

ФОНДОВЫЙ РЫНОК В 2007 ГОДУ: ОЖИДАНИЯ И ПРОГНОЗЫ

Равиль ЮСИПОВ

Руководитель информационно-аналитического отдела ЗАО «УК «ТРАНСФИНГРУП»

Кандидат экономических наук

В течение 2006 г. российский фондовый рынок был один из самых динамичных среди стран индекса BRIC (Бразилия, Россия, Индия и Китай), которые считаются наиболее перспективными среди развивающихся рынков (рис.1).

По состоянию на 22.11.2006 г. российский рынок достиг уровня 1510–1520 по индексу ММВБ. С учетом прогнозируемых результатов ФХД за 2006 г. наиболее торгуемых эмитентов, показатель PE (капитализация/чистая прибыль) рынка оценивается нами на уровне 12,7. Исходя из прогнозируемого уровня инфляции в 2006 г. на уровне 8,5% (7,9% по состоянию на 20.11.2006 г.) справедливое значение PE находится на уровне 12, что дает основание говорить о достижении данными эмитентами своей справедливой капитализации.

Рынок наиболее ликвидных акций перешел из разряда развивающегося в разряд стабильного и обладает потенциалом роста в части большинства эмитентов только в случае существенного улучшения конъюнктуры на сырьевых рынках.

Сырьевые рынки

Исходя из прогнозов МВФ по развитию мировой экономики, с высокой вероятностью, можно прогнозировать, что цены на углеводороды, металлы и электроэнергию не испытают значительной коррекции вниз. Мировой спрос на нефть

в 2007 г. вырастет на 1,4 мбд. (1,7%) до 86 мбд. Подобные темпы роста сохранятся в течение 5 лет из-за растущего спроса в Китае и Индии, невзирая на прогнозируемое снижение темпов роста экономики в США (до 3% в год), и как следствие снижение спроса на нефть. Несмотря на то, что доля стран не входящих в ОПЕК увеличивается в мировой добыче за счет роста добычи в Мексиканском заливе, Канаде, России, ОПЕК продолжает сохранять существенный контроль над нефтяной конъюнктурой в пределах своей квоты (30 мбд). В 2007–2008 гг. наиболее вероятным сценарием динамики цены на нефть является коридор 50–65 долл./барр. сорта Brent (рис. 2).

Макроэкономика

В ближайшем будущем российская экономика сохранит высокую зависимость от конъюнктуры на сырьевых рынках. С другой стороны, приход крупнейших авто-производителей в Россию и их намерения открывать свои заводы, а также развитие пищевой, химической, нефтехимической промышленности свидетельствует о том, что в структуре ВВП начинают происходить качественные изменения, а доля продукта с более высоким уровнем передела, как в качественном, так и количественном выражении, растет. Ожидается, что капитальные инвестиции вырастут по результатам 2006 г. на 16% (11,7% за 9 мес. 2006 г.), при этом более половины придется на сельское

хозяйство, машиностроение и химическую отрасль. Прогнозируется, что в 2007–2008 гг. темпы роста ВВП будут сохраняться на уровне 5–6% в год (6,7% по итогам 9 мес. 2006 г.), а в 2007 г. объем ВВП достигнет 31–32 трлн. руб.

Кредитный рынок

Стабилизирующим фактором для сырьевых и ресурсных рынков является окончание периода роста ставки ФРС на уровне 5,25%, которая является базовой стоимостью капитала. Данные по инфляции за октябрь в США (ИЦП – 1,6% и ИПЦ –0,5%) свидетельствуют о снижении инфляционных процессов, что дает основания ожидать начала снижения ставки ФРС в 2007 г. Снижение доходности 10-летних облигаций Казначейства США до уровня 4,56% по состоянию на 22.11.2006 г. и наличие перевернутой кривой доходности в США подтверждает данные ожидания.

В 2006 г. в России наблюдалась стабилизация денежного рынка, низкие процентные ставки, снижение инфляции до уровня 8,5% в 2006 г. (прогноз на 2007 г. – 8%), рост золотовалютных резервов до уровня более 30% от ВВП, сокращение государственного долга, рост кредитного суверенного рейтинга до уровня ВВВ+. Сложившаяся ситуация стала отличным макроэкономическим фоном для роста рынка акций и облигаций.

Последние два года доходности российских облигаций имели тенденцию к снижению

Относительная динамика страновых индексов MSCI в 2006 г. по логарифмической шкале

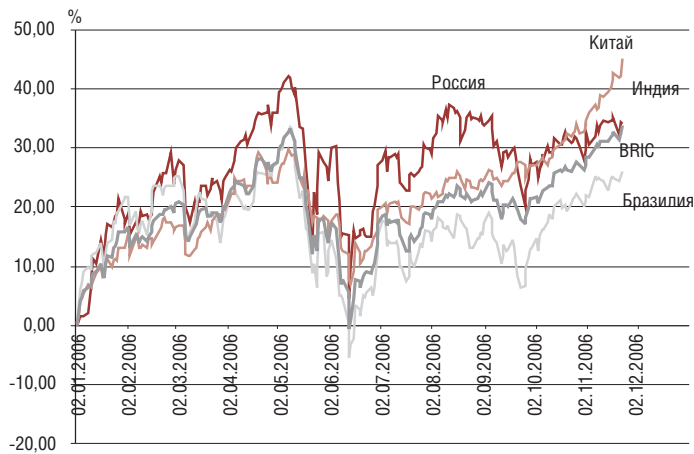


Рис. 1

Наиболее вероятный сценарий динамики цены на нефть сорта Brent в долл./барр. в 2007 г.

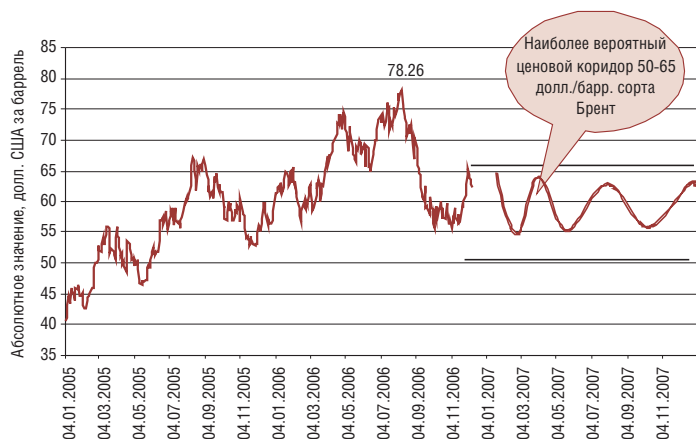


Рис. 2

(рис. 2), что являлось следствием нескольких причин:

1. Рост суверенного рейтинга страны.
2. Улучшение макроэкономической ситуации за счет благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках.
3. Укрепление курса национальной валюты, что вызвало дополнительный интерес со стороны нерезидентов в погоне за премией в виде курсовой разницы.

4. Рост ликвидности на финансовых рынках.

На рис. 3. видно, индекс доходности имеет достаточно волатильную природу. Это дает возможность повышать доходность облигационного портфеля за счет своевременного изменения дюраций портфеля и перевода активов из коротких в длинные облигации.

К концу 2006 г. рынок облигаций сильно вырос. Стремительно

растет как число региональных и корпоративных эмитентов (более 320 корпоративных эмитентов), так и объемы выпусков. Совокупный объем рынка облигаций превысил уровень 2 трлн. руб. Другой тенденцией облигационного рынка последнего времени стало ухудшение кредитного качества эмитентов, рост дюрации выпусков, а также усложнение структуры выпусков — наличие сложных встроенных финансовых инструментов (опционы колл и пут, CPR и PSA¹ и т.д.). В настоящее время рынок облигаций требует более тщательного анализа кредитного риска, так как с ростом числа эмитентов растет число потенциальных банкротов.

Начиная с конца 2007 г., объем просроченных кредитов в экономике вероятно приблизится к критическому уровню. Темпы роста просроченных кредитов уже опережают темпы роста кредитов в банковском секторе. Кризис дефолтов может начаться в потребительском секторе, а потом перекинуться на банковский и корпоративный секторы, а это повлечет рост ставок на всех рынках капитала от МБК до потребительского сектора.

Частичные свидетельства реализации данного прогноза уже видны сейчас. Все больше появляются банков, занимающихся потребительским кредитованием, объемы просроченных кредитов у которых превышают уровень 25%. В 4 кв. 2006 г. наблюдается рост ставок на рынке МБК до среднего уровня выше 5%. Рынок уже начинает оценивать будущие кредитные риски сейчас, закладывая дополнительную премию. Банк России повышает уровни ФОР и ставки по своим депозитам, что приводит к стерилизации излишней денежной массы и сдерживанию банковского сектора от необоснованного роста кредитных портфелей. По нашим оцен-

¹ CPR — Концепция постоянной нормы досрочных погашений

PSA (Public Securities Association) — Модель, основанная на так называемом индексе PSA, предполагает, что норма досрочных погашений основной суммы долга по закладным характеризуется постоянным увеличением в течение 30 месяцев до уровня, на котором происходит стабилизация динамики досрочных погашений.

кам в 2007 г. доходность корпоративного индекса C-Bonds вырастит до 8%, а средняя дюрация составит 600–650 дней.

Социально-экономические условия

Помимо, относительно благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках в ближайшие 2 года в России будет происходить ряд событий, который окажет существенное влияние на экономику страны в целом и фондовый рынок в частности:

1. Выборы в Государственную Думу РФ в декабре 2007 г. и выборы Президента в 2008 г.
2. Заключительный этап переговоров с Грузией, Молдовой и рядом других стран по вопросам вступления в ВТО.
3. Продолжающаяся либерализация рынка энергоносителей.
4. Планируется более 60 IPO и SPO в 2007 г. (Газпромбанк, ВТБ, ГАЗ, ММК, Русский

Алюминий, энергетические компании и др.) на сумму от 18–25 млрд. долл. США.

5. Строительство крупных заводов по производству автомобилей крупнейшими мировыми авто-производителями (Тойота, Нисан и др.). Развитие национальных проектов и увеличение бюджетных расходов на инфраструктурные проекты. Значительные инвестиции в ЮФО в случае выбора г. Сочи для проведения зимней Олимпиады 2014 г.

Общим благоприятным фактором для роста экономики и фондового рынка страны может стать успешное осуществление национальных проектов по развитию инфраструктурных проектов (ЖКХ, образование, транспорт, медицина и др.), которые способны дать толчок развитию малого и среднего бизнеса. История многих стран (США, Бразилия, Европа и др.) показывает, что именно такие проекты слу-

жили мощным импульсом для развития частной экономики.

Фондовый рынок

В предвыборный год, предстоящая смена политической элиты несет более высокий системный риск прежде всего для акций первого эшелона. Котировки акций второго эшелона на наш взгляд являются менее чувствительными к «предвыборному» фактору и становятся более привлекательными в силу их недооцененности. Анализ динамики индекса MSCI акций второго эшелона по сравнению с первым в США, в Европе и в мире, начиная с 2001 г., показал, что инвесторы получают значительно более высокий доход при инвестициях в акции второго эшелона (рис. 4).

К числу основных инвестиционных идей в 2007–2008 гг. можно отнести следующие:

Новые IPO

В 2006 г. на российском фондовом рынке наблюдается быстрый рост числа акций второго эшелона из различных отраслей народного хозяйства, таких как: нефтехимия, энергетика, минеральные удобрения, машиностроение, банковский сектор, угольная промышленность, потребительский сектор, металлургия, транспорт, телекоммуникации, недвижимость и т.д. Причиной появления в обращении новых эмитентов стало то, что компании достигли более такого уровня бизнеса, при котором публичность является необходимым условием дальнейшего развития.

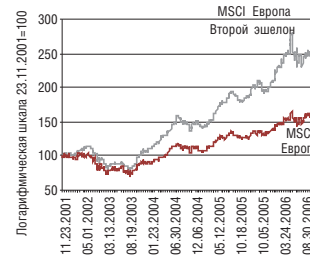
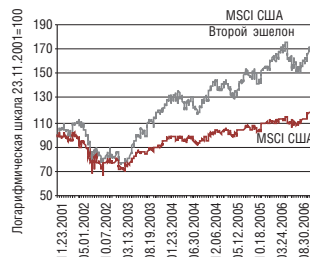
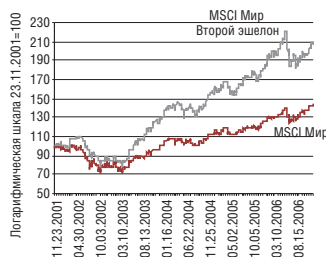
Динамика простой доходности и дюрации индекса облигаций C-Bonds.

Рис. 3



Динамика индексов MSCI Мир, США, Европа первого эшелона по сравнению со вторым эшелонам относительно уровня 23.11.2001 г.

Рис. 4



Особое внимание будет уделено новым IPO и SPO объем, которых в 2007 г. достигнет, по приблизительным оценкам, 25 млрд. долл. США. В случае проведения приватизации Связьинвеста и перевода акций региональных операторов на единую акцию, региональные «телекомы» будут иметь хороший потенциал роста.

Электроэнергетика

На рынке электроэнергетики ожидается рост объемов потребления на уровне 4,5% в РФ в год и 2–3% в других странах. Отсутствие резервных мощностей и невозможность быстрого приращения позволяет говорить о дефиците электроэнергетики и неизбежном росте цен. Правительством РФ уже в 2007 г. планируется перевести до 30% рынка электроэнергетики на рыночное ценообразование. Растущая потребность в электроэнергетике требует новых инвестиций. По плану РАО «ЕЭС России» необходимо построить более 150 ГВт новых установленных мощностей к 2020 г., что потребует более 190 млрд. долл. США новых инвестиций.

В соответствии со стратегией либерализации рынка электроэнергетики выводятся на рынок новые генерирующие и сетевые компании, которые становятся популярными объектами для портфельных инвесторов. Текущая оценка российских генерирующих компаний отечественным фондовым рынком находится ниже уровня 400 долл./КВт установленной мощности, что при восстановительной стоимости (стоимость строительства единицы новой мощности) 1100/1200 долл./КВт даже на фоне сильной изношенности (до 50%) дает полные основания говорить о значительной недооцененности генерирующих компаний.

Нефть и газ

Свободные торги излишков газа в ноябре 2006 г. показали, что рыночная цена на газ в РФ составляет более 65 долл./тыс.куб.м., что выше регулируемой цены более чем на 50%. Либерализация рынка газа и неизбежный рост внутренних цен на

газ до уровня 80–90 долл./тыс.куб.м. после выборов 2008 г., а также, государственная поддержка, скупка энергетических и нефтяных активов делает акции Газпрома привлекательными с фундаментальной точки зрения и говорит о том, что эта компания сможет повысить свою капитализацию, а цена за одну акцию может достигнуть отметки 400 руб. в первой половине 2007 г.

Перспективными выглядят акции ОАО «Роснефть». В результате народного IPO в июле 2006 г. основными акционерами стали стратегические покупатели, а инвестиционные и спекулятивные фонды не участвовали в размещении. Кроме того, данные акции обладают фундаментальным потенциалом, т.к. именно Роснефть считается основным претендентом на активы Юкоса, и имеет всеобъемлющую поддержку со стороны государства.

Компания нацелена на развитие нефтеперерабатывающих активов, что даст к каждому переработанному баррелю нефти дополнительную прибавочную стоимость, что напрямую скажется на росте выручки и прибыли компании. Можно ожидать, что стоимость акций этого эмитента может вырасти до 300 руб. к началу мая 2007 г. Также, в нефтяном секторе, перспективными можно считать те компании, которые инвестируют в нефтепереработку и нефтехимию.

Банковский сектор

Несмотря на достаточно высокую рыночную оценку, банковский сектор продолжает обладать высоким потенциалом. После вступления в ВТО, рано или поздно, российский банковский сектор будет открыт для западного капитала (в Китае либерализация банковского сектора произойдет спустя 5 лет после вступления в ВТО — конец ноября 2006 г.). К этому моменту на рынке будут построены филиальные сети, которые и будут представлять интерес для западных банков, что подтверждается недавними сделками в банковском секторе (Импэксбанк, Сибкакадембанк, Росбанк, ВТБ24), ко-

торые показали, что рыночная стоимость филиального банка может достигать 4–4,5 собственных капиталов, что не является пределом, а будущие сделки установят новые рекорды. В 2007 г. обыкновенные акции Сбербанка имеют потенциал движения до уровня 95000 руб.

Другие сектора

Вступление РФ в ВТО для многих предприятий нефтехимической, металлургической, угольной промышленности открывает новые рынки сбыта, а следовательно, повышает потенциал роста акций данных предприятий. Рост благосостояния населения и рост доли располагаемого дохода, наряду с ростом розничного кредитования, привело к росту оборота розничной торговли за 9 мес. 2006 г. на 12,3%, что делает акции компаний потребительского сектора более привлекательными. Укрепление рубля также позитивно сказывается на потребительском секторе.

Выводы

Подводя итог вышесказанному, наиболее оптимальной стратегией на рынке акций в период 2007–2008 гг. являются сочетание компаний первого и второго эшелона. С достаточной степенью вероятности можно прогнозировать, что индекс РТС достигнет уровня 2200–2400 до середины весны 2007 г., но вторая половина 2007 г. потребует от управляющих более внимательного отношения к политическому и рыночному рискам.

Несмотря на оптимистический прогноз по рынку акций не стоит забывать о диверсифицированном подходе при формировании инвестиционного портфеля. Широкая диверсификация портфеля акций позволяет минимизировать специфические риски эмитентов и повысить соотношение доходность/риск. Выбор эмитентов облигаций необходимо производить на основании детального анализа кредитного риска, включающий широкий спектр информации — от финансовой отчетности до состава и биографии акционеров и руководства эмитента.