

Рынок акций 2006

Время для пузыря?

По итогам 2005 года российский рынок акций легко побил все самые оптимистичные прогнозы (и наши в том числе). За год индекс РТС вырос более чем на 83% и завершил торги на отметке 1125,60 пункта. Общее улучшение инвестиционного климата РФ, рост цен на нефть и высокая привлекательность акций развивающихся стран помогли рынку преодолеть полугодовую стагнацию и устремиться вверх. Благодаря этому росту российский фондовый рынок из фундаментально недооцененного превратился в локально переоцененный.

На наш взгляд, текущее состояние фондового рынка не подразумевает наличия какого-либо фундаментально обоснованного потенциала для роста его капитализации. Более того, мы полагаем, что в своем текущем состоянии фондовый рынок уязвим для всевозможных негативных факторов, появление которых может стать причиной для его коррекции вниз на 20-30%.

Мы полагаем, что 2006 год станет для российского фондового рынка периодом остывания после бурного роста. Наш взгляд на рынок по итогам года нейтрально-негативный. Наш прогноз по индексу РТС на конец года 950-1050 пунктов.

Несмотря на то, что наш базовый сценарий на 2006 год не слишком оптимистичен, непосредственных причин для коррекции вниз пока нет, поэтому существует вероятность формирования фондового пузыря. Для его образования, на наш взгляд необходимо сочетание нескольких условий: отсутствие потрясений в политической и экономической сферах РФ; дальнейший рост цен на рынке нефти; стабильные мировые процентные ставки.

Так как существует вероятность формирования фондового пузыря, мы не рекомендуем инвесторам занимать короткие позиции на рынке в ожидании коррекции, в то же время открывать стратегические длинные позиции в текущей ситуации мы бы также не советовали, рынок сейчас очень дорог. В случае если все же начнет реализовываться сценарий фондового пузыря, наилучшей инвестиционной альтернативой вновь окажутся акции нефтяного и газового секторов.

Вне зависимости от того, какой будет складываться конъюнктура фондового рынка в целом, мы рекомендуем обратить внимание на хронически отстающие от рынка акции дочерних компаний «Связьинвеста», которые могут получить позитивный импульс в преддверии грядущей приватизации. Также интересны бумаги ОГК 5 и, возможно, ОГК 3, если компания успешно завершит переход на единую акцию. Кроме того, если состоится IPO Роснефти и ТНК-ВР, эти бумаги также будут достойны пристального внимания инвесторов.

Торжество оптимизма

По итогам 2005 года российский рынок акций легко побил все самые оптимистичные прогнозы (и наши в том числе). За год индекс РТС вырос более чем на 83% и завершил торги на отметке 1125,60 пункта. Росту способствовал ряд факторов, главные из которых, на наш взгляд, это:

- оптимистичные настроения рынка акций развивающихся стран;
- рост цен на товарных рынках, и главное, на рынке нефти;
- улучшение инвестиционного климата в РФ и возвращения доверия в отношении между бизнесом и властью;
- либерализация рынка акций Газпрома и подвижки в реформе энергетики;
- наличие стратегической скупки в акциях лидера рынка – Лукойла.

Агрессивный рост цен начался в середине 2005 года, когда инвесторам стало очевидно, что новых «дел ЮКОСа» не предвидится, а инвестиции в Россию на фоне рекордных цен на нефть привлекательны, как никогда. К тому же, экономический рост во втором полугодии ускорился благодаря высоким темпам расширения емкости потребительского спроса, который компенсировал стагнацию в добывающем секторе, развившуюся на фоне почти стопроцентного изъятия избыточной нефтяной ренты в стабфонд. Общее улучшение инвестиционного климата РФ, высокая привлекательность акций развивающихся стран помогли рынку преодолеть полуторагодовую стагнацию и устремиться вверх.

Динамика российского рынка акций 2004-2005гг.

Источник: Quote.ru

В лидерах роста по итогам прошедшего года оказались государственные и нефтяные компании, правда, не все. Безусловными лидерами среди «голубых фишек» стали акции Газпрома и Сбербанка. Новая парадигма строительства капитализма в России, заключающаяся в усилении роли государственных компаний в экономике, стала причиной смещения интересов инвесторов в сторону компаний с государственным участием. Начало 2005 года все еще отличалось напряженным отношением инвесторов к налоговым рискам, и вложения в эти компании казались инвесторам наименее рискованным. Эта тенденция сохранилась и во втором полугодии, когда инвесторы стали куда менее разборчивыми.

Акции Газпрома по итогам года выросли на 154%, чему способствовали ожидания скорой либерализации рынка акций газового монополиста. После долгих перипетий государство получило-таки контрольный пакет акций компании, и долгожданное событие свершилось в канун Нового года, когда в закон «О газоснабжении» были внесены все необходимые поправки, изданы соответствующие указы и постановления. Все ограничения на торговлю акциями Газпрома сняты, в январе акции компании начали торговаться на ММВБ. Практически весь 2005 год акции компании непрерывно дорожали: инвесторы активно «покупали слухи», существенная фиксация прибыли не наблюдалась ни разу.

Акции Сбербанка за год сумели опередить даже Газпром. Обыкновенные акции крупнейшего банка страны по итогам года выросли на 170%, несмотря на отсутствие мощных драйверов в новостном фоне. Инвесторы оценили экспансию Сбербанка на российском рынке банковских услуг. Отличные темпы развития в сочетании с низкими

«государственными» рисками и отсутствием неопределенности в виде каких-либо грядущих реформ, сделали акции компании очень привлекательными в глазах инвесторов.

Несмотря на то, что две лучшие бумаги на рынке оказались компаниями с доминирующим государственным участием, далеко не всем представителям этого сектора удалось показать столь же блистательную динамику. Среди отставших от рынка – акции РАО ЕЭС и Ростелекома. Эти две компании наглядно продемонстрировали, насколько затягивание и нехватка определенности в сроках и форме ключевых реформ негативно сказываются на динамике капитализации.

Акции РАО ЕЭС обыкновенные за год сумели вырасти только на 56% по сравнению с 83% прироста индекса РТС. Инвесторы не спешили покупать бумаги энергетического концерна, так как до сих пор не ясно когда и в какой форме будет осуществляться приватизация активов компании.

Гораздо хуже рынка чувствовал себя сектор связи. Бумаги Ростелекома выросли приблизительно на 14%, Уралсвязьинформа – на 4%. Здесь также чувствуется негативный эффект от неопределенности в сроках и форме приватизации государственного пакета акций «Связьинвеста». Кроме того, инвесторы не слишком оптимистично оценивали перспективы Ростелекома в преддверии демонополизации рынка дальней связи, а Уралсвязьинформ страдал от некоторого ухудшения кредитного качества. Следует отметить, что привлекательность сектора связи в 2005 году в целом была не на очень высоком уровне. Инвесторов больше интересовали нефть и газ, где цены день за днем били новые рекорды.

Среди частных компаний безусловным лидером стал ЛУКойл, чья капитализация за год выросла на 105%. Лидирующее положение ЛУКойла среди российских негосударственных нефтяных компаний, чьи акции торгуются на открытом рынке, наличие стратегического инвестора в лице крупной международной компании, успешная работа владельцев и менеджмента по минимизации суммы налоговых претензий за прошедшие годы, а также рост цен на нефть сделали акции компании одной из лучших альтернатив российского рынка в 2005 году. Акции Лукойла также в 2005 году ни разу серьезно не корректировались, что, очевидно, связано с тем, что компания Сопосо продолжала наращивать свою долю в уставном капитале ЛУКойла до заявленных 20%.

Акции других нефтяных компаний показали чуть меньше блеска. Бумаги Сургутнефтегаза выросли на 51%, что отражает среднюю привлекательность сырьевых компаний частного сектора. Акции Сибнефти выросли на «скромные» 28%, из-за поглощения компании Газпромом. Миноритарии не чувствуют уверенности, что при инкорпорировании Сибнефти в структуры Газпрома их интересы будут в достаточной степени учтены.

Растут ли деревья до звезд?

За прошедший год состояние рынка акций поменялось радикально. Благодаря восьмидесятипроцентному росту российский фондовый рынок из фундаментально недооцененного (о чем мы писали ровно год назад) превратился в локально переоцененный. Значение индекса РТС отклонилось вверх от пятилетнего восходящего тренда более чем на 3 стандартных отклонения, что математически свидетельствует о крайней перекупленности рынка.

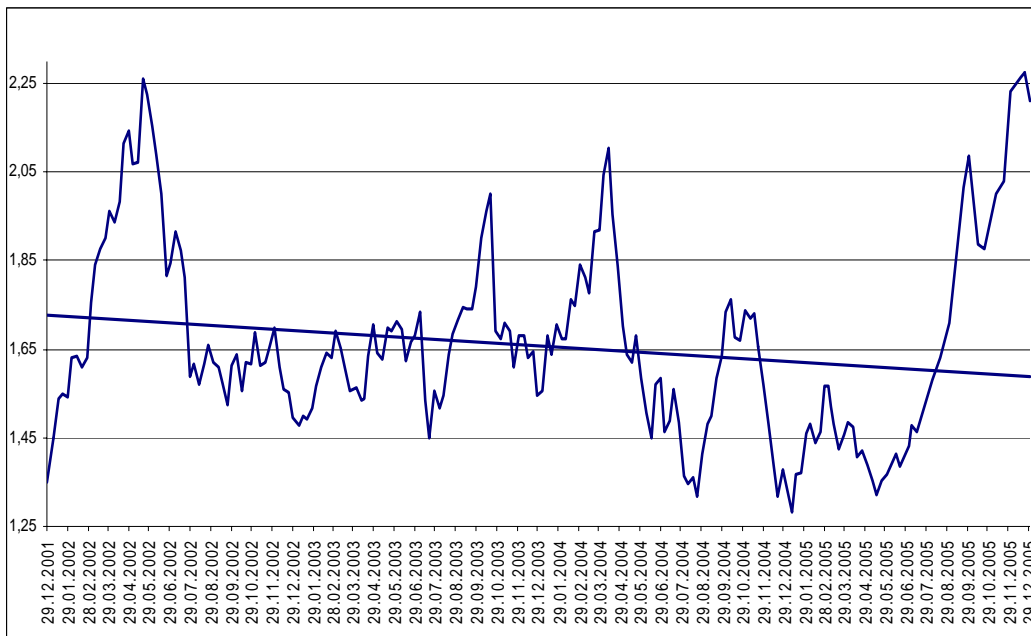
Динамика индекса РТС



Источник: Quote.ru

С точки зрения соответствия скорости роста фондового рынка темпам развития экономики, капитализация рынка акций также завышена.

Динамика соотношения капитализации российского фондового рынка и денежной массы

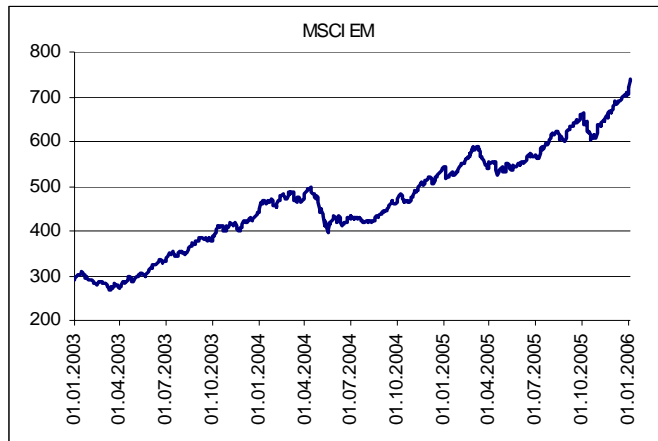


Источник: Quote.ru, Банк России, расчеты Банка Спурт

В последний раз рынок акций был столь же перекуплен в мае 2002 года, когда индекс РТС достиг уровня 425 пунктов. В последующие три месяца индекс РТС снизился более чем на 25%, а затем почти целый год консолидировался в узком диапазоне недалеко от отметки 360 пунктов.

Рост на российском фондовом рынке является лишь частью глобальной тенденции, которая характеризуется повышенным спросом на активы развивающихся стран. Мировая экономика развивается повышенными темпами, благодаря двум локомотивам: Китаю и США. Цены на сырьевых рынках в течение 2005 года продолжали расти из-за высокого спроса со стороны этих двух стран, а долгосрочные процентные ставки оставались на низком уровне. Все вместе эти факторы способствовали высокому интересу инвесторов к акциям и облигациям Emerging markets.

Динамика индексов MSCI и MCSI Russia



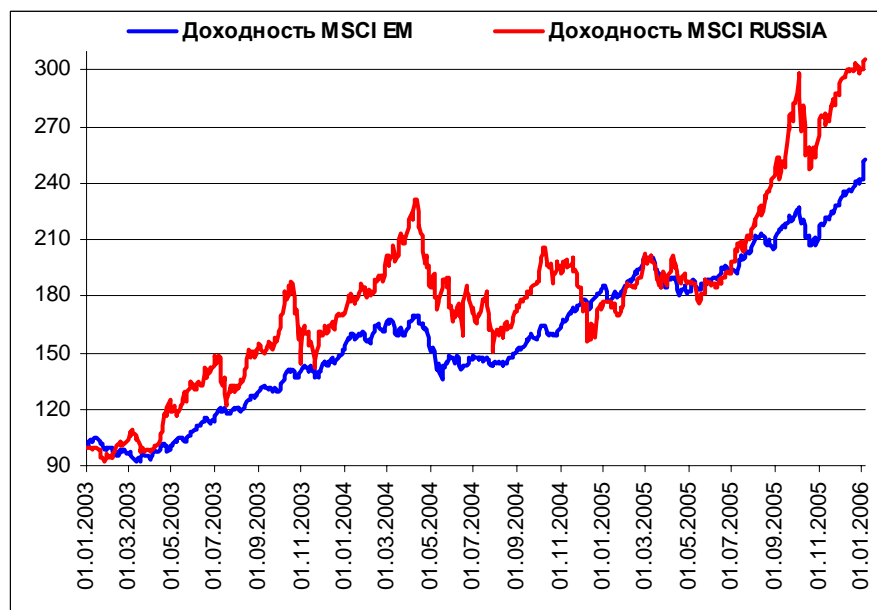
Источник: msci.com



Источник: msci.com

Несмотря на сильную зависимость российского фондового рынка от мировых тенденций, в 2005 году рост капитализации российских компаний объяснялся преимущественно внутренними факторами. За этот период индекс MSCI EM вырос на 30%, а MSCI Russia почти на 70%. Таким образом, менее половины прироста индекса можно объяснить глобальным спросом инвесторов на активы развивающихся стран.

Динамика доходности индексов MSCI и MCSI Russia



Источник: msci.com

В некоторой степени опережающая динамика российского рынка объясняется тем, что в 2004 году российские акции отставали от Emerging markets в целом из-за опасений, связанных с «делом ЮКОСа». В 2005 году инвесторы частично избавились от былых фобий, частично переместили свои предпочтения на государственные компании, и хорошо остывший рынок принялся расти с новой силой. Однако более ранняя история динамики доходности обоих индексов говорит о том, что отставание российского рынка 2004 года всего лишь скорректировало опережение, которое накопилось за предыдущий (2003-й) год. Поэтому в 2005 году, российский рынок не наверстывал упущенное, а скорее, вернулся к опережающему движению.

На начало 2006 года российский фондовый рынок опережает сегмент уже настолько, что ему потребуется минимум 20% коррекция вниз, чтобы доходность российского рынка акций за последние три года сравнялась со средней доходностью рынков акций развивающихся стран. И это при условии неизменности ситуации на EM в целом.

На наш взгляд, текущее состояние фондового рынка не подразумевает наличия какого-либо фундаментально обоснованного потенциала для роста его капитализации. Более того, мы полагаем, что в своем текущем состоянии фондовый рынок уязвим для всевозможных негативных факторов, появление которых может стать причиной для его коррекции вниз на 20-30%.

В ближайшие месяцы внутреннее состояние российского рынка акций не позволит его капитализации расти с опережением по отношению к сегменту EM. В то же время, сохранение позитивной конъюнктуры рынков акций развивающихся стран может оказывать ценам заметную поддержку. Однако верно и обратное утверждение: ухудшение конъюнктуры EM может дестабилизировать российский рынок акций.

Наш взгляд на перспективы Emerging Markets в 2006 году нейтральные. Ухудшение глобальной ликвидности и возможное замедление темпов экономического роста США и Китая должны затормозить рост цен на товарных рынках и уменьшить спрос на активы развивающихся стран. Однако мы не ждем серьезного падения цен на товарных рынках, что является самой серьезной угрозой для рынков акций развивающихся стран (см. наш обзор «Рынок еврооблигаций в 2006 году»).

Будет ли пузырь?

При всем множестве факторов, которые говорят в пользу грядущей коррекции, пока нет никаких веских причин, по которым она могла бы начаться. Внутренний инвестиционный климат в России относительно благоприятен. До выборов 2007, а главное, до 2008 года еще далеко. Темпы экономического роста высокие, конъюнктура на товарных рынках, в особенности на рынке нефти, благоприятная, спрос на активы развивающихся стран высокий, ФРС близка к завершению цикла ужесточения денежно-кредитной политики.

Рынок акций переоценен, но мы пока не видим ни одной *реализованной* причины, по которой цены бы вдруг резко пошли вниз. Конечно, политические и экономические риски существуют всегда, но предугадать, то или иное событие, которое может стать поворотной точкой в истории фондового рынка, практически невозможно. Пока это гипотетическое событие не наступило, на рынке формируется отличная почва для образования фондового пузыря.

Тем не менее, мы думаем, что интерес инвесторов к российским акциям в первые месяцы 2006 года снизится. Весь 2005 год российский рынок шел с опережением по отношению к другим аналогичным рынкам, и не последнюю роль, на наш взгляд, в этом процессе сыграло ожидание либерализации рынка акций Газпрома. Это событие свершилось в канун новогодних праздников, и мы полагаем, что в начале 2006 года у инвесторов возникнет закономерное желание зафиксировать прибыль, что может привести к серьезной коррекции. Кроме того, как мы уже говорили, обстановка на Emerging markets в целом в этом году будет способствовать более спокойному ходу торгов. По этой причине мы не верим в то, что на российском рынке начнет надуваться пузырь.

Мы полагаем, что 2006 год станет для российского фондового рынка годом остывания после бурного роста. Наш взгляд на рынок по итогам года нейтрально-негативный. Наш прогноз по индексу РТС на конец года 950-1050 пунктов.

Несмотря на то, что наш базовый сценарий на 2006 год не слишком оптимистичен, полностью исключить вероятность формирования пузыря все же нельзя. Для его образования, на наш взгляд, необходимо сочетание нескольких условий:

- отсутствие потрясений в политической и экономической сферах РФ;
- дальнейший рост цен на рынке нефти;
- стабильные мировые процентные ставки.

На наш взгляд, реализация первого условия вероятна в значительной степени. Дальнейший рост цен на нефть (выше \$70 за баррель WTI) кажется нам не слишком вероятным, и это, пожалуй, является главной причиной, по которой мы не считаем фондовый пузырь нашим основным сценарием на 2006 год. Мировые процентные ставки, скорее всего, действительно останутся стабильными, однако существует риск их резкого роста.

Так как существует вероятность формирования фондового пузыря, мы не рекомендуем инвесторам занимать короткие позиции на рынке в ожидании коррекции, в то же время открывать стратегические длинные позиции в текущей ситуации мы бы также не советовали, рынок сейчас очень дорог.

Наше мнение: сейчас за редким исключением следует придерживаться нейтральной стратегической позиции по рынку акций.

Редкие исключения: где искать лучшие возможности?

Ушедший 2005 год стал годом Газпрома и государственных компаний. Мы полагаем, что основная игра в бумагах газового монополиста уже сделана, и в 2006 году динамика этих бумаг едва ли будет значительно опережать рынок. Более того, мы опасаемся, что акции Газпрома могут возглавить возможную коррекцию рынка вниз.

На текущий год у нас есть несколько идей, которые, как мы надеемся, позволят переиграть стагнирующий рынок.

Если цены на нефть все же продолжат свой рост, то бумаги нефтяных компаний будут по-прежнему привлекательны для вложений. Мы полагаем, что в этом случае наилучшей альтернативой по-прежнему будет ЛУКОЙЛ. В то же время, ставка на нефтяные компании подразумевает необходимость особо внимательно отслеживать динамику котировок нефти. Если цены на нефть останутся стабильными или начнут снижаться, вложения в бумаги нефтяного сектора не принесут желаемого результата.

Сектор связи. Мы рассчитываем, что подготовка к процессу приватизации «Связьинвеста» не затянется на срок, превосходящий границы 2006 года, поэтому ставка на дочерние компании холдинга выглядит разумной, тем более, что эти бумаги очень долго отставали от рынка. Так, обыкновенные акции Ростелекома за последние три года отстали от рынка почти на 150%, при этом негативное для компании событие – демонополизация рынка дальней связи, на наш взгляд, уже заложено в цены. Акции Уралсвязьинформа за последние три года отстали от рынка более чем на 50%, при этом за последний год они сумели подрасти лишь на 4%. Мы думаем, что приватизация Связьинвеста, которая может состояться в 2006 году даст импульс для роста капитализации обеих компаний.

Энергетика. Из-за постоянного затягивания и отсутствия определенности в реформе электроэнергетики, акции РАО ЕЭС последние несколько лет также отставали от рынка. Накопленное отставание за последние три года сейчас составляет порядка 20%. Мы полагаем, что покупка акций РАО ЕЭС уже не принесет значительного эффекта. До сих пор нет ясности, в какой форме акции РАО ЕЭС будут участвовать в приватизации ОГК, а до того момента, как сама компания по плану реформ прекратит свое существование (до 2008 года) осталось не так уж много времени. Мы считаем целесообразным участие в оптово-генерирующих компаниях. В настоящее время на рынке присутствуют акции только пятой ОГК, и ожидается, что к концу 2006 года, завершится переход на одну акцию третьей ОГК. Существует вероятность, что эти две компании будут приватизированы еще до того, как сама компания РАО ЕЭС прекратит свое существование. Конечно, инвестирование в ОГК сопряжено с определенными рисками, связанными с отсутствием законодательства, которое должно регулировать рынок электроэнергетики, а также с неопределенностью по срокам и форме приватизации ОГК. Тем не менее, на наш взгляд, инвестиции в ОГК на горизонте несколько лет могут стать одной из лучших возможностей на российском рынке.

ИРО. Бум на рынке ИРО прогнозируют уже несколько лет, однако открытые первичные размещения на рынке акций пока еще не стали массовым явлением. Мы не слишком уверены в том, что долгожданное бум произойдет в 2006 году, однако существует несколько потенциальных событий, которых мы с нетерпением ждем. Среди этих событий: заявленное ИРО Роснефти, по которому, правда, нет четких сроков, и возможное ИРО ТНК-ВР, которое даже не ясно состоится ли вообще. Тем не менее, если по этим двум ИРО появятся более конкретные планы, мы рекомендуем внимательно отнестись к возможности участия в этих аукционах. Конечно, вероятность того, что размещение бумаг Роснефти и ТНК-ВР пройдет с дисконтом к их справедливой оценке не слишком высока, однако определенный потенциал для роста этих бумаг, если они все же появятся, скорее всего, будет. К участию в прочих ИРО мы относимся осторожно.

Управление Казначейства АКБ «Спурт»

Директор Казначейства

Шайхутдинов Кирилл Владимирович

+7 843 291 50 02
kirill@spurtbank.ru

Отдел торговых операций на финансовых рынках

Начальник отдела
+7 843 291 50 19МБК. Валюта
+7 843 291 51 40Долговые инструменты
+7 843 291 51 41

Скороходова Ольга Валерьевна

oskorohodova@spurtbank.ruШаммазов Рафаэль Шамилович
rshammazov@spurtbank.ruШамарданов Адель Ильич
ashamardanov@spurtbank.ru

Отдел доверительного управления

Ведущий экономист
+7 843 291 50 29

Отдел анализа финансовых рынков

Начальник отдела
+7 843 291 50 20

Аналитик

Аналитик

Хайрулин Айбулат Рашитович

aybulat@spurtbank.ru

Пикулев Павел Андреевич

ppikulev@spurtbank.ru

Родченко Марина Викторовна

Галеев Тимур Равилевич

Отдел расчетов и корреспондентских отношений

Зам. Директора Казначейства. Начальник отдела
+7 843 291 50 60Валютные корр. счета
+7 843 291 50 61Рублевые корр. счета
+7 843 291 50 62Бэк-офис МБК
+7 843 291 50 64SWIFT
+7 843 291 50 66Расчеты РКЦ
+7 843 291 50 65

Угарова Татьяна Алексеевна

tugarova@spurtbank.ruЖуравлев Сергей Александрович
sjouravlev@spurtbank.ruЗамалеев Марат Дамирович
mzamaleev@spurtbank.ruСафина Гузелия Зиннуровна
gsafina@spurtbank.ruАнцис Рузалия Рашитовна
rancis@spurtbank.ruКаштанова Валентина Ефимовна
vkashtanova@spurtbank.ru

Настоящий информационный обзор рынка ценных бумаг содержит оценки и прогнозы Управления Казначейства Акционерного коммерческого Банка «Спурт» (открытое акционерное общество) (далее – «Банк») касательно будущих событий и/или действий, перспектив развития ситуации на рынке ценных бумаг, вероятности наступления определенных событий и совершения определенных действий на рынке ценных бумаг. Инвесторы не должны полностью полагаться на оценки и прогнозы, содержащиеся в настоящем обзоре, так как фактическое положение дел на рынке ценных бумаг в будущем может отличаться от прогнозируемых результатов по многим причинам.

Настоящий информационный обзор не является офертой - предложением купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном обзоре, не предполагают полноты их описания. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц.

Информация и заключения, изложенные в настоящем обзоре, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица.

Данный обзор может использоваться только для информационных целей. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.