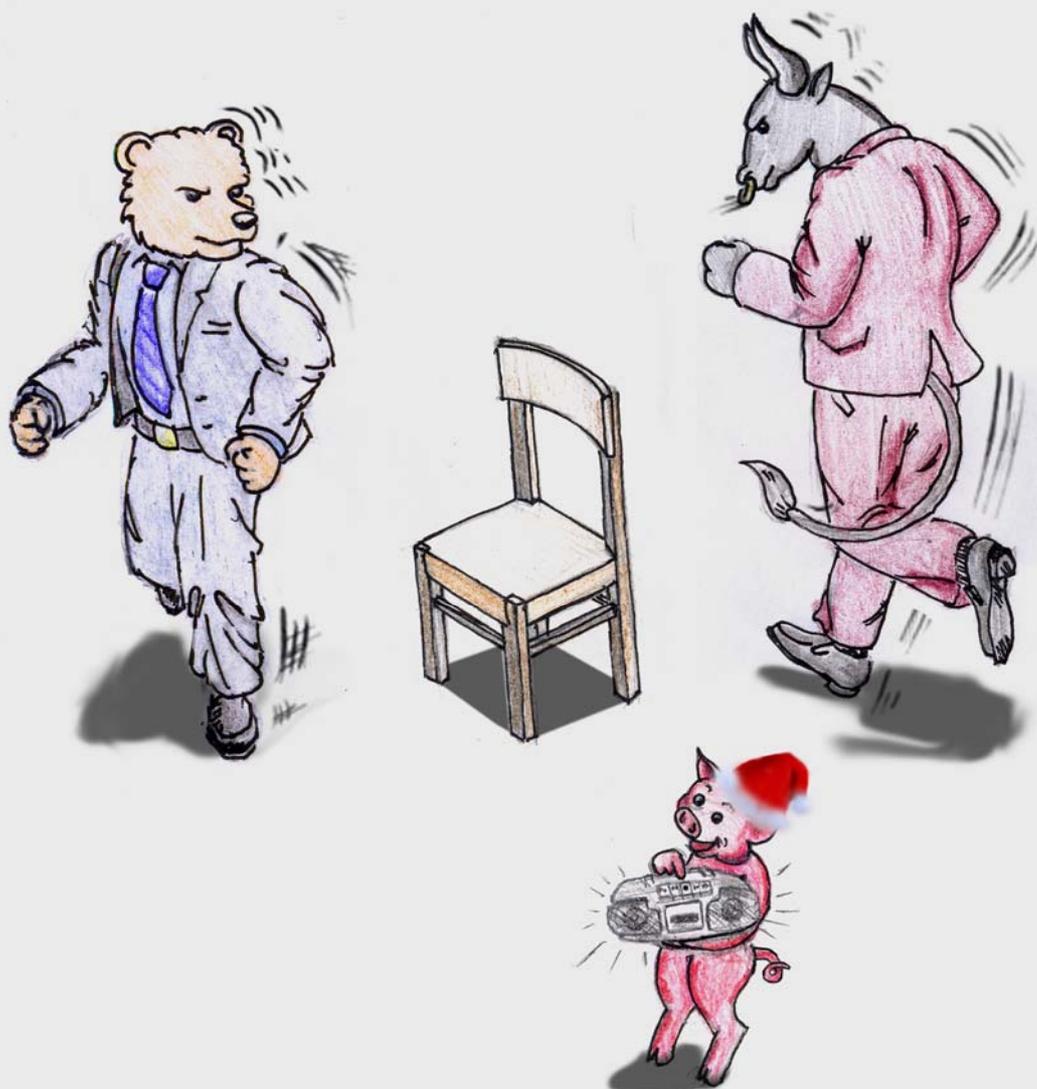


Танцы в минус или в плюс?



Резюме

- В следующем году мы ожидаем существенного замедления экономического роста в США, что должно снизить темп роста мирового ВВП и, соответственно, спрос на сырье. В результате, могут пострадать акции развивающихся рынков.
- Начало 2007 г. на российском рынке акций мы ожидаем позитивным благодаря высокой ликвидности и притоку инвестиций в бумаги нефтегазовых и энергетических компаний. Затем на рынке может установиться нисходящий тренд.
- Мы ожидаем, что в 2007 г. акции электроэнергетического сектора будут опережать рынок. Многие решения относительно реформирования отрасли и модели рынка уже приняты; их детализация и практическая реализация в следующем году должна будет оказывать поддержку электроэнергетическому сектору.
- Мы полагаем, что 2007 год станет отправной точкой для энергомашиностроительной отрасли страны благодаря масштабным инвестициям в российскую электроэнергетику.
- В 2007 г. мы ждем возрождения атомной промышленности и ее консолидации, которая должна привести к созданию холдинговой компании Атомпром. С учетом амбициозных планов Росатома по наращиванию доли атомной энергии потребление ядерного топлива, на наш взгляд, будет существенно расти, создавая таким образом благоприятные предпосылки для роста стоимости МСЗ и НЗХК.
- Мировой рынок нефти способен сохранять стабильность в начале 2007 г., однако затем стагнация спроса и достаточность предложения сырья должны обусловить умеренное снижение нефтяных цен, а вслед за ними акций нефтегазовых компаний.
- В нефтехимической отрасли 2007 г., как ожидается, пройдет под знаком передела нефтеперерабатывающих активов. Для остальных сегментов существенным будет начало либерализации рынка газа, которое грозит ослабить конкурентные позиции производителей азотных удобрений.
- В телекоммуникационной отрасли мы ожидаем сохранение спроса на акции сотовых операторов с учетом их недооцененности и запланированных выкупов акций. В сегменте фиксированной связи главной темой останется судьба Связьинвеста, чем должен будет поддерживаться интерес к дочкам холдинга.
- В следующем году консолидация российской металлургии, вероятно, продолжится. Новые М&А позволят компаниям сектора отчасти смягчить эффект ожидаемого нами падения мировых цен на сталь.
- Мы ожидаем, что 2007 станет еще одним успешным годом для российской банковской системы. В последние несколько лет российские банки демонстрировали впечатляющий рост активов. Мы ожидаем, что в 2007 г. рост банковского сектора также будет интенсивным.
- Улучшение макроэкономических показателей России в будущем году будет способствовать развитию сектора FMCG. Однако такого внушительного роста капитализации компаний сектора, как в 2006 г., мы не ожидаем в связи с приближением большинства акций к справедливым уровням оценки.

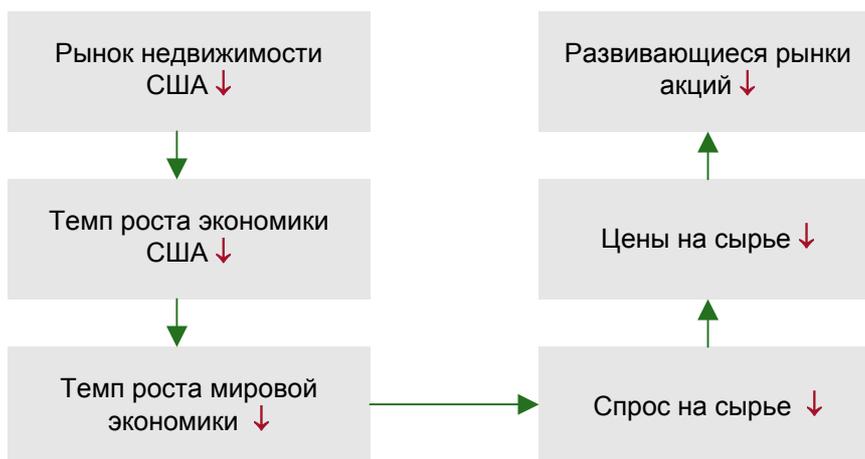
Содержание

Панорамный взгляд	5
Рынок недвижимости США	5
Экономика США	6
Рост мировой экономики и цены на сырье	8
Развивающиеся рынки, сырье и новые парадигмы	9
Возможности улучшения прогноза	10
Макроэкономика	11
Рынок акций	12
Электроэнергетика	13
Отраслевые события	15
Корпоративные события	17
Машиностроение	20
Атомная промышленность	21
Нефть и газ	22
Рынок нефти	22
Нефтегазовый сектор	23
Химия	25
Связь	27
Металлургия	29
Сталь	29
Цветные металлы	30
Драгоценные металлы	32
Банки	34
Потребительский сектор	37
Розничные сети	38
Производство продуктов питания	39
Фармацевтика	40
Производство средств косметики и гигиены	40
СМИ и ИТ	41

Панорамный взгляд

Точно так же как снижение процентных ставок стимулировало рынок недвижимости, их рост привел к охлаждению этого рынка. Мы ожидаем еще большего снижения рынка недвижимости США, что, в свою очередь, должно привести к сокращению потребления. Поскольку на долю потребления приходится 70% ВВП США, мы полагаем, что темпы экономического роста страны замедлятся. Мы ждем, что в 2007 г. рост ВВП США, вероятно, окажется значительно меньше ожидаемых рынком 2,5%, и не исключаем рецессии.

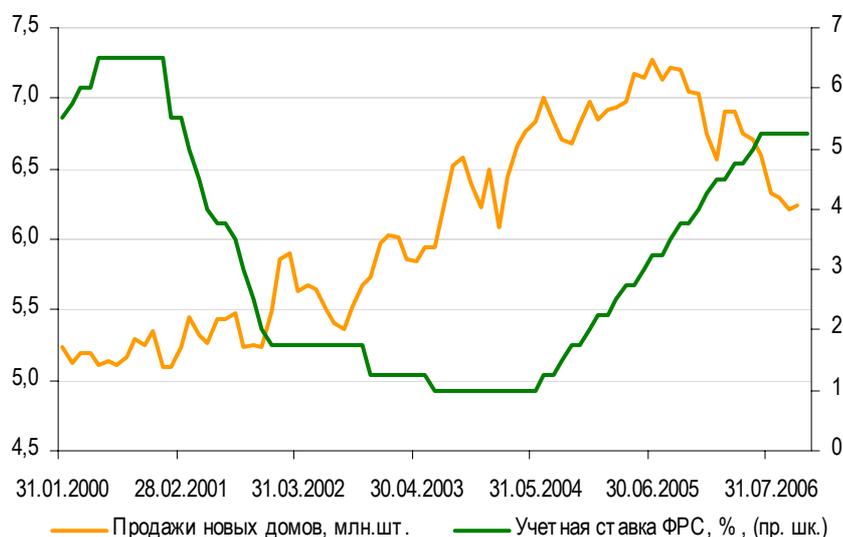
Рис. 1. Влияние рынка недвижимости США на экономические процессы



Рынок недвижимости США

Хотя проблемы на рынке жилья уже проявились в 2006 г., мы считаем, что они усугубятся в 2007 г. Продавцы неохотно снижают цены, что приводит к избытку непроданных существующих домов на рынке, которых, при текущих темпах продаж, сейчас хватило бы на 7,4 месяцев. Мы считаем, что продавцы начнут снижать цены более агрессивно, когда столкнутся с жестокой очевидностью, что рынок, который был столь активен в течение многих лет, пошел на спад. Кроме того, хотя в начале этого года число начатых строительных работ упало, и падение это значительно ускорилось в последние шесть месяцев, многие из этих начатых домов еще не поступили на рынок.

Рис. 2. Продажи новых домов и ставка ФРС



Источник: Bloomberg

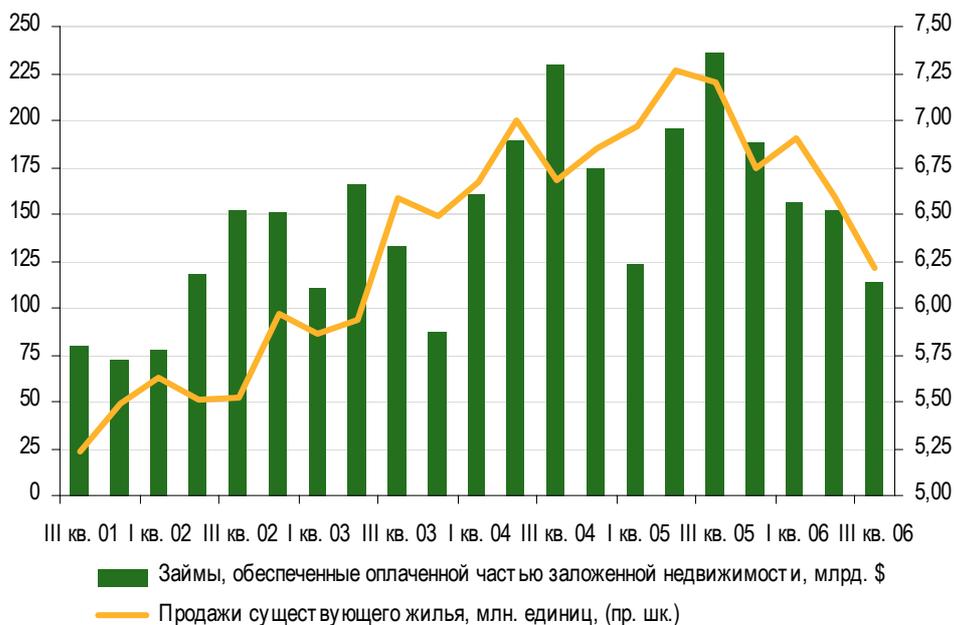
Между тем, финансовая напряженность в секторе растет. Мы уже стали свидетелями резкого роста просрочек платежей по ипотечным кредитам и процедур взыскания банками задолженности путем реализации залогового имущества. По мере роста объема рефинансированных ипотечных кредитов с отрицательной амортизацией или выплатой только процентов ситуация лишь усугубится. Из-за падения цен на недвижимость некоторые инвесторы столкнулись с возможными убытками в случае продажи, а потому могут просто решить отказаться от инвестирования, предоставив банку или администратору ипотечных ценных бумаг выбрасывать заложенную недвижимость на рынок, что должно привести к еще большему снижению цен.

Мы не считаем, что даже существенное снижение учетной ставки ФРС спасет ситуацию. Проблема заключается в превышении предложения над спросом. Только сокращение строительства и время могут, на наш взгляд, исправить положение. Недавнее снижение ипотечных процентных ставок привело к росту заявок на ипотеку, однако значительная их часть приходится на рефинансирование кредитов, а не на покупку недвижимости.

Экономика США

Помимо прямого сокращения потребления вследствие охлаждения рынка недвижимости существуют и другие побочные эффекты для экономики. Использование оплаченной части недвижимости в качестве нового залога позволяет получить дополнительные свободные денежные средства, которые частично направляются в потребление. По данным ФРС, в III кв. 2006 г. таким образом владельцы домов получили в распоряжение часть стоимости своих домов в размере \$113,5 млрд., что в два раза меньше чем год тому назад. Если предположить, что 40% этой суммы ушла на потребление, это подразумевает годовое снижение потребления на \$181 млрд., или на 1,4% от ВВП.

Рис. 3. Займы, обеспеченные оплаченной частью заложенной недвижимости

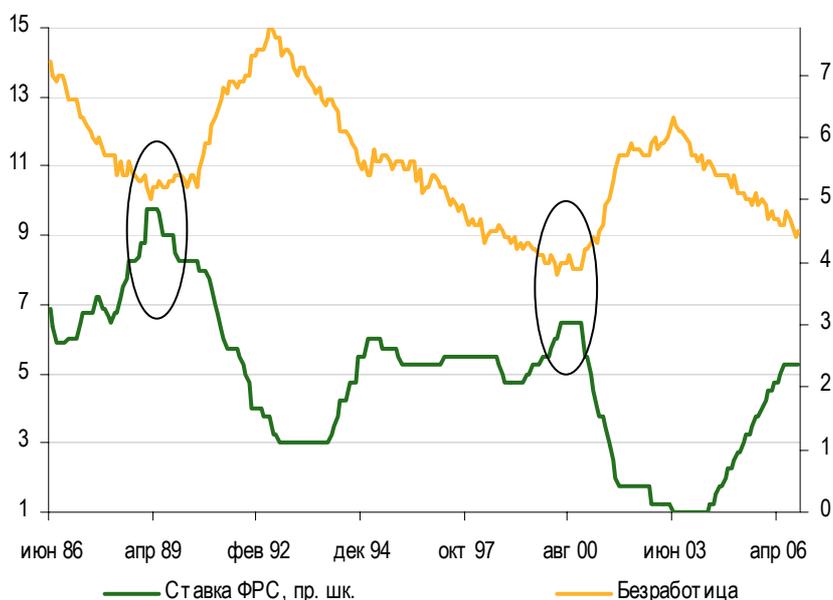


Источник: ФРС, Bloomberg

Снижение цен на недвижимость имеет еще один сильный, хотя и более опосредованный эффект на экономику. Учитывая специфику недвижимости как разновидности актива, а именно ее физические характеристики и то, что в ней зачастую живет владелец, снижение ее стоимости влияет на восприятие благосостояния и понимание того, сколько ты можешь потратить. Недавнее исследование, проведенное NBER, показало, что в долгосрочной перспективе снижение стоимости недвижимости на каждые \$100 означает снижение готовности потреблять на \$9. Таким образом, учитывая, что цены на недвижимость уже начали и, вероятно, продолжат снижаться, можно ожидать существенного падения потребления.

Что касается, безработицы, то она, похоже, будет расти. В целом, сокращение экономической активности ведет к снижению спроса на рабочую силу. В последние 20 лет безработица, как правило, достигала локального дна, когда ФРС завершала цикл повышения процентной ставки. Это логично, поскольку высокие процентные ставки снижают экономическую активность, хотя и с определенным временным лагом.

Рис. 4. Ставка ФРС и безработица, %



Источник: Bloomberg

Рост безработицы должен привести к еще большему сокращению потребления. Кроме того, более низкие совокупные доходы домашних хозяйств, вероятно, приведут к росту просрочек платежей по ипотечным кредитам и процедур взыскания банками задолженности путем реализации заложенного имущества, что еще больше подогреет тот порочный круг, который мы описали выше. Мы не видим возможности для домашних хозяйств решить проблему, увеличивая свой долг, поскольку он и так уже находится на высоком уровне, ведь потребление последних нескольких лет во многом финансировалось за счет долга. Помимо этого, замедление экономического роста вкупе с растущей безработицей обусловит снижение потребления, финансируемого за счет долга, и должно еще сильнее сократить ВВП.

Рост мировой экономики и цены на сырье

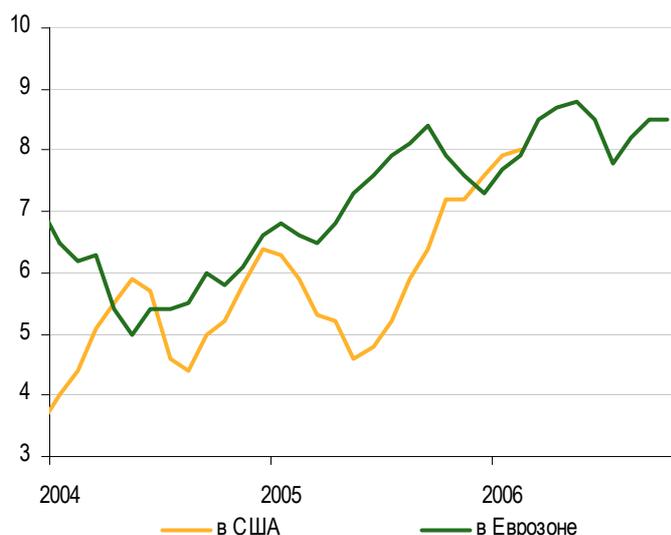
Хотя доля ВВП США в мировом ВВП сократилась, в 2006 г. она должна составить около 30%. Поскольку сами по себе США являются крупным потребителем мировой продукции, мы не считаем, что экономические проблемы США коснутся только этой страны. Многие говорят о том, что внутреннее потребление в других странах, в частности в Китае и Индии, растет. Мы согласны с тем, что со временем эти страны будут менее зависимы от экспорта, в частности, в США. Однако это будет не скоро, не в 2007 г., когда, как мы ожидаем, проблемы в американской экономике замедлят рост мирового ВВП.

Верно то, что Индия и Китай стали важными потребителями сырья и обусловили дополнительный рост цен на него. Тем не менее, США остаются главным потребителем. Кроме того, значительная часть импорта сырья в Индию, Китай и другие развивающиеся страны – это, по сути, косвенный импорт США, т.е. это сырье становится конечным продуктом, который затем экспортируется в Штаты. Таким образом, замедление американской экономики должно вызвать снижение цен на сырье.

Мы считаем, что стремительный рост цен на сырье в последние несколько лет подойдет к завершению в 2007 г. Недавняя динамика цен показывает, что инвесторы ожидают очень сильного роста спроса и проблем с поставками. В долгосрочной перспективе мы не согласны ни с тем, ни с другим. Хотя сырье само по себе имеет стратегическое значение, более высокие цены стимулируют его больший выпуск, и мы не считаем, что в ближайшее время миру угрожает нехватка ресурсов. Кроме того, спрос на сырье является важнейшим фактором, определяющим его цену. Если товар не пользуется спросом, сколь угодно снижение цен на него не вызовет притока покупателей. С течением времени высокие цены также приводят к сокращению спроса благодаря улучшению технологии и товарозамещению.

Еще более важный фактор роста цен на сырье – это избыток дешевых денег в мире. Хотя ФРС повысила ставки, предложение денег продолжает расти, подогревая инфляцию и цены на сырье, акции и облигации развивающихся рынков и американские акции. Подобный рост денежной массы наблюдается в Европе, а процентные ставки в Японии остаются почти на нулевом уровне.

Рис. 5. Денежный агрегат М3, (год к году), %



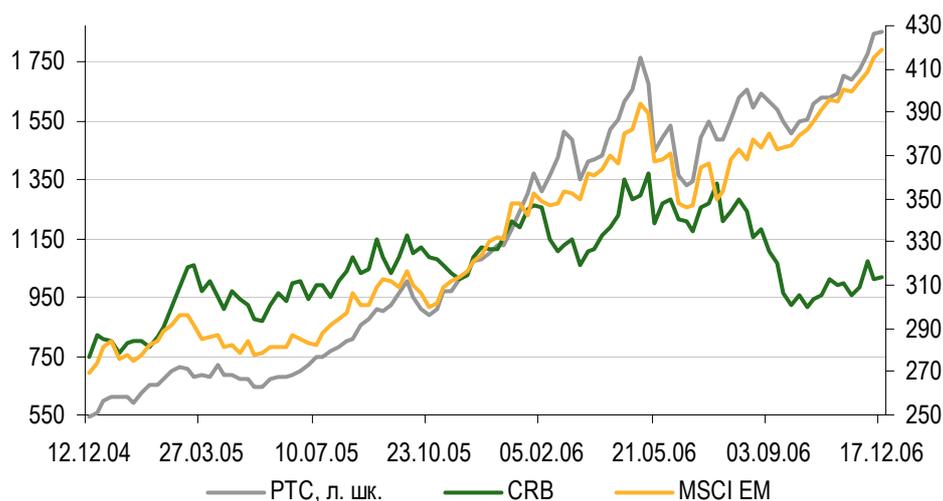
Источник: Bloomberg

Рост процентных ставок не ослабил инфляцию и не снизил цены на сырье, на наш взгляд, по причине как временного лага, так и растущей денежной массы. Изъятие избыточной ликвидности кажется единственным способом разрешить противоречие. (Мы считаем, что дальнейшее повышение ставки ФРС маловероятно, однако, учитывая текущую ситуацию, мы не ждем снижения ставки в I кв. 2007 г. Кроме того, Банк Японии в будущем, вероятно, начнет повышать ставку.) Таким образом, в дальнейшем мы ждем сокращения ликвидности и соответствующего снижения цен на сырье. Этот процесс может ускориться по причине существенного ухудшения финансового состояния хедж-фондов, которые работают со слишком большим плечом.

Развивающиеся рынки, сырье и новые парадигмы

Все это имеет к нам непосредственное отношение, поскольку исторически акции развивающихся стран, включая Россию, обладали тесной корреляцией с сырьем. Это логично, поскольку в совокупности развивающиеся страны являются чистыми экспортерами сырья. В России более привычно сравнение с ценой на нефть, однако корзина различных видов сырья лучше отражает их взаимосвязь с акциями развивающихся рынков как классом активов.

Рис. 6. Акции развивающихся рынков и сырье



Источник: Bloomberg

Время от времени между ценами на сырье и акции развивающихся стран появляются разрывы, как, например, в II пол. 2002 г., но впоследствии они быстро сглаживались. Так, в мае 2006 г. попытки Китая охладить экономику потрясли сырьевые рынки, которые упали вместе с акциями развивающихся стран. Впоследствии цены на сырье имели тенденцию к росту, прежде чем начать снова падать в августе. Первоначально акции развивающихся стран тоже скорректировались в августе, но уже в сентябре начали расти на фоне стабильных цен на сырье. Ралли на российском фондовом рынке наблюдалось, когда цены на нефть находились на уровне \$60/барр. в течение трех месяцев.

Одна из причин таких отклонений – это дешевые деньги. Другая – настроения и психология инвесторов. В последнее время все больше разговоров о новой эре, новой парадигме, обусловленной глобализацией, росте прозрачности и способности захеджировать риск. В эту новую эру рост перемещается из одного места в другое, однако в целом цены на активы растут. Однако это противоречит логике, особенно тому факту, что корреляция между классами активов и географическими рынками усилилась. Еще более важно то, что это породило бычьи настроения, которые, на наш взгляд, оторваны от реальности. Например, снижение темпов роста ВВП многими воспринимается позитивно, поскольку означает возможное понижение ставок. Однако очевидно, что снижение ВВП означает сокращение темпов роста корпоративных прибылей. Поскольку акции представляют собой текущую стоимость будущих денежных потоков, как они могут вырасти? В некотором смысле эти разговоры напоминают об эре интернет-компаний, когда бытовало мнение о конце понятия «бизнес-цикла» и т.п., и мы все помним, чем это все закончилось.

Возможности улучшения прогноза

В целом, мы достаточно пессимистично настроены в среднесрочной перспективе и ожидаем коррекции. Хотя мы не считаем, что глобализация и другие инновации изменили принцип работы рынка, мы полагаем, что они сделают периоды коррекции более краткосрочными. Что касается времени, то вполне возможно, что снижение может начаться ближе к середине года, чтобы смениться ростом в конце.

За исключением некоторых небольших поправок наш прогноз не изменился за последние шесть месяцев. Тогда, как и сейчас, мы не ждали, что рынок упадет завтра. Напротив, мы ожидаем, что в течение следующих нескольких месяцев российские акции будут расти и, соответственно, инвесторам следует оставаться в длинных позициях.

Мы сохранили наши прогнозы и ожидания, поскольку в последние шесть месяцев стали более явными проблемы в Штатах, что может означать начало цепочки событий, описанных выше. По этой причине инвесторы должны пристально следить за развитием ситуации на рынке недвижимости и в экономике США. Тревожным сигналом также должно стать снижение цен на сырье.

Если бы Штатам каким-то образом удалось разрешить свои экономические трудности и обеспечить мягкую посадку без резкого сокращения дешевых денег во всем мире, это стало бы настоящей возможностью для роста. В таком случае наш прогноз в среднесрочной перспективе может стать более бычьим.