парма
менеджмент

СТРАТЕГИЯ

ИЮЛЬ 2010

Сокращенная версия

Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Благодатное время: от кризиса до кризиса

- Время после кризиса является самым благодатным периодом для инвестиций в акции. Ожидаемая доходность акций многократно перевешивает потенциальные риски.

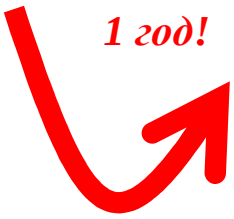
- Экономика после кризиса бурно растет; силы, толкающие ее наверх, обычно очень велики. В отличие от нормального периода времени, когда рост выпуска требует увеличения числа работающих и повышения производительности, после кризиса экономика может расти за счет простой дозагрузки неиспользуемых мощностей.

- Многие сейчас называют риском «вторую волну». Если мы посмотрим на историю, то окажется, что «вторые волны» крайне редко встречаются в истории. Так на протяжении последних 200 лет в США прошло 34 рецессии. Из них только три встречали такой образец - спад конца 1870х, «Великая Депрессия» 30-х и спад 1980-82 годов. Если оценивать шансы по этой статистике, то мы имеем вероятность второй волны в 1 из 11, что, согласитесь, крайне немного.

- Для второй волны необходим новый мощный общемировой шок. При всей значимости проблем Европы она не подходит под это определение. Объем долгов Греции является мизерным по сравнению с размером финансового рынка Европы. Но главное - мы не верим, что бывают запланированные кризисы. То, что об этом широко говорят, означает, что проблема воспринимается всеми: от инвесторов до политиков. И вряд ли они допустят неконтролируемый распад. Обжегшись на молоке, на воду дуют. Повторение сценария краха Lehman Brothers крайне маловероятно.

- Людям свойственно ориентироваться на недавние события как образец будущего. Если выражаться образно - люди двигаются вперед, глядя в зеркало заднего вида. Это приводит к эффектам в экономике - перемежающимся периодам оптимизма или пессимизма. Это же вызывает надувание пузырей на фондовых рынках и приводит к периоду депрессивных цен.

Год роста мировой экономики с уровней «дна»



Во время выпуска этой Стратегии исполняется почти год с тех пор, как мировая экономика перестала падать и начала расти. Движение это было синхронным и совпало для многих стран, например, США, других развитых стран и России в частности.

Такая синхронность имеет свои причины. В конце зимы - начале весны 2009 года проблемы финансовой системы прошли свой апогей, ФРС и Минфин США провели стресс-тесты банков, и проблема взаимного недоверия была снята. Восстановление функционирования кредитных рынков позволило начать восстанавливаться экономике.

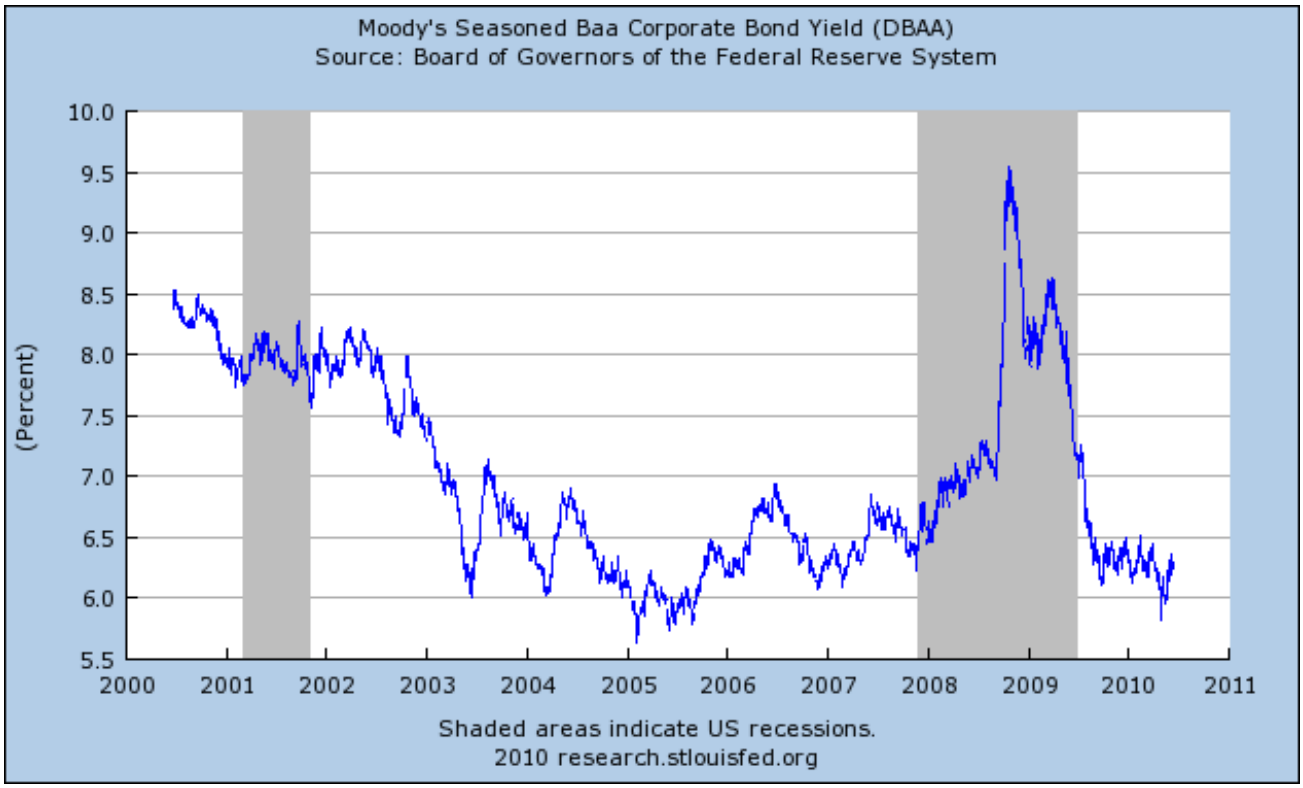


Рисунок 1. Спрэд (разница процентов) между доходностью долгосрочных облигаций компаний с нижней ступенью инвестиционного рейтинга Baa (по версии Moodys') и казначейскими облигациями США (считающиеся безрисковыми). Данные: ФРС Сент-Луиса

Рисунок 1 отражает все это графически. Серые полосы показывают даты рецессии (т.е. периоды спада американской экономики) по официальной версии Национального бюро экономических исследований США (NBER). Завершение последней рецессии еще не подтверждено официально, однако экономисты отделения ФРС Сент-Луиса (откуда взят этот график) вполне определенны в датировании конца рецессии. Спрэд показывает степень восприятия риска финансовыми рынками - в настоящее время уровень риска вернулся на докризисные уровни.

Почему экономика должна расти?

Мы намеренно формулируем так вопрос. В ходе кризиса появилось много пессимистов, которые уверяют, что «драйверы» экономического роста закончились. Затем рассказывается история про то, что «раньше экономика росла на изобретении интернета». И если мы выражаем удивление пессимизмом в отношении экономического роста, задается «убийственный» вопрос: а на чем должна расти экономика?

Можно пойти от обратного и предположить, что не будет экономического роста, но для этого должны выполняться два условия (вымирание работников по миру мы не рассматриваем). Либо прекратятся инвестиции, либо остановится экономический прогресс. Ни то ни другое нам не кажется очевидным, вложения в капитал обычно исчезают по причинам политического или институционального характера (как в РФ 90-х). Прогресс - вещь более хитрая, она происходит спонтанно, вряд ли кто-то сейчас сможет предвидеть, где будут следующие технологические улучшения. Но нам безопасно полагаться на историю и склонность людей к поиску инноваций. В России и Китае ситуация проще, Эти страны заимствуют и могут заимствовать технологии развитого мира, и поэтому эти страны могут расти быстрее, двигаясь по «догоняющей» траектории.

Мы понимаем позицию пессимистов (или скептиков, опасающихся возможных кризисов), и фондовый рынок определенно не для них.

Придет ли вторая волна из Европы?

В 2010 году многие стали опасаться проблем в Европе с южными странами под неблагозвучным акронимом PIIGS (Португалия, Италия, Ирландия, Греция, Испания). Многие стали хоронить евро, ожидать «паритета» с долларом, то есть ситуации, когда курс будет 1$/1€. Слово «паритет» многозначное и имеет также важный экономический смысл. Ниже мы приводим график номинального курса в сравнении с равновесным курсом по паритету покупательной способности (1.17 $/€ на 2010 год), который рассчитывает «Организация по Экономическому Сотрудничеству и Развитию» (ОЭСР). Согласно этим расчетам даже сейчас евро «переоценен» относительно своего паритета примерно на 5%, и в этом смысле случившееся падение выглядит вполне резонным.

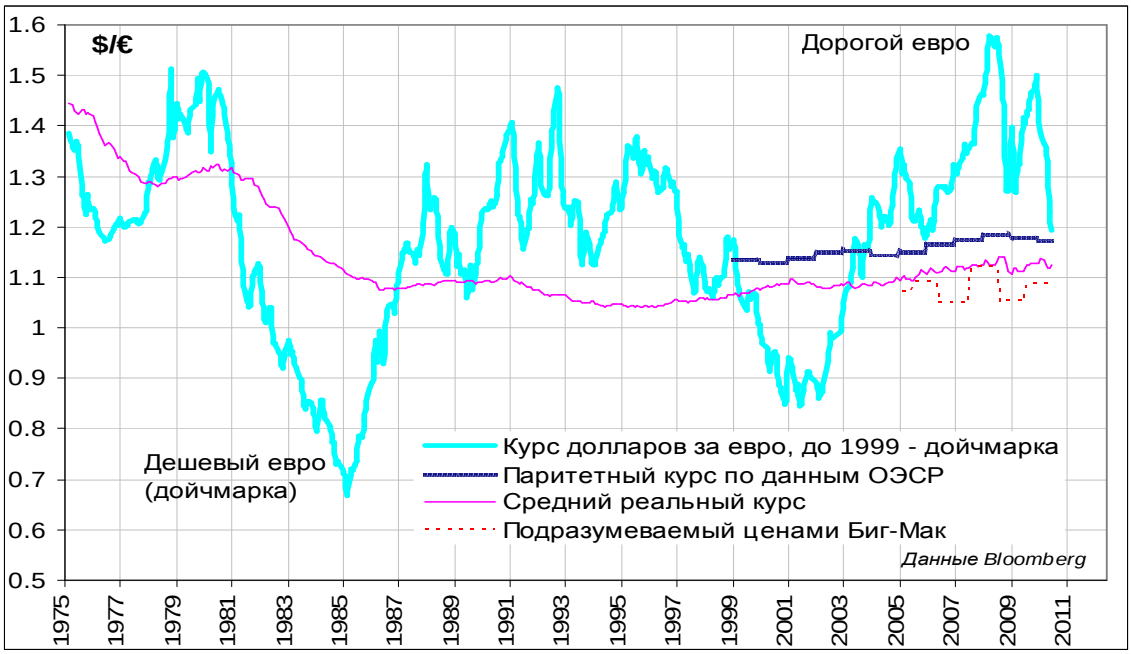


Рисунок 2. Номинальный курс евро в сравнении с равновесным курсом по разным измерениям реального курса: ОЭСР, на базе усредненного исторического реального курса, по шуточным оценкам Биг-Мака The Economist

Европессимизм набирает обороты, и мы признаем, что проблемы не пустые, и монетарный союз евро действительно имеет шансы распасться. Однако это не выглядит как проблема текущего момента, и вряд ли это случится в ближайшие годы.

Мы можем интерпретировать эти проблемы так. В ходе общемирового бума недвижимости в «гламурные» зоны типа Испании или Греции притекал капитал и вкладывался в прибрежные территории. Это привело к буму в экономике. Цены и зарплаты в этих зонах возросли. Увеличились и государственные расходы.

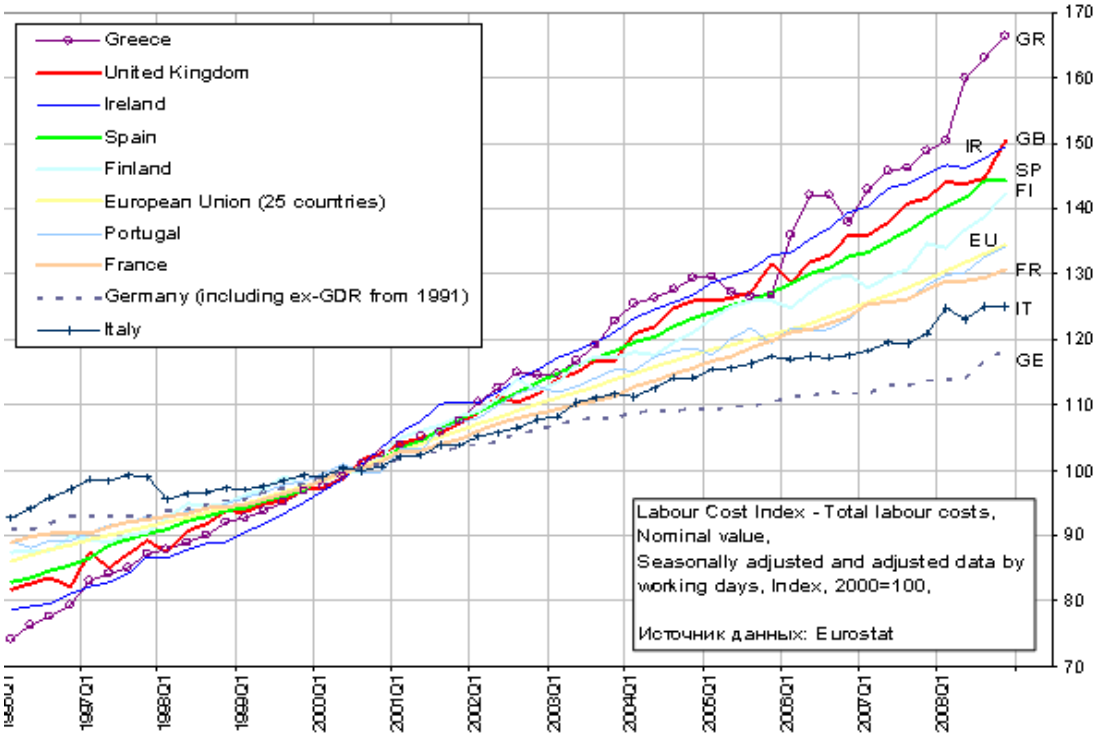


Рисунок 3. Номинальные индексы стоимости рабочей силы (зарплата на единицу выпуска). Южные страны, особенно Греция, лидировала по приросту заработной платы. Германия заметно отставала от южных стран.

Бюджеты этих стран во время бума получали большие и, как оказывается сейчас, временные доходы. Экономика была перегретой. Естественно, при росте доходов росли и расходы, направлявшиеся на учителей, пенсии и прочий «европейский социализм».

После кризиса бюджетам южных стран ничего не оставалось, как увеличить дефицит, чтобы поддерживать привычный уровень расходов. Собственно во временных больших дефицитах бюджета ничего страшного нет, но проблема в том, что в случае Греции или Испании они носили структурный, долгосрочный характер. Даже восстановление экономики до разумного уровня (не предполагающего новых пузырей) не позволяло закрыть разрыв. И тут финансовые рынки стали спрашивать - доколе это может продолжаться и не закончится ли все дефолтом? Ставки заимствования для этих стран возросли, что усугубило проблему дефицита Греции из-за растущих процентных расходов (одно дело занимать под 2%, другое - под 18%, проценты больше в 9 раз, так изменилась доходность 2-х летних облигаций Греции с осени 2009 по апрель 2010). Возникла порочная спираль, недоверие взвинчивает ставки и усугубляет бюджетный дефицит, что снова влияет на доверие.

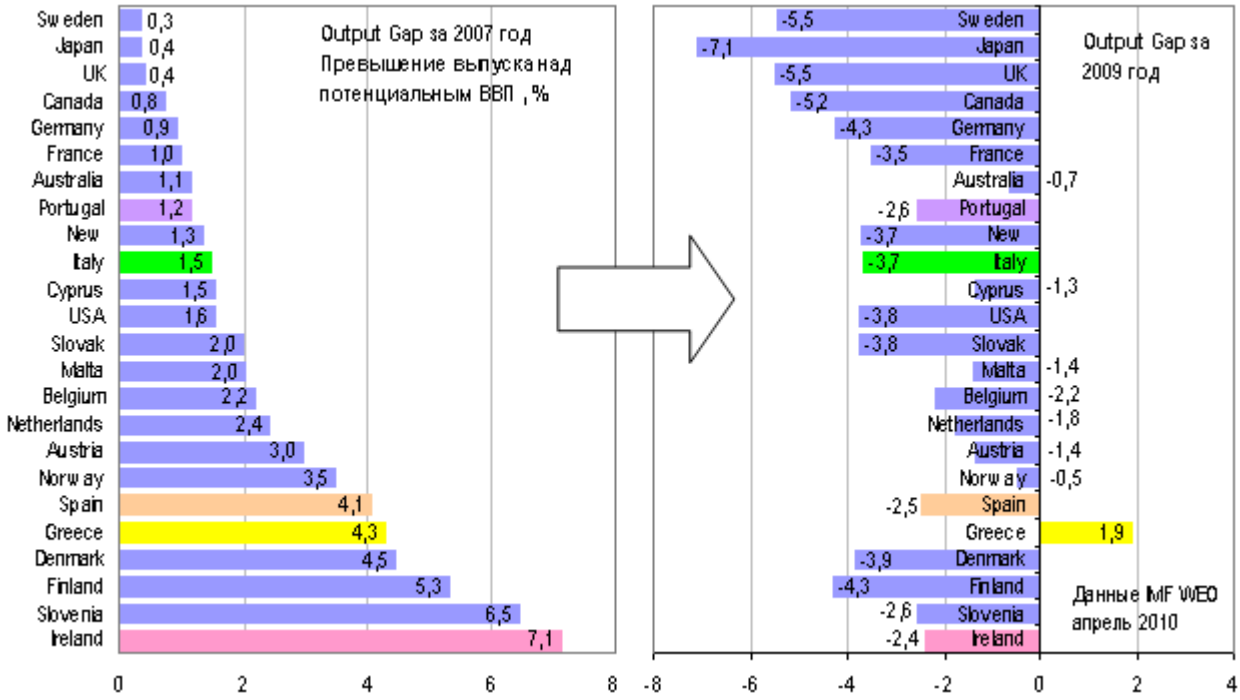


Рисунок 4. Производственный разрыв - величина ВВП по сравнению с "потенциальным ВВП" по оценкам МВФ, WEO-апрель 2010. Греция - единственная страна, имеющая ВВП больший, чем потенциальный, что связано с жизнью в долг.

Ситуация с единой валютой сравнима с тем, что было во время золотого стандарта. Тогда валюты были привязаны к металлу, фиксация курса также не позволяла выровнять уровни зарплат с внешней конкурентной средой. Интересный факт: во время Великой Депрессии, как только страна проводила девальвацию к золоту, так ее экономика начинала расти. Дело, конечно, не только в экспорте. Рост экспорта давал первоначальный ростовой толчок. Но девальвация к золоту позволяла также проводить монетарное стимулирование, снижать ставки.

На графике индексов промышленного производства (см. рис.5) в сочетании с моментами девальвации национальных валют к золоту Франция держалась дольше других и так и ушла в войну с депрессивной экономикой.

Пока отстающие страны ЕС имеют единую валюту, единственный выход приспособиться к новым условиям - сокращать зарплаты и траты. Можно себе представить гипотетическую ситуацию, когда в одну ночь в Греции все цены и зарплаты снижаются на 30%, после этого экономика становится вновь конкурентоспособной на внешних рынках.

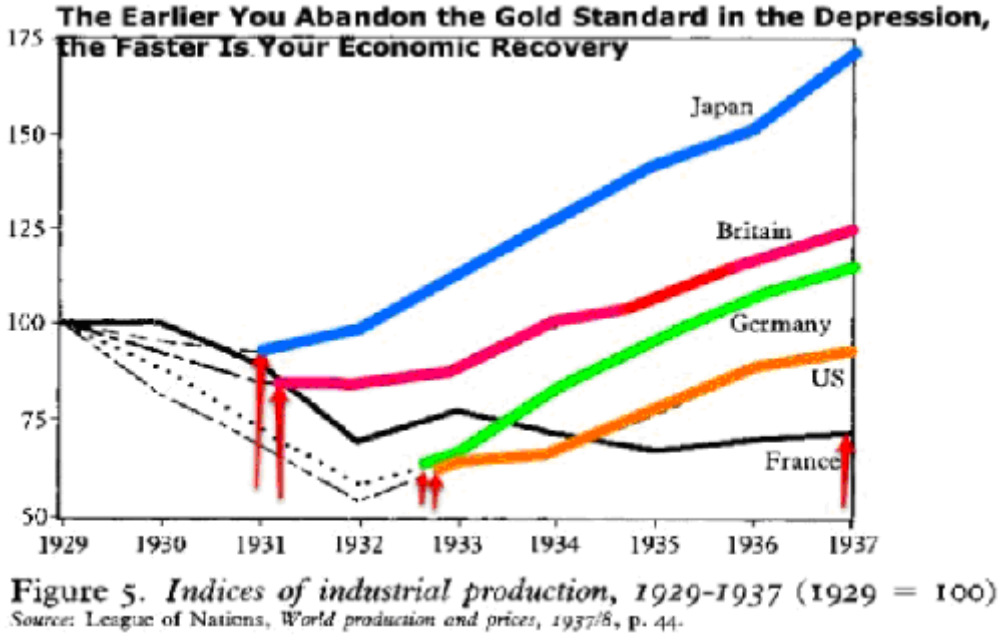


Рисунок 5. Темпы роста промышленного производства во время Великой Депрессии и моменты девальвации нацвалют к золоту. Подпись на графике: чем раньше вы покинули золотой стандарт, тем раньше ваше экономическое восстановление

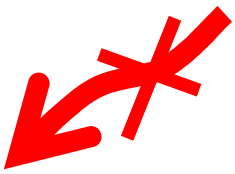
Сейчас у Греции и других отстающих стран ЕС есть две возможности. Первая - аскетизм, сокращать все пока уровни цен и зарплат не приспособятся к мировому рынку. Ужимать расходы, резать программы европейского «социализма» - это больно. А с политической точки зрения это самоубийственно. Вторая альтернатива страждущим странам - покинуть зону евро, ввести свою валюту, скорее всего, объявить дефолт и реструктуризировать долги.

Любой из предложенных сценариев неприятен. Мы не знаем, как пойдут события. Похоже, из-за помощи стран ЕС и €750 млрд. стабилизационного фонда будет реализован первый сценарий, и после периода экономических мучений проблемы сами собой улягутся. Сумма выделена большая, Греции и другим странам Европы фактически купили время на несколько лет.

Практический вопрос: а что дальше? Можно пытаться прикинуть негативные сценарии, а также представить, чем это грозит финансовым рынкам и ценам на российские акции. Самый неприятный сценарий - это развал, подобный событиям после краха Lehman Brothers, AIG и других компаний в 2008-м году. Появляются новые плохие долги из-за дефолтов европейских стран, они вызовут волну недоверия банков друг к другу и так далее. Субъективно, вероятность этого кажется небольшой, политики неплохо уяснили уроки осени 2008-го года и не должны бы вновь повторить такую глупость. Правда, как показывает практика, расчет на разумный смысл не всегда оправдан. Греция имеет вес чуть больше 2% в ВВП Евросоюза. Гипотетический выход этой одной страны из монетарного союза не обязательно приведет к катастрофе евро. Вероятно, не будет проблемой выход и других «отстающих» стран, в том числе Португалии и Испании.

Несмотря на это трудно говорить, что проблемы Европы ничего не значат. Мы все помним историю про «тихую гавань» образца 2007-го года, которая, кстати, имела определенный резон и логику. Как выяснилось впоследствии, экономики мира, финансовые рынки очень хитро связаны и проблемы недвижимости США не оказались (contained) ограничены только одним рынком. Кто знает, как и где могут отозваться проблемы Европы?

Может лучше купить золото?



В июне 2010 года цена золота установила новый рекорд - $1265 за унцию, правда, в декабре 2009 года цены доходили до $1230, после чего упали до $1050 в феврале (-15% за 2 месяца). Перед активной фазой кризиса в августе 2008 года золото стоило около $850 за унцию, так что текущая цена $1240 на 46% выше. Вроде бы неплохо. Но мы приведем традиционный график, показывающий поведение реальной цены золота и динамику этого металла после 1970-х годов. В начале 1970-х годов существовала Бреттон-Вудская система, и 35 долларов США обменивались на 1 унцию золота (что видно на графике, черная линия). Остальные валюты после 2-й Мировой войны были привязаны к доллару, который стал «резервной валютой».

Рисунок 6. Цена золота, номинальная и реальная, в текущих долларах (пересчитано по индексу потребительской инфляции в США

Администрация Никсона отказалась от привязки к золоту, что превратило все валюты в «необеспеченные». Это случилось в 1971-м (и 1973 году окончательно). Некоторые экономисты на этом основании считают, что США «объявила дефолт» и мы не станем спорить с этим заявлением, это вопрос позиции. Факт в том, что решение США прервало тысячелетнюю историю золота, и все валюты автоматически стали необеспеченными, то, что называется fiat currency («декретные деньги»). С тех пор валюты существуют сами по себе, золото само по себе.

Некоторые инвесторы считают, что золото имеет свойства денег. Другие верят, что могут «захеджироваться» металлом от грядущей инфляции. Но вот инфляция в развитых странах сейчас не проблема, скорее наоборот, мы наблюдаем дефляцию. Конечно, многое может случиться, но большая инфляция является пагубной для функционирования финансовых рынков и темпов роста ВВП. Центральные банки стран G7 вряд ли ее допустят, всегда можно повторить эксперимент Волкера. По мере того как кризис закончится, причин бегства в золото станет меньше. Напротив, возникнет повод, чтобы продать золото. И это может привести к неприятному обвалу.

В июне в подобном же ключе высказался глава ФРС Бен Бернанке (на бюджетном комитете в Конгрессе). Он заявил следующее: «Существует большая степень неопределенности и беспокойства на финансовых рынках. Некоторые люди считают, что удерживание золота станет хеджем против того факта, что они рассматривают многие другие инвестиции как рисковые и трудно предсказуемые на этом этапе». Бернанке также сообщил, что он не понимает полностью движение золота. Мы присоединяемся к этой позиции! Точно также трудно было понять рост акций NASDAQ в 1999-м или взлет цены нефти до $150 за баррель. Спекулятивные рынки имеют свойство сильно отклоняться от того, что другие назовут «разумной ценой», и не все движения рынка являются «правильными».

Почему должен расти фондовый рынок?

Мы являемся убежденными сторонниками, что фондовый рынок долгосрочно растет и что инвесторам следует держать акции. Мы также убеждены, что если инвестиции в акции приводят к язве желудка, в них лучше не вкладываться. Акции - это инструмент не для всех. Чтобы держать акции и ожидать от них прибыли, нужно иметь уверенность.

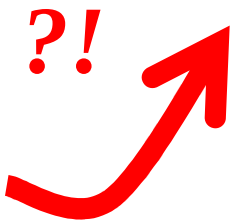
История российского фондового рынка является не лучшим местом, где можно искать закономерности. Правильнее обратиться к истории развитых стран, поскольку мы двигаемся по протоптанному ими пути. Но даже в России мы можем увидеть подъем рынка акций.

- Так, минимум стоимости акций в октябре 1998 года составил 37 пунктов по индексу РТС. Минимум января 2009 года был равен 498 пунктов. Рост от «дна» до «дна» составил 13.5 раз или 28.5% годовых на протяжении 10 лет. Это долларовая доходность, которая не учитывает дивиденды, что подняло бы общую прибыль акционеров (в случае реинвестирования) еще на 2-3%.
- Мы можем сравнить «вершинки» индекса РТС. В ноябре 1997 года индекс РТС достигал 571 пункт, в мае 2008 года он достиг 2498 пунктов (почти 2500). Рост от макушки до макушки составил 4.4 раза за 10 с половиной лет, или 15% годовых, не учитывая дивидендов.
- Эту доходность можно сопоставлять с номинальной доходностью американского фондового рынка за последние 100 лет, которая будет близка к 10% годовых (включая дивиденды).

Сейчас, когда акции крайне дешевы, инвестор должен рассчитывать на большую доходность. Это будет восстановительный рост. Индекс РТС уже поднялся почти в 3 раза с уровней «дна» до 1400 пунктов сейчас (против ~500 в январе 2009).

Максимумы фондового рынка мая 2008 года могут служить неплохим ориентиром, рост до них составит еще +75%. Мы рассчитываем, что эти цены будут достигнуты в течение ближайших двух лет, соответственно ожидаемая доходность будет приближаться к 30% годовых.

На какую доходность от вложения в акции нужно рассчитывать?



Фондовый рынок долгосрочно растет. Есть классическое исследование Э. Димсона, П.Марша и М. Стонтона «Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns», изучающего доходность акций, облигаций в 16 странах (включая проблемную Германию, побежденную в 2-х войнах, прошедшую гиперинфляцию начала 20-х, или Южную Африку). Во всех странах, где не было национализаций и «победы мирового коммунизма», доходность акций была очень приличной.

Мы осознаем, что многие люди не хотят ждать слишком долго. Но это очень важное замечание. Компании защищены от инфляции, каков бы ни был рост цен в стране, компании могут повысить цены сбыта и тарифы и получать сопоставимую реальную прибыль. Так в США на протяжении 200 лет акции показывают примерно постоянную реальную доходность около 6.5-7% в год (так что неторные исследователи стали называть эту цифру «постоянной Сигела», автора, который рассказал об этом факте в еще одной классической книге «Stocks for the Long Run»). Акции увеличивались в стоимости примерно пропорционально ВВП с темпом 3.5%, оставшуюся доходность обеспечивали дивиденды. К цифре 6.5-7% следует добавить инфляцию, как указано выше, акции представляют собой права требований на «реальные активы».

В ближайшие годы доходность акций будет выше. Мы считаем справедливым значением мультипликатора P/E=12.. По ожидаемой прибыли это соответствует индексу РТС равному 3200 пунктов или рост в 2.3 раза с текущих отметок.

Все это только нефть. И она может упасть!

Когда люди говорят про будущее России, они непременно говорят про нефть. Но почему растут такие страны как Польша, Украина или Литва, где нефти нет? Фиксация наблюдателей сугубо на стоимости нефти является избыточной, Россия могла бы развиваться и без нефти.

Зависимость России от нефти хорошо иллюстрирует следующий график - чистый экспорт нефти на душу населения (экспорт нефти минус импорт). В пересчете на одного россиянина за рубеж продается 12.8 барреля (1.75 тонн). Мы видим, что есть масса стран, где продажа нефти за рубеж составляет большую часть доходов - на порядок большую. Можно обратить внимание на положение Канады, Дании и Норвегии, их высокий уровень жизни мирно сосуществует с нефтью. Венесуэла и Казахстан продают намного больше нефти на жителя, чем Россия.

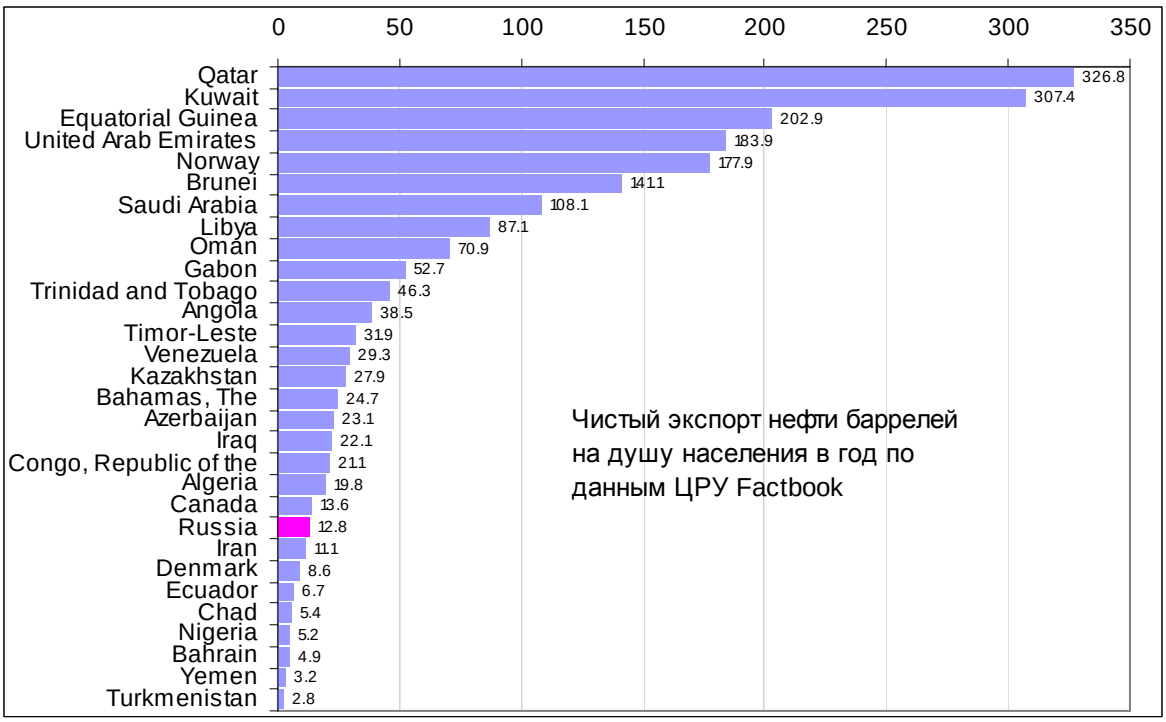


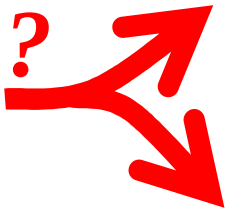
Рисунок 7. Чистый экспорт нефти на душу населения, баррелей в год, данные CIA Factbook

Среднегодовая цена Urals в 2010 году пока составляет $76 баррель (в 2009 г. была $61) и по этой цене на одного россиянина приходится почти $1 тысяча долларов. Именно на такую сумму должны расплатиться с нами иностранцы (либо товарами, либо обязательствами такими, как вложения ЦБ РФ в международные валютные резервы), чтобы купить нашу нефть. Сравните эту тысячу долларов с уровнем жизни среднего россиянина в $15 тыс. по паритету покупательной способности. Согласитесь, нефть значит не так много. Мы не учитываем в данной таблице экспорт газа из РФ, цена которого также зависит от цены нефти.

Опасность падения цен на нефть также преувеличена. Даже в разгар экономического кризиса и падения мирового спроса стоимость нефти недолго находилась в районе $40/баррель, среднегодовая стоимость марки Urals, напомним, была $61, что не так сильно отличается от нынешних цен.

Рисунок 8. Объем производства нефти в мире, млн. баррелей в день

Куда пойдет курс рубля к доллару (евро)?



Российская экономика в кризис получила дополнительный удар от собственного Центробанка, о чем мы не раз писали.

Пользуясь преимуществом «зеркала заднего вида», мы можем интерпретировать движения валют так.

- Перед кризисом ЦБ РФ сопротивлялся укреплению рубля, скупая валютные резервы (к началу августа 2008 года они практически достигли $600 млрд.).
- Затем, ЦБ начал сопротивляться рынку в другую сторону. В октябре-ноябре валюты Бразилии, Норвегии или Австралии обвалились, тогда как рубль продолжал стагнировать на одном месте.
- В итоге рубль обвалился к доллару, куда и должен был упасть, если посмотреть на размах движения других валют. И тут ЦБ РФ «нажал на тормоз», подняв процентные ставки.
- Дальнейшие колебания валют в большей мере синхронизированы - тренд на укрепление в 2009-м, Стагнация курса первой половины 2010 года и некоторое ослабление всех валют недавно в апреле-мае.

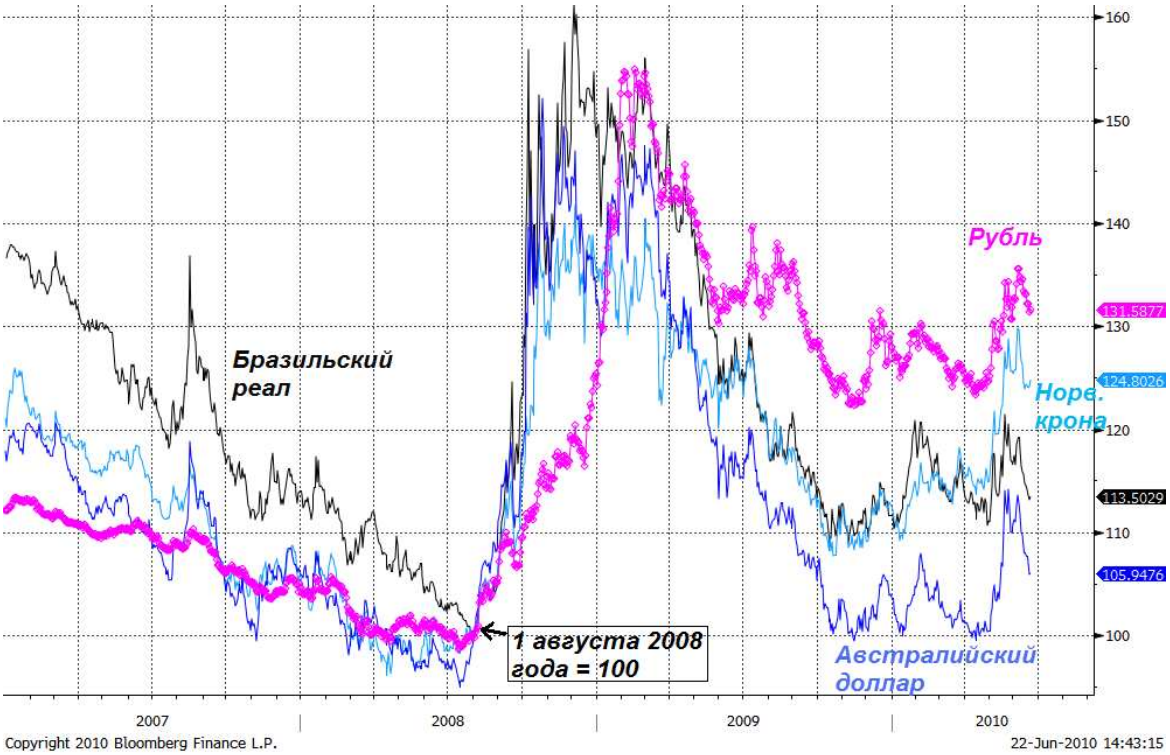


Рисунок 9. Изменения валютных курсов к доллару некоторых стран (считающихся сырьевыми). Курсы нормированы 1 августа точкой, которая близка к «дну» многих валют.

Мы продолжаем опираться на анализ реальных курсов по паритету покупательной способности в абсолютном и относительном выражении.

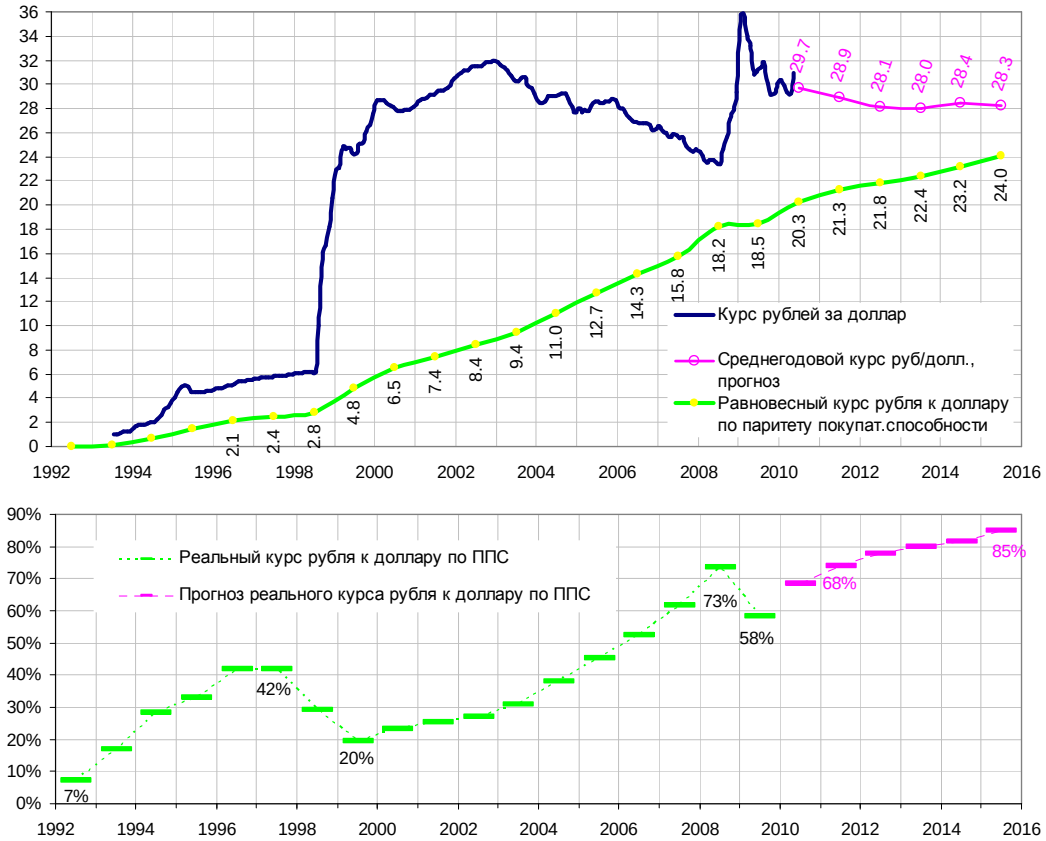


Рисунок 10. Курс рубля к доллару (номинальный и реальный) и прогноз до 2015 года.

Квартал назад мы детально описывали суть прогноза курса рубля, поэтому повторим основные идеи.

- Пару десятилетий рубль был очень дешевый, что было связано с гиперинфляцией начала 90-х, высокой инфляцией, падающей экономикой, гашением внешних долгов. В 2000-е годы рубль сильно вырос и в реальном выражении находится вблизи максимумов в новейшей истории России, даже несмотря на обвал рубля в 2008/09 гг. Мы ожидаем сохранения курса на укрепление рубля.
- Основные факторы оттока капитала из России - бегство частного капитала, гашение госдолгов и накопление международных валютных резервов ЦБ РФ заканчиваются. Хронически отрицательный счет капитала для России скоро станет нулевым (и может, даже стать положительным). Для того, чтобы платежный баланс был сбалансирован россияне должны позволить себе больше импорта, чем ранее. А это означает укрепление рубля в реальном выражении.

Выше мы приводили график евро к доллару, который сейчас находится вблизи своего реального курса. Поэтому сейчас мы не можем выделить евро или доллар как более привлекательную валюту. В прошлые 2 года нам больше нравился доллар - это была более дешевая валюта.

Какие акции лучше выбрать?

Мы полагаем, что российский фондовый рынок в целом является очень дешевым. Однако время, когда можно было покупать акции без оглядки на фундаментальные факторы, уже прошло. На рынке уже появилось достаточно много бумаг, которые на наш взгляд, являются переоцененными. На наш взгляд, интересные идеи есть среди бумаг нефтегазового сектора, металлургии, девелоперов. Банки мы находим относительно дорогими.

ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г.Пермь, ул. Орджоникидзе, 15

тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69

www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР Матвеев Эдуард Вениаминович

тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ Рахимов Денис Владимирович

тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА Тимофеев Дмитрий Вячеславович

тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Важная информация

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.