

Новые горизонты портфельных инвестиций в России

Эпоха спекулянтов

A'LEMAR
INVESTMENT GROUP

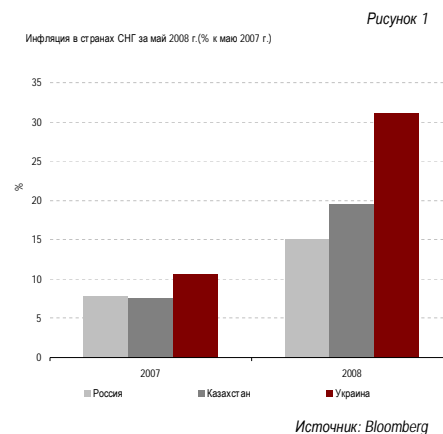
Стабильные темпы экономического развития России в условиях глобального снижения "аппетита" инвесторов к риску способны вызвать приток быстрого спекулятивного капитала на российский фондовый рынок. В долгосрочной перспективе это будет содействовать увеличению масштаба рынка при синхронном повышении волатильности.

Инвестиционный бум

Глобальный инвестиционный бум, благодаря которому в 2007 г. был установлен рекорд по мировому объему иностранных инвестиций, пошел на спад. Основной причиной тому служит растущая непредсказуемость финансовых рынков, в частности – американского, шаткие позиции которого обуславливают слабость мирового финансового рынка в целом. До сих пор реальный масштаб бедствий компаний финансового сектора неизвестен, а долгосрочные прогнозы глобального экономического развития порой являются абсолютно противоречивыми. На фоне рисков экономической стабильности и сократившегося притока прямых инвестиций наблюдается усиление роли спекулятивного капитала. Как следствие, перегрев отдельных видов рыночных активов, заставляет инвесторов пересматривать инвестиционные стратегии, в том числе учитывая новые, региональные аспекты в развитии мировой экономики. На фоне стремительного удорожания "новых вечных ценностей" (энергоносителей и промышленных металлов) спекулятивный капитал облюбовал сырьевые экономики, однако если говорить о долгосрочных, тем более прямых инвестициях, они, похоже, иссякли. Еще в конце 2007 г. различные представители глобальных инвестиционных компаний единодушно высказывались в пользу инвестиций в Россию. Подборка факторов была довольно традиционной: стабильность политического и экономического курсов, высокая стоимость нефти, более предсказуемая динамика фондового рынка. В реальности же за первые 2 месяца 2008 г. мы наблюдали чистый отток иностранных инвестиций. Безусловно, немалую роль в этом сыграли массовые выплаты компаний по внешнему долгу, а также сокращение валютных заимствований. Тем временем отток ликвидности вызвал аналогичную динамику в портфельных инвестициях: с рынка уходили как российские инвесторы, так и нерезиденты. Ситуация в какой-то степени исправилась лишь к марту-апрелю.

Две стороны одной инфляции

Со II полугодия 2007 г. российским денежным властям не удастся обуздать инфляционное давление, которое по сей день, несмотря на ряд мер в денежно-кредитной политике, живет отдельной жизнью. Основная причина инфляции для России – высокая стоимость нефти. Именно те доходы, которые образуются от крайне высоких цен на нефть, напрямую влияют на инфляцию, в том числе через увеличение госрасходов. Из теории: стабильно высокие темпы экономического роста невозможны без одновременного разгона инфляционных процессов. А если добавить к этому рост стоимости нефти и нефтепродуктов, продовольствия и других видов базовых товаров, то инфляция и вовсе должна превышать допустимые пределы. С точки зрения инфляции, в более выигрышном положении находятся "продающие" страны. Страны-экспортеры сырья могут компенсировать значительную часть средств, уменьшенных на инфляцию, за счет получения более высоких прибылей. К примеру, данные по темпам инфляции за май 2008 г. в добывающих странах СНГ оказались примерно в 2 раза выше мая 2007 г., тогда как в остальных странах инфляция более чем в три раза превысила аналогичный показатель прошлого года (рисунок 1).



Безусловно, бороться с внешними причинами инфляции можно лишь на локальном уровне. Денежные власти РФ пытаются взять под контроль те факторы, управление которыми им доступно. В российских реалиях одной из наиболее действенных мер по сдерживанию инфляции остается укрепление рубля. Тем не менее, эта мера остается крайне непопулярной, а солидное укрепление рубля в прошедшем году (реальное эффективное на 5.3%) было вызвано преимущественно рекордным притоком валюты. Усиление национальной валюты является действенным и оперативным средством для сдерживания роста цен. Известное для России соотношение: укрепление рубля на 3% ведет к сокращению инфляции на 1 п.п.

Прочие меры, предпринимаемые ЦБ РФ, направлены на нивелирование эффектов, связанных с, казалось бы, благоприятным для экономики РФ удорожанием цен на энергоносители. Экономика страны оказалась еще не готова к столь мощным вливаниям нефтедолларовых средств, что привело к несоответствию между спросом и предложением внутри страны. В итоге ЦБ РФ в ущерб экономическому росту вынужден всячески ограничивать денежную массу. Повышение уровня процентных ставок лишь косвенно влияет на инфляционные процессы, поскольку не может отразиться на госрасходах. Увеличение норм резервирования также направлено на охлаждение темпов роста банковского сектора и, соответственно, помогает сжать инфляцию через сокращение денежной массы. В то же время активное повышение нормативов негативно отразится на темпах экономического роста. В контексте иностранных инвестиций укрепление рубля и рост процентных ставок – очень привлекательные факторы, способные стимулировать приток "длинных денег" в страну. Можно говорить, что инфляция для России несет в себе как угрозу, так и возможности для дальнейшего экономического роста и притока иностранных инвестиций.

Рынки капитала: где выгоднее?

Мировой финансовый кризис не обошел стороной и Россию. Помимо роста инфляции, негативным образом на экономике отражается удорожание кредитных ресурсов. Активные российские заемщики, которые занимали средства на внешних рынках, столкнулись с проблемой привлечения. Это в меньшей степени касается "квазигосударственных" столпов экономики вроде Газпрома или Сбербанка, однако весьма ощутимо для компаний меньшего калибра – с рейтингом ниже инвестиционного. Период "дешевых" денег закончился одновременно с развитием негативных событий на финансовых рынках США и Европы. Уже осенью 2007 г. развернулась настоящая борьба за ликвидность, которая привела к возвращению компаний на внутренний рынок. Правда, "жизнь вернулась" преимущественно на рынок кредитования, в то время как размещения на долгом рынке все более стали походить на "закрытые" – нерыночные.

Переоценка кредитных рисков и высокий спрос на рублевую ликвидность привели к росту стоимости заемных средств для крупных компаний на 0.5-1 п.п., для компаний средней капитализации на 2-5 п.п. Удорожание кредитных средств негативно отражается на темпах экономического роста в целом, а также приводит к перераспределению прибылей в пользу финансового сектора. Как следует из отчетности того же Сбербанка, крупные российские финансовые организации сокращают долю рискованных вложений (портфели ценных бумаг) в пользу прямого кредитования компаний, которые стали более маржинальными, поскольку при росте заимствования на 0.2-0.5 п.п. для крупных банков стоимость размещения выросла на 1.5-3%. Подобная переориентация крупных игроков может в среднесрочной перспективе привести к сокращению объемов торгов на фондовом рынке, снизить его ликвидность, что коснется акций компаний вне первого "эшелона".

Safe Haven или Risk Aversion?

В свете актуальных событий на финансовых рынках трудно четко определить место России на мировой инвестиционной арене. С одной стороны, Россия не так сильно страдает от мирового финансового кризиса, что делает фондовый рынок привлекательным. Рост цен на нефть питает золотовалютные резервы и способствует поддержанию высоких темпов экономического роста. Фондовый рынок России не изобилует потоками иностранного спекулятивного капитала, при этом волатильность на фоне аналогичных emerging markets, значительно ниже. Основной риск для иностранного инвестора, пришедшего на российский рынок, – риск ликвидности. Невысокий объем фондового рынка приводит к тому, что большинство инвесторов предпочитают вложения лишь в акции крупнейших компаний, тогда как покупка бумаг компаний средней капитализации сопряжена с повышенными рыночными рисками ввиду недостаточной ликвидности. В итоге это выливается в усиление волатильности в акциях компаний первого уровня, динамика котировок которых четко отражает глобальные движения спекулятивного капитала. Акции вне первого эшелона не пользуются интересом у инвесторов. За последние 2-3 года можно найти лишь несколько компаний, биржевой оборот акциями которых значительно вырос.

Надо отметить, что в отличие от более крупных Emerging Markets (Бразилия, Индия, Китай) скоростной переток спекулятивного капитала еще не свойственен российскому фондовому рынку. В средне- и долгосрочной перспективах с ростом привлекательности инвестиций в РФ и сохранении существующих рыночных ограничений на прямые инвестиции именно спекулятивный капитал будет

задавать динамику российскому рынку акций. Характер рынка в этом случае будет схож с традиционными развивающимися рынками: усиление корреляции с глобальными финансовыми рынками, более острая реакция инвесторов на события, подверженность к тенденции risk aversion в случае ухудшения конъюнктуры.

Структура иностранных инвестиций изменится

За последние несколько лет доля долгосрочных кредитов в общем потоке иностранных инвестиций в РФ составляла примерно 50%. Однако мировой кризис привел к ограничению объемов заимствований российскими компаниями на внешних рынках. В 2007 г. российские компании заняли на внешних рынках рекордную сумму – \$70.3 млрд – через кредиты и выпуск еврооблигаций. Усложненный доступ к внешним кредитным ресурсам в конце 2007 – начале 2008 гг. привел к сокращению объема заимствований на внешних рынках. Уже в I квартале мы наблюдаем сокращение доли долгосрочных кредитов (рисунок 2) Что характерно, доля портфельных инвестиций сокращается, что говорит о недоверии иностранных инвесторов к российскому финансовому рынку.

Несмотря на значительные государственные ограничения по доступу иностранных инвесторов в стратегические отрасли, доля прямых иностранных инвестиций растет. Безусловно, значительный вклад в рост прямых инвестиций внесло реформирование электроэнергетической отрасли. Покупки иностранными компаниями локальных энергетических активов были значительны. Однако в долгосрочной перспективе, рост прямых инвестиций будет по-прежнему ограничен жестким государственным регулированием.

Российских инвесторов станет меньше

Мнение денежных властей РФ о перегреве российской экономики выливается в ужесточение монетарной политики. Центробанк уже в текущем году трехкратно повысил ставку рефинансирования, а вместе с ними и остальные ключевые ставки денежного рынка. Повышение отчислений ФОР также призвано охладить российскую экономику и, в частности, банковский сектор. ЦБ РФ пытается решить две противоречивые задачи. С одной стороны, мы видим высокую инфляцию, с которой – регулятор борется ужесточением денежно-кредитной политики. С другой стороны, риски рублевой ликвидности, когда задача ЦБ – ограничить рост рублевой массы в спокойный для денежного рынка период и предоставить рефинансирование в периоды массовых погашений долгов и квартальных налоговых платежей.

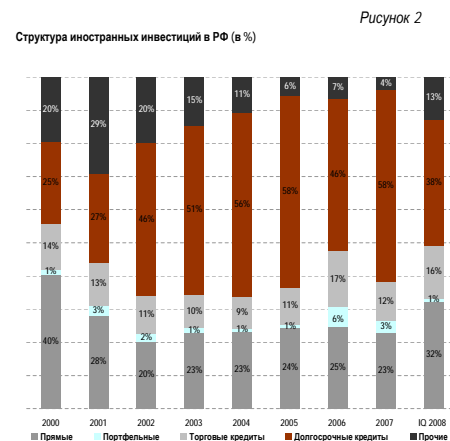
Охлаждение экономики напрямую скажется на темпах доходов населения и, как следствие, ограничит объемы частных инвестиций. Именно в этот период, когда действия ЦБ будут направлены на охлаждение темпов экономического роста, укрепление рубля и рост процентных ставок, можно ожидать притока иностранных инвестиций. В свою очередь, это компенсирует падение локальной инвестиционной активности.

В то же время в долгосрочном горизонте, объемы внутренних портфельных инвестиций будут расти параллельно с ростом экономики (рисунок 3).

Сырьевой фактор – главная скрипка

Весной Министерство экономического развития и торговли (МЭРТ) представило измененную программу экономического развития России. Основной тезис долгосрочной стратегии – переориентация экономики от экспорта сырья в сторону развития производства и инновационных технологий. Для диверсификации российского экспорта потребуется слишком много времени, однако постепенно как локальные инвесторы, так и нерезиденты будут изменять структуру инвестиционных портфелей. В ближайшие 2-3 года смена приоритетов фондовых инвестиций от сырьевого сектора к производственному вряд ли возможна, особенно учитывая рекордные цены на углеводороды. Это означает, что интерес к портфельным инвестициям в РФ будет по-прежнему базироваться на сырьевом факторе. Россия предоставляет уникальные возможности для инвестиций: стабильность политического курса, отсутствие потрясений в макроэкономике, профицит бюджета и счета текущих операций, превышение уровня золотовалютных резервов объема валового внешнего долга. С глобальной точки зрения кредитный риск России является наименьшим среди стран BRIC. При этом относительная неразвитость банковской системы и малый масштаб фондового рынка ограничивают потоки инвестиционного капитала. В долгосрочном горизонте инвестирования нефтегазовая отрасль РФ выглядит привлекательно, однако темпы ее интенсивного роста будут замедляться, а интерес инвесторов будет определяться динамикой стоимости сырья.

Помимо нефтегазового сектора, вполне вероятно, что остальную долю рынка портфельных инвестиций могут занять электроэнергетический, телекоммуникационный секторы, а также розничная торговля. Стоит отметить, что доля присутствия инвесторов в вышеперечисленных отраслях будет значительно ниже, однако именно эти сегменты могут увеличить объем фондового рынка России.



Источник: Bloomberg, оценка ИФК "Алемар"



Источник: Bloomberg, Росстат, Investfunds, ИФК "Алемар"

Основной идеей в электроэнергетической отрасли с точки зрения инвестиций в ближайшие 2-3 года может стать перераспределение купленных активов между крупными игроками рынка. Возможный более резкий рост тарифов и реализация обширных инвестиционных программ также будет подогревать интерес к сектору.

Основная точка роста телекоммуникационного сектора – приватизация холдинга "Связьинвест". Тема, которая для фондового рынка скорее похожа на легенду. Тем не менее, приватизация будет, и, по ожиданиям главы компании, случится это в перспективе 12 месяцев. Реформирование телекоммуникационного сектора вызовет интерес, прежде всего, у крупных российских инвесторов.

Сектор розничной торговли, пожалуй, наиболее автономный. Он не несет в себе политических рисков и базируется лишь на качественном росте. По мере насыщения рынка крупных городов РФ, ритейл проникает в более перспективные региональные рынки. Агрессивный рост крупных операторов сектора предоставляет большие возможности для инвестиций. В текущем моменте для фондового рынка сектор розничной торговли еще не является столь интересным: акции таких компаний не обладают ликвидностью, а колебания цен происходят лишь на фоне публикаций отчетности. Однако, по мере дальнейшего роста масштабов бизнеса и прихода крупных иностранных компаний на российский рынок, интерес к сектору вырастет значительно.

Резюме

Подводя итоги, можно выделить ряд ключевых тенденций, которые будут характеризовать российский рынок в долгосрочной перспективе.

Самое главное, что кардинально может изменить принцип построения инвестиционных стратегий, – усиление притока "быстрых" денег. Создавая привлекательные условия для иностранных инвесторов, фондовый рынок будет более подвержен спекулятивным потокам капитала. Как следствие – усиление волатильности.

Охлаждение экономики будет напрямую влиять на доходы населения и, соответственно, снижать активность российских инвесторов. Более того, увеличение рыночного риска может существенно снизить активность локальных институциональных инвесторов и заставить их диверсифицировать инвестиционные портфели не в пользу фондового рынка.

Постепенное переключение отраслевых предпочтений от нефтегазового сектора к другим отраслям (электроэнергетика, телекоммуникации, розничная торговля), повышение их емкости и ликвидности акций в обращении являются ключевыми факторами, сочетание которых может дать российскому фондовому рынку шанс вырасти в масштабах и увеличить число ликвидных инструментов.

Иностранные инвестиции

Структура иностранных инвестиций будет меняться. И, хотя временный спад долгосрочных кредитов будет восстановлен одновременно с возобновлением доверия инвесторов, мы ожидаем роста портфельных инвестиций. Их доля уже в текущем году может достичь 3-4%. Не стоит забывать, что ряд отложенных первичных размещений акций российских компаний по мере улучшения конъюнктуры мировых финансовых рынков может стать драйвером для роста инвестиционного интереса. Что касается прямых инвестиций, то их доля не будет превышать 25-27% от общего объема иностранных капиталовложений.

Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсон

Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия	
Аналитик	Анна Знатнова
Энергетика	
Старший аналитик	Василий Конузин Виталий Домнич
Телекоммуникации	
Старший аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение/ Металлургия	
Аналитик	Вадим Смирнов
Металлургия	
Старший аналитик	Виталий Домнич
Потребсектор	
Аналитик	Екатерина Стручкова
Долговые рынки	
Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов	
Редактор	Мила Маслова

Контактная информация

Телефон	7 (495) 411 66 55
Факс	7 (495) 733 96 82
Интернет	http://www.alemar.ru
Аналитическое управление	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1731)
E-mail	research@alemar.ru
Операции с акциями	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	salesdesk@alemar.ru
Трейдера	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1782)
E-mail	tradingdesk@alemar.ru
Деривативы	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 1787)
E-mail	derivatives@alemar.ru
Офис в Новосибирске	
Телефон	(383) 227 65 66
Факс	(383) 227 65 66
Офис в Красноярске	
Телефон	(391) 266 14 68
Факс	(391) 266 14 68

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»
 04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,
 04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,
 04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,
 04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,

ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655
 Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.14, корп.3,
 E-mail: research@alemar.ru
<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

© 2003-2008 ИФК «Алемар». Все права защищены.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».