

Инвестиционная стратегия

На российском рынке капитала в 2009 году

Содержание

Инвестиционное заключение
Взгляд на классы активов
Ожидаемые доходности классов активов
Рекомендуемые инвестиционные стратегии
Оценка экономического цикла
Мировая экономика: возможности и угрозы
Сценарии российской экономики
Россия: возможности и угрозы
Китайская дилемма
Китай: возможности и угрозы
Сырьевые рынки
Валютные рынки
Оценка потенциала акций
Сценарии изменения прибыльности секторов
Отраслевое инвестирование
Рублевые облигации: оценка потенциала
Еврооблигации: оценка потенциала
Альтернативные идеи

Инвестиционное заключение

- Формирование агрессивной стратегии в начале 2009 г. довольно рискованно, несмотря на дешевизну и привлекательный долгосрочный потенциал роста фондовых индексов.
- Российские акции как никогда дешевы, но вряд ли они смогут полностью реализовать заложенный в них долгосрочный потенциал роста в ближайшие 12 месяцев в условиях общего спада деловой активности, ухудшения макроэкономических показателей, девальвационных ожиданий и высокой вероятности отрицательного роста прибылей российских компаний в 2009 г.
- Рыночные ожидания нормализации степени неприятия инвестиционного риска на глобальных финансовых рынках и выхода экономики США из рецессии приходятся на вторую половину 2009 г. До этого периода времени целесообразно придерживаться сбалансированной/консервативной стратегии инвестирования.
- Российские государственные/корпоративные еврооблигации выглядят привлекательно в свете рисков девальвации рубля, особенно в первой половине года. Рублевые облигации с высоким кредитным рейтингом привлекательны в условиях общего снижения инфляции.
- Необходимо избегать ловушки высокодоходных корпоративных рублевых/валютных облигаций, обладающих спекулятивным рейтингом. В условиях высокой вероятности увеличения количества дефолтов и банкротств, увеличение кредитного риска портфеля в первой половине 2009 г. выглядит преждевременным.

Взгляд на классы активов

Взгляд на классы активов в 2009 г.			
Вид актива	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Акции	сокращать	держать/накапливать	накапливать
Рублевые облигации, среднее	накапливать	держать/накапливать	сокращать
государственные	накапливать	сокращать	сокращать
муниципальные	накапливать	накапливать	сокращать
корпоративные	держать	держать/накапливать	держать
Еврооблигации, среднее	накапливать	держать/накапливать	держать
государственные	накапливать	держать	сокращать
корпоративные инвест.рейтинга	накапливать	накапливать	держать
корпоративные спек.рейтинга	сокращать	держать	накапливать
Валюта	накапливать	держать	сокращать
доллар	накапливать	держать	сокращать
евро	накапливать	сокращать	сокращать
бивалютная корзина	накапливать	держать	сокращать
Вероятность реализации сценария	15,0%	60,0%	25,0%

Источник: оценки «ВТБ управление активами»

Ожидаемые доходности классов активов

Ожидаемые доходности классов активов в 2009 г.*			
Вид актива	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Акции	-29,2%	117,4%	281,5%
Рублевые облигации, среднее	5,2%	18,3%	24,4%
государственные	5,2%	10,6%	16,1%
муниципальные	8,9%	20,9%	26,7%
корпоративные	1,5%	23,2%	30,5%
Еврооблигации, среднее	-13,7%	35,9%	40,7%
государственные	3,3%	27,8%	28,6%
корпоративные инвест.рейтинга	-6,6%	35,5%	41,2%
корпоративные спек.рейтинга	-37,7%	44,5%	52,3%
Валюта			
обесценение (-)/укрепление(+) рубля к доллару	-20,8%	-2,3%	7,2%
обесценение (-)/укрепление(+) рубля к евро	-11,1%	9,8%	20,3%
изменение бивалютной корзины ЦБ РФ (55\$/45€)	-16,3%	3,3%	13,2%
Вероятность реализации сценария	15,0%	60,0%	25,0%

Источник: оценки «ВТБ управление активами»

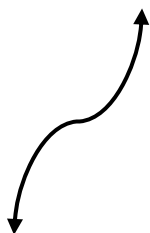
* в рублевом эквиваленте

Рекомендуемые инвестиционные стратегии

КОНСЕРВАТИВНАЯ (АКЦИИ - МИНИМУМ К
БЕНЧМАРКУ; ОБЛИГАЦИИ - МАКСИМУМ К
БЕНЧМАРКУ)



■ Акции ■ Облигации

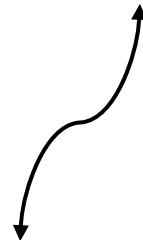


При пессимистичном
и базовом
сценариях

СБАЛАНСИРОВАННАЯ (АКЦИИ - НАРАВНЕ С
БЕНЧМАРКОМ; ОБЛИГАЦИИ - НАРАВНЕ С
БЕНЧМАРКОМ)



■ Акции ■ Облигации

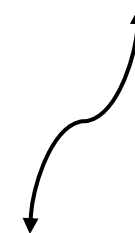


При базовом и
оптимистичном
сценариях

АГРЕССИВНАЯ (АКЦИИ - МАКСИМУМ К
БЕНЧМАРКУ; ОБЛИГАЦИИ - МИНИМУМ К
БЕНЧМАРКУ)



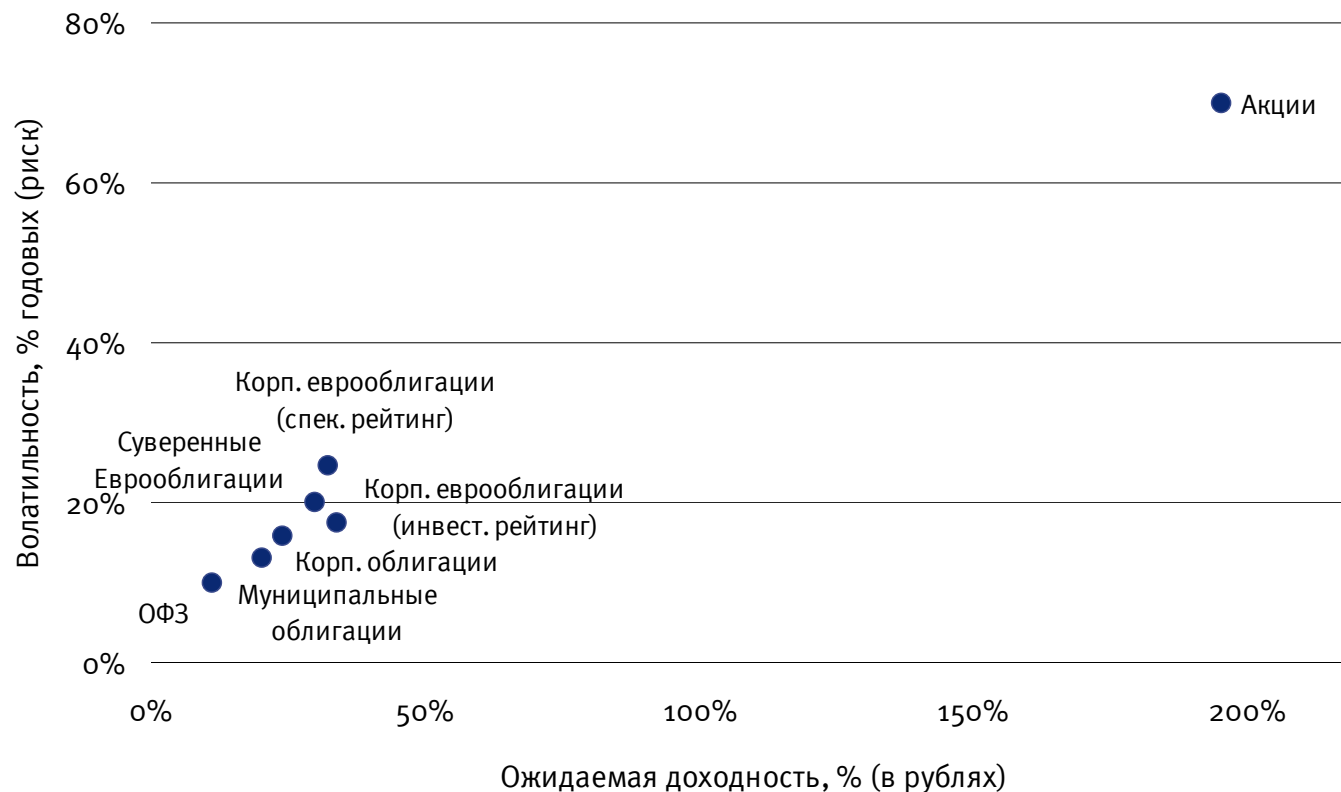
■ Акции ■ Облигации



При
оптимистичном
сценарии

Соотношение доходность/риск

Оценки доходности и риска ключевых классов активов



Источник: оценки «ВТБ управление активами»

Оценка экономического цикла

- Мировая экономика вступает в полосу замедления и спада деловой активности. По данным Международного валютного фонда (МВФ), мировая экономика замедлится в 2009 г. до 2,2% против 3,7% в 2008 г. и 5% в 2007 г.
- Страны с развитой экономикой, по данным Фонда, испытают в 2009 г. рецессионный период и сокращение реального ВВП на 0,3% при годовом сопоставлении. Наибольший отрицательный вклад внесет американская экономика, в которой ожидается сокращение реального ВВП на -0,7%.
- Основной вклад в поддержание положительных темпов мировой экономики отводится странам с развивающейся экономикой. В 2009 г., согласно МВФ, они продемонстрируют прирост реального ВВП на 5,1%. Основным позитивный вклад окажут страны азиатского региона, в частности, Китай (8,5%) и Индия (6,3%).
- Наибольшее торможение экономического роста затронет страны с сырьевой экономикой. В условиях сокращения внешнего спроса они окажутся под ударом снижающихся цен на сырьевые товары. По прогнозу МВФ, значительно замедлятся темпы экономического роста в России (3,5%), Бразилии (3%), Мексике (0,9%) и в других развивающихся странах.

Оценка экономического цикла

Страна	Экономический рост, % год к году (2009)	Инфляция, % на конец периода (2009)
Мировая экономика	2,2	4,2
Страны с развитой экономикой	-0,3	1,7
США	-0,7	1,6
Япония	-0,2	0,5
Германия	-0,8	0,8
Франция	-0,5	1,6
Великобритания	-1,3	2,0
Италия	-0,6	1,6
Испания	-0,7	2,2
Канада	0,3	1,9
Австралия	2,2	3,2
Нидерланды	2,0	2,6
Страны с развивающейся экономикой	5,1	7,3
Китай	8,5	5,5
Россия	3,5	10,5
Бразилия	3,0	4,5
Индия	6,3	5,1
Мексика	0,9	3,3
Южная Корея	3,1	3,0
Турция	2,5	7,5
Польша	4,2	4,3
Саудовская Аравия	4,9	10,0
Индонезия	5,1	7,5

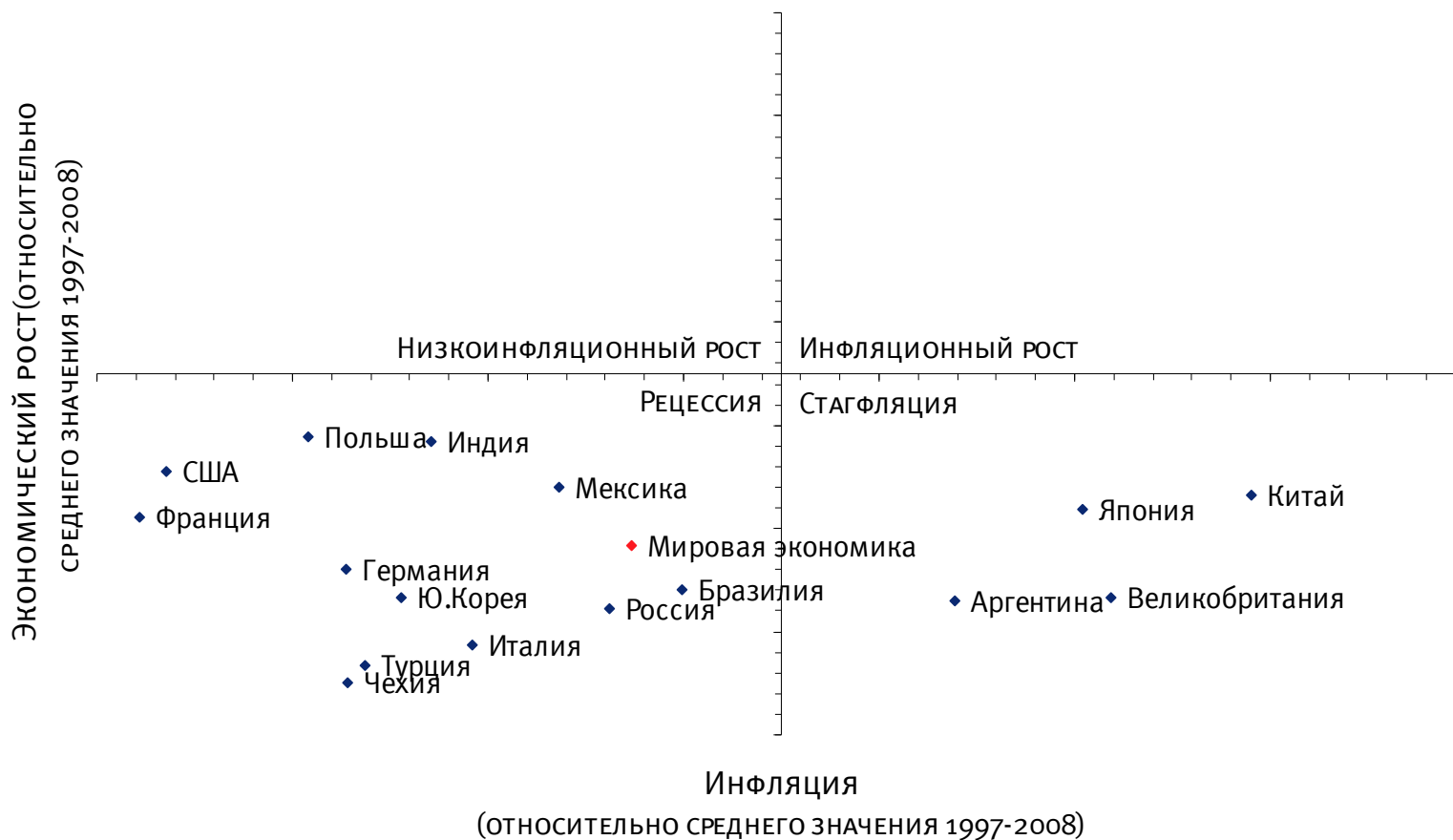
Источник: МВФ

Оценка экономического цикла

- По нашим оценкам, основанным на прогнозах МВФ экономического роста и инфляции, подавляющее большинство крупнейших стран в 2009 г. будут находиться в неблагоприятной фазе экономического цикла.
- Рецессия и/или замедление экономической активности затронет практически все страны с развитой экономикой, а также развивающиеся страны – Бразилию, Индию, Россию и др.
- Значительное сокращение деловой активности при относительно высокой инфляции будут испытывать такие страны, как Китай, Япония, Аргентина и Великобритания.
- Основными возможностями для смягчения неблагоприятного экономического цикла выступают экспансионистская (снижение процентных ставок) денежно-кредитная политика мировых Центробанков, снижение совокупного фискального бремени на мировую экономику, падение мировых цен на сырье/энергоносители и восстановление глобальной кредитной системы.
- Основными угрозами для мировой экономики являются дефляция и долговременный спад деловой активности, депрессия потребителей, формирование кризиса перепроизводства и критической массы проблемных кредитов в глобальной финансовой системе.

Оценка экономического цикла

Оценка глобального экономического цикла



Источник: МВФ, оценки «ВТБ управление активами»

Классификация экономического цикла

Определение цикла	Экономический рост	Инфляция	Описание цикла
Низкоинфляционный рост	Высокий	Низкая	Рост реального ВВП в условиях низкой инфляции и высокая деловая активность.
Рецессия	Низкий	Низкая	Сокращение или спад реального ВВП, низкая инфляция, спад деловой активности.
Стагфляция	Низкий	Высокая	Значительное замедление или сокращение реального ВВП при одновременном повышении инфляции и снижении деловой активности.
Инфляционный рост	Высокий	Высокая	Рост реального ВВП при одновременном ускорении инфляции и пик деловой активности.

Мировая экономика: возможности и угрозы

Возможности

Снижение мировых цен на сырье и энергоносители, снижение инфляционных ожиданий, формирование нового экономического цикла, стабилизация мировых рынков капитала, восстановление спроса на рискованные активы (акции и пр.).

Экспансионистская (снижение процентных ставок) денежно-кредитная политика мировых Центробанков, вливания ликвидности, расширение кредита, восстановление баланса совокупного производства и потребления.

Государственная поддержка, снижение фискального бремени, рефинансирование и/или списание проблемных кредитов.

Снижение остроты действующих геополитических конфликтов и потепление экономических и политических взаимоотношений крупнейших стран.

Угрозы

Неблагоприятный экономический цикл, формирование «мыльного пузыря» в безрисковых активах (гособлигациях). Высокая коррелированность экономических связей и рынков капитала.

Дефляция и долговременный спад деловой активности, депрессия в странах с высоким потребительским спросом, кризис перепроизводства, ухудшение климата на мировых рынках капитала.

Обременение мировой банковской системы проблемными кредитами и ухудшение ситуации в секторе в целом.

Рост безработицы и политическая дестабилизация, повышение вероятности возникновения новых геополитических конфликтов.

Сценарии российской экономики

- В 2009 г. российская экономика вступает в период нестабильности. В зависимости от состояния внешнеэкономической конъюнктуры возможны три сценария и вероятности их реализации.
- Шоковый или пессимистичный сценарий (15%) предполагает падение нефтяных цен до 17 \$/бпр к концу года, значительные потери золотовалютных резервов страны, «денежный голод», изъятие кредита из экономики и сокращение основных макропоказателей на 10%-20% в реальном выражении в условиях дефляции цен и девальвации рубля.
- Рецессионный или базовый сценарий (60%) предусматривает восстановление мировых цен на нефть до 50 \$/бпр, умеренное сокращение основных макропоказателей в пределах 5% в реальном выражении, стабильный курс национальной валюты, умеренное сжатие денежной массы, снижение инфляции до одноразрядных значений.
- Инфляционный или оптимистичный сценарий (25%) предусматривает восстановление нефтяных цен до 90 \$/бпр к концу года, рост денежного предложения и общего уровня цен, возрождение экономической активности, умеренное укрепление курса рубля к доллару, восстановление кредитной системы и инерционный рост основных макропоказателей на 5%-10% в реальном выражении.

Сценарии российской экономики

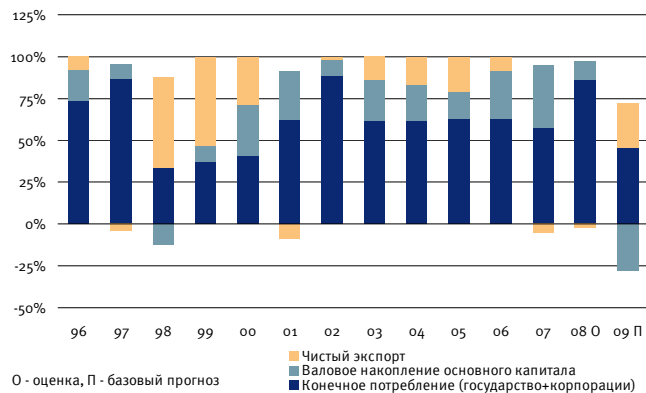
Сценарии российской экономики в 2009 г.

Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Реальный ВВП, %	-11,2%	-0,6%	7,4%
Промышленный выпуск, %	-16,2%	-2,6%	5,9%
Инвестиции в основной капитал, %	-22,2%	-2,8%	9,1%
Оборот розничной торговли, %	-23,4%	-3,6%	8,7%
Реальная зарплата, %	-21,6%	-2,6%	9,2%
Индекс потребительских цен, среднее, %	-15,0%	4,2%	16,0%
Сальдо торгового баланса, млрд.\$	58,3	100,1	126,5
Доходы федерального бюджета, млрд.руб.	3659,4	6078,3	7609,3
Дефицит (-) / профицит (+) бюджета, % ВВП	-7,3%	-3,5%	0,3%
Денежный агрегат М2, %изм.	-47,3%	-4,7%	20,8%
Золотовалютные резервы, млрд. \$	71,7	290,0	372,0
Золотовалютные резервы, %изм.	-84,1%	-35,6%	-17,3%
Курс рубль/доллар, на конец периода	36,0	29,2	26,6
Курс рубль/евро, на конец периода	45,0	36,4	33,2
Бивалютная корзина ЦБ РФ (55\$/45€)	40,0	32,4	29,6
Цена нефти Urals, на конец периода, \$/брр	16,6	53,6	90,4
Цена нефти Urals, средняя, \$/брр	30,0	50,0	70,0

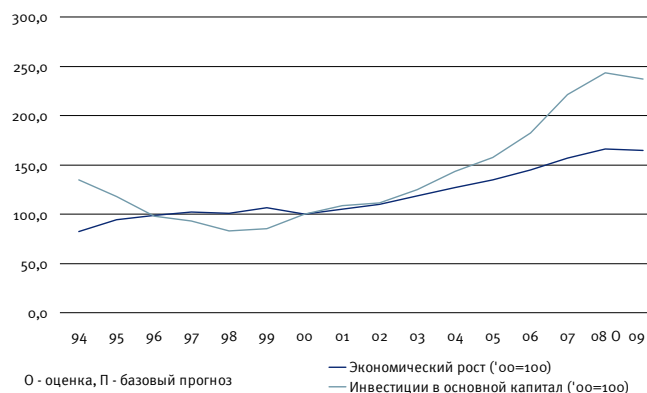
Источник: оценки «ВТБ управление активами»

Российская экономика в графиках

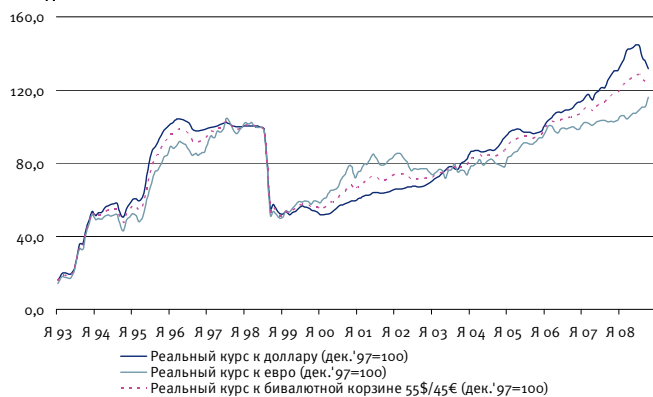
Вклад в экономический рост России по расходам



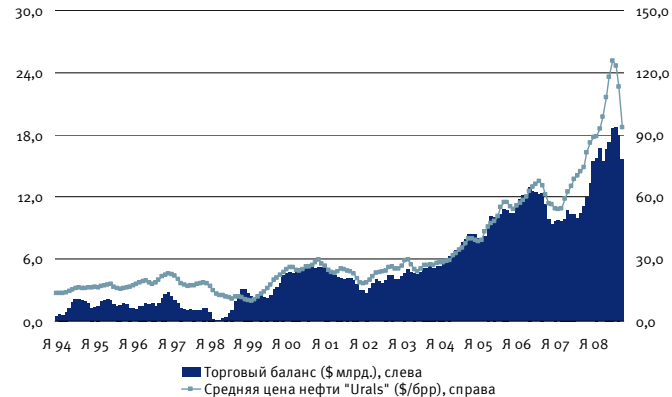
Взаимосвязь инвестиционного спроса и экономического роста в России



Динамика реального курса рубля



Торговый баланс и мировые цены на нефть



Источник: Росстат, Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Россия: возможности и угрозы

Возможности

Сохранение достаточного уровня внутренней ликвидности – международных резервов, государственных фондов для стабилизации банковской системы и экономики в целом.

Низкий уровень государственного долга. Рост рублевых процентных ставок в качестве инструмента для борьбы с оттоком капитала и долларизацией экономики.

Девальвация рубля как процесс, стимулирующий чистый экспорт, импортозамещение и экономический рост в целом.

Привлекательная оценка стоимости российских акций и облигаций при восстановлении мировой экономики и зарождении нового, благоприятного экономического цикла. Недооценка России относительно других развивающихся рынков акций.

Угрозы

Неблагоприятный бизнес цикл, сокращение деловой активности, отрицательные темпы экономического роста в условиях значительного снижения общего уровня цен.

Сокращение внешнего спроса и снижение мировых цен на энергоносители и сырье. Отток иностранного капитала, уход в безрисковые активы развитых стран.

Девальвация рубля к бивалютной корзине, обесценение сбережений населения, сокращение внутреннего спроса, сокращение прямых и портфельных иностранных инвестиций.

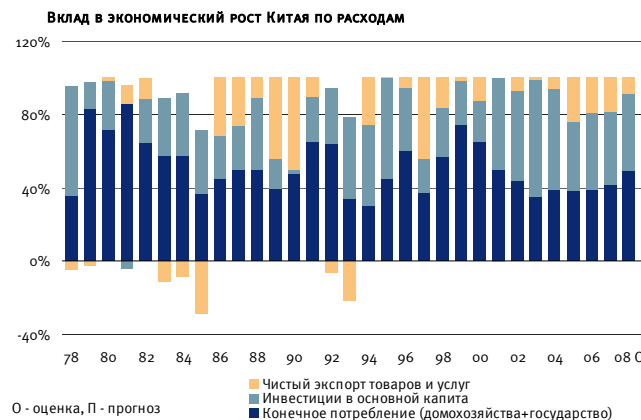
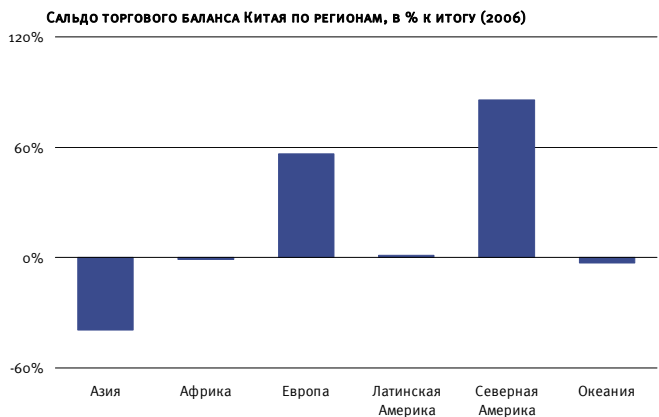
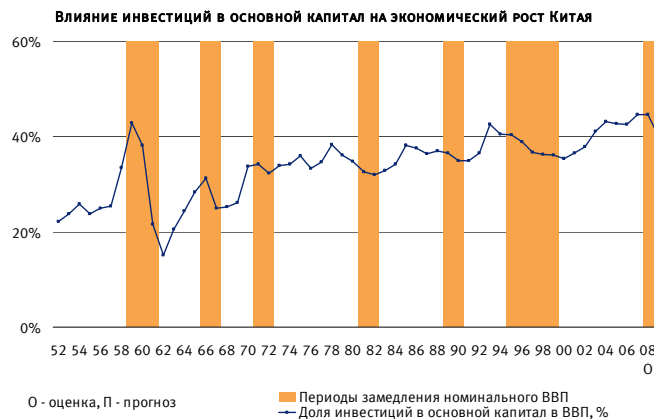
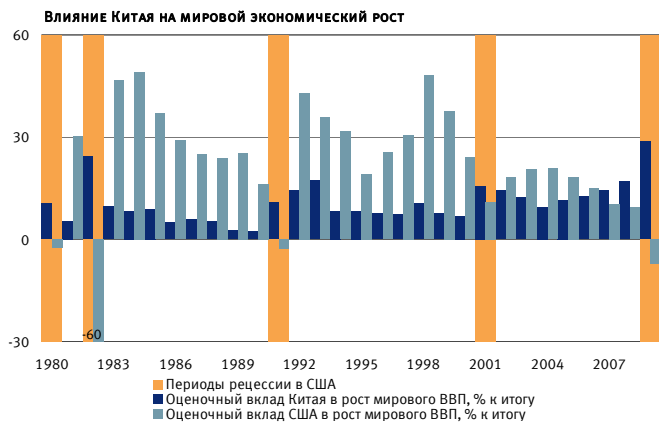
Рост числа дефолтов по внутренним и внешним обязательствам. Рост банкротств в корпоративном секторе и санация банковского сектора. Системное увеличение кредитных рисков эмитентов.

Китайская дилемма

- В периоды 1980, 1982, 1991 и 2001 развивающиеся рынки смягчали последствия рецессии в развитых экономиках, при этом доминирующую роль в этом процессе практически всегда играл Китай. Оценочный вклад Китая в рост мирового ВВП резко увеличивался в периоды рецессии американской экономики.
- Китайская экономика является экономикой производства, для которой характерна относительно низкая доля внутреннего потребления, высокий уровень сбережений, низкий долг, относительно низкие денежные доходы при высокой численности экономически активного населения.
- Особенно важную роль в экономике играют инвестиции и сбережения. ВВП Китая один из самых капиталоемких в мире, что в условиях глобального замедления инвестиционной активности выступает значительной угрозой для поддержания текущих высоких темпов экономического роста.
- Реальный сектор экономики Китая в меньшей степени подвержен мировому «делевереджингу»* и практически защищен от него, принимая внимание колоссальный объем сбережений, сконцентрированных в китайской банковской системе. Это позволит смягчить удар по китайской экономике со стороны экспорта и, вероятно, поддержать положительные темпы роста реального ВВП.

* изъятие заемных средств и кредита в целом из экономики.

Китайская экономика в графиках



Источник: CEIC, Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Китай: возможности и угрозы

Возможности

Снижение цен на товарно-сырьевые ресурсы позволит поддержать производство. Высокий уровень сбережений защищает китайскую экономику от потрясений на мировых кредитных рынках.

Высокий уровень государственного участия в экономике, стимулирование внутреннего инвестиционного спроса за счет инвестирования в инфраструктуру и реальный сектор.

Возможность диверсификации экономики в пользу внутреннего спроса, возможность усиления роли Китая в мировой экономике.

Значительное количество рабочих дней в году, большая численность экономически активного населения.

Угрозы

Значительная ориентация на удовлетворение внешнего спроса в условиях его сокращения может привести к значительному замедлению темпов роста китайской экономики.

Относительно низкий уровень внутреннего потребления и невысокий уровень располагаемых денежных доходов населения. Существуют угрозы сокращения внутреннего инвестиционного спроса и потребления.

Кризис перепроизводства и дестабилизация азиатского региона в целом. Рост безработицы и негативные социально-экономические последствия.

Высокая энергоемкость экономики, в условиях спада экономической активности возможно значительное снижение потребления Китаем энергоносителей и сырья.

Сырьевые рынки

- Падение мировых цен на сырье отражает будущее глобальное снижение потребления сырья, которое, в условиях замедления темпов роста мировой экономики, коснется как стран с развитой, так и стран с развивающейся экономикой.
- Агрегированный индекс стоимости сырья S&P/GSCI* упал от своих пиковых значений, достигнутых в июне 2008 года, примерно в 2,5 раза. Текущая рыночная цена сырья достигла средних значений за последние 10 лет, т.е. вернулась к средним долгосрочным значениям.
- Возврат тренда к долгосрочным уровням выступает смягчающим фактором и указывает на вероятность их стабилизации. Если принимать за справедливую стоимость долгосрочные средние уровни цен, то потенциал понижающей переоценки сырья выглядит практически исчерпанным.
- Вместе с тем, глобальная угроза дефляции, угроза значительного снижения мирового потребления сырья, а также угроза спекулятивных факторов (короткие продажи сырья) вполне могут оказывать в 2009 г. дестабилизирующее воздействие на рыночные цены.

* индекс Standard and Poor's / Goldman Sachs Commodity Index

АГРЕГИРОВАННЫЙ ИНДЕКС СТОИМОСТИ СЫРЬЯ S&P/GSCI



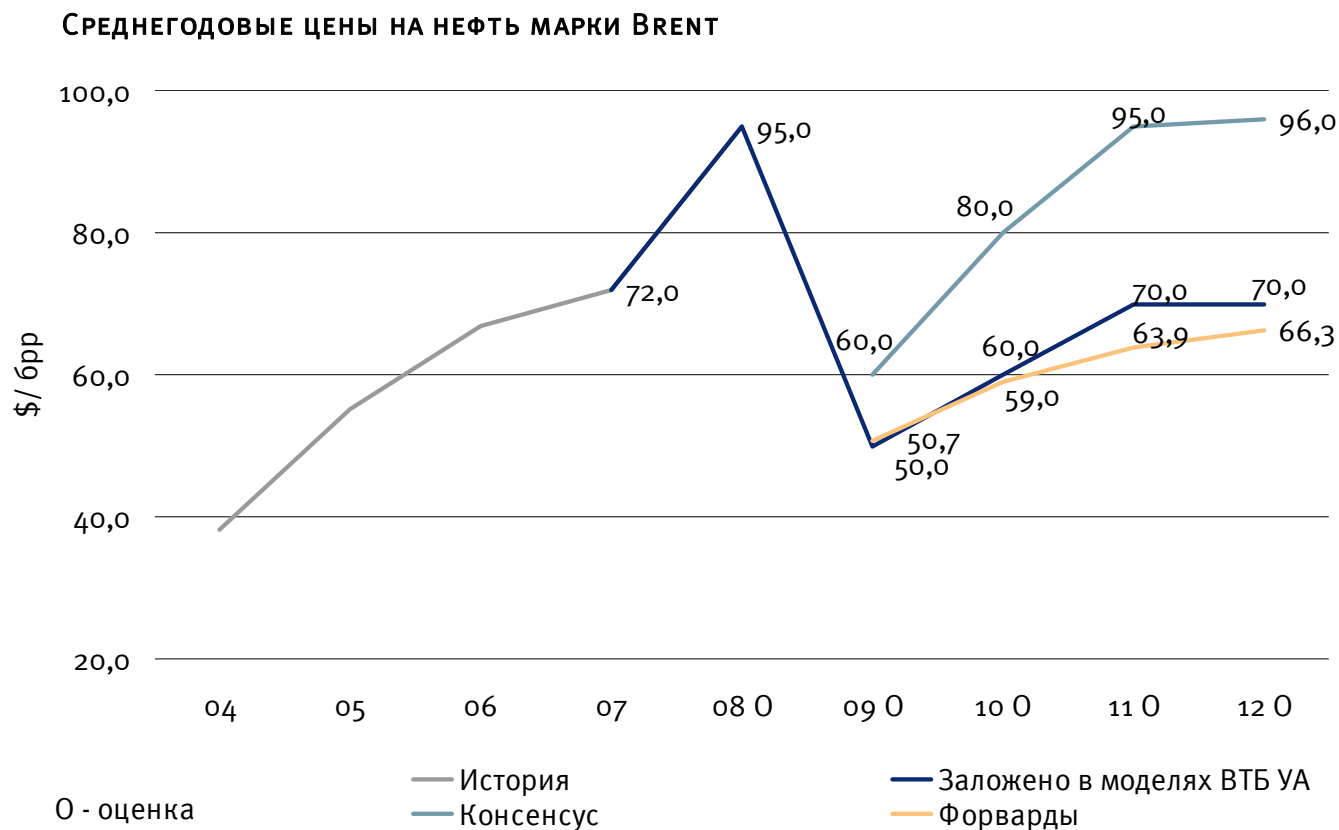
Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Сырьевые рынки

Сырье	1кв.09	2кв.09	3кв.09	2009	2010	2011	2012
Нутех / сырая нефть WTI, \$/бпр							
Консенсус-прогноз Bloomberg	56,0	59,0	65,0	60,0	82,0	90,0	95,5
Форвард	45,6	49,3	50,4	51,2	57,1	62,1	64,9
ICE / сырая нефть Brent, \$/бпр							
Консенсус-прогноз Bloomberg	55,0	59,0	63,0	60,0	80,0	85,0	96,0
Форвард	45,4	49,5	52,4	50,7	59,0	63,9	66,3
Нутех / природный газ, \$/000 м3							
Консенсус-прогноз Bloomberg	261,0	261,0	261,0	265,7	297,7	324,0	324,0
Форвард	195,1	203,4	213,8	216,4	248,4	257,0	256,7
Золото, \$/унц.							
Консенсус-прогноз Bloomberg	825,0	825,0	845,0	800,0	825,0	790,9	762,0
Форвард	837,7	849,2	851,1	851,4	860,5	877,1	895,3
Серебро, \$/унц.							
Консенсус-прогноз Bloomberg	10,1	10,7	11,0	10,9	10,9	12,0	12,3
Форвард	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	11,0	11,1
Платина, \$/унц.							
Консенсус-прогноз Bloomberg	850,0	940,0	985,0	960,0	1100,0	1175,0	1262,5
Форвард	854,7	866,1	866,1	866,1	н.д.	н.д.	н.д.

Источник: Bloomberg

Данные по состоянию на 23.12.2008



Источник: Bloomberg

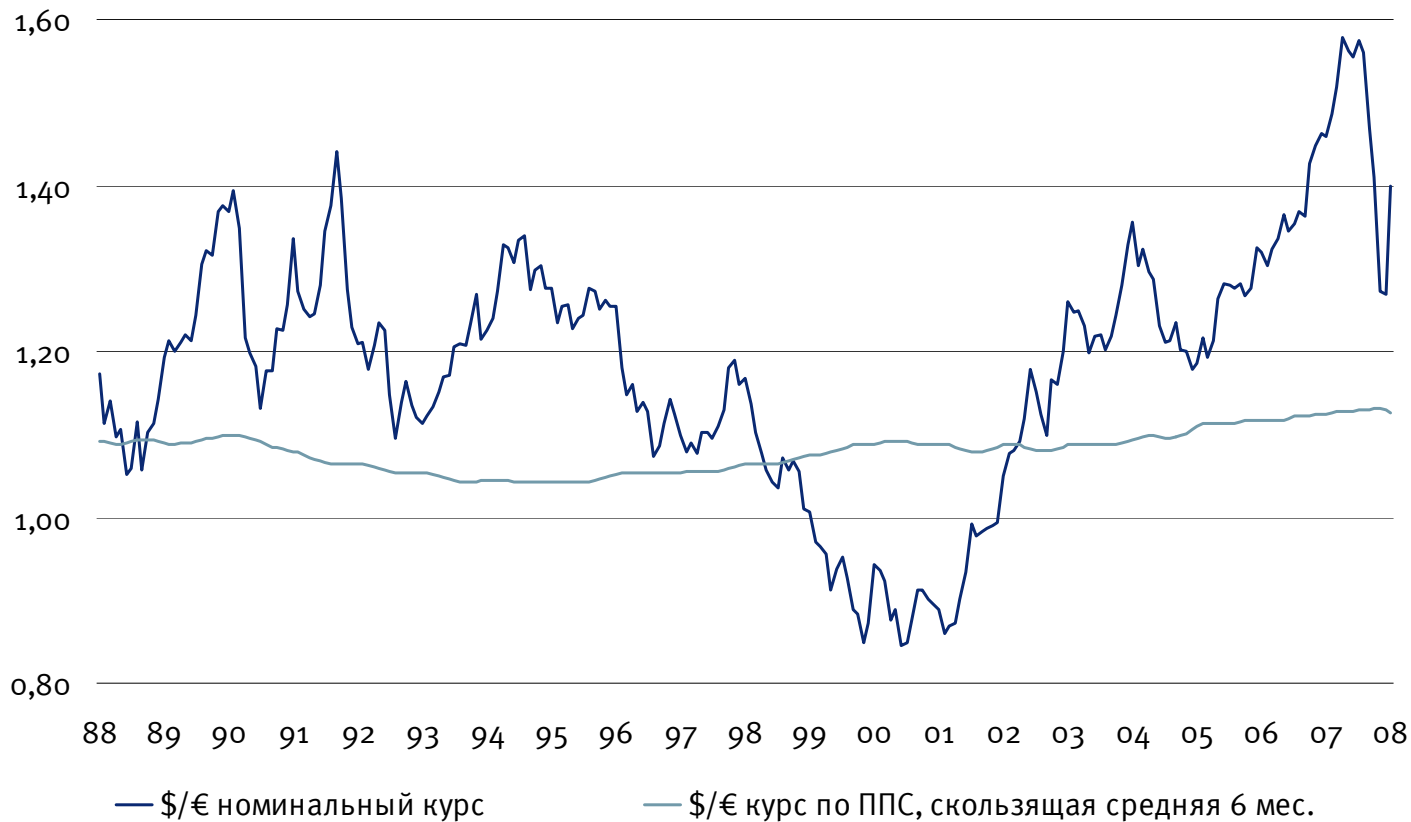
Данные по состоянию на 23.12.2008

Валютные рынки

- Неопределенность валютных рынков прямо пропорциональна нестабильности глобальной финансовой системы и мировой экономики. Диспаритет процентных ставок ФРС США и ЕЦБ создает благоприятную почву для ослабления доллара к евро с одной стороны. С другой, глобальный процесс «делевереджинга» формирует повышенный спрос на доллар и безрисковые активы, номинированные в долларах.
- Рыночные ожидания на 2009 г. (консенсус-прогноз Bloomberg и форвардные контракты) по валютной паре доллар/евро находятся в диапазоне 1,25-1,39, по паре рубль/доллар в коридоре 31,1-35,4. Бивалютная корзина ЦБ РФ (55\$/45€), исходя из рыночных ожиданий, формируется в диапазоне 34,6-41,6 рублей.
- В условиях нестабильности и волатильности рыночных ожиданий долгосрочным ориентиром выступают курсы валют по паритету покупательной способности (ППС)*. Преимуществом данного метода выступает стабильность справедливой оценки стоимости валют. По ППС справедливый курс доллар/евро составляет 1,12, пара рубль/доллар оценена справедливо на уровне 27,6, рубль/евро 31. Бивалютную корзину ЦБ РФ по этому методу можно оценить на уровне 29,13 рублей, что близко к нижней границе текущего бивалютного коридора.

* Паритет покупательной способности (ППС) представляет собой отношение между валютами разных стран, устанавливаемое по их покупательной способности применительно к определенному набору товаров и услуг. Согласно ППС, валютный курс изменяется настолько, чтобы компенсировать разницу в уровне цен в разных странах.

Курс доллар/евро номинальный и по паритету покупательной способности



Источник: Bloomberg

Валютные рынки

Валютная пара	1кв.09	2кв.09	3кв.09	2009	2010	2011	2012	Курс по ППС* долгосрочный
Евро/доллар								1,12
Консенсус-прогноз Bloomberg	1,25	1,25	1,24	1,25	1,30	1,30	1,30	
Форвард	1,40	1,39	1,39	1,39	1,39	1,38	1,37	
Доллар/йена								111,3
Консенсус-прогноз Bloomberg	93,0	95,0	98,0	100,0	106,0	105,0	96,0	
Форвард	90,0	90,0	90,0	89,0	88,0	87,0	85,0	
Английский фунт/доллар								1,49
Консенсус-прогноз Bloomberg	1,47	1,48	1,48	1,51	1,60	1,74	1,80	
Форвард	1,48	1,48	1,48	1,48	1,47	1,46	1,45	
Доллар/швейцарский франк								1,62
Консенсус-прогноз Bloomberg	1,20	1,21	1,20	1,20	1,20	1,19	1,16	
Форвард	1,09	1,09	1,08	1,08	1,06	1,06	1,06	
Доллар/рубль								27,59
Консенсус-прогноз Bloomberg	29,88	31,11	31,22	31,10	30,00	н.д.	н.д.	
Форвард	31,29	32,86	34,33	35,41	42,92	52,15	63,33	
Евро/рубль**								31,00
Консенсус-прогноз Bloomberg	37,35	38,89	38,71	38,88	39,00	н.д.	н.д.	
Форвард	43,81	45,68	47,72	49,22	59,66	71,97	86,76	
Бивалютная корзина ЦБ РФ (55\$/45€)								29,13
Консенсус-прогноз Bloomberg	33,24	34,61	34,59	34,60	34,05	н.д.	н.д.	
Форвард	36,92	38,63	40,35	41,62	50,45	61,07	73,87	

* по паритету покупательной способности (ППС) по данным МВФ, курс евро/доллар по ППС текущий по данным Bloomberg; ** в пересчете по курсу евро/доллар; н.д. – нет данных

Источник: Bloomberg, МВФ, расчеты «ВТБ управление активами»

Данные по состоянию на 23.12.2008

Оценка потенциала акций

- В 2009 г. российскому рынку акций предстоит трудный период. В зависимости от состояния внешней конъюнктуры, динамики прибылей российских компаний и уровня риска возможны три сценария с вероятностью их реализации.
- Шоковый или пессимистичный сценарий (15%) предусматривает значительное падение прибылей на акцию, увеличение безрисковой ставки и максимальную премию за риск инвестирования в российские акции.
- Базовый сценарий (60%) предполагает умеренно отрицательный рост прибылей на акцию, стабилизацию безрисковой ставки и умеренное снижение премии за риск инвестирования в акции.
- Оптимистичный сценарий (25%) подразумевает восстановление общего покупательского спроса на развивающихся рынках капитала в условиях роста рынков сырья. Уровень безрисковой ставки и премии за риск инвестирования в российские акции нормализуется, однако прибыльность российских компаний продолжит сохраняться под давлением.

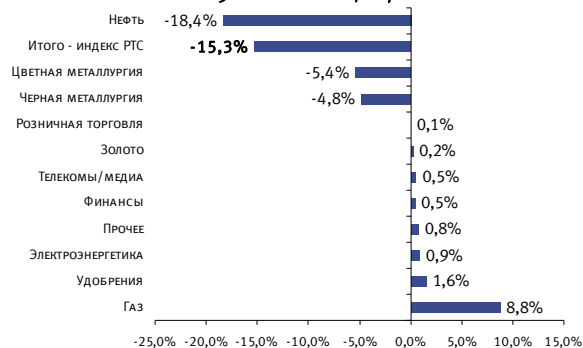
Оценка потенциала акций: подход top-down

Сценарии российского рынка акций в 2009 г.: индекс РТС			
Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Рост прибыли на акцию, %	-45,0%	-15,0%	0,0%
Прибыль на акцию текущая, \$	198,3	198,3	198,3
Прибыль на акцию будущая, \$	109,1	168,5	198,3
Страновой риск РФ, %	15,8%	7,5%	5,5%
Премия за риск инвестирования в акции, %	18,0%	8,0%	5,0%
Долгосрочный темп роста прибыли, %	3,0%	3,0%	3,0%
Текущий индекс РТС, пунктов	668	668	668
Справедливое значение индекса, пунктов	354	1348	2644
Потенциал роста(+)/снижения(-), %	-47%	102%	296%
Дивидендная доходность, %	5%	7%	7%
Обесценение (+) / укрепление (-) рубля, %	22%	4%	-5%
Совокупная доходность в рублях, %	-29%	117%	281%
Взвешенное среднее по 3-м сценариям		136%	
Вероятность сценария, %	15%	60%	25%

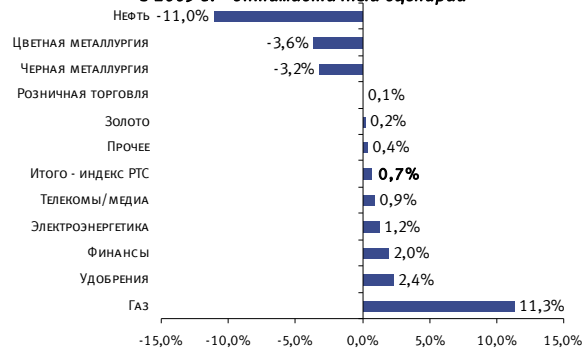
Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Сценарии изменения прибыльности секторов индекса РТС в 2009 г.

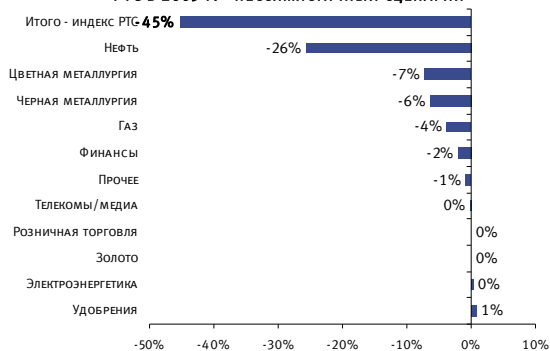
Вклад секторов в изменение прибыли по индексу РТС в 2009 г. - базовый сценарий



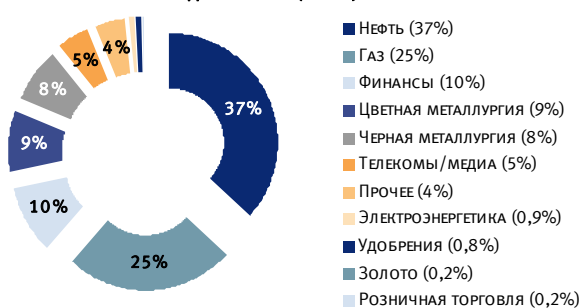
Вклад секторов в изменение прибыли по индексу РТС в 2009 г. - оптимистичный сценарий



Вклад секторов в изменение прибыли по индексу РТС в 2009 г. - пессимистичный сценарий

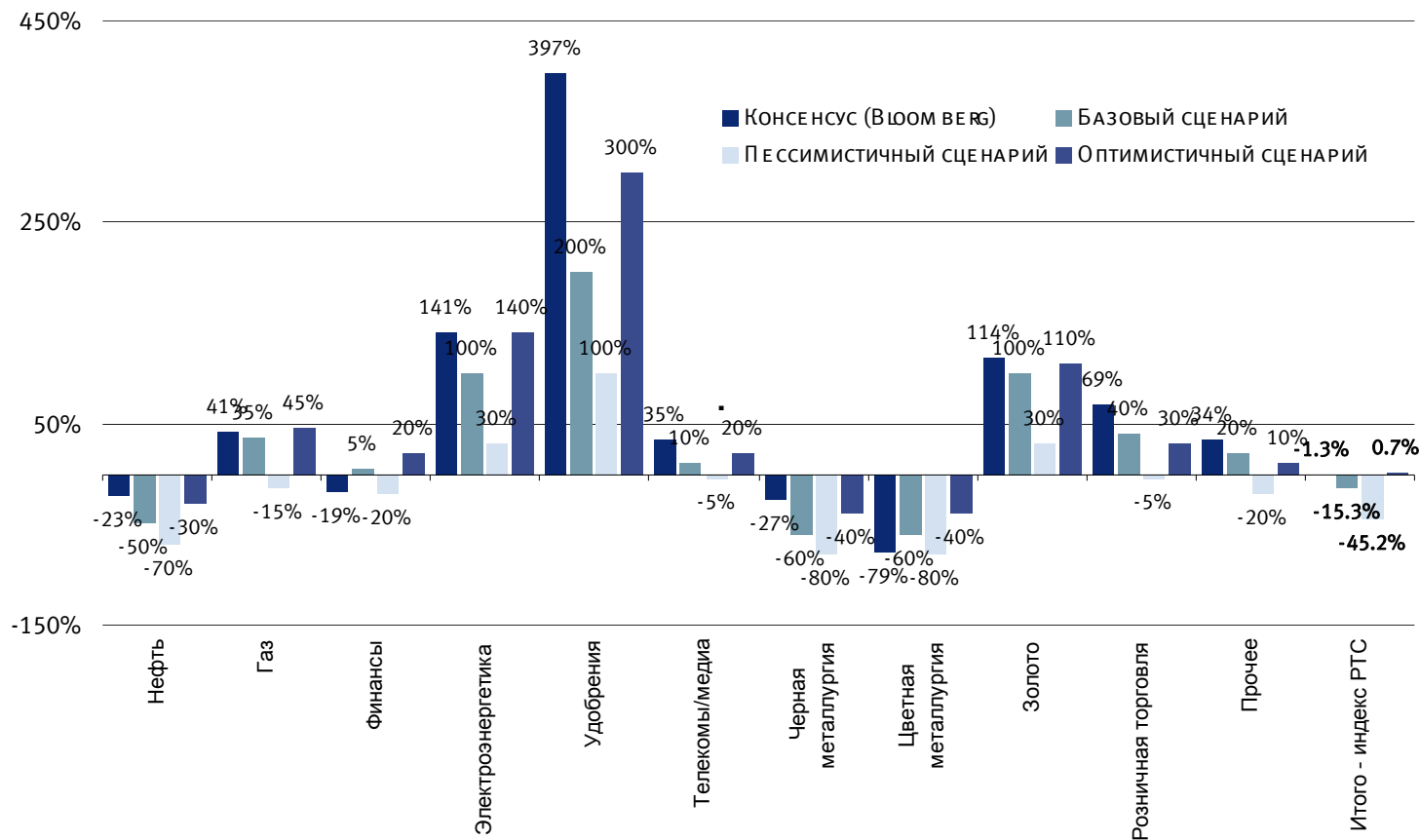


ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ПРИБЫЛИ КОМПАНИЙ индекса РТС (2008)



Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Сценарии изменения прибыльности секторов индекса РТС в 2009 г.



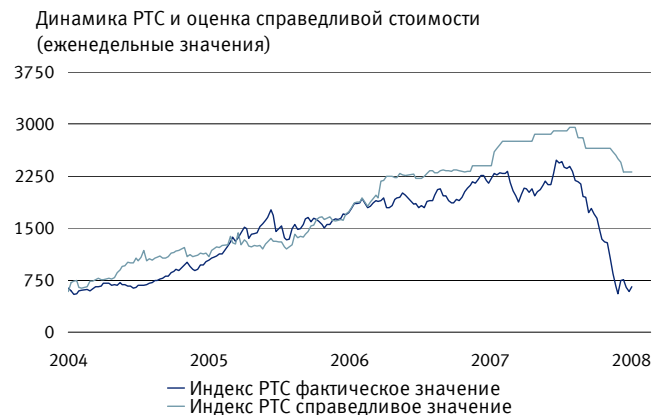
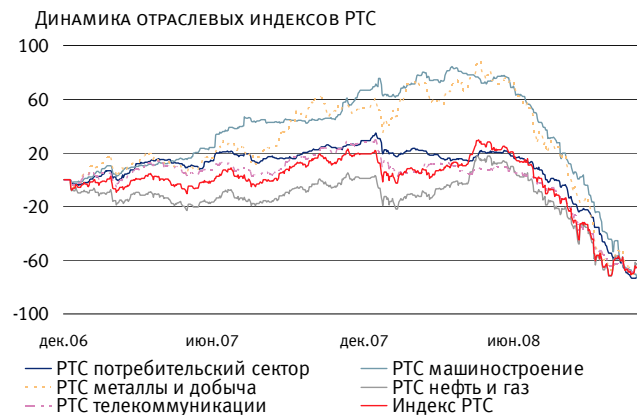
Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Рынок акций в графиках



Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Рынок акций в графиках (2)



Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

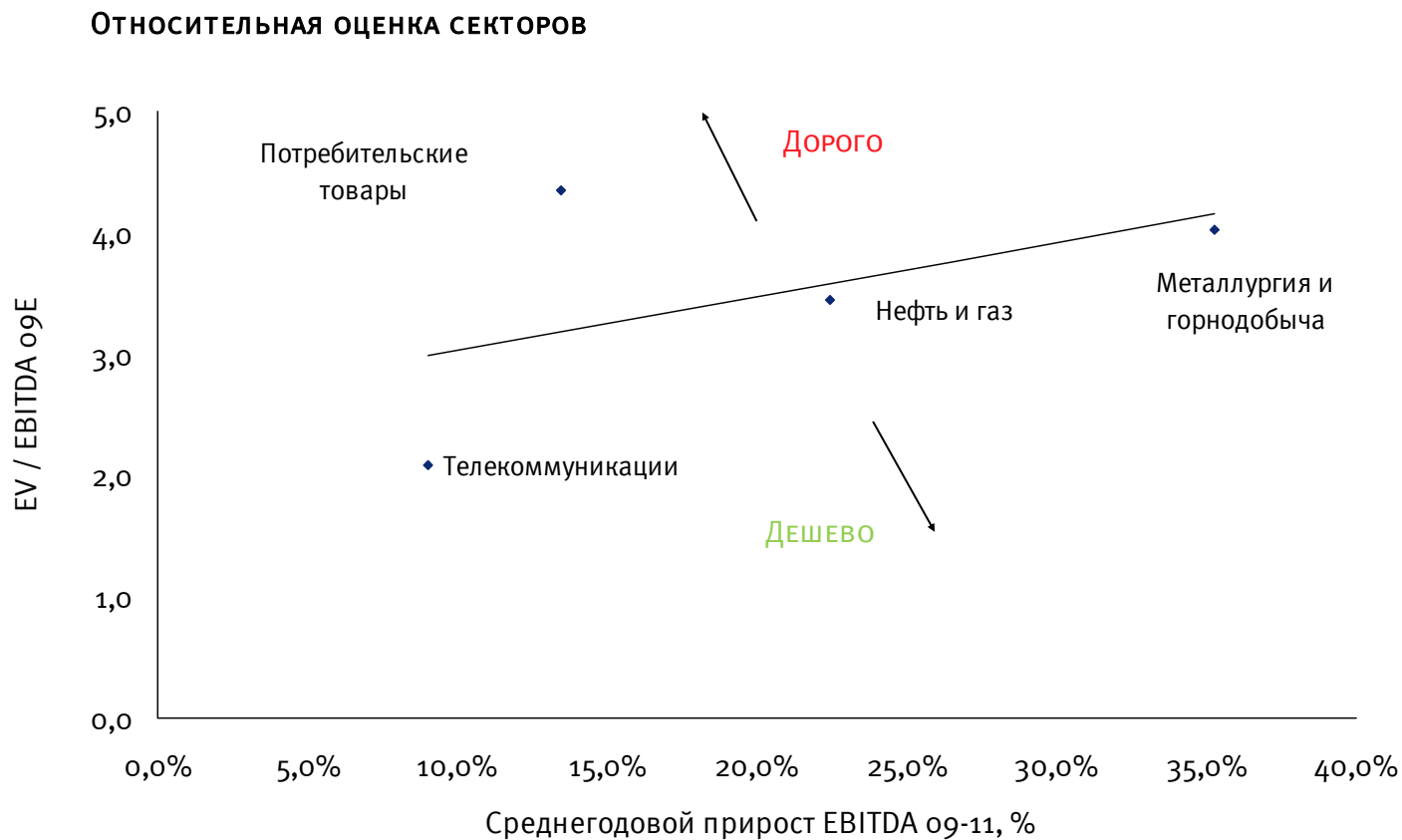
Отраслевое инвестирование: подход bottom-up

Рейтинг инвестиционной привлекательности секторов (базовый сценарий)											
Сектор	Оценка по DCF		Дисконт по P/E к международным аналогам		Риски	Наличие катализаторов	Темп пересмотра прогнозов прибыли за последние 3 мес		Оценка по P/BV в % к средней за последние 5 лет		Итоговая оценка
	Значение	Оценка	Значение	Оценка	Оценка	Оценка	Значение	Оценка	Значение	Оценка	
Нефть и газ	304%	2	-39%	1	-1	0	-12%	-1	-51%	1	0,88
Металлургия	266%	2	-56%	2	-1	0	-16%	-1	-48%	1	1,03
Телекоммуникации	352%	2	-34%	1	-1	-1	-12%	-1	-82%	2	0,95
Финансовый сектор	277%	2	-18%	0	-1	0	-9%	-1	-61%	2	0,88
Потребительский сектор	288%	2	31%	-2	-1	0	-12%	-1	-70%	2	0,58
Электроэнергетика	338%	2	-25%	1	-1	2	-31%	-2	-65%	2	1,03
Вес оценки*	40%		15%		8%	8%	15%		15%		100%

* шкала оценок: "2" исключительно привлекательно, "1" привлекательно, "0" нейтрально, "-1" негативно, "-2" исключительно негативно

Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Отраслевое инвестирование: подход bottom-up



Источник: Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Отраслевое инвестирование: риски и катализаторы

Сектор	Катализаторы	Риски
Нефть и газ		Претензии регулирующих органов в связи с ценообразованием на внутреннем рынке нефтепродуктов, глобальная рецессия -> падение цен на нефть.
Металлургия		Затяжной циклический спад в строительстве и производстве товаров длительного пользования, глобальное сокращение инфраструктурных вложений.
Телекоммуникации	Инвесторы уже устали ждать приватизацию холдинга Связьинвест.	Потери для миноритарных акционеров в результате реструктуризации/национализации холдинга Связьинвест.
Финансовый сектор		Ухудшение качества кредитного портфеля, замедление темпов роста депозитов, снижение процентной маржи, девальвация рубля.
Потребительский сектор		Высокая долговая нагрузка, девальвация рубля, сокращение потребительского спроса.
Электроэнергетика	Увеличение пакетов мажоритарными акционерами, а необходимость проведения мероприятий по повышению капитализации перед привлечением ресурсов через механизм SPO для финансирования инвестиционных программ.	Задержка в переходе к рыночному ценообразованию в генерации и установлению тарифов на передачу электроэнергии исходя из справедливой нормы доходности на инвестированный капитал.

Рублевые облигации: оценка потенциала

- Рублевые облигации будут находиться в 2009 г. под давлением в условиях рыночных ожиданий ослабления курса национальной валюты. Восстановление спроса на рублевый долг возможно в базовом и оптимистичном сценарии.
- В пессимистичном сценарии (15%) условия для рефинансирования долга ухудшаются, в результате чего возрастает угроза системных дефолтов по всем сегментам облигаций, за исключением государственных. Доходности к погашению значительно возрастут, однако совокупная доходность будет относительно низка.
- Базовый сценарий (60%) предполагает умеренное сокращение спрэдов к государственным облигациям. Напряженность на кредитных рынках сохранится, но без системных дефолтов. Повышается инвестиционная привлекательность муниципальных и корпоративных облигаций с высоким кредитным рейтингом, совокупная доходность повышается.
- Оптимистичный сценарий (25%) означает существенное сокращение спрэдов, восстановление кредитных рынков и улучшение условий рефинансирования долга. Возрастает инвестиционная привлекательность рискованных корпоративных облигаций. Доходности к погашению нормализуются, формируется ценовое равновесие на рынке рублевых обязательств в целом.

Рублевые облигации: оценка потенциала

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ	Текущее значение	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Спрэды к гос.облигациям, б.п.				
Спрэд муниципальных облигаций	556	770	350	200
Спрэд корпоративных облигаций	1300	1900	650	300
Средневзвешенная дюрация, лет				
Государственные облигации	5,5	5,5	5,5	5,5
Муниципальные облигации	2,3	2,3	2,3	2,3
Корпоративные облигации	1,6	1,6	1,6	1,6
Прогнозная доходность к погашению облигаций на конец 2009 г., %				
Государственные облигации	10,6%	11,6%	10,6%	9,6%
Муниципальные облигации	16,2%	19,3%	14,1%	11,6%
Корпоративные облигации	19,5%	30,6%	17,1%	12,6%
Ожидаемая совокупная доходность инвестирования в облигации в рублях, %				
Государственные облигации		5,2%	10,6%	16,1%
Муниципальные облигации		8,9%	20,9%	26,7%
Корпоративные облигации		1,5%	23,2%	30,5%
Средняя ожидаемая доходность		5,2%	18,3%	24,4%
Вероятность сценария, %		15%	60%	25%

Источник: CBonds, оценки «ВТБ управление активами»

Еврооблигации: оценка потенциала

- Привлекательность российского рынка еврооблигаций возрастает в условиях роста рыночных ожиданий девальвации курса национальной валюты. Однако это далеко не единственный параметр, определяющий инвестиционные характеристики валютных облигаций в 2009 г.
- В пессимистичном сценарии (15%) бегство капитала из рискованных активов будет способствовать значительному увеличению спрэдов к казначейским обязательствам США, ухудшение основных макропоказателей приведет к снижению суверенного рейтинга России в спекулятивную категорию. В этом сценарии падение цен еврооблигаций лишь отчасти будет компенсировано девальвационным эффектом, а совокупная доходность инвестирования будет отрицательна.
- Базовый сценарий (60%) предусматривает умеренное снижение спрэдов и сохранение суверенного рейтинга в инвестиционной категории. Несмотря на рецессию в реальном секторе государство и корпорации сохраняют кредитоспособность, а валютная премия будет умеренной. Совокупная доходность инвестирования в еврооблигации возможна в диапазоне 28%-45%.
- Наконец, в оптимистичном сценарии (25%) на рынке российских еврооблигаций формируется повышательное ралли, спрэды сокращаются, рубль умеренно укрепляется. Совокупная доходность инвестирования за счет роста цен достигает 29%-52%.

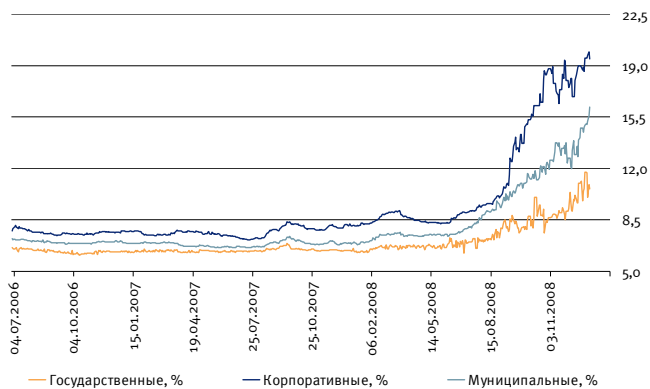
Еврооблигации: оценка потенциала

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ	Текущее значение	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Спрэды к 10Y US Treasuries, б.п.				
Спрэд гос. еврооблигаций	797	1435	500	200
Спрэд корп. еврооблигаций инвест.рейтинга	1136	2045	750	350
Спрэд корп. еврооблигаций спек.рейтинга	2050	5000	1400	700
Средневзвешенная дюрация, лет				
Гос. еврооблигации	5,1	5,1	5,1	5,1
Корп. еврооблигации инвест.рейтинга	5,0	5,0	5,0	5,0
Корп. еврооблигации спек.рейтинга	2,9	2,9	2,9	2,9
Ожидаемая доходность к погашению еврооблигаций, %				
10Y US Treasuries	2,2%	1,5%	2,5%	3,5%
Гос. еврооблигации	10,2%	15,8%	7,5%	5,5%
Корп. еврооблигации инвест.рейтинга	13,5%	21,9%	10,0%	7,0%
Корп. еврооблигации спек.рейтинга	22,7%	51,5%	16,5%	10,5%
Валютная премия/дисконт				
Курс рубль/доллар на конец 2009 г.	28,0	36,0	29,2	26,6
Обесценение (+) / укрепление (-) рубля, %		22,2%	4,1%	-5,3%
Ожидаемая совокупная доходность инвестирования в еврооблигации в рублях, % годовых				
Гос. еврооблигации		3,3%	27,8%	28,6%
Корп. еврооблигации инвест.рейтинга		-6,6%	35,5%	41,2%
Корп. еврооблигации спек.рейтинга		-37,7%	44,5%	52,3%
Средняя ожидаемая доходность		-13,7%	35,9%	40,7%
Вероятность сценария, %		15%	60%	25%

Источник: CBonds, оценки «ВТБ управление активами»

Рынок облигаций в графиках

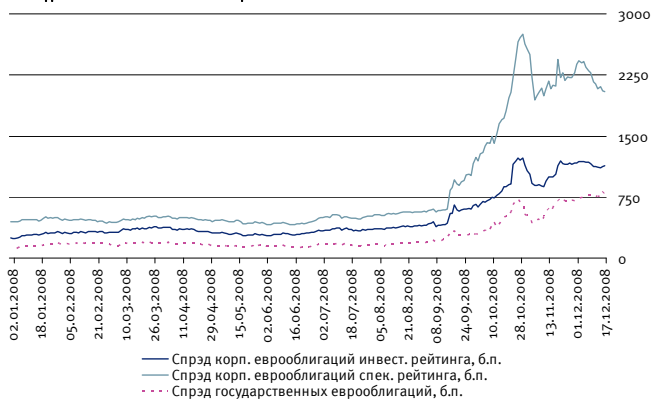
Доходность к погашению рублевых облигаций



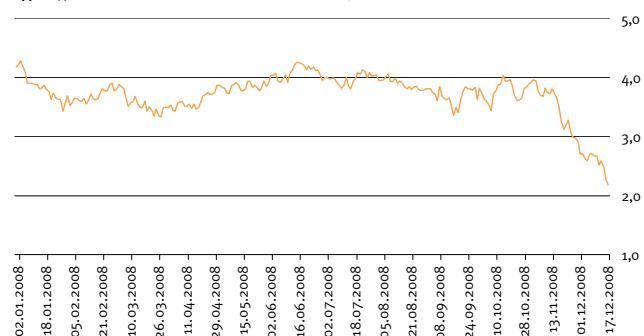
Спред к государственным рублевым облигациям



Спред российских еврооблигаций к 10Y US TREASURIES



Доходность к погашению 10Y US TREASURIES, %



Источник: CBonds, Bloomberg, оценки «ВТБ управление активами»

Альтернативные идеи*

Событие	Описание
Ревальвация рубля	Доллар теряет статус международной резервной валюты, рубль становится резервной валютой на территории СНГ, долларové активы конвертируются в рублевые, возникает повышательное ралли в российских акциях и облигациях.
Сырьевой суперцикл	Государственные интервенции, экспансионистская денежно-кредитная политика мировых Центробанков возвращают мировое потребление на докризисный уровень и выводит сырьевые активы на новые исторические максимумы, формируется ралли в акциях российских сырьевых компаний.
Мировая дефляция	Глобальное падение деловой активности приводит к отрицательному росту цен в мировой экономике, цены на реальные активы (см. ниже) и акции падают, формируется «мыльный пузырь» в безрисковых (государственных) облигациях.
Мировая гиперинфляция	ФРС снижает учетную ставку до нуля/отрицательного уровня, накачивает мировую финансовую систему дешевыми долларами, происходит гиперинфляционное обесценение доллара и долларовых активов, резко возрождается спрос на реальные активы – недвижимость, сырье, предметы искусства, роскоши и т.д.

* Альтернативные идеи – гипотетические, против-консенсусные идеи и сценарии инвестирования. Альтернативные идеи не являются прогнозом УК «ВТБ управление активами» и не могут служить единственно верным ориентиром для принятия инвестиционных решений.

ЗАО "ВТБ Управление активами"

101000, Москва, ул. Мясницкая, д.35

тел: +7(495) 725-55-40

факс: +7(495) 725-55-38

web: <http://www.vtbam.ru/>

e-mail: info@vtbam.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Иван Илюшин, CFA

Ilyushin@vtbam.ru

Отдел стратегического и
макроэкономического анализа

Начальник отдела

Алексей Воробьев, к.э.н.

AVorobyev@vtbam.ru

Отдел фундаментального анализа

Старший аналитик

Людмила Дробина

LDrobina@vtbam.ru

ЗАО «ВТБ Управление активами» (Лицензия ФСФР России от 06.03.2002 №21-000-1-00059 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия; Лицензия ФСФР России от 20.03.2007 №177-10038-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия). Стоимость инвестиций может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования и инвестиционных рекомендаций в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Перед приобретением инвестиционных паев следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления фондом. По вопросам приобретения инвестиционных паев, открытия счетов доверительного управления и получения дополнительной информации обращаться по адресу: 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 35. Телефоны +7(495) 589-10-00 (прямой московский номер); 8-800-700-44-04 (звонок по России бесплатный). Адрес в сети интернет: <http://www.vtb-am.ru>