

Специальный обзор:

Стратегия инвестирования 2009

Последнее время авторитет большинства финансовых аналитиков был подвергнут существенной девальвации. Причиной тому стало игнорирование профессиональной этики: вывод аналитика должен быть беспристрастным, а не заказным или конъюнктурным. Необходимо понимать, что российское экономическое сообщество собственными усилиями создало условия для распространения аналитики низкого качества, что выразилось в погоне за прибылью, игнорировании контроля за рисками и т.д. Правда, необходимо отметить, что впродолжение попала не только отечественная финансовая система – «в лужу сели усе».

Во избежание дальнейших ошибок и недоразумений инвестору необходимо в первую очередь учесть, что:

- задача аналитика состоит не в том, чтобы указать точную цифру по тому или иному прогнозируемому показателю; его цель - обосновать логику развития событий и определить направление и, возможно, степень изменения значения показателя;
- для системного наблюдения за ситуацией в условиях повышенной неопределённости необходимо рассматривать различные вариативные сценарии развития событий, количество которых в действительности не ограничено. Как выход предполагается рассмотрение оптимистичного, пессимистичного и срединного (наиболее вероятного) сценария;
- данная стратегия не является ни антикризисным ни апокалипсическим трактатом по той простой причине, что невозможно предложить универсальную защитную стратегию в условиях повышенной неопределённости не только в РФ, но и на всех мировых финансовых рынках, а описывать «конец света» прерогатива либо церковных организаций, либо учреждений шоу-бизнеса.

Бесспорно, главным индикатором состояния российской экономики и российского фондового рынка останутся мировые цены на нефть. Соответственно на этом факторе будут завязаны многие отправные точки, на которых построены нижеизложенные прогнозы.

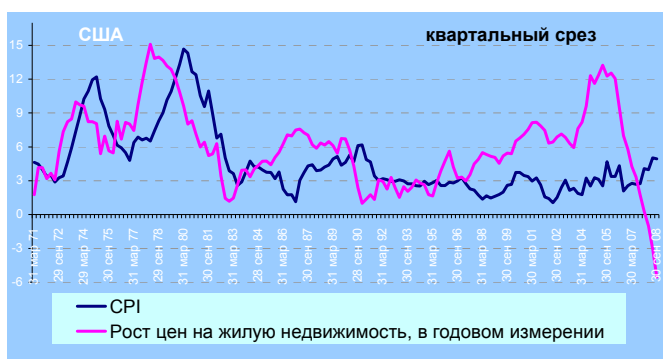
Что касается рекомендаций и инвестиционных целей, то опять-таки, учитывая текущий кризис и повышенную неопределённость, мы избрали стратегию указания наиболее привлекательных российских акций из числа «голубых фишек», так как считаем, что при благоприятном развитии событий для российской экономики именно данные бумаги станут «prime horse».

1. Состояние экономики США и мировой экономики

Российская экономика продолжает в значительной степени оставаться ориентированной на экспорт, и, соответственно, перспективы её развития во многом зависят от того, насколько сильное снижение спроса произойдёт в мировой экономике. Во многом этот уровень будет зависеть от глубины кризиса

в экономике США, которая в принципе и стала источником текущих экономических проблем во всем мире. В то же время многие эксперты склоняются к тому, что будущее мирового спроса в 2009 году зависит от Индии и Китая. Тем не менее, при виде того, как жёстко «приземляется» экономика Японии в IV квартале текущего года (промышленное производство в ноябре рухнуло на 8,3%, а падение ВВП в IV квартале по прогнозу Barclays Capital составит около 12%), закрадываются большие сомнения в способности экспортных экономик «вытянуть» мировой спрос. Да, власти Китая и Индии вполне могут вливать средства в инфраструктурные проекты, но системно перестроить экономику так, чтобы она потребляла свою и импортированную продукцию, за один год не удастся. Цель же государственной экономической политики Китая - защитить собственного производителя и соответственно обеспечить рынки сбыта своей продукции. А вот дефицит своей продукции Китай, в условиях сжатия мирового спроса, ощутит не скоро. Так что нет оснований уповать на эти страны.

Для того чтобы понять, насколько глубоко пронизывает текущий финансовый кризис реальную экономику США, необходимо проанализировать его истоки. Ни для кого не секрет, что кризис зародился на перегретом рынке недвижимости США, где надулся пузырь стоимости недвижимости, в условиях мягкой системы контроля платёжеспособности заёмщиков.

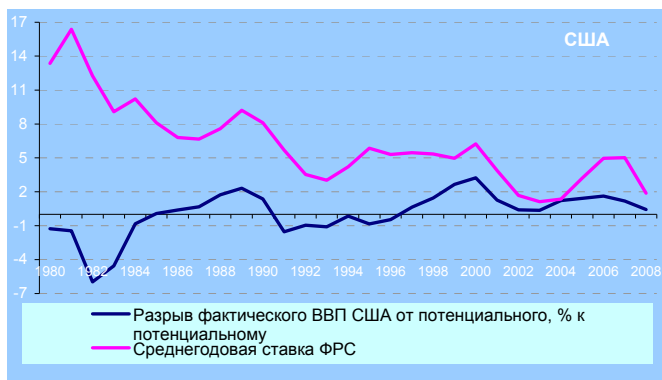


На данный момент рынок жилой недвижимости уже находится в активной стадии падения. Развёртывается кризис на рынке коммерческой недвижимости.

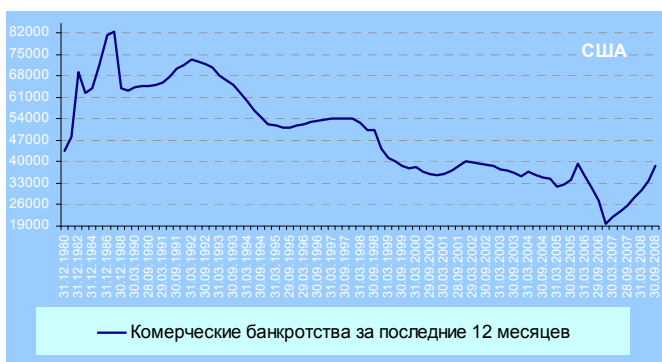
Учитывая тесную интеграцию рынка недвижимости с финансовой и реальной системами, довольно быстро проблемы распространились по всей экономике США и дальше по всему миру. Причём развитие кризиса в мировой финансовой системе происходило опережающими темпами. Причина в том, что данный сегмент мировой экономики наиболее охвачен мировой глобализацией и «оброс» производными финансовыми инструментами. Природа последних позволила существенно ускорить скорость денежного обращения и нарастить «пузыри» на многих рынках товаров и услуг по всему миру. Не зря именно проблемам регулирования и построения единых правил работы мировой финансовой системы было уделено так много внимания на встрече лидеров G-20.

Как же случилось, что наимогущественная экономика мира стала не только источником мирового кризиса, но и предметом насмешек и апокалипсических прогнозов, которые нагнетаются в рамках информационной геополитической войны? Отвечая на этот вопрос, мы, конечно, «Америки не откроем», но не рассматривать данную тематику тоже не можем.

Итак, начиная с середины 90-х годов прошлого века, США постоянно находились в состоянии перегретой экономики (со всеми вытекающими отсюда последствиями). При этом процентная политика ФРС, ставшая достаточно мощным инструментом сглаживания циклических колебаний экономики США, не учитывала необходимости сохранения принципа самоочищения экономической системы от «больных»/неэффективных образований. Как цель рассматривались только показатели роста количества и качества, которые в условиях формирования «пузырей» на различные активы существенно искажали действительность.



В результате проводимой политики количество банкротств в США с начала 90-х годов прошлого века неуклонно снижалось. А на протяжении 2005-2006 годов это снижение приобрело обвальное направление.



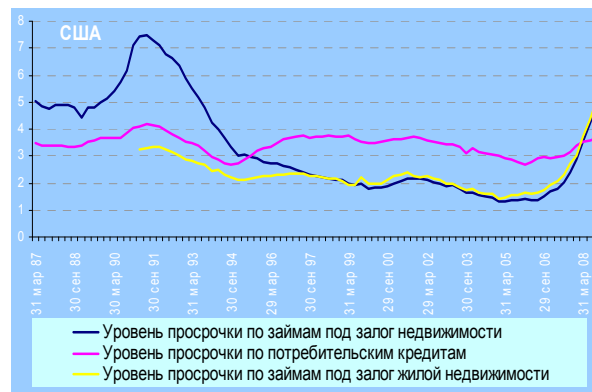
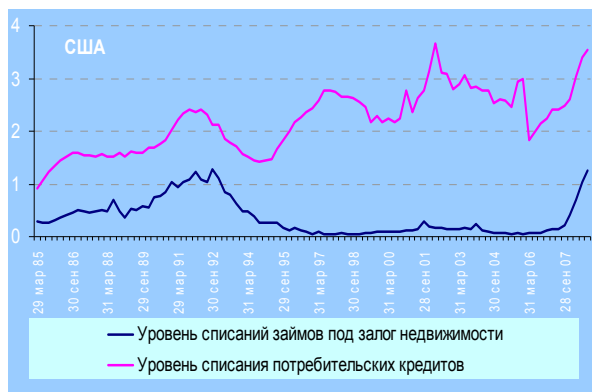
Снижая влияние циклическости экономического развития, власти США, в условиях существенного роста недостаточно регулируемых финансовых рынков и раздутия финансовых «пузырей», спровоцировали накопление нежизнеспособных субъектов экономики. Впрочем, с началом ипотечного и финансового кризиса рост числа банкротств приобрёл такой же значительный темп, каким ранее снижался.

Достигнутый в США уже сейчас уровень количества коммерческих банкротств, соответствующий уровню конца 90-х годов, не является каким-то сдерживающим порогом. Кризис находится в активной стадии, что не позволяет говорить о стабилизации тренда. В США всё ещё продолжают списания плохих активов с балансов финансовых институтов. Это свидетельствует о том, что дно кризиса ещё не просматривается.

Только после окончательной расчистки банковских балансов, замедления роста числа банкротств можно будет говорить о восстановлении доверия в экономике, росте кредитования и начале нового растущего тренда.

А пока мы вполне можем ожидать стремления количества банкротств к максимумам 80-х годов. Вопрос в том, смогут ли власти США остановить данный болезненный процесс. И как скоро это произойдёт.

Что касается банковских балансов, то на текущий момент базовая функция американских банков – депозитно-кредитная деятельность – не находится в «аховом» состоянии. Да, растёт количество просрочек и списаний по кредитным портфелям, но уровень этих показателей пока не является критическим.



Соответственно, действия ФРС по выкупу проблемных активов с банковских балансов вполне могут дать результат уже в 2009 году, в контексте нормализации работы системы и приостановки распространения финансового кризиса. Приняв решение о национализации крупнейших ипотечных агентств и страховщиков, США взяло на себя риски по выполнению их обязательств. Последствием может стать девальвация доллара, которая в текущих условиях даже выгодна США (можно существенно повысить конкурентоспособность продукции резидентов).

Глубину рецессии в США будут характеризовать количество банкротств и рост числа безработных. Рост этих показателей негативно отразится на потреблении и инвестициях. Но и тут у Соединённых Штатов есть масса инструментов. В том числе по стимулированию потребления и реализации масштабных государственных инвестиционных программ¹.

Главная проблема США в этих условиях – финансирование бюджетного дефицита. Крупные страны-экспортёры, которые раньше концентрировали значительную часть выручки в американских ценных бумагах, в условиях кризиса вынуждены направлять средства на поддержание собственной экономики. Эмиссионное финансирование дефицита для США неприемлемо, так как может привести к потере доверия к доллару в мире. Именно последнее является ключевым конкурентным преимуществом США, которое позволяет финансировать дефицит бюджета практически без ограничений.

Основными покупателями государственных облигаций станут американские инвесторы, которые уже существенно сократили свои позиции на мировых товарных, фондовых и прочих рынках. Важными источниками финансирования дефицита, вероятно, станут и банки, входящие в ФРС. Что касается иностранных источников, то их желание покупать долларové активы будет

¹ Как видно, рецепты антикризисной политики сильно схожи в странах с разным уровнем экономического развития (Китай, США, РФ).

связано с глубиной мировой рецессии и сохранением доверия к американской валюте.

Как сохранить доверие к доллару? Как вариант, необходимо спровоцировать возникновение «валютных и сырьевых горок», чтобы не сформировалось альтернативы доллару. Уже сейчас власти Японии задумываются о девальвации национальной валюты. Скоро об этом вновь заговорят в Евросоюзе. Кроме того, на Ближнем Востоке неожиданно обострился палестино-израильский конфликт, спровоцировавший некоторый рост цен на нефть. Развитие геополитических рисков вполне может пополнить карманы нефтяных магнатов – потенциальных кредиторов американской экономики, и снизить способность мировой экономики противодействовать кризису. В то же время, возобновление роста цен на сырьё остановит дефляцию и позволит поднять процентные ставки, в том числе на государственные облигации США.

Власти США в этих условиях будут стремиться максимально быстро провести переналадку системы – ускорить процесс очищения экономики и запустить кредитные механизмы. Будьте уверены, это им удастся. Не приведёт ли данная политика к формированию новых «пузырей»? Приведёт, но лопаться они будут лет через десять.

Сценарии динамики цен на нефть

Мировые цены на нефть являются ключевым индикатором состояния отечественной экономики. Прежде чем приступить к формированию сценарных условий прогноза, необходимо сформировать варианты ценовой ситуации на рынке нефти. Для начала более подробно раскроем сущность ценообразования на мировом рынке нефти.

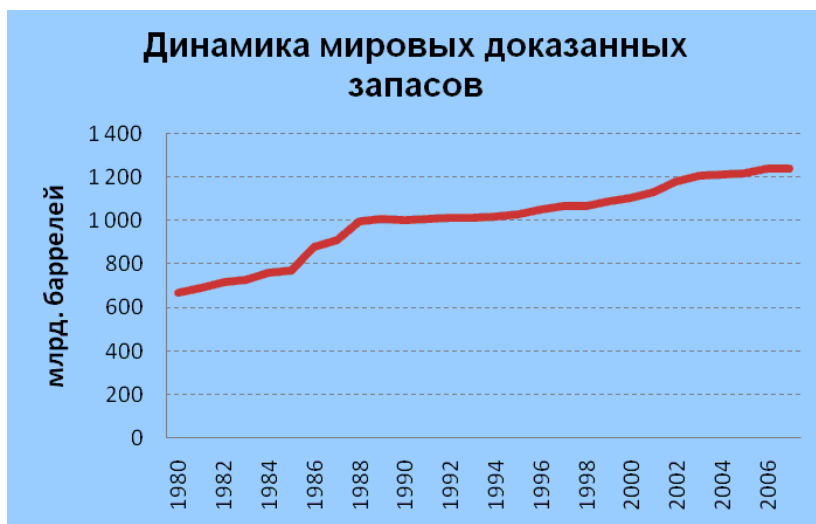


На графике выше изображена квартальная динамика нефтяных котировок с начала 1990-х до конца 2008 года. Этот график иллюстрирует, что для нефтяных цен коридор 12-35 долларов за баррель был естественным в течение 15 лет, и только в 2004 году началось сильное восходящее движение цен на нефть. (Всплеск в начале 90-х – это операция Буря в пустыне.) Но этот рост в течение 4 лет (с 35 в район 150 долларов за баррель) был отыгран вниз всего за пару кварталов. У нефти не оказалось сильно проторгованных уровней выше 35-50 долларов за баррель.

Многие участники рынка являются сторонниками теории, что запасы нефти ограничены и потому она должна только дорожать. Мы придерживаемся иной точки зрения.

Действительно, нефть когда-нибудь закончится или ее начнет сильно не хватать, если к тому времени мировая экономика не переключится на другие источники энергии. Но случится этот дефицит не в ближайшие годы.

На графике ниже представлена динамика мировых доказанных запасов нефти. Как видно, за последние 25 лет мировые доказанные запасы «черного золота» удвоились. Конечно, было разведано много месторождений, которые при нынешних низких ценах на нефть нерентабельны для разработки. Но технологии совершенствуются, время для их совершенствования еще есть. Нефть на старых дешевых месторождениях еще не исчерпалась, хотя сигналы к этому уже начинают поступать.



На текущий момент мировых доказанных запасов нефти мировой экономике при данном уровне потребления хватит на 42 года. При этом быстрее всего нефть исчерпается в развитых странах, а среди добывающих стран к тому моменту останутся лишь страны ОПЕК и страны бывшего СССР. По параметрам добычи и наделенности нефтью страны ОПЕК и бывшего СССР вроде могли бы контролировать цены на нефть. Но в реальности этого не происходит, потому что эти страны не могут резко сократить добычу нефти, так чтобы мировая экономика это всерьез почувствовала.

Страна	Объем добычи, тысяч баррелей в день (ноябрь)	Квота с 1 янв. 2009	Квота, установленная в октябре 2008
Алжир	1 380	1 200	1 286
Ангола	1 800	1 520	1 801
Эквадор	500	430	493
Индонезия	850	0	0
Иран	3 900	3 340	3 600
Ирак	2 280	0	0
Кувейт	2 500	2 220	2 390
Ливия	1 700	1 470	1 623
Нигерия	1 850	1 670	2 050
Катар	850	730	785
Саудовская Аравия	8 920	8 050	8 477
ОАЭ	2 330	2 220	2 433
Венесуэла	2 340	1 990	2 341
Итого ОПЕК	28 070	24 840	27 306

Как мы видим из таблицы выше, многие страны картеля не придерживаются установленных ОПЕК квот по добыче. В отсутствие дисциплинированного регулятора предложения ценообразование на нефть осуществляется в развитых странах (США, Европе), которые являются основными импортерами нефти. Главные рыночные нефтяные марки – это нефть марки Light Crude, торгуемая на Нью-Йоркской бирже, и нефть марки Brent, торгуемая на Лондонской нефтяной бирже. Цена на остальные сорта нефти устанавливается с дисконтом к этим сортам. Стоит отметить, что в последние годы основным инструментом ценообразования все-таки являются нью-йоркские котировки нефти. Это можно заметить, фильтруя те информационные сигналы, которые влияют на нефтяные котировки. Так, это могут быть волнения в Венесуэле, которая является основным поставщиком нефти для США в Центральной и Южной Америке; беспорядки в Нигерии, также экспортирующей нефть в Штаты, поднимают нефтяные цены. Не будем забывать также про периодически возникающие у берегов США ураганы, влияние на эти цены автомобильного и зимнего отопительного сезонов в США. То есть нефтяные котировки наиболее чутки к новостям, затрагивающим рынок нефти США.

ОПЕК оказался заложником не только собственной сырьевой однобокой экономики, но и фьючерсных контрактов на нефть. В Нью-Йорке и Лондоне торгуют не просто нефтью, а фьючерсами на нефть. Помимо текущего потребления фьючерсы позволяют удовлетворить и спрос более поздних периодов. Так, к примеру, на Нью-Йоркской бирже на конец 2008 года торговались месячные фьючерсные контракты с поставкой нефти вплоть до декабря 2017 года. То есть, как мы видим, фьючерсы позволяют охватить потребление на девять лет вперед. При этом контракты с поставкой в ближайшие пять лет имеют стабильные интерес со стороны торговцев фьючерсами. Отсюда становится в очередной раз понятным, почему локальные снижения квот ОПЕК не имеют воздействия на цены на нефть. Мало кто верит, что политика ОПЕК по периодическому снижению квот может превратиться в постоянную жесткую политику по значительному сокращению квот, что в итоге выльется в дефицит нефти.

Если участники фьючерсных торгов определяют цену на нефть, то кто они и к чему им нефть? По статистике открытых позиций на фьючерсные контракты нефти в Нью-Йорке одну треть этих участников торгов представляют спекулянты различного уровня (хедж-фонды, институциональные организации и другие), а две трети – это торговцы, чей бизнес непосредственно связан с нефтью и нефтепродуктами. Эти последние стараются захеджировать риски роста или падения нефтяных котировок (в зависимости от вида бизнеса). Торговцы, представляющие реальный сектор экономики, зарабатывают за счет своего основного бизнеса, а не за счет спекуляций фьючерсами. Считается, что спекулянты умнее торговцев и быстрее чувствуют тенденции на товарных рынках. Но так происходит не всегда.

Ниже будут представлены три графика, иллюстрирующие связь между ценой нефти (красная линия (серая при черно-белой печати)) и открытыми позициями участников рынка по фьючерсам (черная линия с серой заливкой). Временная шкала у всех графиков одинаковая, а вот шкала ординат различается.



На двух графиках выше представлена динамика коротких и длинных позиций спекулянтов по фьючерсам на нефть. Как мы видим, длинные позиции пошли на убыль у спекулянтов в марте 2008 года и, несмотря на это, нефть за эти пару месяцев доходила до 150 долларов за баррель. Это был так называемый эффект бегства инвесторов в товары. Короткие же позиции спекулянтов снизились в меньшей степени и лишь после сильного падения нефтяных цен. В целом можно заключить, что до сих пор спекулянты не исключают, что цены на нефть могут опуститься ниже 35 долларов за баррель.



Как видно на графике, демонстрирующем позиции реального сектора по фьючерсным контрактам на нефть, у реального сектора уменьшение интереса началось гораздо раньше спекулянтов – летом 2007 года. Это время кризиса ликвидности в экономике США. Как мы видим, проблемы реального сектора не мешали спекулянтам разгонять нефтяные цены еще несколько кварталов, но от реальной экономики, предъявляющей спрос на нефть и составляющей две трети по открытым позициям на нефть, долго спекулянты отходить не могут.

Но это не все трудности спекулянтов. В таблице ниже представлены организации, являющиеся основными спекулянтами фьючерсами в Нью-Йорке. В зависимости от открытых контрактов каждая организация на Нью-Йоркской бирже должна обладать некоторым капиталом.

№	Организация	%
1	JP Morgan	15.7%
2	UBS	15.3%
3	Goldman Sachs	12.4%
4	Barclays Capital	6.9%
5	Morgan Stanley	6.4%
6	Credit Suisse	6.3%
7	Merill Lynch	5.8%
8	Citigroup	5.6%
9	Deutsche Bank	3.7%
10	Banc of America	3.0%
11	Newedge	2.3%
12	Wachovia	2.2%

13	RBS Greenwich	1.6%
14	BNP PARIBAS	1.3%
15	HSBC	1.2%
16	CIBC	1.1%

Если отслеживать новости по финансовому положению этих организаций за последние годы, а также учесть банкротство Lehman Brothers, становится очевидным, что сейчас разгон нефтяных цен в прежних масштабах спекулянтам не по средствам. Напомним вкратце парочку примеров. JP Morgan в целом лучше остальных финансовых спекулянтов пережил ипотечный кризис, падение цен на товарных рынках, но тем не менее по итогам 3 квартала 2008 года он получил нулевую прибыль, а в 4 квартале ожидается значимый убыток. Швейцарский UBS последние семь кварталов терпит существенные убытки каждый квартал. Значительные потери из-за финансового и ипотечного кризиса понесли Goldman Sachs, Citigroup, Banc of America и Barclays Capital.

Таким образом, спекулянты и ОПЕК не могут сильно воздействовать на цены на нефть в данный момент. Тогда какие факторы в ближайшие годы действительно будут влиять на нефтяные котировки?

Прежде всего, это потребление в экономике США, которое будет снижаться в ближайшей перспективе. Этот фактор окажет негативное влияние на нефтяные котировки.

В США новый президент – Барак Обама. У него своя команда, которая схожа с командой Билла Клинтона. Судя по заявлениям Обамы, он понимает зависимость экономики США от нефти, и будет стараться эту зависимость снижать, в том числе за счет большего контроля над спекулянтами. Президентство Билла Клинтона – это период низких цен на нефть и время решения конфликтов не военно-силовыми, а экономическими методами (экономическая блокада неудобных стран). У Обамы в отличие от Буша нет семейного нефтяного бизнеса. Кроме того, одним из советников Обамы является Уоррен Баффет, являющийся противником инвестиций в сырьевые компании и стремящийся развивать так называемую «новую экономику». Политический фактор по текущим оценкам будет негативно влиять на нефть.

Запасы нефти в США продолжают увеличиваться, что связано с уменьшающимся потреблением нефтепродуктов. Кроме того, оценки запасов нефти могут до некоторой степени контролироваться государственными структурами США. Этот фактор также не в пользу высоких цен нефти.

Ожидание военных действий и стихийные катаклизмы в последние годы подхлестывали цены на нефть к росту. Но здесь проявлялась в немалой степени ключевая роль СМИ в США. Освещение конфликта в Осетии западными СМИ показало, что в США имеется ощутимый контроль над СМИ со стороны политических сил. Изначальный политический настрой команды Обамы против высоких цен на нефть, но уже упоминавшиеся выгоды остановки дефляции (финансирование бюджетного дефицита в условиях девальвации) могут эту политическую позицию поколебать. В нынешней ситуации вероятно появление со стороны американских СМИ некоторого количества информационных сигналов об опасных для нефтяных объектов стихийных катаклизмах или военных конфликтах. Однако эти сигналы могут быть инициированы не обязательно командой Обамы, а по воле американских нефтяных компаний или вполне возможно создание военных конфликтов по инициативе стран ОПЕК,

или конфликтов сторон с нефтью мало связанных. Проявление данного фактора имеет пока высокую степень неопределенности и потому во влиянии на рост нефтяных цен мы присваиваем ему слабый плюс.

Единственным явным фактором в пользу растущих цен на нефть, на наш взгляд, является прогнозируемое ослабление доллара в ближайшей перспективе на фоне резкого расширения денежной массы и усугубления экономических проблем в США.

В итоге на основе рассматриваемых факторов нами были выдвинуты три сценария для цен нефти на 2009 год.

Оптимистичный сценарий предполагает, что среднегодовая цена нефти установится в 2009 году на уровне 65 долларов за баррель. Вероятность такого сценария оценивается нами как 20%.

Нейтральный сценарий предполагает, что среднегодовая цена нефти установится в 2009 году на уровне 45 долларов за баррель. Вероятность этого сценария по нашим оценкам составляет 45%.

Наконец **пессимистичный сценарий** сулит нам в среднем в 2009 году нефтяные котировки в районе 25 долларов за баррель. Вероятность данного сценария соответственно 35%.

Макроэкономический сценарный прогноз для РФ на 2009 год

Прежде чем перейти к описанию макроэкономического прогноза развития экономики РФ в 2009 году необходимо закрепить некоторые условия:

- главная задача аналитика состоит не в том, чтобы указать точную цифру по тому или иному прогнозируемому показателю, а в том, чтобы обосновать логику развития событий и указать направление и степень изменения значения показателя;
- ситуация в условиях кризиса всегда слабопредсказуемая, ибо природа кризиса такова, что мало кто его ожидает. Соответственно, мы не можем строить прогноз исходя из каких-то фиксированных допущений, а должны рассмотреть вариативные сценарии развития ситуации;
- апокалипсические прогнозы о крахе американского доллара интересны и имеют место быть. Тем не менее, мы считаем, что ожидать полного отказа мировой экономики от доллара как средства расчётов и сбережений несколько наивно, тем более в краткосрочной перспективе (с точки зрения макроэкономики, перспектива до 3 лет является краткосрочной). В мире не сформировалась альтернатива доллару США. Экономика США достаточно мобильна и диверсифицирована, и хотя она испытывает глубочайший кризис, мощь её всё ещё сохраняется;
- как бы рьяно ни выступали ведущие мировые эксперты по экономике, лидеры крупнейших стран, руководители международных финансовых организаций склоняются к тому, что необходимо не допустить скатывание мировой экономики к национальному протекционизму, этот процесс продолжает набирать обороты. Это говорит о том, что шок от

реального сжатия мировой экономики может быть очень сильным, и многое будет зависеть от глубины протекционизма ведущих экономик мира (США, ЕС, Китай, Япония) – чем меньше протекционизм, тем быстрее будет выздоровление. Тем не менее, каждая власть, руководствуясь национальными интересами, может пренебречь этим фактом и продлевать общий кризис. Соответственно политическая составляющая взаимодействий крупных экономик между собой приобретёт ключевое значение;

- негативная конъюнктура на мировых рынках для отечественных экспортёров, а также необходимость трансформации внутренней денежно-кредитной системы в условиях мирового финансового кризиса заставят власть форсировать переход к новому монетарному режиму – таргетирования инфляции. Ключевая регулирующая роль будет передана внутренней процентной ставке – ставке рефинансирования ЦБ. Курс рубля в этих условиях должен стать плавающим. Переход к плавающему курсовому режиму важен не только с точки зрения создания в стране собственных эффективных инструментов монетарного стимулирования экономического развития, но и с точки зрения сохранения резервов и направления их на покрытия бюджетного дефицита и дефицита платёжного баланса. Если же власть не решится на переход к плавающему курсу, то высока вероятность возврата к валютному регулированию, после чего на долгое время можно забыть о формировании рубля как региональной резервной валюты;
- и главное - мировые цены на нефть, безусловно, остаются важнейшим индикатором для российской экономики. Тем не менее, необходимо понимать, что низкие цены на нефть и прочее сырьё способствуют скорейшему выздоровлению мировой экономики. Миру просто необходимо снижение издержек, для того чтобы наименее болезненно очиститься от неэффективных элементов. Также полезны низкие цены на нефть и для РФ, так как они мотивируют власть и собственников капитала ускорить проведение реформ на макро- и микроэкономическом уровне. Но эти же низкие цены на нефть обеспечат довольно «холодную атмосферу» в российской экономике в 2009 году.

Исходя из этих соображений, нами был построен макроэкономический прогноз на 2009 год, предусматривающий три сценария.

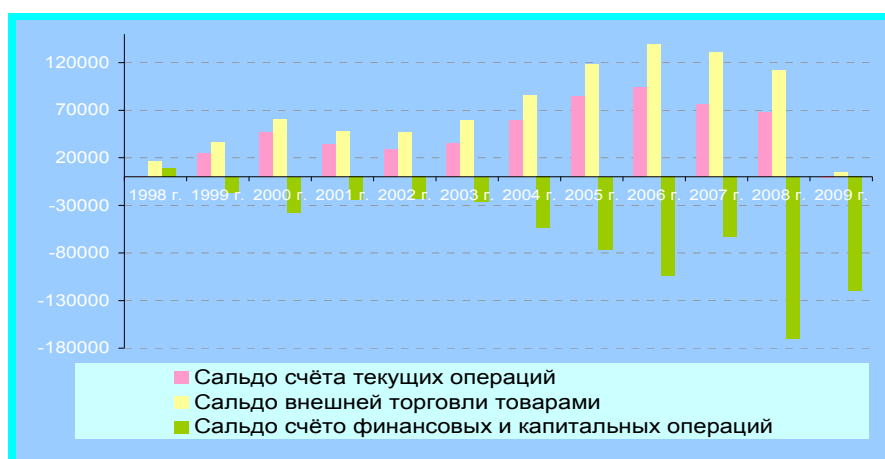
Пессимистический сценарий	Базовый сценарий	Оптимистический сценарий
среднегодовая цена на нефть \$25 за баррель	среднегодовая цена на нефть \$45 за баррель	среднегодовая цена на нефть \$65 за баррель
рост мировой экономики в составит от -0,5% до -1,5%	рост мировой экономики в составит 0%	рост мировой экономики в составит от 0% до +1%
в мире распространится протекционизм (особенно в США)	в мире распространится умеренный протекционизм	крупнейшим экономикам мира удастся не допустить роста протекционизма
возврат к валютному регулированию в РФ	переход к таргетированию инфляции в РФ осуществится в 2009 году (плавающий курс рубля в I	переход к таргетированию инфляции осуществится в РФ в 2009 году (плавающий курс рубля в III – IV

	– II кварталах 2009 года) и РФ переходит на частичные расчеты с соседями в рублях за поставки энергоносителей	кварталах 2009 года). Значительная доля расчетов за поставки отечественных энергоносителей соседям переводится на рубли
курс доллара укрепляется по отношению к евро до 1 – 1,2 доллара за евро, что свидетельствует о продолжении бегства капитала из мировой экономики в США	паритет евро/доллар сохраняется на уровне 1,3-1,5 доллара за евро	доллар продолжает девальвировать по отношению к евро (1,5-1,7 доллара за евро)

Базовый сценарий (наиболее вероятный)

После снижения цен на нефть в конце 2008 – начале 2009 года страны основные поставщики нефти (ОПЕК, РФ и т.д.) более агрессивно будут снижать объёмы добычи (административно и естественно – за счёт снижения рентабельности). Одновременно падение мирового спроса в I полугодии 2009 года прекратится. В конечном итоге это приведёт к тому, что среднегодовая цена на нефть по итогам года составит \$45 за баррель.

Нулевой рост мировой экономики по итогам года (за счёт сохранения роста в Китае и Индии), а также распространение протекционистской политики в мире, безусловно, приведут к снижению отечественного экспорта. Тем не менее, проводимая девальвация рубля, близкий к нулю рост реальных доходов населения и ряд правительственных мер, направленных на поддержание внутреннего производителя, приведут к одновременному снижению импорта. В результате сальдо внешней торговли сохранится на положительном уровне, но, учитывая отрицательные балансы трансфертов и доходов, сальдо счёта текущих операций будет находиться около «0».



В первой половине 2009 года мировые финансовые рынки всё ещё будут находиться не в очень хорошем состоянии. Дефолты заёмщиков продолжатся. Тем не менее, первоклассные российские эмитенты со второй половины года уже смогут начать выходить на зарубежные долговые рынки. Причём будет наблюдаться некоторая переориентация географии выхода отечественных компаний – активно будет развиваться взаимодействие с инвесторами и кредиторами из азиатских стран. Государство продолжит участвовать в рефинансировании внешней задолженности отечественных компаний. Процесс увеличения доли государственного сектора в экономике страны продолжится.

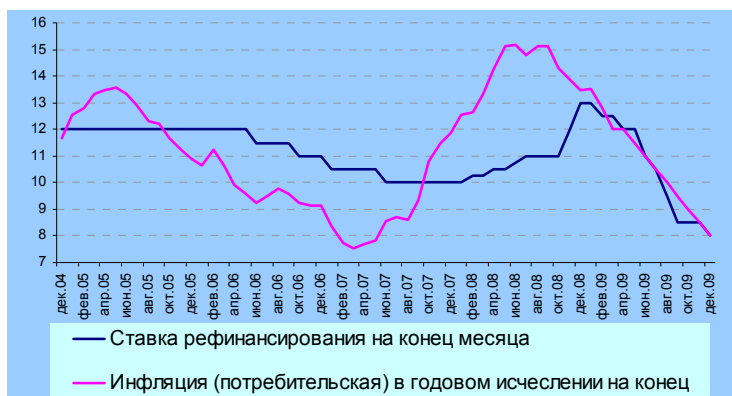
Поток прямых иностранных инвестиций в экономику страны ослабнет, но всё же будет наблюдаться. Все эти факты приведут к образованию отрицательного сальдо финансового счёта платёжного баланса РФ, которое будет профинансировано за счёт незначительного положительного счёта текущих операций, положительного сальдо капитального счёта и валютных резервов государства.

Понятно, что валютные резервы необходимы для покрытия дефицита платёжного баланса, а также дефицита бюджета, которые сформируются из-за снижения рентабельности деятельности компаний реального сектора и уменьшения поступлений от нефтегазовых источников пополнения доходной части бюджета. При этом социальные обязательства бюджета только повышаются, а инвестпрограммы обещано профинансировать также в полном объёме (впрочем, некоторая экономия по инвестпрограммам должна иметь место из-за существенного снижения стоимости расходных материалов).

Именно инвестпрограммы и рост социальных расходов бюджета станут главными макроэкономическими драйверами российской экономики в 2009 году

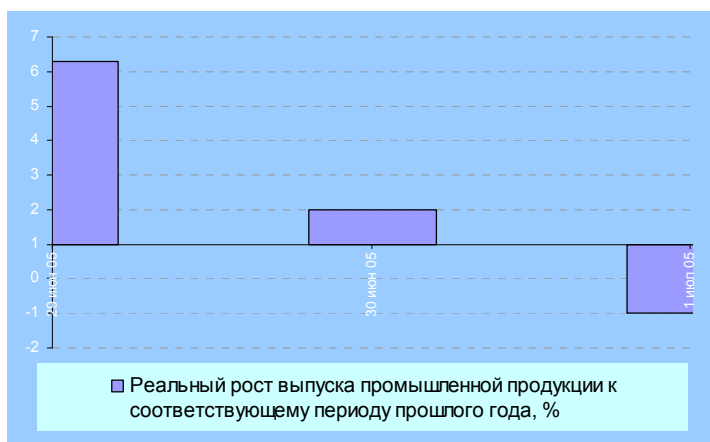
Учитывая необходимость сохранения международных резервов и формирование более независимого от внешних шоков денежно-кредитного инструментария, ЦБ в I полугодии после плавной девальвации рубля осуществит переход к плавающему курсу. В результате девальвации курс ориентировочно составит 35 рубля за доллар. После осуществления перехода к курсовому режиму свободного плавания девальвационное давление на рубль иссякнет, а во II полугодии даже начнётся обратная динамика – укрепления рубля к доллару США. Среднегодовой курс рубля к доллару составит около 34 рубля за доллар.

Что касается денежно-кредитных инструментов стимулирования экономики, то их место займёт ставка рефинансирования ЦБ и привязанные к ней ставки по инструментам рефинансирования коммерческих банков. Т.е. значительная сформированная задолженность банков перед ЦБ уже сейчас позволяет Центробанку влиять на уровень расходов банковской системы, а соответственно снижение ставок будет положительно сказываться на способности банков кредитовать реальный сектор экономики по более низким ставкам.

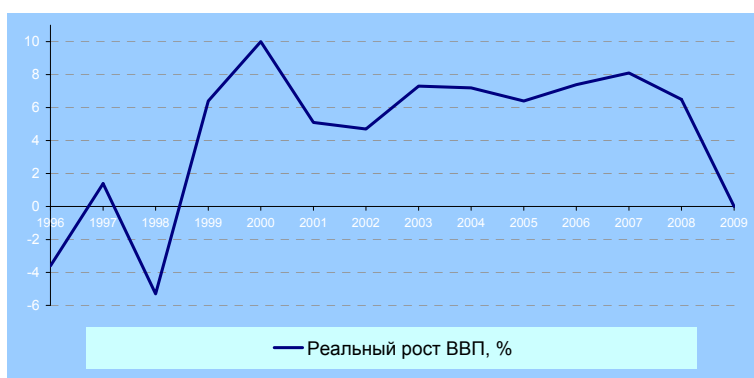


Корреляция между ставкой рефинансирования и средней процентной ставкой по кредитам и депозитам усилится. Снижать ставку Центробанк будет в соответствии с динамикой ценовых индексов, которые уже сейчас демонстрируют понижательную динамику. Продолжение этой динамики мы ожидаем и в 2009 году.

Девальвация рубля, стимулирование экономики с помощью денежно-кредитных и бюджетно-финансовых инструментов, а также политики умеренного протекционизма приведут к тому, что негативный тренд промышленного выпуска будет сломлен во втором полугодии и по итогам года промышленный выпуск сократится лишь на -1%.



Показатель реального роста ВВП будет находиться около «0» за счёт того, что падение промышленного производства будет компенсировано ростом добавочной стоимости в сфере услуг (торговля, медицина, образование, распределение электроэнергии, газа и воды). Если рассматривать ВВП методом потребления, то незначительное снижение реального чистого экспорта будет компенсировано таким же незначительным ростом реальных инвестиций (за счёт сохранения планов по повышению тарифов и финансированию инвестиционных бюджетных программ), а также незначительным ростом частного потребления за счёт увеличения зарплат бюджетников, и социальных трансфертов из бюджета, в условиях прекращения реального роста доходов от зарплат в частном секторе.



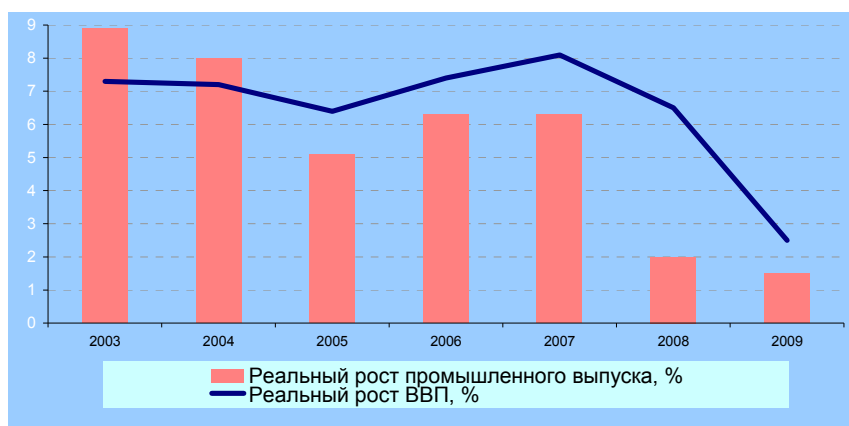
Восстановление мировой и российской экономики начнётся только с 2010 года. В принципе отечественная экономика пострадает от кризиса в значительно меньшей степени, чем экономика развитых стран.

Оптимистичный сценарий

В оптимистичном сценарии мы предполагаем практически ту же логику развития событий, что и в базовом сценарии. Некоторые отличия в результатах макроэкономических показателей связаны с тем, что среднегодовая цена на нефть в 2009 году составит \$65 долларов за баррель, мировая экономика будет демонстрировать чуть более высокие темпы роста. Это обстоятельство,

безусловно, положительно скажется на российских макроэкономических показателях:

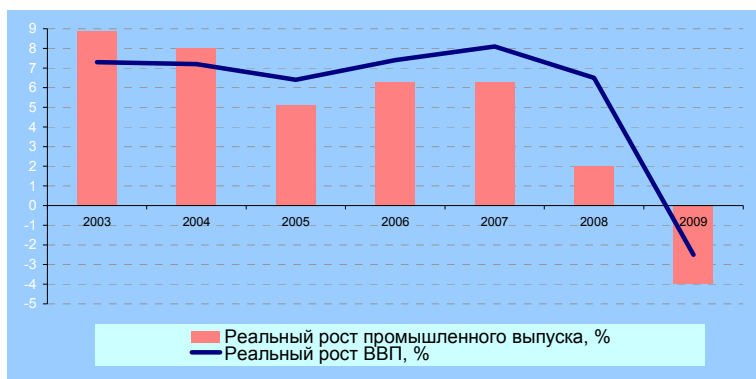
- положительное сальдо внешней торговли будет заметно выше;
- вполне возможно возобновление притока капитала (убедившись в устойчивости российского финансового баланса, инвесторы снова могут заинтересоваться отечественным рынком). Впрочем, сальдо финансового счёта всё равно будет отрицательным, но минус будет существенно меньше;
- государство сможет не так агрессивно расходовать резервы на поддержку курса и это позволит обеспечить плавный переход к режиму таргетирования инфляции, который всё же должен быть реализован в III – IV квартале 2009 года;
- более высокий уровень цен на нефть создаст предпосылки для лучшего наполнения государственного бюджета, а соответственно для более уверенной поддержки внутренней экономики с помощью увеличения внутреннего спроса (инвестиционного и потребительского).



В этих условиях отечественный промышленный выпуск по итогам 2009 года продемонстрирует незначительные положительные результаты (0,5% - 1,5%), рост реального ВВП будет ещё выше и составит от 1,5% до 3%.

Пессимистический сценарий

Развитие событий в пессимистичном сценарии носит кардинально иной характер. Мало того, что среднегодовая цена на нефть ниже некуда - \$25 за баррель, так ещё и падение мировой экономики более существенное из-за протекционистской политики, проводимой властями стран с крупнейшей экономикой. Агрессивное вмешательство властей США в собственную экономику, сопряжённое с протекционизмом и денежными вливаниями, может привести к усугублению ситуации в мировой экономике и спровоцировать очередную волну бегства капитала с мировых рынков в долларовые активы. В результате все негативные тенденции, описанные в базовом сценарии, будут усилены, государство столкнётся с острой нехваткой ресурсов на реализацию собственных программ. Будет осуществлён возврат к валютному регулированию для того, чтобы остановить спекулятивные атаки и долларизацию отечественной экономики. Черета частных банкротств будет более заметной. Минфин прибегнет к заимствованиям на внешнем рынке и частично сможет уберечь экономику от снижения реального ВВП, которое по итогам года составит от -1% до -3%.



Выводы о макроэкономической ситуации в РФ и в мире.

Абстрагируясь от того, как сложится внешняя конъюнктура, в 2009 году многое будет зависеть от эффективности и скорости действий государственного менеджмента. Ключевые рычаги поддержания экономики страны находятся в плоскости финансово-бюджетной политики государства. Главными драйверами экономического роста станут реализация инвестиционных программ, намеченных бюджетом, государственными и частными корпорациями, а также поддержание роста конечного потребления с помощью выполнения бюджетных социальных обязательств, рост которых уже предусмотрен и заложен в государственный бюджет на 2009 год. Не менее важными будут успехи в реформировании финансовой системы государства. В условиях мирового финансового кризиса крайне необходимо развивать систему внутренних монетарных рычагов стимулирования экономики. Реализовывать это необходимо с помощью перехода к более прогрессивному монетарному режиму, а также развивая инфраструктуру финансового рынка. Актуальность развития внутреннего финансового рынка важна и с точки зрения возможной разбалансировки мировой финансовой системы.

Мировая экономика сохраняет шансы не попасть в 2009 году в минусовую плоскость по показателю роста экономики. Многие, разумеется, будет зависеть от успехов властей США в борьбе с кризисом. Уповать на экономики Индии и Китая, по крайней мере в 2009 году, не стоит.

Денежный рынок

Для того чтобы перейти к описанию перспектив российского фондового рынка в 2009 году, необходимо прежде рассмотреть вероятное состояние финансовой среды, в которой он будет функционировать. Приведённый ниже взгляд на конъюнктуру денежного рынка РФ в 2009 году базируется на условии реализации базового сценария нашего макроэкономического прогноза.

Мировой финансовой кризис не только не обошел «остров РФ», а и существенно по нему ударил. Вплоть до осени 2008 года нарастало его давление на отечественный денежный рынок и, в конце концов, кризис ликвидности трансформировался в кризис доверия. Сейчас нарастает кризис неплатежей, связанный со сжатием реального производства. Именно последний и станет главным вызовом, стоящим перед российской экономикой в 2009 году. В условиях снижения мирового спроса государству какое-то время удастся снижать распространение неплатежей и корпоративных банкротств, но долго данная тактика продолжаться не может. Впрочем, базовый сценарий макроэкономического прогноза предусматривает поддержание спроса на отечественную продукцию за счёт наращивания внутреннего потребительского

и инвестиционного спроса, а также незначительное восстановление внешнего спроса в конце 2009 года.

Кроме того, уже во II полугодии 2009 года мы ожидаем некоторого оживления деятельности отечественных компаний на зарубежных долговых рынках, что положительно скажется на способности компаний реального сектора рефинансировать собственную внешнюю задолженность.

В этих условиях ликвидность российского финансового сектора будет на протяжении 2009 года постепенно восстанавливаться. Причём под восстановлением мы понимаем не возврат к системе перманентного избытка средств и отрицательных реальных процентных ставок на кредитные ресурсы, а постепенное восстановление доверия контрагентов друг к другу в условиях сохранения перманентного дефицита ликвидности в системе. Данная модель системы предусматривает существенное увеличение роли финансовых инструментов Центробанка по регулированию банковской ликвидности.

Можно обозначить следующие этапы восстановления российского денежного рынка:

- операции РЕПО банков с ЦБ на фондовом рынке – I квартал 2009 года. Уже в ближайшее время должно начаться рефинансирование банков с помощью операций РЕПО на фондовом рынке. Нормативная база уже существует. Сейчас банки должны подписать соответствующее соглашение на проведение подобных операций с региональными отделениями Центробанка;
- операции РЕПО профучастников рынка ценных бумаг с ЦБ (II – III квартал 2009 года). В марте запланировано внесение соответствующего законопроекта в Государственную Думу РФ. После предположительного оперативного принятия законопроекта понадобится ещё как минимум несколько месяцев на формирование и отладку технических требований к профучастникам рынка ценных бумаг, выдачу лицензий и решение прочих организационных вопросов;
- восстановление доверия на международных кредитных рынках и появление возможности у первоклассных российских заёмщиков рефинансировать собственную внешнюю задолженность – II полугодие 2009 года;
- развитие прочих инструментов Центробанка по банковскому рефинансированию, создание инструментов долгосрочного фондирования финансовых организаций и институтов, отвечающих за формирование длинных денег в экономике – на протяжении года.

Одновременно ЦБ в 2009 году ускорит переход к новому монетарному режиму, построенному на основе управления экономической активностью в стране с помощью ставки рефинансирования. В начале года рыночная стоимость кредитных ресурсов примет реально положительное значение (будет иметь тенденцию к росту), что продиктовано фактическим состоянием экономики. Одновременно будет осуществляться привязка рыночной процентной ставки к ставке рефинансирования вследствие увеличения зависимости финансовой системы страны от кредитов/депозитов ЦБ и других ключевых институтов

финансового рынка (АИЖК, ВЭБ, Минфин, государственные целевые фонды). Стоимость этих обязательств уже будет привязана к ставке рефинансирования.

В течение года, одновременно со снижением инфляционного давления в экономике страны (по базовому сценарию рост потребительских цен в годовом исчислении с 13,4% в декабре 2008 года снизится до 8-10 процентов в декабре 2009 года), ЦБ будет пропорционально снижать ставку рефинансирования, тем самым влияя на снижение стоимости кредитов в экономике. Правда, на первых порах связь будет ещё не достаточно жёсткой.

На этом фоне, безусловно, будет продолжаться действие и негативных факторов, которые будут создавать напряжённость в системе (в виде повышения спроса на ресурсы) в отдельные периоды времени:

- февраль-март, а также сентябрь-октябрь традиционно наиболее напряжённые периоды для российского денежного рынка. Дело в том, что именно в эти периоды происходит начало нового финансового года в Японии и США соответственно. Крупнейшие финансовые компании мира, которые тесно связаны с этими экономическими центрами и являются крупнейшими мировыми кредитодателями, привязывают свои денежные потоки к этим периодам. В результате формируются сезонные пики во внешней долговой нагрузке для отечественных кредиторов (прочие развивающиеся страны также испытывают сложности в этот период, например Украина);
- С начала февраля и марта ЦБ на 1 процентный пункт каждый раз должен повысить банковские нормативы обязательного резервирования по пассивным операциям. Данное повышение предусмотрено нормативами, принятыми ещё осенью 2008 года с целью увеличения ликвидности банковской системы нормативы были снижены практически до нуля (0,5%). Уже сейчас руководство ЦБ в СМИ заявляет, что понимает сложности, сохраняющиеся в банковской системе, и, возможно, растянет восстановительное повышение нормативов во времени. Пока же в силе остаются указанные нормы;
- Традиционно третья декада каждого месяца будет оставаться напряжённой для банковской системы, что связано с периодом налоговых выплат. Этот фактор будет усиливать негативные тенденции на денежном рынке в периоды пиковых выплат по внешнему долгу.

Учитывая всё вышеизложенное, мы можем сделать следующие выводы. Январь будет характеризоваться относительным спокойствием на денежном рынке, что связано как с фактором сезонности (относительно низкий спрос на ресурсы в виду слабой бизнес-активности в январе). Наиболее сложными периодами для денежного рынка будут февраль-март 2009 года. Одновременное повышение норм резервирования, проведение пиковых долговых выплат и налоговых платежей приведёт к существенному увеличению дефицита ресурсов в системе. Причём происходить это будет на фоне всё ещё продолжающегося недоверия контрагентов друг к другу. В результате задолженность банков перед регулятором заметно увеличится (на конец 2008 года она составила около 10% активов банковской системы РФ), так как ЦБ будет готов покрыть кассовые разрывы ликвидности банков. Введение новых инструментов

рефинансирования коммерческих банков уже в I квартале 2009 года также несколько сгладит пик дефицита ликвидности. Начиная со II квартала ситуация будет постепенно стабилизироваться. Во втором полугодии начнёт действовать рефинансирование Центробанком профучастников рынка ценных бумаг, что также положительно скажется на общей ситуации в финансовой системе страны. Доверие контрагентов друг к другу постепенно начнёт восстанавливаться, так как падение в реальной экономике остановится. Несколько замедлит процесс новый пик спроса на ресурсы в сентябре-октябре, но в целом система сможет достаточно успешно пройти этот период. В IV квартале отечественный реальный сектор продемонстрирует начало восстановительного роста реальной экономики. Многие российские компании уже в III-IV квартале смогут успешно возобновить деятельность на иностранных долговых рынках с целью рефинансирования своих долгов. Ситуация с ликвидностью в системе в конце года будет положительной.

Инвестиционная привлекательность

Возникает закономерный вопрос: направится ли возрождающаяся ликвидность хотя бы частично на фондовый рынок? Для ответа на этот вопрос необходимо оценить степень инвестиционной привлекательности российских акций при текущих ценах и текущих ожиданиях будущих прибылей.

В рамках данных оценок мы использовали наш базовый сценарий развития экономической ситуации в мире и в России, который считаем достаточно реалистичным. Предполагается, что финансовые результаты российских компаний в 2009 году окажутся хуже 2008 года, но некоторая положительная динамика продаж и рентабельности может наметиться к концу 2009 года. У многих инвесторов могло возникнуть впечатление, что многие российские акции, упавшие в цене за последнее полугодие 2008 года в 3-10 раз, теперь являются недооцененными в той же мере. Стоит в очередной раз отметить, что финансово-экономический кризис проявился не в том, что инвесторы забрали свои капиталы с рынка, а в том, что их инвестиции стали менее рентабельными.

Падение цен и спроса на мировых товарных рынках очень сильно отразилось на отечественной промышленности. Пострадали предприятия нефтегазовой, металлургической, химической, сельскохозяйственной, строительной и других отраслей (банковская сфера одной из первых ощутила удар финансового кризиса), так как резко снизились цены и спрос на их продукцию, а также возникли препятствия для доступа к заемным средствам.

Такие отрасли отечественной экономики, как электроэнергетика и связь, помимо проблем кредитования стали испытывать свои специфические проблемы инвестиционного плана.

У электроэнергетиков до сих пор остались в планах масштабные инвестиционные программы, за невыполнение которых они должны будут уплатить штрафы. При разработке этих инвестиционных программ предполагалось наличие возможности занимать деньги у иностранных банков, а также высокие темпы роста тарифов для российских потребителей (населения и промышленности). В результате тарифы для естественных монополий были повышены, но на меньшую величину, нежели планировалось до кризиса. Резко возросли риски неплатежей в электроэнергетике, так как теперь при отсутствии единой централизованной структуры в виде РАО «ЕЭС» высока вероятность возникновения множественных конфликтов между

частными поставщиками и потребителями электроэнергии. Кроме того, российская промышленность, по нашим ожиданиям, сократит потребление электроэнергии в 2009 году более чем на 5% по сравнению с 2008 годом.

Компании связи испытывают свои трудности. Помимо снижения спроса на их услуги исчезла (судя по всему надолго) основная идея роста в этом секторе – приватизация «Связьинвеста». Вряд ли найдутся противники той точки зрения, что приватизация этого холдинга связи не будет произведена в нынешней ситуации, когда на протяжении ряда лет у государства были гораздо более благоприятные возможности передачи «Связьинвеста» в частные руки.

Таким образом, не только понизились цены российских акций, но и существенно возросли риски инвестирования. Поэтому для более четкого представления о текущей инвестиционной привлекательности отечественных акций целесообразно воспользоваться таким финансовым показателем, как P/E – отношение рыночной капитализации компании к ее прибыли. В таблице ниже приведены прогнозируемые нами уровни P/E для отраслей, представленных в индексе РТС.

Отрасль	P/E 2009	Вес отрасли в индексе
Нефтегазовая	6.16	59.74%
Банки	6.01	15.43%
Металлургия	19.12	10.99%
Электроэнергетика	8.73	5.42%
Связь	9.06	2.95%
Химия	3.65	2.94%
Транспорт	6.66	1.51%
Потребительский сектор	11.30	0.70%
Прочее	8.19	0.32%
Итого Индекс РТС	7.76	

Трактовать значение P/E удобно как количество лет, за которые окупится инвестиция при данном уровне прибыльности. Рыночные цены (капитализация), то есть числитель P, были выбраны на уровне первых торговых дней января 2009 года. Знаменатель E рассчитывался как ожидаемая прибыль компаний за 2009 год. Как видно из таблицы, инвестирование в индекс РТС в соответствии с прогнозом окупится за 7-8 лет, что достаточно привлекательно по инвестиционным меркам даже для таких развивающихся стран как Россия. Так можно судить о недооцененности российского рынка в целом. Однако использовать P/E напрямую применительно к отраслям, то есть считать, что металлургия исходя из значения P/E в три раза менее привлекательна, чем например банки, не стоит. Отрасли неоднородны, и на российском рынке определенный класс акций находит спрос инвесторов гораздо раньше других, а эти остальные позднее подтягиваются за «лидерами». В соответствии с этим положением мы и рекомендуем некоторый перечень акций, которые при благоприятных возможностях первыми «выйдут в космос» (поднимутся в цене):

Нефтегазовый сектор: Газпром, Роснефть, Лукойл

Металлургия: Норильский Никель, Полюс Золото

Банки: Сбербанк

Телекомы: МТС

Электроэнергетика: РусГидро, ФСК ЕЭС

Аналитический департамент компании «NetTrader»