалуй, только в случае существенного снижения процентных ставок в экономике. Консенсус пока складывается в обратную сторону, что ставки будут расти из-за инфляции.



Источник: Росстат, Банк России, наши расчеты и прогнозы

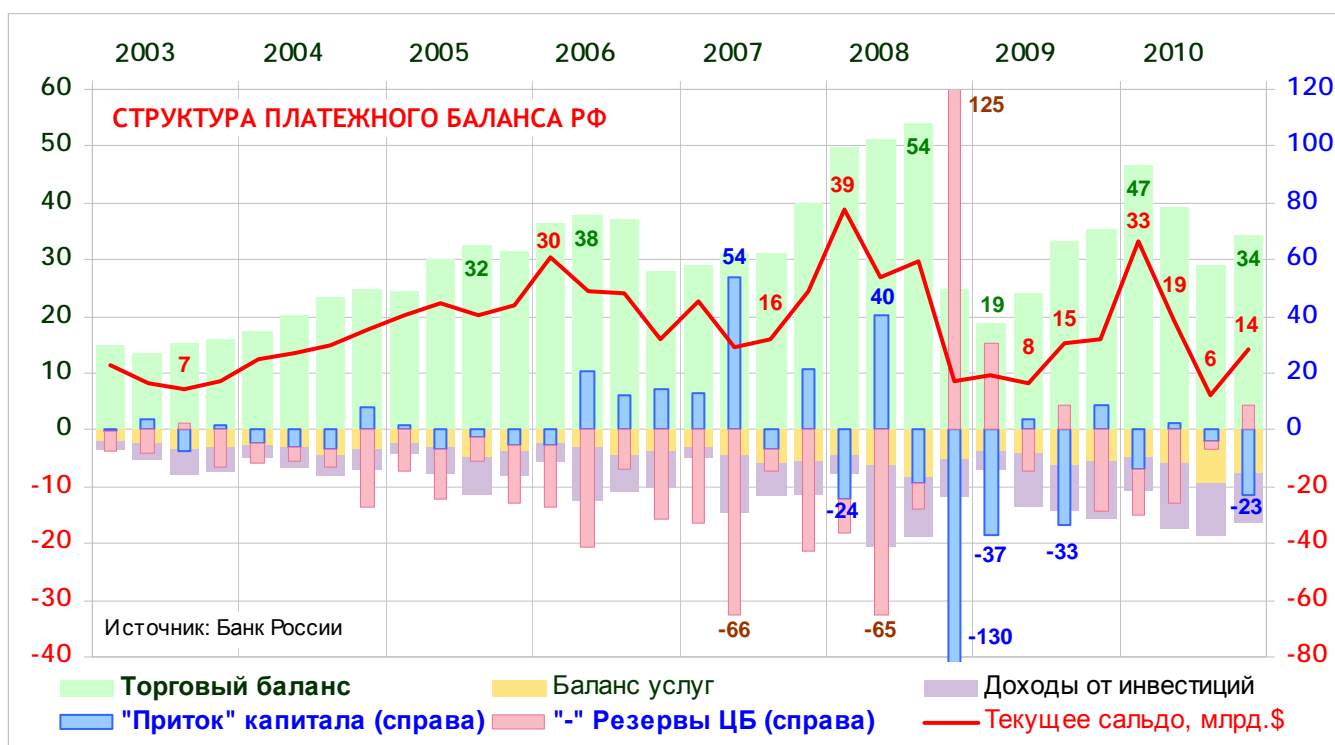
Другие «финансовые» факторы роста экономики — **чистый экспорт** и **госрасходы** будут скорее сдерживать рост экономики. Экспорт из России в последние годы растет больше за счет роста цен на нефть и металлы и не растет в реальном выражении. При этом импорт, наоборот, показывает рост в основном в реальном выражении и в меньшей степени — за счет роста цен. Так, за сентябрь-октябрь 2010 года прирост импорта составил >40% в реальном выражении за год при близком к нулю индексе импортных цен. Номинальная прибавка чистого экспорта в ВВП составила ~5% за 2010 год, но в реальном выражении результат даже отрицательный.

Дефицит консолидированного бюджета снизился в 2010 году до ~3% ВВП (в том числе федерального бюджета — до 3,9%, тогда как регионы сработали второй год подряд с профицитом). Нынешнее стремление к сокращению дефицита бюджета при существующем сверхнизком по мировым меркам уровне госдолга и огромной массе госсобственности, способной быть выставленной на продажу (от валютных резервов в ~30%

ВВП до пакетов акций публичных компаний до ~60% ВВП), ограничивает потенциал роста экономики не только в настоящем, но и в будущем.

Правда об «оттоке капитала»

В начале 2011 года Банк России объявил о существенном «оттоке капитала» из России за 2010 год - \$38 млрд. США, в том числе \$23 млрд. только за 4 квартал. Эта цифра получается как разность отдельных частей платежного баланса и смысла в ней на самом деле немного. Чем больше разница между экспортом и импортом из страны и сальдо текущего счета, тем больше «отток капитала». Другое дело, что до кризиса 2008 года у нас не было больших «оттоков», потому что экономика впитывала приток иностранных денег в виде корпоративных займов и прямых инвестиций из офшоров (те же российские капиталы, только ранее выведенные за рубеж). При этом всю разницу между текущими операциями (экспортом и импортом) скупал в свои резервы Банк России, не допуская номинального укрепления рубля. Покупка Банком России валюты в резервы - это такой же «отток капитала», только создается этот отток из ничего, поскольку Банк России не ограничен в количестве рублей, необходимых для покупки валюты - он их создает («печатает») по нажатию клавиши в компьютере. Сегодня Банк России отказался от жесткой привязки курса рубля, поэтому изменение в экспортно-импортных операциях автоматически отражается на так называемых «потоках» частного капитала.



Источник: Банк России, наши расчеты

Традиционно «капитал» (или другими словами финансовые ресурсы, созданные в результате превышения объема экспорта над импортом товаров и услуг) из России выводится тремя путями:

- 1) через увеличение валютных резервов ЦБ (37 млрд. \$ за 2010 год),
- 2) через увеличение чистых иностранных активов частного сектора (38);
- 3) как разница между полученными инвестиционными доходами и расходами (36)

Все три составляющие в 2010 году были примерно равны и в сумме составили \$110 млрд. Как бы ни страшна была эта цифра (примерно 7,5% ВВП России), собственно «бегством» или «потоком» капитала ее называть нельзя. Дело в том, что в современном финансовом мире реальные потоки капитала в виде золота или денежных знаков иностранного государства имеют на порядок меньшее значение. А основная сумма так называемого «оттока капитала» формируется как кредит в пользу иностранцев, который одновременно является сбережением резидентов данной страны (суть - это

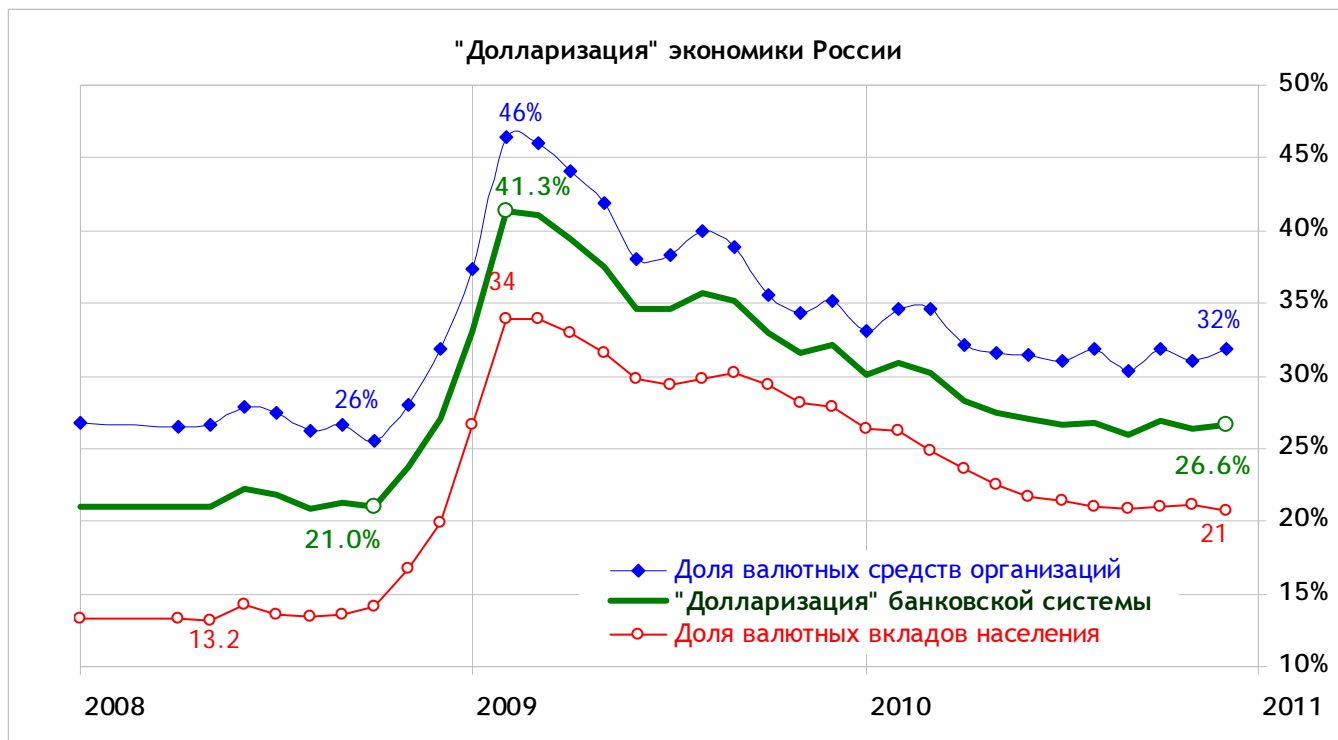
двухсторонняя операция), либо как покупка реальных активов за рубежом (недвижимости, иностранных компаний, футбольных клубов и т.п.). То есть собственность резидентов на соответствующие сбережения (капитал) не меняется, она просто меняет юрисдикцию, оставаясь собственностью российских граждан, организаций или государства.

Причин, почему мы наблюдаем столь существенные «оттоки капитала» из года в год, много, и, пожалуй, проблема инвестиционной привлекательности или рисков инвестиций в России здесь не самая главная:

- ☑ Это естественное желание к сбережениям, свойственное любым индивидам, не испытывающим недостаток средств существования, но отсутствие доверия к национальной валюте, аналогичного количества потенциальных должников или объектов для инвестиций по адекватным ценам (намек на цены на недвижимость в России) внутри страны естественным образом «выталкивает» капитал за рубеж.
- ☑ В первую очередь в этом виновато государство, которое отказывается от активного создания «безрисковых» финансовых ресурсов в национальной валюте для частного сектора (и даже зачем-то размещает государственные облигации в иностранной валюте). Такие ресурсы создаются в чистом виде только дефицитом бюджета, с которым старожил-министр финансов Кудрин и всё Правительство продолжают бороться. Даже, несмотря на то, что размер дефицита бюджета по отношению к ВВП в разы меньше номинального роста экономики (3-4% против 12-15%) или нормального для России роста кредита в частном секторе (15-20%).

Значительная доля сбережений и обязательств внутри страны номинирована в иностранной валюте, что зачастую искажает динамику многих номинальных показателей, таких как денежная масса, приток вкладов в банки или объем кредита, и требует учета объемов конвертации активов из одной валюты в другую. Исходя из размера банковских вкладов и счетов в иностранной валюте, «долларизация» экономики России составляет 26.6%, в том числе 21% по вкладам населения. Судя по стабильности данного коэффициента во второй половине 2010 года, никакого реального «оттока» капитала не наблюдалось. В период кризиса 2008-09гг. за счет конвертации рублевых вкладов в валютные и плавной девальвации «долларизация» выросла с 21% до 41%.

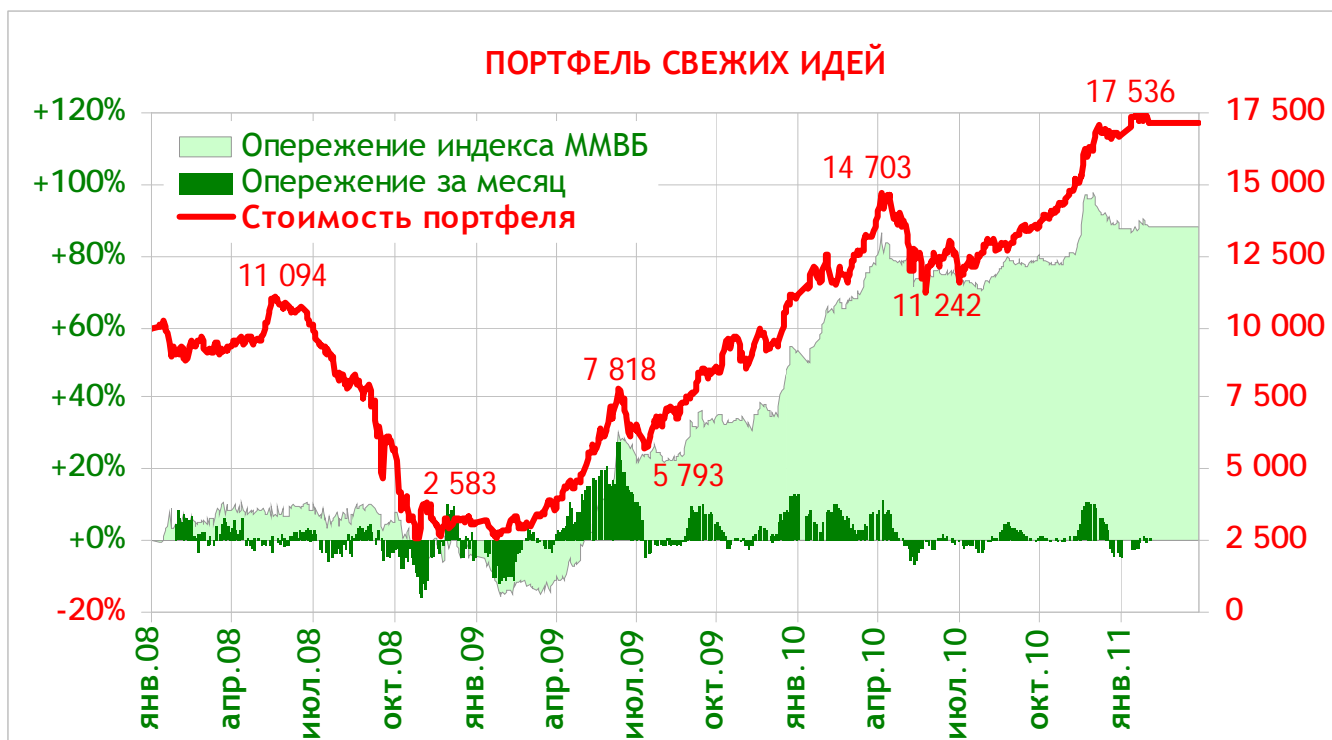
Курс рубля к доллару США и «долларизация» вкладов населения и счетов организаций



Источник: Банк России, наши расчеты

Портфель свежих идей

С 2008 года мы составляем так называемый «Портфель свежих идей», в котором воспроизводим наши основные идеи по выбору наиболее привлекательных на среднесрочную перспективу российских акций. Основная задача портфеля - обогнать динамику индекса ММВБ. По итогам 3 лет и 1 месяца портфель вырос с 10 млн. до 17,2 млн. руб. и опередил индекс ММВБ на 88% или ~23% в год (индекс ММВБ снизился за этот период на 9%).



В качестве бенчмарка для портфеля корректнее использовать составной индекс на 50% из индекса ММВБ и на 50% из индекса акций второго эшелона (среднее между индексами акций малой и средней капитализации на ММВБ). С начала 2008 года опережение такого бенчмарка составило 71% (~19% в год).



В последнее время сделки по портфелю проводятся не чаще одного раза в месяц и представляют собой замену одной или нескольких идей (акций) на «свежие». При сделках учитывается брокерская комиссия 0,1% (всего 126 тыс. руб. за 3 года), доля одной акции при покупке находится в пределах от 5 до 15% от стоимости портфеля.

Лучшие и худшие инвестиции в портфеле свежих идей за 3 года (% от суммарной прибыли)

5 самых прибыльных				5 самых убыточных			
1	ВостРАО ао	Util	1 223 664 16%	1	Система ао	Tel	-380 328 -5%
2	Сбербанк	Fin	1 121 698 14%	2	СибТлк-ао	Tel	-343 627 -4%
3	НКНХ ап	Mat	803 349 10%	3	ГАЗПРОМ ао	Oils	-335 199 -4%
4	ВолгаТлк	Tel	716 313 9%	4	ВТБ ао	Fin	-311 039 -4%
5	КазанскВЗ	Ind	616 902 8%	5	АВТОВАЗ ап	Ind	-238 314 -3%

За 2010 год портфель свежих идей вырос на +51%, опережение индекса ММВБ +22%.

С 20 марта 2009 года наши «свежие идеи» транслируем на сайте www.tikr.ru (под именем truevaluator). С тех пор портфель начальной стоимостью 100 тыс. рублей вырос на 512% при росте индекса ММВБ за этот период на 127% (с начала 2010 года +75% и +27% соответственно). Результаты виртуального портфеля «Свежие идеи» лучше за счет большей доли акций второго эшелона и частоты сделок (связано с простотой и оперативностью включения идей в портфель).



Источник: <http://truevaluator.tikr.ru/portfolio/chart.php?pid=456179442>

В качестве лирического отступления приведем статистику ежегодного конкурса «Лучший частный инвестор», проводимого биржей РТС с 2003 года. Цель конкурса - показать общественности, какие доходы могут получать частные инвесторы при умелой работе с инструментами фондового рынка. Итак, с 15 сентября по 15 декабря 2010 года определялся очередной «Лучший частный инвестор 2010». Лидеры по доходности заработали 8026%, 4856%, 3986%. Впечатляюще и привлекательно, нет слов. Однако все три лидирующих результата были достигнуты на микро-портфелях в 50 000 рублей с использованием «роботов», механических торговых систем. При этом суммарный результат всех участников - убыток 64,4 млн. руб. при стартовой сумме 781,5 млн. (-8.24%, притом, что индекс ММВБ вырос за этот период на +16,54%). Из 1322 претендентов прибыль получили 489 (37%), опередить рынок смогли только 259 (20%). 263 (20%) участника проиграли половину от стартовой суммы [анализировал конкурс блоггер fintraining.livejournal.com].

Статистика не должна безоговорочно пугать, ведь и большинство профессиональных управляющих проигрывают рынку, в силу различных причин. Пусть этот пример будет пищей для критических размышлений о целях присутствия на рынке, и методах достижения этих целей.

Свежие идеи на 2011 год

В текущем портфеле у нас находятся следующие идеи по отраслям: **нефть и газ** - Газпром, Газпром нефть, Лукойл, **финансы** - Сбербанк обыкновенные, Группа ЛСР, АФК Система, **электроэнергетика** - МОЭСК, МРСК Волги и МРСК Северного Кавказа, **промышленность** - Челябинский цинковый и Казанский вертолетный завод, Нижнекамскнефтехим обыкновенные. Ниже представлена таблица с указанием стоимости и доли каждой акции в портфеле и кратким описанием связанной с ней идеи.

Текущий портфель свежих идей (31.01.2011)

Инструмент	Цена	Стоимость	Доля	Идея
Газпром	196.98	2 757 720	36%	16.1% Слишком большое отставание от рынка. P/E ~5.
Газпромнефть	131.15	1 377 075		8.0% Идея в нефтянке: снижение налогового бремени.
Лукойл	1834.99	1 981 789		11.6% Продажа Сопосо оставшихся 2% акций компании. P/E 5-6.
ЧЦЗ ао	156.1	1 311 240	21%	7.6% Ждем выплаты высоких дивидендов (15-20 руб., P/E ~7).
КазанскВЗ	104.6	1 150 600		6.7% Консолидация отрасли, P/E <6, дивиденд >4 руб.
НКНХ ао	22.85	1 096 800		6.4% Возможно IPO, P/E <6, дивиденд >1 руб.
МОЭСК	1.59	874 500	17%	5.1% Переход на RAB с 2011г. P/E 2010 <6, 2011 <5, EV/RAB <0.5
МРСК Волги	0.183	1 098 000		6.4% Переход на RAB с 2011г. EV/RAB <0.5
МРСК СК	166.78	933 968		5.4% Частичный переход на RAB. P/E 4, EV/EBITDA 2, EV/RAB 0.3
АФК Система	27.9	1 339 200	27%	7.8% Отмена ограничений на АДР с 2012. Дисконт к АДР ~20%.
Группа ЛСР	1091.6	1 091 600		6.4% Отмена ограничений на АДР с 2012. Дисконт к АДР ~25%.
Сбербанк	105.9	2 118 000		12.3% Рост кредитования и высокая рентабельность под 30% ROE.
Деньги		27 446		0.2%
Портфель		17 157 938	+71.6% рост с 28.12.2007г.	
Индекс ММВБ		1723.42	-8.8% рост с 28.12.2007г.	

Ожидая возможного снижения сырьевых цен, мы не готовы ставить на рост рынка в целом, а предлагаем покупать отдельные истории, такие как:

- Низкие коэффициенты по прибыли в нефтегазовой отрасли и изменение налогового режима, выход стратега в лице СопосоPhillips из акций Лукойла (осталось 2%, которые будут сдерживать рост акций Лукойла в 1 квартале).
- Дивидендные истории в отдельных акциях (КВЗ, НКНХ, ЧЦЗ)
- Потенциальные сделки слияний и поглощений (КВЗ) или размещения акций (НКНХ)
- Состоявшийся переход на RAB в электросетевых компаниях (рост акций пока сдерживает отсутствие подробностей оценки RAB по отдельным компаниям).
- Возможная отмена с 2012 года ограничений на выпуск АДР/ГДР, анонсированная главой ФСФР Миловидовым В.Д. в конце 2010 года (дисконт цены внутренних акций к АДР/ГДР уже сократился до минимума по большинству компаний, большой дисконт сохраняется только у Группы ЛСР ~25% и АФК Система ~20%).
- Рост кредитования, сохранение высокой маржи и восстановление рентабельности в банковском секторе (Сбербанк должен быть лучше других банков)

Наиболее очевидной идеей сейчас являются акции **нефтегазовых компаний**. С одной стороны цены на нефть бьют \$100 за баррель, а с другой - Правительство рано или поздно будет вынуждено снизить совокупное налоговое бремя на нефтяные компании в целях стимулирования инвестиций в добычу. При высоких ценах на нефть дефицит бюджета сокращается сам по себе и частью дополнительных доходов можно поделиться ради благой цели.

Рост добычи нефти в России происходит только за счет относительно новых месторождений и проектов СРП, в то время как на старых месторождениях и у большинства крупных компаний налицо усиливающаяся стагнация объемов добычи. Инвестиро-

вать в новые месторождения или уже разрабатываемые месторождения (где применение передовых, но дорогих технологий позволяет повышать отдачу нефти) при существующем налоговом режиме невыгодно – государство забирает до 90% экспортной выручки сверх \$25 за баррель (в том числе 65% за счет пошлины на нефть).

В январе 2011 Минэнерго России предложило новую формулу расчета экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты 60-66, вместо 65-46,7/67 сейчас (65% от цены нефти, превышающей 25\$, и 46,7/67% от пошлины на нефть для темных/светлых нефтепродуктов). Минфин вроде даже согласовал это предложение, несмотря на потенциальное снижение доходов бюджета на ~\$4 млрд. На самом деле, от роста цен на нефть на ~\$10 в 2011 году бюджет получит ~\$23 млрд. дополнительных доходов только от экспортных пошлин и НДС на нефть. Новый механизм может заработать уже с апреля 2011 года. Это будет безусловным позитивом для нефтяных компаний, свидетельствующее о смене тренда.

Может показаться удивительным, почему мы выбираем в качестве фаворитов нефтянку, одновременно ожидая снижения цен на сырьевые товары. Дело в том, что прибыль нефтяных компаний в России меньше зависит от цен на нефть, а больше от размера налогов и курса рубля, которые растут вместе с ценой на нефть. Наглядный пример – Татнефть, добывающая компания, прибыль которой сильно снизилась в 2010 году по сравнению с 2009, несмотря на то, что средняя цена нефти выросла на 28% в 2010. Отметим также, что нефтянка является наиболее отставшей отраслью на рынке акций за последние два года, а коэффициенты по прибыли (P/E) у компаний низкие не только по российским, но и по мировым меркам.

Что касается других отраслей, то мы скептически относимся к потенциалу роста акций большинства металлургических компаний как черной, так и цветной металлургии. Эти акции будут чувствовать лучше рынка только при продолжении надувания пузыря на рынке промышленных металлов. В потребительском секторе большинство компаний оценено достаточно высоко, что будет сдерживать их рост, особенно принимая во внимание низкие темпы роста реальных доходов населения в России.

В телекоммуникационной отрасли по-прежнему можно покупать акции дочек Связьинвеста для долгосрочных инвестиций с целью обмена на акции Ростелекома. Потенциал роста до цены обыкновенных акций Ростелекома сейчас составляет под 30%. Привилегированные акции Ростелекома также могут быть интересны в долгосрочной перспективе с точки зрения соотношения преф/обычка (справедливо 70%, а не 50%).

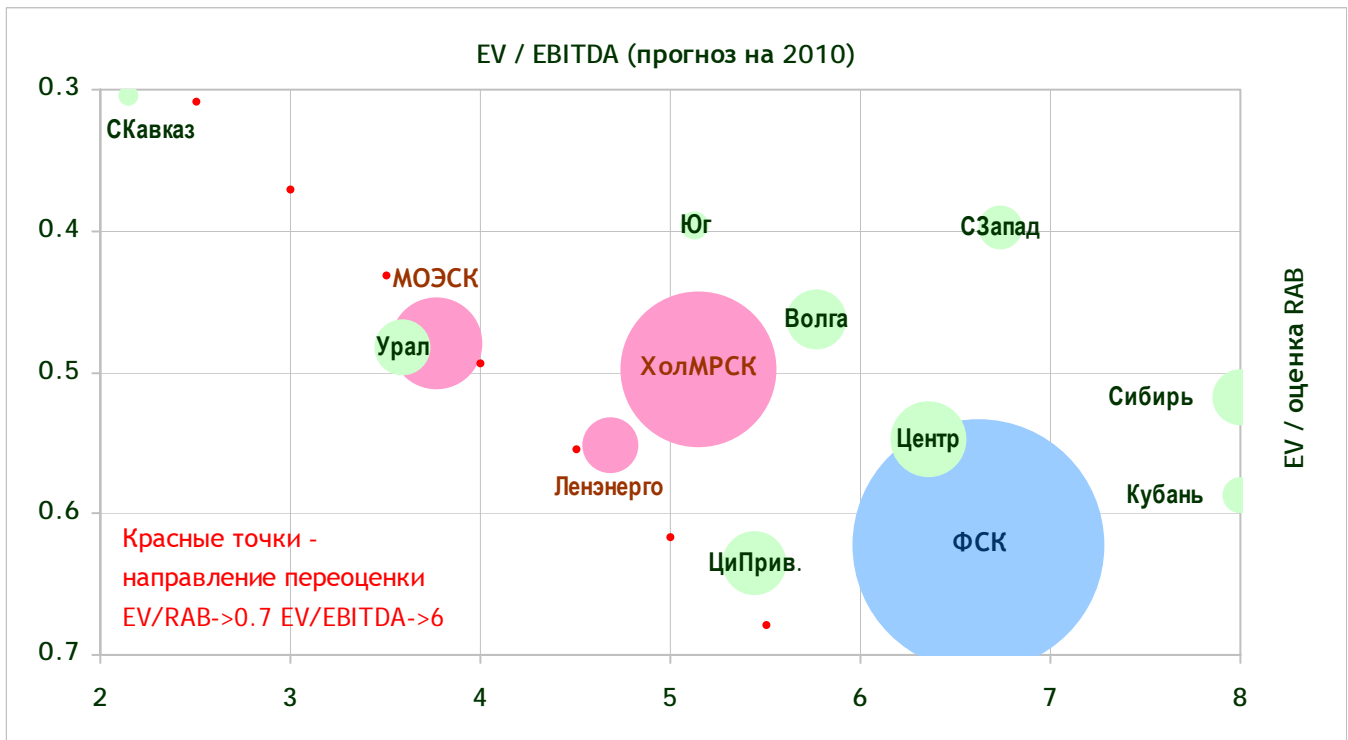
Соотношение текущих и утвержденных цен обмена акций дочек Связьинвеста (%)



Источник: Фондовая биржа ММВБ

В электроэнергетике мы пока не видим большого потенциала роста в акциях генерирующих компаний. Консолидация в генерации продолжится, что будет сдерживающим фактором для роста котировок, поскольку является дополнительным фактором неопределенности, особенно на фоне создания нового государственного монстра на базе Интер-РАО. Кроме того, рост цен на газ и менее скромный рост цен на электроэнергию не позволят увеличить рентабельности многих ТГК/ОГК. Пока отрасль остается низкорентабельной относительно необходимого уровня отдачи на инвестированный капитал, что делает оценку справедливой стоимости классическим методом ДДП слишком нереалистичной (особенно с учетом предполагаемых инвестиций в обновление мощностей). Лучше делать ставку на сетевые компании:

Рыночные оценки сетевых компаний пока далеки от справедливого соотношения EV/RAB >0.7



Источник: наши прогнозы и расчеты

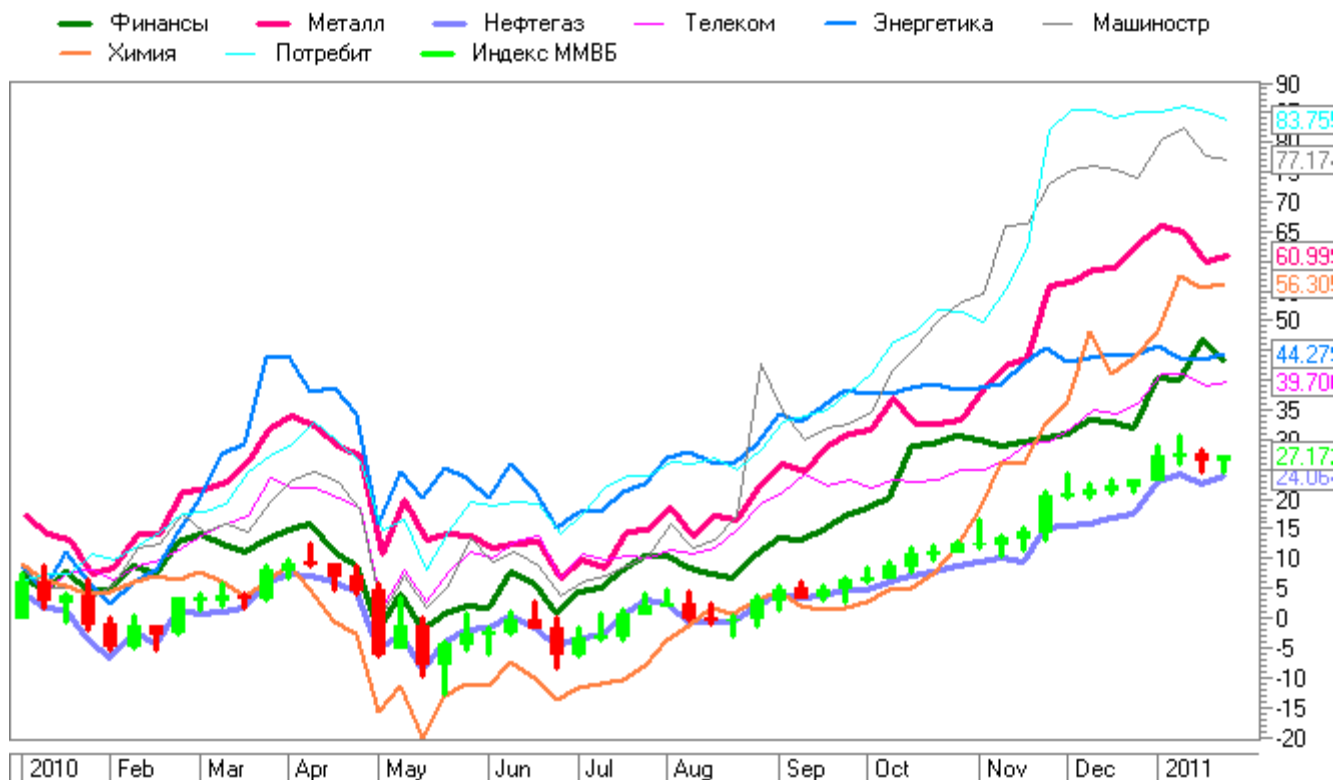
Переход на принципы RAB в сетях практически завершен (правда, в отдельных компаниях частично применен переходный режим индексации цен - МРСК Северо-запада, Юга, Сибири, Северного Кавказа). Доходность инвестированного капитала в 11-12% соответствует потенциальной доходности собственного капитала в ~14% и предполагает рост большинства акций сектора в >2 раза за 2-3 года (с учетом того, что текущее соотношение EV/RAB достигнет 1 к 2015 году). С точки зрения относительной оценки нам больше других нравятся акции МРСК Северного Кавказа, Урала, Волги и МОЭСК. После коррекции интересны также акции МРСК Юга и Северо-запада. Мы считаем, что акции холдинга МРСК и ФСК, выполняющие больше общегосударственные задачи, должны в итоге торговаться с дисконтом к оценке отдельных региональных компаний, которые в перспективе могут быть приватизированы.

В банковской отрасли ВТБ продолжит скупку менее крупных банков в попытках догнать национального чемпиона - Сбербанк. В результате рынок продолжит оценивать ВТБ с премией к коэффициентам Сбербанка, но относительная динамика акций будет в пользу Сбербанка, где государство не спешит с продажей пакета акций. Кроме того, у Сбербанка сохраняется высокий запас прочности для роста рентабельности за счет роспуска резервов, а чистая прибыль Сбербанка может вырасти в 2011 году более чем на 50%. Акции банков второго эшелона (Возрождение, Банк Санкт-Петербург) будут в большей степени зависеть от успехов индивидуального развития и усилий менеджмента, нежели общеотраслевых тенденций.

Относительная динамика отдельных секторов, акций и облигаций

За последний год лидерами роста стали такие отрасли на рынке акций как потребительский сектор, машиностроение, металлургия и химия (рост на 50-80%). Мы ожидаем, что в 2011 году инвесторы будут прохладнее относиться к акциям из этих отраслей, хотя, как обычно, и там найдутся акции, выстрелившие лучше рынка. Мы ожидаем сохранение интереса инвесторов к акциям банков и телекомов, и восстановление интереса к отставшей нефтегазовой отрасли. Электроэнергетика сильно отстала от рынка после апреля 2010 года, и пока нет явных драйверов для восстановления интереса к отрасли в целом.

Динамика индекса ММВБ и отраслевых фондовых индексов с начала 2010 года (в %)

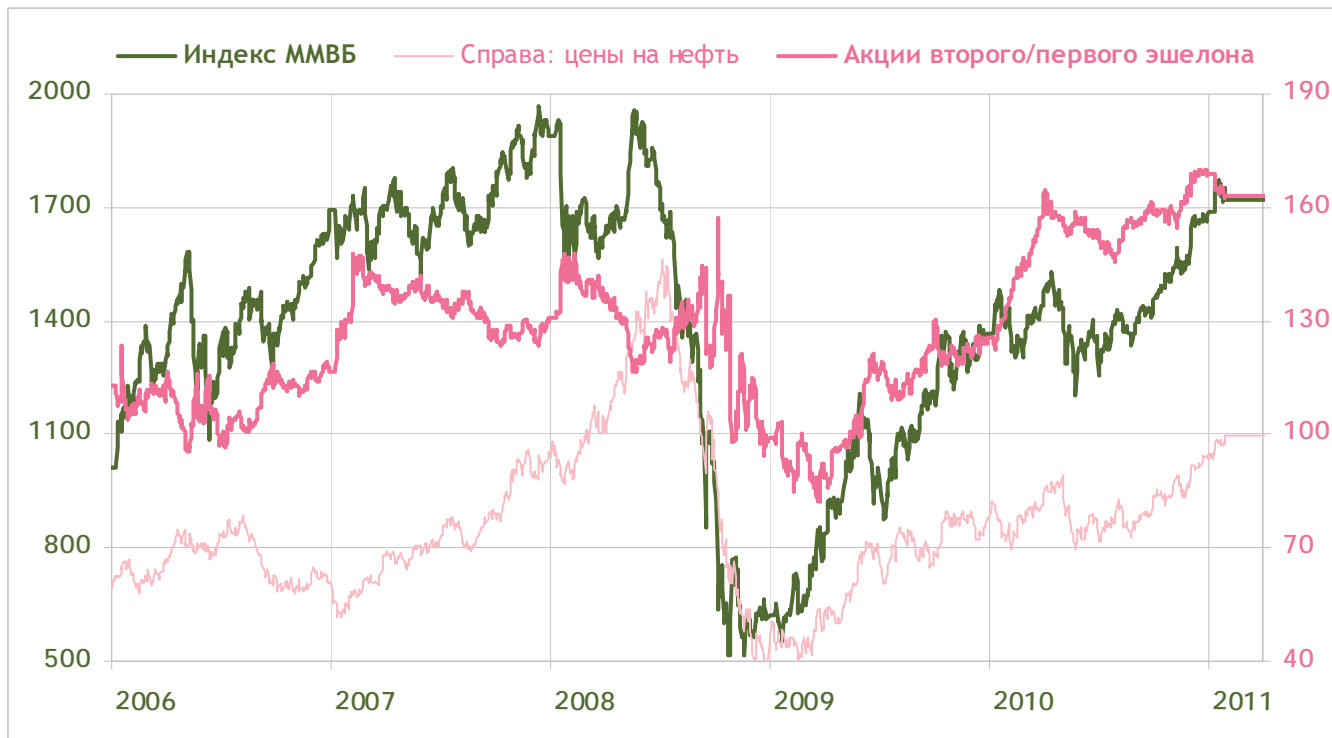


Источник: Фондовая биржа ММВБ

Стоит отметить, что с сентября 2010 года мы наблюдали рекордный по продолжительности рост российских акций без коррекций. Индекс ММВБ рос 17 недель подряд до конца января 2011 (совокупно рынок вырос на ~25%). Предыдущий рекорд был в конце 2005 года - 9 недель, как раз в середине мощного тренда - с мая 2005 по апрель 2006 рынок, когда рост рынка составил 2,6 раза за год. Интересно, что тогда такому росту рынка не помешал даже процесс банкротства Юкоса.

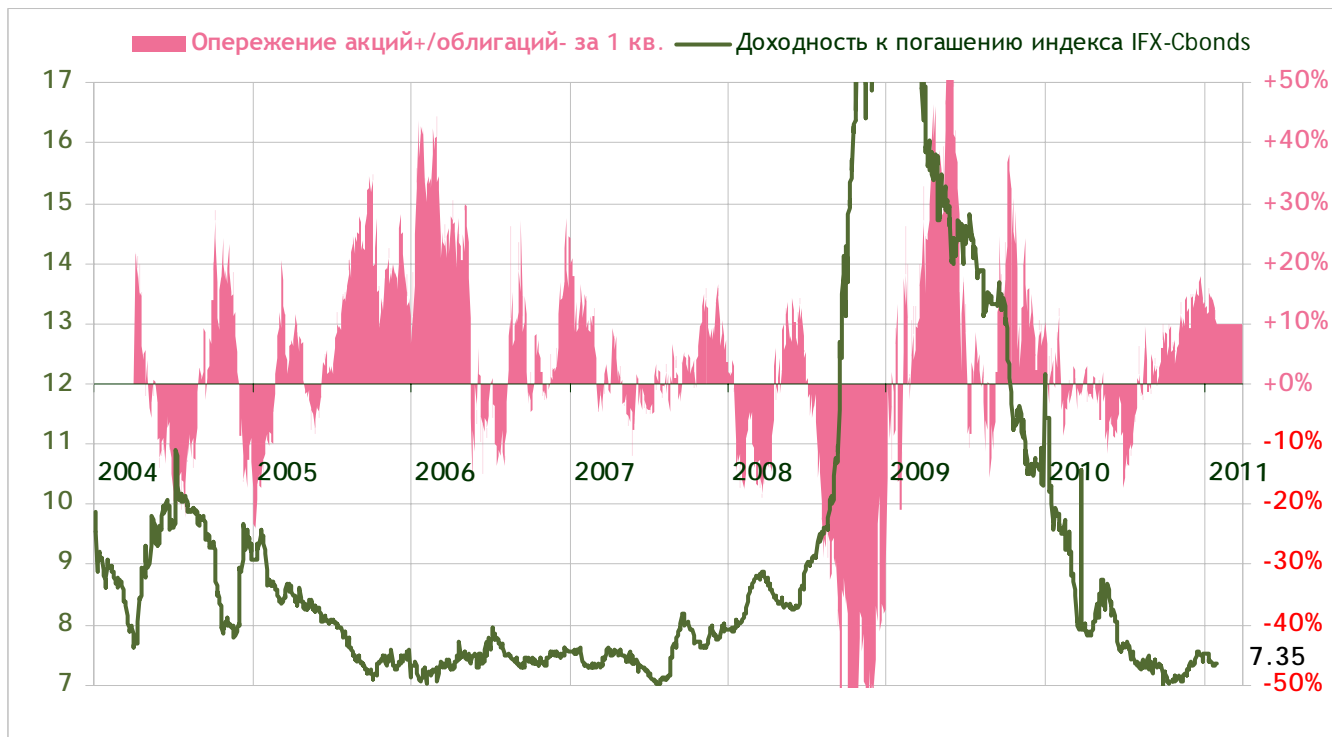
Акции второго эшелона (из индексов MICEX MC и SC) опережали акции наиболее крупных российских компаний (из индекса MICEX LC) в течение двух лет и уже вышли в лидеры за весь период с начала кризиса 2008 года. Возможно, 2011 год станет редким годом, когда динамика акций первого эшелона опередит динамику акций второго эшелона.

С точки зрения ликвидности на бирже ММВБ торгуется только 100 акций со средним оборотом >5 млн. рублей (в том числе 10 привилегированных). С оборотом >30 млн. рублей в день (~\$1 млн.) - 44 акции, в том числе 5 привилегированных, а наиболее ликвидных с оборотом >300 млн. рублей в день (~\$10 млн.) - только 15 акций, в том числе 3 привилегированные. Вот самые ликвидные акции: Сбербанк, Газпром, ГМКНорНик, Сбербанк-п, Роснефть, ЛУКОЙЛ, ВТБ, Транснф ап, РусГидро, СевСт-ао, Уркалий-ао, Ростел-ап, ИнтерРАОао, ФСК ЕЭС. (Вся статистика - за второе полугодие 2010 года).



Источник: Фондовая биржа ММВБ, наши расчеты

Относительная динамика акций (индекс ММВБ) по сравнению с корпоративными облигациями (индекс IFX-Cbonds) имеет циклическую природу: 1 или 2 раза в год облигации опережают акции в течение того или иного квартального периода. Обычно такое происходит после значительного роста рынка акций и последующей коррекции. В 2011 году облигации могут стать интереснее акций при приближении индекса ММВБ к нашей годовой цели - 2000 пунктов.



Источник: Фондовая биржа ММВБ, www.cbonds.ru, наши расчеты

Макроэкономические данные и прогнозы

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011F
Цена нефти Brent, \$/барр., средняя	28.83	38.27	54.38	65.14	72.39	97.69	62.7	80.3	90
Курс рубля к доллару США, средний	30.65	28.81	28.30	27.18	25.57	24.85	31.75	30.36	30.00
Курс USD/EUR, средний	1.13	1.24	1.27	1.25	1.37	1.47	1.39	1.33	1.32
ВВП России, млрд. руб.	13208	17027	21610	26917	33248	41429	39101	44491	50158
Рост ВВП в постоянных ценах	7.3%	7.2%	6.4%	8.2%	8.5%	5.2%	-7.9%	4.0%	3.5%
Дефлятор ВВП	13.8%	20.3%	19.3%	15.2%	13.8%	18.4%	2.5%	9.4%	8.9%
Индекс потребительских цен	12.0%	11.7%	10.9%	9.0%	11.9%	13.3%	8.8%	8.8%	7.3%
Продовольственные товары	10.2%	12.3%	9.6%	8.7%	15.6%	16.5%	6.3%	12.9%	10.0%
Реальные денежные доходы населения	14.9%	10.4%	11.1%	13.3%	12.1%	1.9%	2.1%	4.3%	2.0%
Средняя зарплата, руб.	5499	6828	8555	10634	13593	17290	18638	21090	22680
Средняя зарплата, рост за год	26.1%	24.2%	25.3%	24.3%	27.8%	27.2%	7.8%	13.2%	8.0%
Объем промышленного производства	7.0%	7.3%	4.0%	6.3%	6.3%	2.1%	-9.3%	8.2%	5.0%
Инвестиции в основной капитал	12.5%	10.9%	10.7%	13.7%	21.1%	9.8%	-16.2%	6.0%	8.0%
Оборот розничной торговли	8.8%	13.3%	12.8%	13.9%	16.1%	13.5%	-5.4%	4.4%	3.0%
Денежная масса (M2), млрд. руб.	3213	4363	6045	8996	13272	13493	15698	20003	23605
Денежная масса, рост за год	50.5%	35.8%	38.5%	48.8%	47.5%	1.7%	16.3%	27.4%	18.0%
Кредит частному сектору, рост за год	43.5%	46.4%	34.5%	48.5%	49.3%	37.7%	1.6%	16.6%	17.0%
Ставка рефинансирования ЦБ, конец года	16.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	13.0%	8.75%	7.75%	7.5%
Ставка по депозитам ФЛ до 1г., средняя	10.9%	9.3%	8.7%	7.8%	7.2%	7.6%	10.4%	6.8%	5.7%
Ставка по кредитам ЮЛ до 1г., средняя	13.0%	11.4%	10.7%	10.5%	10.0%	12.2%	15.3%	10.8%	9.0%
Торговый баланс, млрд. \$	60	86	118	139	131	180	112	149	139
Экспорт товаров	136	183	244	304	354	472	303	398	438
Импорт товаров	76	97	125	164	223	292	192	249	299
Счет текущих операций, млрд. \$	35	59	85	95	77	102	49	72	55
"Ввоз+/Вывоз-" частного капитала	-2	-8	0	41	82	-133	-58	-38	-27
Международные резервы ЦБ, млрд. \$	77	125	182	304	479	427	439	479	506
Индекс РТС на конец года	567	614	1126	1922	2291	632	1427	1770	2100
Индекс РТС, рост за год	64%	8%	83%	71%	19%	-72%	126%	24%	19%

Источник: Росстат (www.gks.ru), Банк России (www.cbr.ru), наши прогнозы и расчеты

Информация, представленная в данном аналитическом обзоре, получена из источников, внушающих доверие, но не гарантирующих ее достоверность. Рекомендации, содержащиеся в обзоре, основаны на личном мнении аналитиков Финансовой Группы «Ермак», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться в качестве оферты или просьбы совершить сделки с какими-либо ценными бумагами или финансовыми инструментами. Финансовая группа «Ермак», ее руководство и сотрудники не несут ответственности за прямые и косвенные потери или ущерб, возникший в результате инвестиционной деятельности, основанной на использовании информации, содержащейся в настоящем отчете.

Аналитический отдел Финансовой Группы «Ермак»:

Тунёв Виктор

tunyov@ermak.ru

Молчанов Яков

molchanov@ermak.ru