

Перспективы российского рынка акций

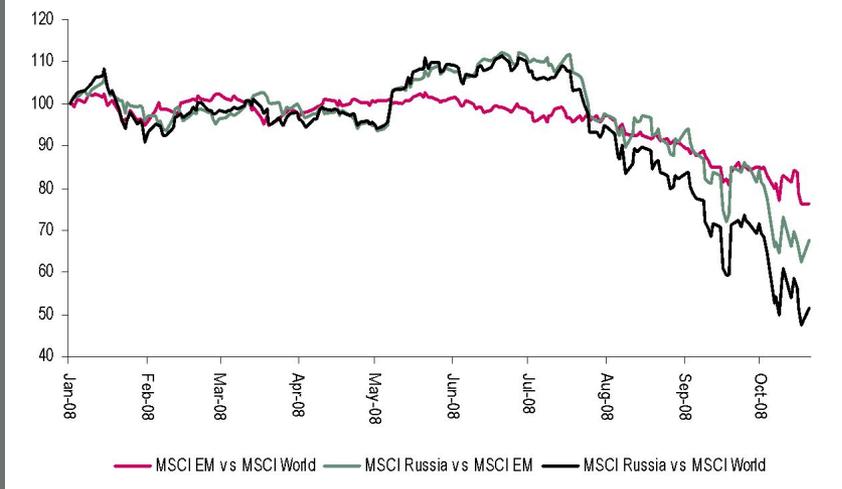
Ованес Оганисян
Главный стратег по России
Ренессанс Капитал

Октябрь 2008 г.

Коллапс на рынке

Российский рынок акций за прошедший период 2008 г. показал динамику хуже, чем у развитых и развивающихся рынков

Относительная динамика рынков (Россия в числителе)



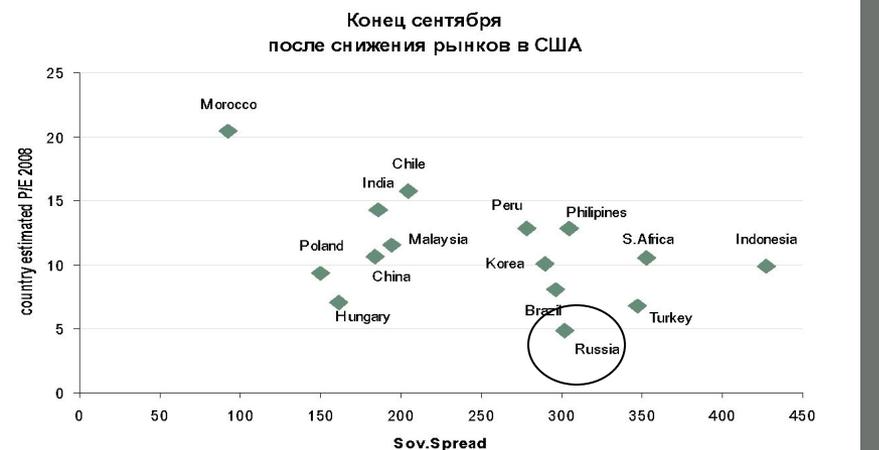
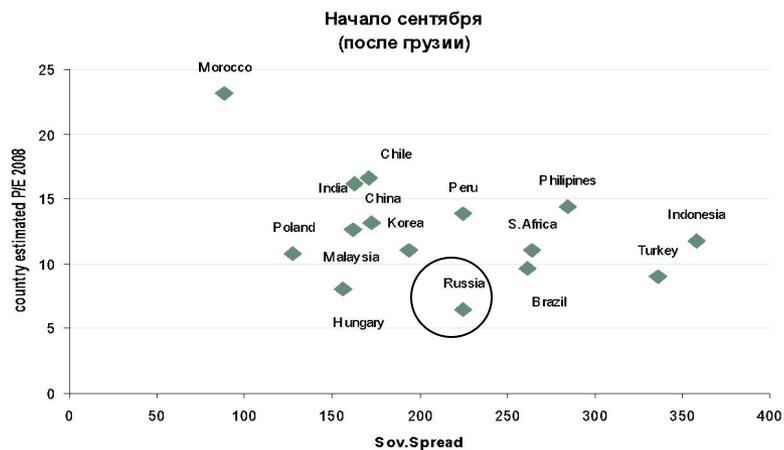
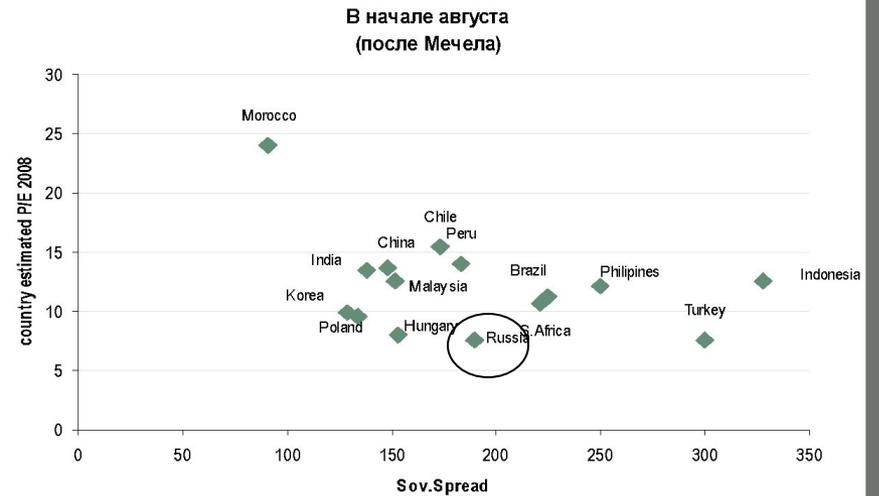
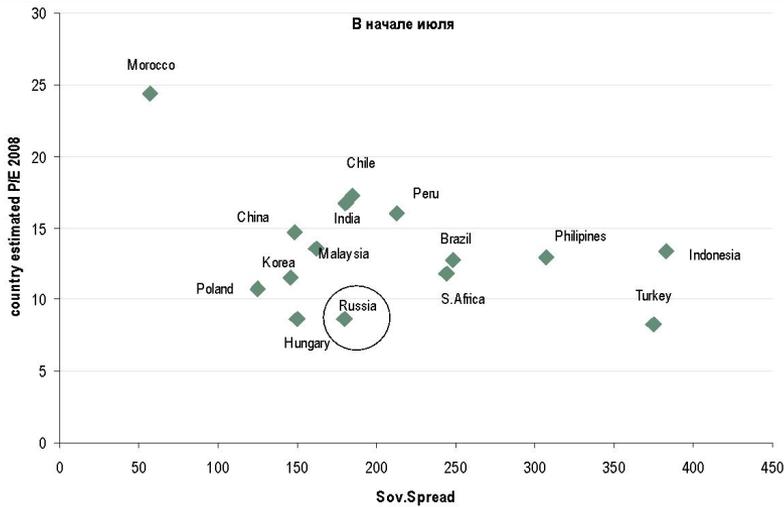
Источник:
Bloomberg

Динамика рынка с начала года



Источник:

Разрушение стоимости Снижение оценок, увеличение рисков



Источник: Bloomberg,

Thomson

Повышение риска и исчезновение кредита привели к заметному ухудшению динамики фондового рынка и росту ставок по кредитам

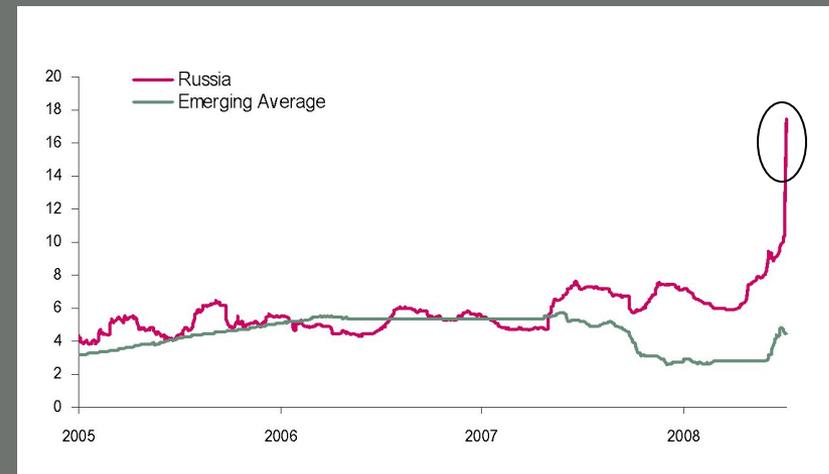
Renaissance
Capital

Динамика российского рынка
относительно развивающихся



Источник:
Bloomberg

Динамика трехмесячных кредитных ставок
в России и на развивающихся рынках



Источник:
Bloomberg

- 1) Обе страны входят в группу БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай), имеют сопоставимые по масштабу экономики, ориентированные на сырьевые товары, а также переживали периоды экономической нестабильности: дефолт в России в 1998 г., девальвация реала в Бразилии в январе 1999 г.
- 2) Бразильские банки имеют доступ к крупным источникам финансирования, тогда как в России ситуация с ликвидностью остается неблагоприятной.
- 3) Бразилия придерживается политики плавающего валютного курса, тогда как Россия ориентируется на корзину валют. ЗВР Бразилии продолжают расти, тогда как аналогичный показатель в России начал снижаться на фоне опасений относительно перспектив рубля.
- 4) Ранее Бразилии удалось завоевать доверие инвестиционного сообщества благодаря успешной борьбе с инфляцией и эффективной денежно-кредитной политике, тогда как проблема инфляции в России по-прежнему не решена.
- 5) Экономика России в большей степени зависит от рынков сырьевых товаров (80%-ная доля экспорта), чем экономика Бразилии (55%). При этом российский экспорт в основном связан с нефтью и газом, тогда как бразильские поставки за рубеж диверсифицированы (железная руда, соя, нефть, мясо, целлюлоза), благодаря чему экономика страны менее уязвима.
- 6). Бразилия улучшила бюджетную политику и поддерживает умеренный дефицит бюджета, в то время как Россия не смогла избавиться от профицита бюджета, который в значительной степени был обусловлен динамикой цен на нефть
- 6) В последний раз Бразилия воевала в 1864 г. с Парагваем.

Россия, как и в начале года, остается самым недооцененным рынком

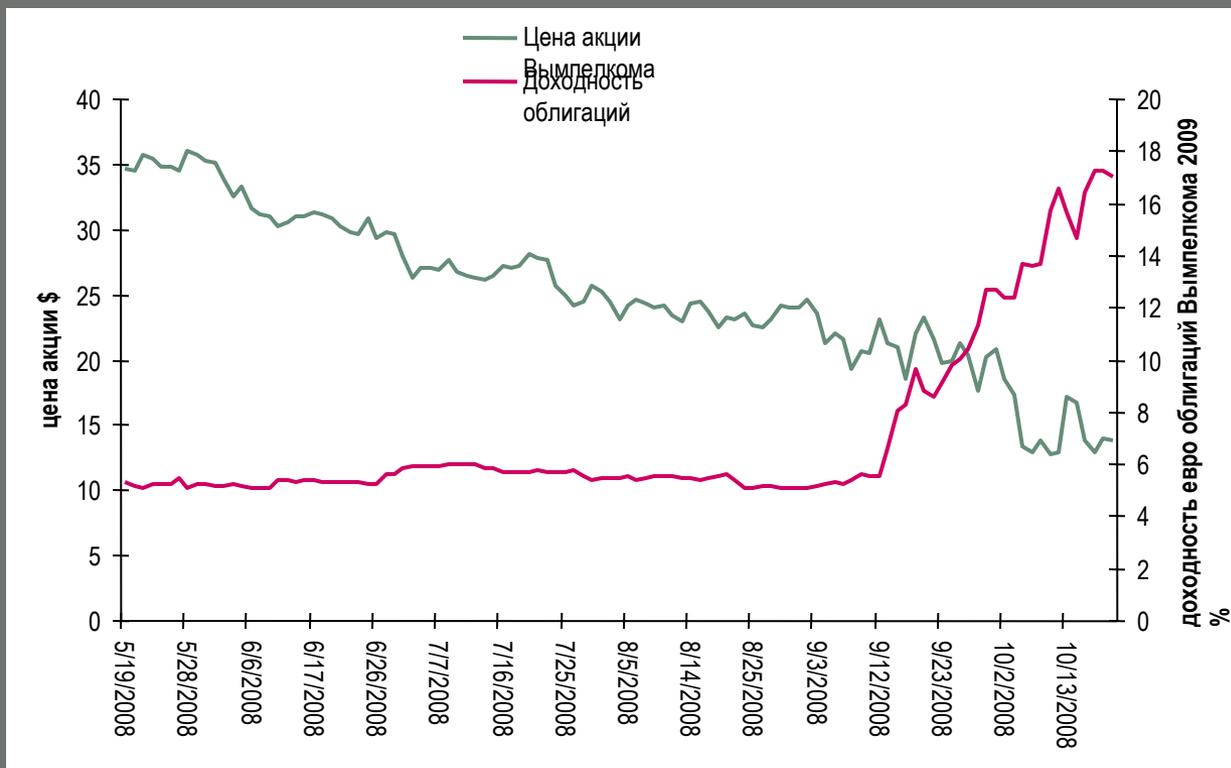
Renaissance
Capital

Оценки развивающихся стран

Страна	Оценки в начале года		Оценки сейчас	
	PE 2008	EPS Growth 2008	PE 2008	EPS Growth 2008
India	20.3	20.1	14.3	13.9
Argentina	20.0	13.8	16.3	38.7
China	19.4	20.9	10.6	13.3
Chile	17.5	11.0	15.7	14.4
Philippines	15.8	13.8	12.8	-1.5
Indonesia	15.7	10.5	9.9	15.0
Malaysia	15.4	8.3	11.5	-11.9
Morocco	15.1	8.6	20.4	27.5
Egypt	14.7	14.1	9.3	18.8
Israel	14.4	16.5	11.6	12.3
Poland	12.6	13.6	9.3	-1.8
South Africa	12.3	19.6	10.6	15.5
Brazil	12.2	9.0	8.1	16.4
Korea	12.2	15.7	10.1	3.6
Taiwan	12.1	16.4	12.1	-20.1
Peru	12.0	31.1	12.8	18.9
Thailand	11.6	12.3	8.6	113.3
Hungary	11.2	9.6	7.1	14.0
Pakistan	11.0	14.2	7.3	15.7
Turkey	11.0	6.7	6.8	2.0
RUSSIA	10.7	7.8	4.5	29.0

Источник:

Выросли риски корпоративных долговых рынков



Положение дел в России во многом зависит от ситуации на развитых рынках, где кризис ликвидности и доверия вошел в финальную стадию

Renaissance
Capital

х. Энергичные действия по предоставлению ликвидности и решимость к дальнейшим действиям по улучшению ликвидности в системе

х. Поддержка действий финансовых властей обоими политическими партиями в США

х. Более крутая кривая доходности (снижение ставок)

х. Налоговые послабления и стимулирование потребителей

х. Предоставление средств для спасения финансовой системы (план Полсона)

х. Скоординированные действия основных ЦБ по предоставлению ликвидности

7. Снижение темпов падения цен на недвижимость

8. Увеличение прозрачности в финансовом секторе, и раскрытие информации об убытках и качестве активов финансовыми институтами

Сложно предсказать, на каком уровне находится «дно рынка» - по времени оно уже рядом

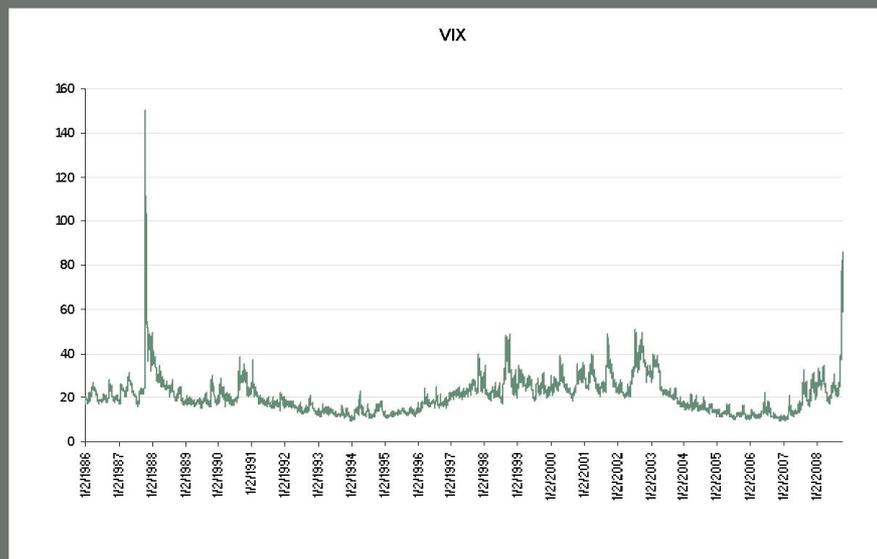
Индикатор риска находится на уровне трех стандартных отклонений по индексу S&P 500; в 2000 г. доходил до четырех стандартных отклонений. Однако следует отметить, что в то время оценки были очень высокими: MSCI Global торговался при P/E на 2000 г. на уровне 36, тогда как на момент начала этого кризиса оценки оказались более умеренными (при 2007P/E 17).

Индикатор волатильности VIX показывает рекордные уровни, сопоставимые с динамикой во время кризиса Nasdaq и после событий 11 сентября, но все еще находится ниже кризисных уровней Savings and Loans кризиса 1987 г.

Индикаторы риска



Индекс VIX



Источник:

Источник:

Как отразится план по спасению американской банковской системы на доходностях американских облигаций?

Сумма в USD700 млрд, запрашиваемая г-ном Полсоном на спасение американской банковской системы, равна 5.4% ВВП США.

Для сравнения, в 1990 г. для создания Resolution Trust Corporation запрашивалось USD300 млрд (хотя конечная сумма, использованная для спасения банковской системы в тот период оказалась намного меньше – всего USD160 млрд, или 3.5% ВВП США).

На рынки облигаций сейчас влияют три фактора:

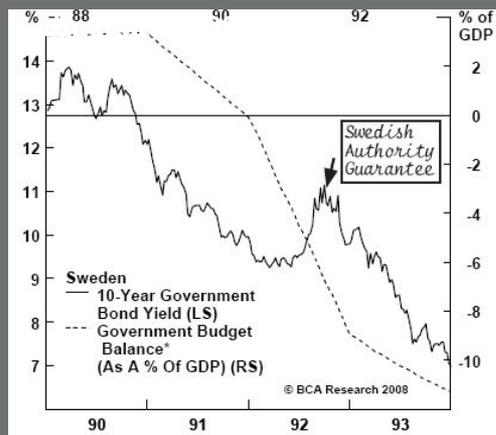
- Ожидание глобального роста экономики
- Глобальные инфляционные ожидания
- Возможные последствия от реализации плана по спасению американской экономики

На фоне кризиса американцы стали больше коптить и меньше тратить, что негативно отразится на экономическом росте, но позитивно повлияет на цены облигаций в краткосрочной перспективе (доходности могут снизиться). Все это называется процессом deleveraging, однако он может длиться довольно продолжительное время и в дальнейшем привести к снижению цен (напоминанием этому может быть кризис savings and loans в США, кризис в Швеции и Японии, а также в России в 1998 г.)

Доходность американских облигаций после принятия решения о создании Resolution



Доходность шведских облигаций и бюджетный баланс во время кризиса в



Доходность американских облигаций после принятия плана Полсона



Несмотря на исчезновение глобальных инвестиционных банков, банковский сектор США показывает разворот тренда

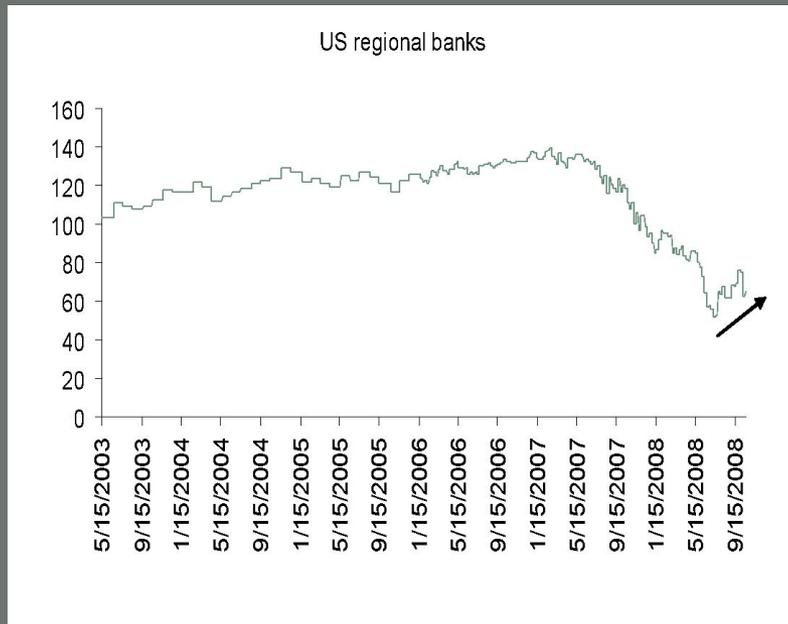
Renaissance
Capital

Индекс банковского сектора США показал разворот тренда

Индекс компаний с небольшой капитализацией растет даже на фоне продолжающегося кризиса в США

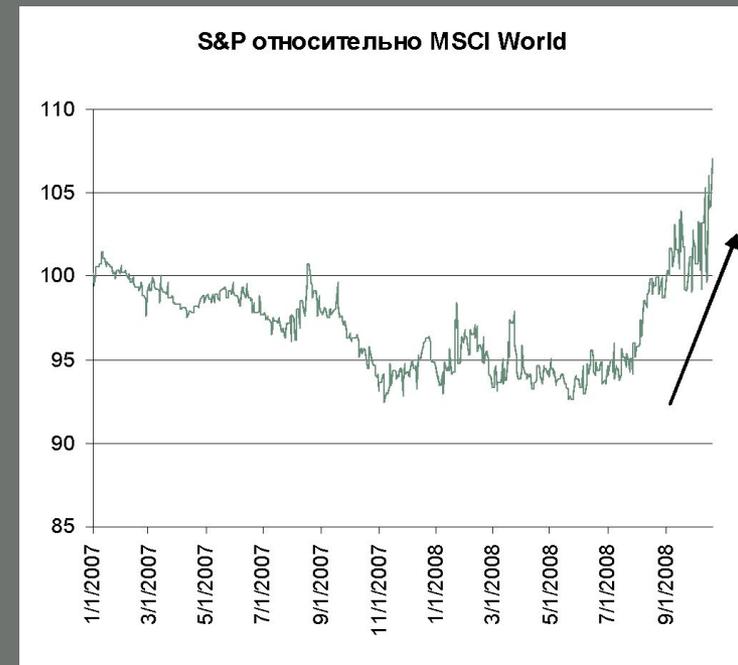
Американские рынки показывают динамику значительно лучше, чем глобальные рынки

Индекс американских региональных банков



Источник:
Bloomberg

Рынки акций США относительно глобальных рынков



Источник:
Bloomberg

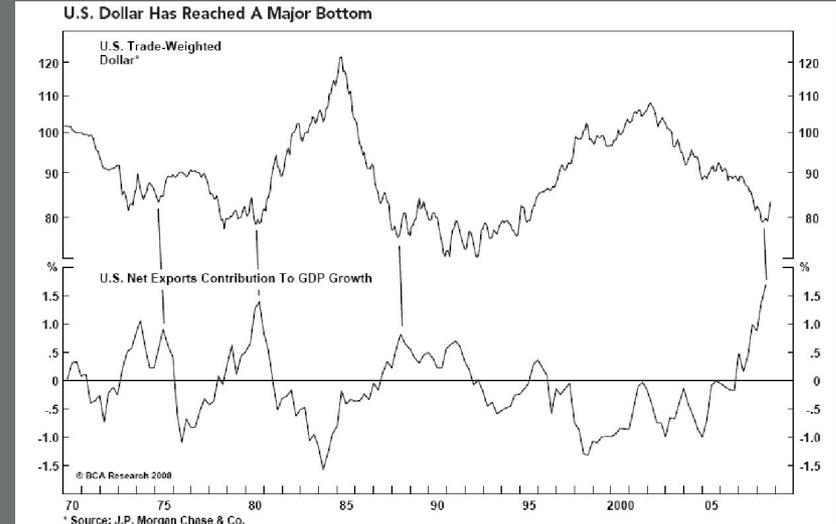
В течение последних трех месяцев падение рынка в США происходило на фоне негативной динамики секторов, которые в прошлом году были лидерами роста. Банковская отрасль, сфера медицинских услуг и потребительский сектор демонстрировали относительно положительную динамику с июля по сентябрь.

Подобной динамике, возможно, способствовал разворот тренда по доллару, от чего выигрывают американские банки и компании, деятельность которых нацелена на удовлетворение внутреннего спроса (а в проигрыше оказываются американские «голубые фишки»).

Динамика секторов



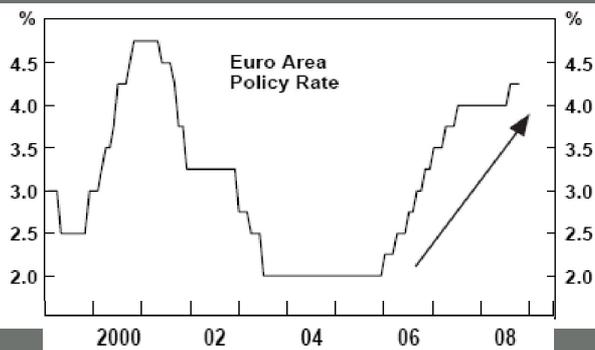
Разворот тренда по доллару



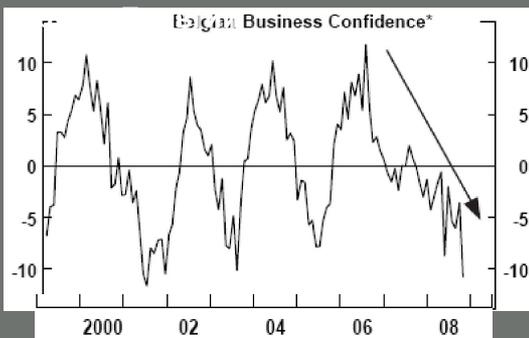
Замедление экономического роста в Европе и привлекательность доллара относительно евро

Европейские финансовые власти, скорее всего, будут понижать ставку вслед за замедлением роста экономики и уменьшением уверенности потребителей

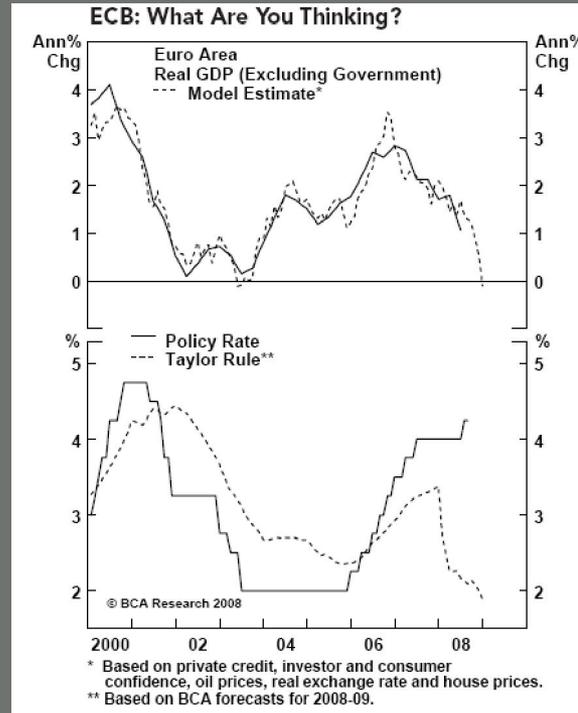
Ставка ЕЦБ



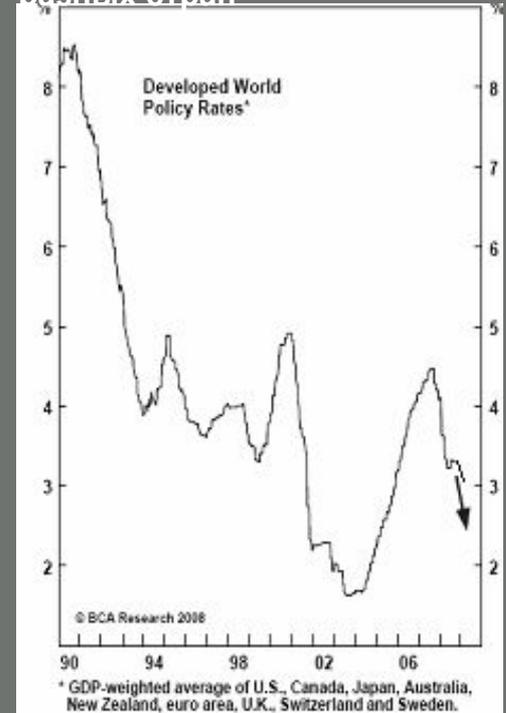
Индикатор уверенности в деловых



Европейский ВВП, ставка ЕЦБ и ставка, посчитанная по правилу Тейлора



Средние ставки центробанков разных стран



Кризис в американской финансовой системе может продолжаться пока домохозяйства не освободятся от долгов

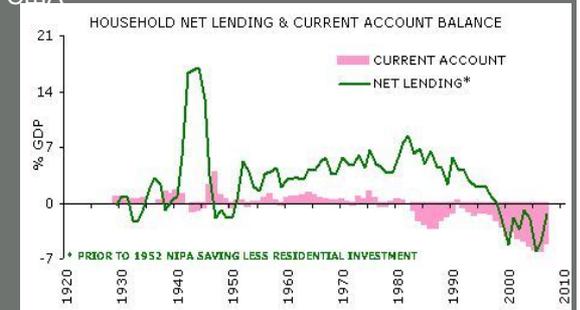
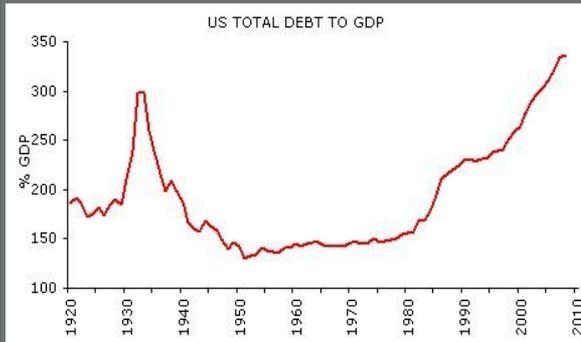


Совокупный долг на ВВП в США – очень высокие уровни (как перед великой

Долг на капитал для домохозяйств резко вырос

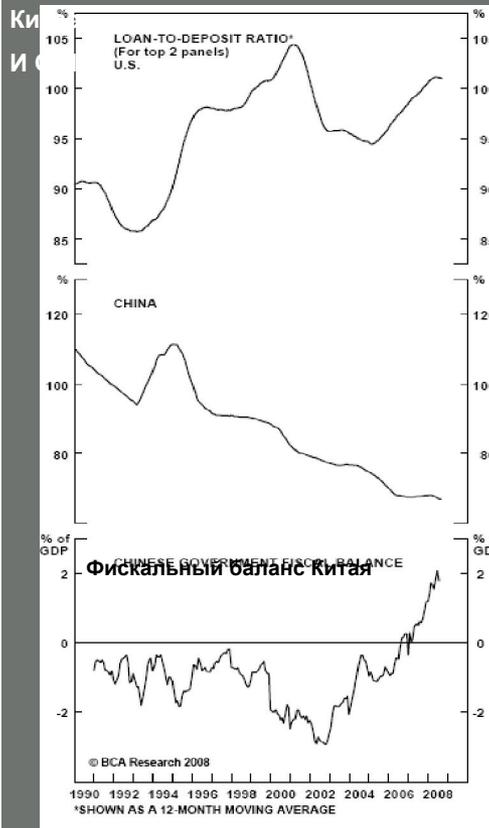
Беспрецедентные негативные денежные потоки

для домохозяйств в США и для экономики
На фоне ухудшения дефицита в США



Китай продолжает снижать свою зависимость от экспорта в США, что благоприятно влияет на цены на нефть

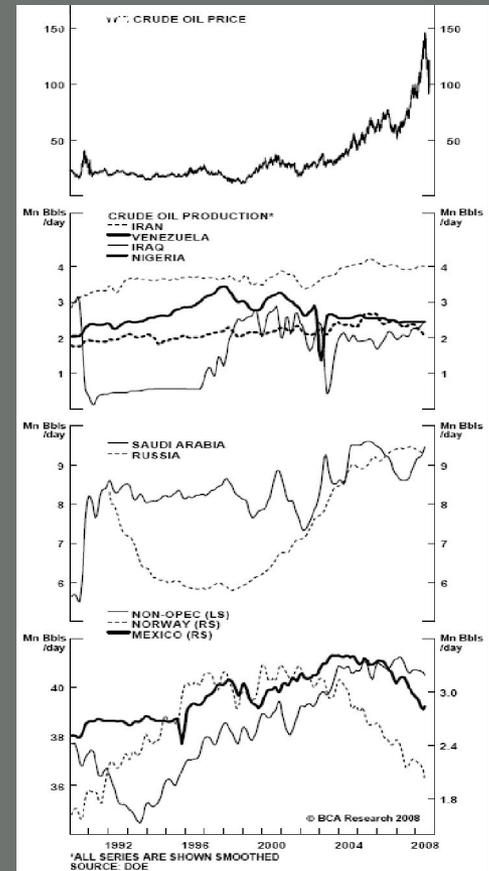
Отношение кредитов к депозитам в



Китайский экспорт в США и другие



Цена на нефть, производство

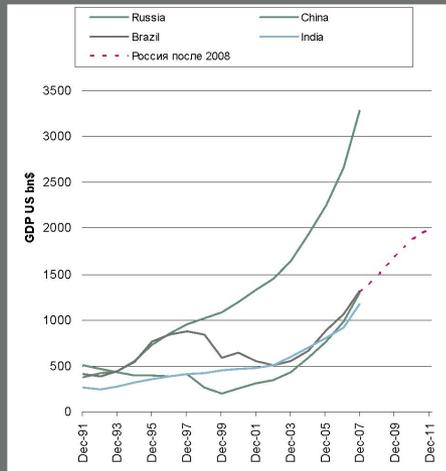


Взгляд изнутри

Экономический рост замедлится с исчезновением в экономике доступных кредитных средств

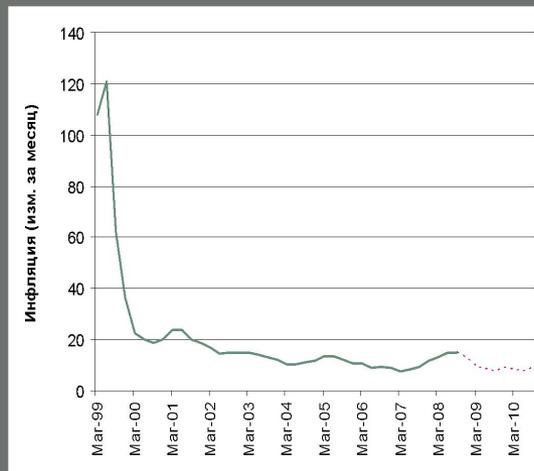
Положительным эффектом здесь может стать снижение инфляции и снижение импорта, однако можно ожидать возвращения бартера и зачетов

Замедление роста экономики



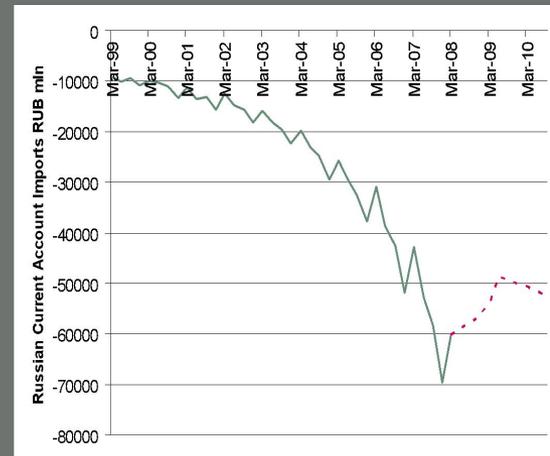
Источник: Ренессанс
Капитал

Замедление инфляции



Источник: Ренессанс
Капитал

Снижение импорта



Источник: Ренессанс
Капитал

Правительство спасает финансовый сектор (обещано 12 трлн. руб.)

Просьбы о помощи следуют и из других секторов, которым требуется государственная поддержка в период отсутствия кредитных средств

Дата	Средства финансирования	Источник финансирования	Сумма
n/a	РЕПО ЦБ	ЦБ	Руб. 1трлн
17 сен 08	Депозиты из бюджетных средств	Министерство Финансов	Руб. 1.6трлн
17 сен 08	Рефинансирование под залог активов	ЦБ	Руб. 5трлн
17 сен 08	Снижение резервных требований	ЦБ	Руб. 250-300 млрд.
29 сен 08	Восстановление рынка РЕПО	ЦБ	Руб. 60млрд
08 окт 08	Непокрытое финансирование от ЦБ	ЦБ	Руб. RUB1-2трлн
29 сен 08	Средства ВЭБ для финансирования иностранных долгов компаний	Правительство/ВЭБ	\$50 млрд.
08 окт 08	Добавочный капитал для банков	Правительство/ЦБ	Руб. 950 млрд.
	Налоговые послабления	Министерство Финансов	Руб. 1 трлн.

Просьбу о финансовой поддержке по секторам

Сектор	Сумма на которую подана заявка, млрд \$
Нефть и Газ	9
Металлургия	3.2
Банковский сектор	2.4
Недвижимость	1
Телекоммуникации	5.7
Транспорт	0.5
Электроэнергетика	50
Потребительский сектор	2
Сельское хозяйство	2

источники в Рос.
пресса

источники в Рос.
пресса

Банки - дочки нерезидентов активно способствуют оттоку капитала

Renaissance
Capital

Путем ограничения по операции валютный своп, ЦБ РФ ограничивает возможности спекулянтов

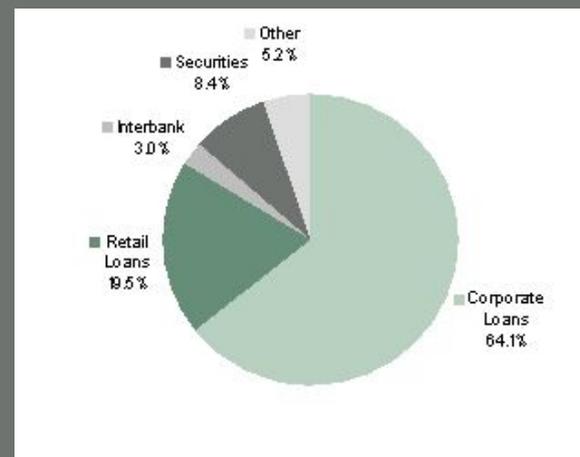
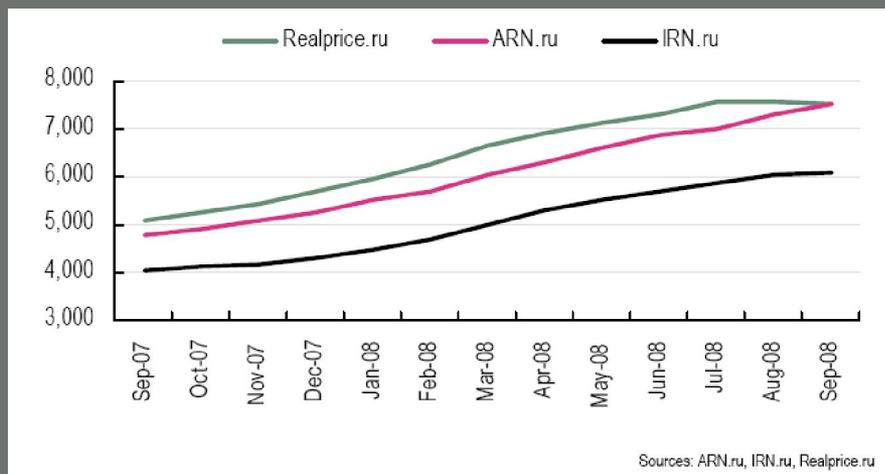
Динамика операций на межбанковском рынке дочками ведущих иностранных банков млрд. руб. на 8 сентября 2008

	Прирост межбанковских кредитов русским банкам млрд. руб.	Прирост межбанковских кредитов иностранным банкам млрд. руб.	Привлеченные средства из русских банков	Привлеченные средства из иностраннных банков
Unicredit	-16.7	49.4	8.6	11.1
Raiffeisenbank	-2.8	38.6	17.9	17.0
Citi	-14.7	40.9	6.3	-1.1
Natixis	-1.9	4.7	1.4	-4.7
Credit Suisse	0.0	11.4	12.2	0.0
ING Bank	-11.0	29.8	-3.2	9.3
Total	-47.1	174.8	43.2	31.6

Источник: Ведомости

Следующий риск – коррекция цен на недвижимость

Следующий риск для финансового сектора – коррекция цен на недвижимость



Источник:
Сбербанк

Будущий экономический рост под вопросом

Снижение доступности кредитных средств

Отток капитала, падение импорта, замедление роста цен

Ощущения близкого кризиса банковской системы – возможная консолидация сектора

Готовность властей прийти на помощь финансовому сектору

Замедление реализации строительных проектов – возможная консолидация сектора

Спад в металлургии

Снижение цены на нефть, и возможное дальнейшее снижение ликвидности в финансовом секторе, пересмотр системы налогообложения нефтяных компаний

Коррекция цен на недвижимость и дополнительные риски для финансового сектора

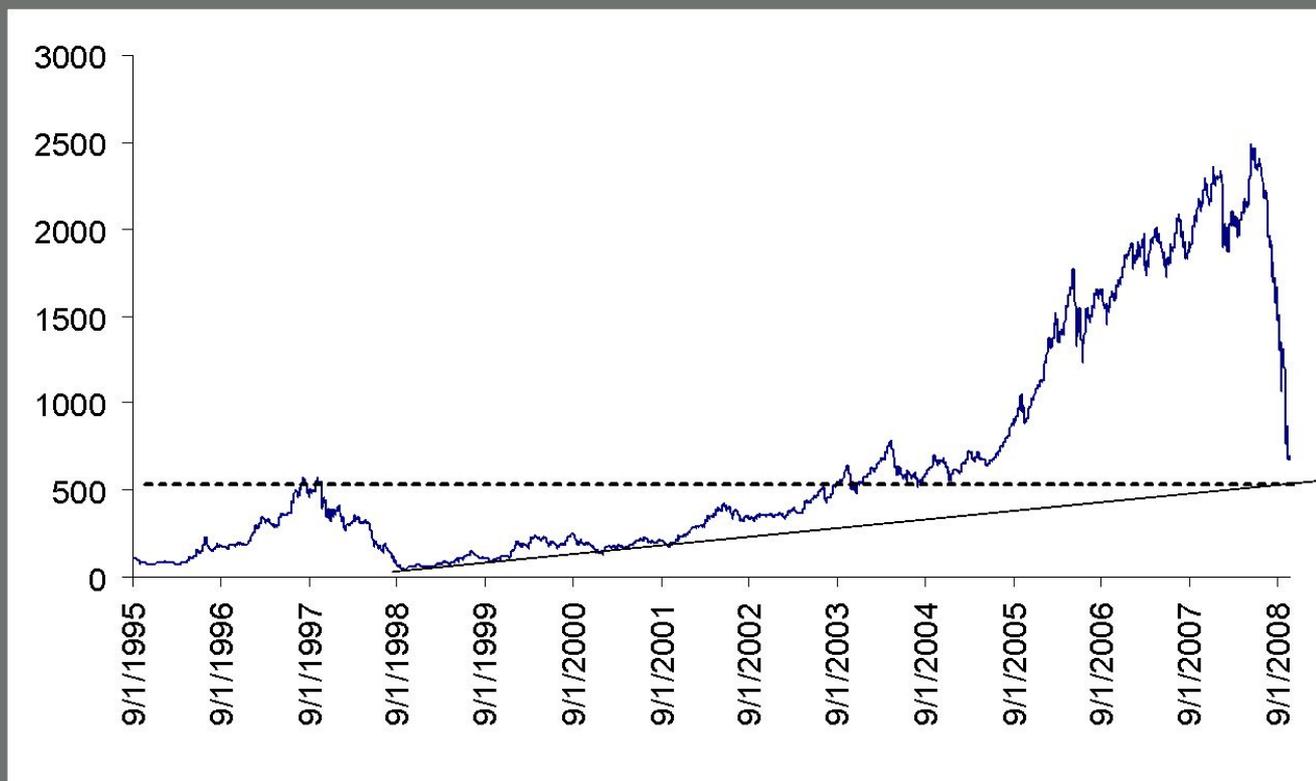
Консолидация в сегменте ритейла

Инвестиции в инновации и инфраструктуру

Горячие инвестиционные темы – золотодобывающие компании, компании с высокими дивидендами и компании где возможен buy back

Долгосрчный уровень поддержки для РТС -- чуть выше 500

Renaissance
Capital



Динамика российского рынка и ликвидность в системе зависит от состояния глобальной финансовой системы

Есть надежда, что рынки развернутся после периода консолидации и кредитные средства вернутся

Однако кризис затронет многие отрасли экономики, особенно те из них, которые зависели от кредитных средств

Динамика рынков акций в России и других странах будет опережать те или иные экономические события: так, например, российский и мировые рынки сейчас оценивают возможность масштабного экономического кризиса, но на рынках акций и в америке и в России вскоре вполне возможен разворот

После разворота динамика российского рынка будет несколько хуже, чем у развивающихся рынков, в связи с наличием дополнительных рисков