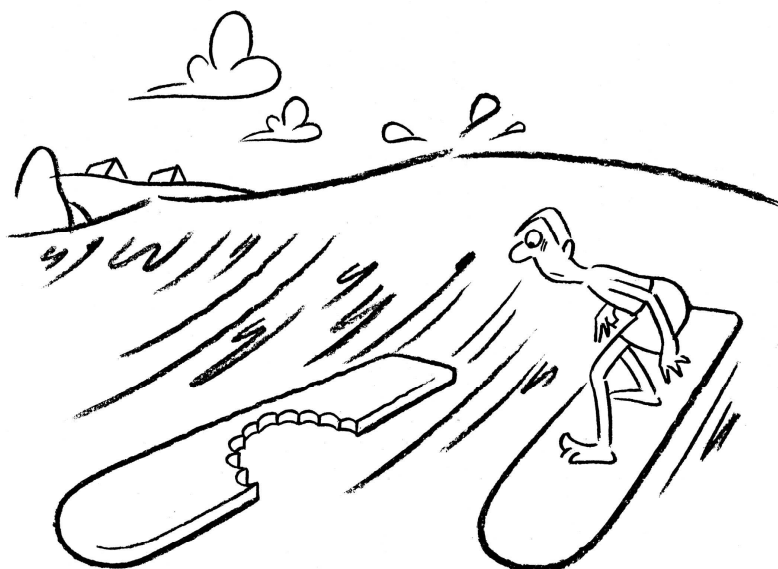




ДЕРЖАВА
БАНК

2011 Business Outlook

Ждем вторую волну. Волну ликвидности.



Макроэкономика: верим всем прогнозам. Тренд и так ясен.

Процентные ставки: такие, как есть. На весь год.

Цены на нефть: снова под контролем ОПЕК.

Выбор активов: остались только акции.

Курс рубля – гибок, но крепок.

30 ноября 2010

Банк «Держава»: 2011 Business Outlook

Оглавление

I.	Введение.....	1
II.	Мировые рынки.....	2
1.	Рекорды и тенденции 2010	2
2.	Цены на нефть.....	6
III.	Экономика в РФ	7
1.	Бюджет и курс рубля к доллару	7
2.	Динамика ВВП.....	9
3.	Динамика процентных ставок	10
4.	Динамика рынка акций	12
5.	Банковская система РФ и рынок кредитования.....	14
6.	Рынок недвижимости	15
IV.	Прогнозы по основным индикаторам	16

I. Введение

Картинка на обложке, как и в прошлогоднем Outlook-е, отражает основную идею всего прогноза. Год 2010 прошел под знаком нарастающего отставания РФ от действительно развивающихся стран, нам оставалось только с грустью смотреть на темпы роста ВВП и динамику рынков акций одногруппников по BRIC, и вместе с ними издалека следить за взлетом новомодных Next11. Год 2011 обещает быть продолжением предыдущего, с той важной разницей, что подзабытые опасения «второй волны кризиса» превратятся в уверенные ожидания уже обещанной ФРС США второй волны ликвидности – которая поднимет все рынки, как бы грустно они не смотрелись.

Действительно, для развитых экономик есть понятный выход из проблемы неконтролируемого роста госдолга – увеличение собственного ВВП. Хотя бы номинального. Достаточно «мягкой» инфляции по 4% в год, чтобы увеличить ВВП (т.е. налоговых поступлений в бюджет страны) за 10 лет в полтора раза, и, не видя возможности для сравнимого реального роста, ФРС США, а за ней и ЕЦБ пойдут единственным имеющимся путем. Странам, не заинтересованным в инфляции, останется только в разной степени безуспешно противостоять общей тенденции.

От правительства РФ в 2011 году мы очень надеемся ничего не получить – достаточно сохранения сложившейся системы управления экономикой, в ней даже есть свои плюсы. Например, многие развивающиеся страны перешли к прямым ограничениям на приток капитала, но у РФ получается достичь такого же результата нетрадиционными и при этом более мягкими мерами (чего стоит одна турпоездка президента на Курилы!). Мы и здесь видим только позитивную динамику – регуляторные и политические риски растут во всех странах мира, и РФ перестает быть исключением.

Бизнес-план Банка на 2011 год будет формироваться исходя именно из такого, позитивного для финансовых рынков сценария, но с разумной мерой осторожности, т.е. сохраняя диверсификацию по направлениям развития и источникам доходов.

Из всего вышесказанного на оставшихся страницах Outlook-а будут выведены практические рекомендации по основным затрагивающим Банк вопросам. Изложенный подход будет опубликован для всех интересующихся клиентов и контрагентов, что, надеемся, позволит определить общие направления роста.

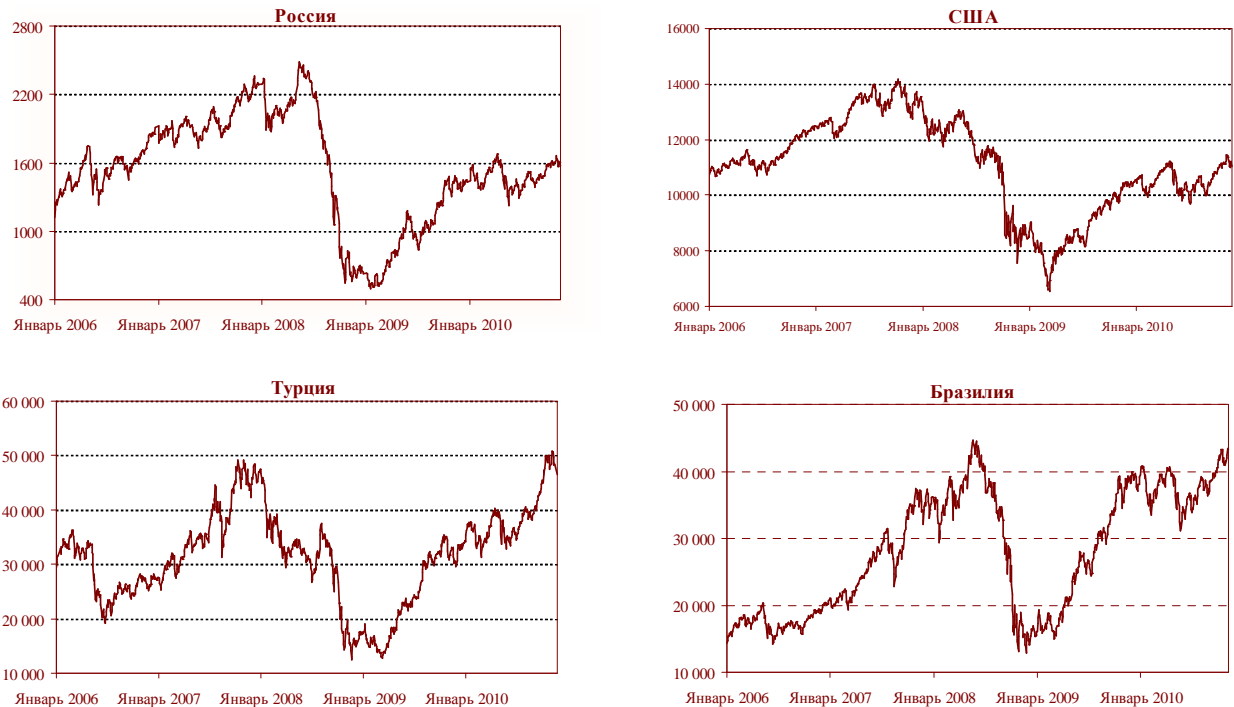
II. Мировые рынки

1. Рекорды и тенденции 2010

За 2010 год на мировых финансовых рынках произошло не так много событий, которые можно было бы назвать эпохальными или хотя бы переломными. Можно просто выделить основные из них, и оценить их долгосрочное влияние:

- а) Восстановление фондовых индексов (и скорости роста экономик) развивающихся стран, опережающими темпами к таким же показателям стран G-8.

Ниже приведены индексы долларовых цен акций четырех стран с 2007 года по н.в.:

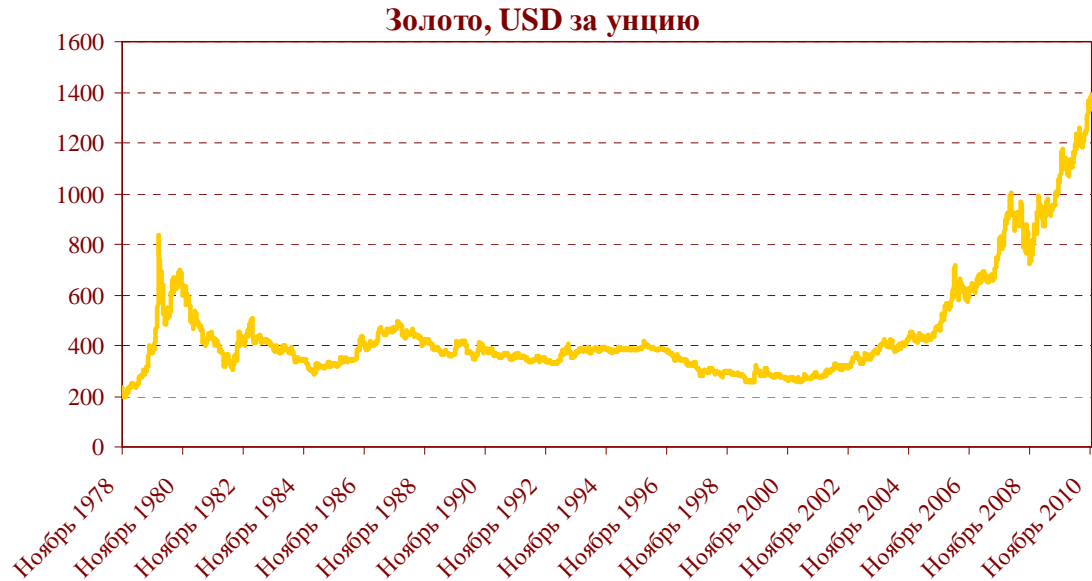


В результате фондовые индексы ряда стран уже превысили свои докризисные максимумы, что позволяет забыть (т.е. больше не упоминать Outlook-е в качестве значимого фактора) о каких-либо последствиях кризиса 2008 года.

Тема фактического выхода России из BRIC (как по темпам роста ВВП, так и по привлекательности для инвесторов) уже стала привычной, и в 2011 может рассматриваться как положительный фактор – отставание выглядит неоправданным. Тем более что акцент от BRIC стал смещаться в пользу следующей группы стран (Next11, включающих Турцию, Египет, Индонезию, Вьетнам и т.п.). И уж на этом фоне РФ однозначно привлекательна.

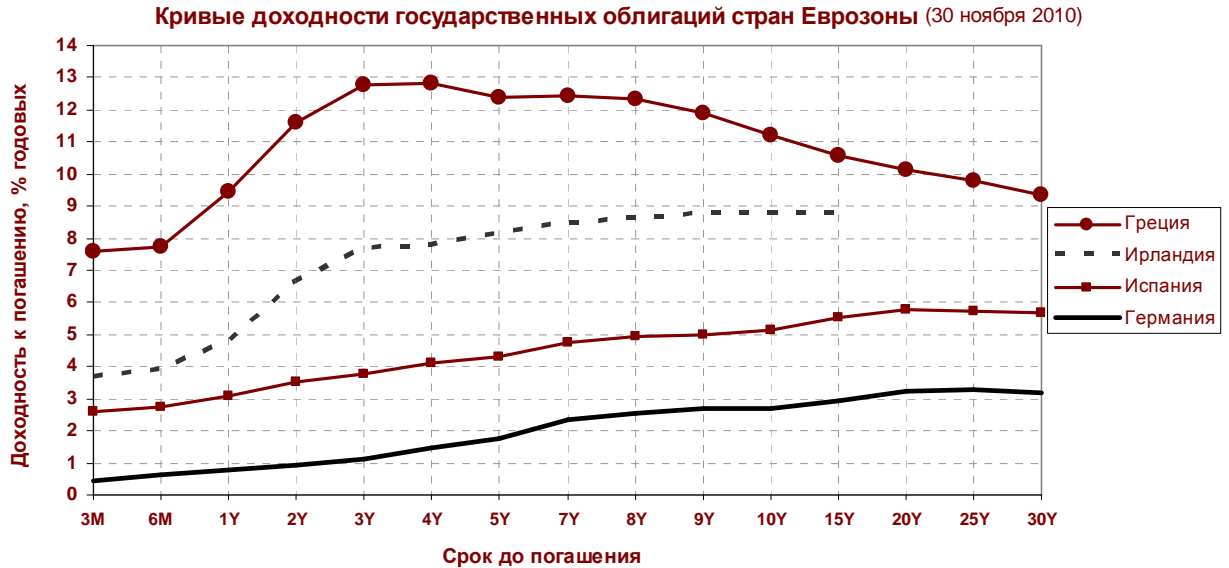


- b) Новый максимум долларовых цен на золото с момента отказа от Бреттонвудского соглашения в конце 70-х годов:



Золото оказалось вложением, которое инвесторы сочли прекрасной защитой и от кризиса, и от антикризисных мер. В результате на финансовом рынке появился новый полноценный пузырь, коллапс которого неизбежно превзойдет по последствиям крах Lehman Brothers. К сожалению, нельзя предсказать даже с точностью до года когда именно инвесторы перечитают определения актива и пассива из учебника и придут к выводу, что золото, увы, по свойствам ближе к пассиву (ведь для всего инвестиционного сообщества в целом, кроме брокеров, оно приносит только расходы на хранение). Но зато когда такая переоценка произойдет, то те, кто ее переживут, окажутся в простом и понятном мире, где вновь ценятся рекомендации Адама Смита и, кроме покупки акций, все остальные инвестиции будут казаться опасными.

- с) Европейский долговой кризис, в результате которого обязательства целого ряда стран с инвестиционными рейтингами теперь торгуются либо с околодефолтной доходностью, либо на уровнях, не соответствующих их рейтингам.



Здесь можно назвать целых 2 результата:

- Рейтинги от международных агентств продолжают терять значимость при выборе направления инвестиций. А при самостоятельном анализе инвесторами российских активов, они выглядят более привлекательными, чем большинство альтернатив как на развитых, так и развивающихся рынках. Это, разумеется, если рассматривать только достоверные факторы на терминале Bloomberg (и не читать блоги Навального, Латыниной и прочих злопыхателей).
- Доллар укрепил свои позиции как резервная валюта. Только за доллары можно купить единственный безрисковый и доходный актив – US Treasuries. Ведь если европейский ЦБ не стал выкупать долги Греции, то он так же поступит и с Германией при следующем кризисе, т.е. евро конечно применим для расчетов, но на вот на уровне мировой банковской системы вложить его просто некуда.



- d) Но главное ожидаемое событие 2010 года, наоборот, не произошло. ФРС США не начала повышать процентные ставки от рекордно низкого уровня, и в результате мы увидели новые исторические минимумы доходности по 2-летним бумагам с 1978 года:



«Японский сценарий», при котором страна провела 20 лет на краю рецессии, становится все ближе и для США. ФРС демонстрирует, что хотя она и пользуется теми же мерами, но не остановится вовремя, и выкуп облигаций будет продолжаться не до падения ставок по всем срокам к погашению до нуля, а до начала роста экономики.

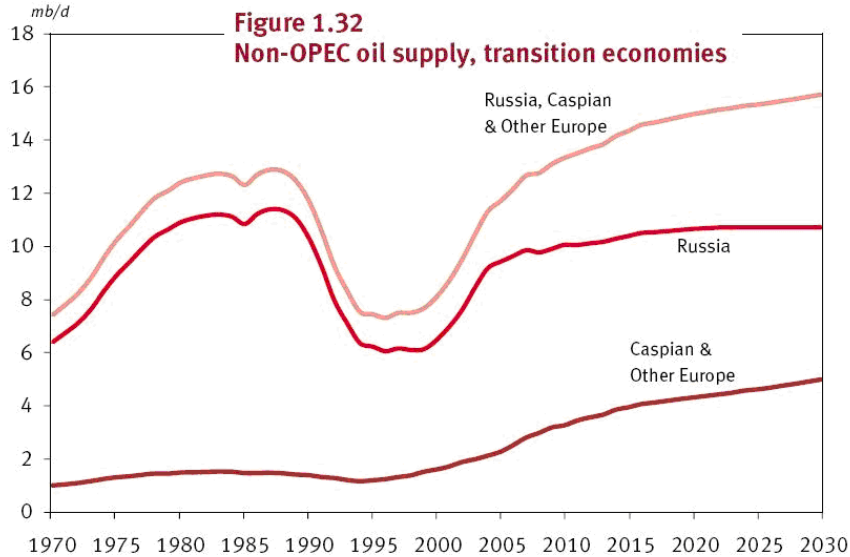
Мы не будем оценивать шансы такого подхода на успех и все его возможные последствия. Для нас важно, что выбор теперь сводится всего к трем сценариям:

- Ничего существенного не происходит. ФРС США продолжает выкупать безрисковые активы, вытесняя инвесторов во все более сомнительные вложения. В результате растут цены на все активы, какие только можно купить за доллары.
- ФРС США приостанавливает поток ликвидности вслед за началом роста экономики, т.е. роста ВВП США, т.е. объемов производства американских компаний – а это возможно только при росте производства и во всем мире в целом.
- ФРС США приостанавливает поток ликвидности из-за роста инфляции, т.е. роста номинальной выручки компаний в США (следовательно – и компаний, прямо или косвенно занимающихся экспортом в США, т.е., опять же, большинства крупных компаний в мире).

И в любом из этих сценариев вложения в акции либо безубыточны, либо единственно верны. Остается только выбрать, какие именно акции.

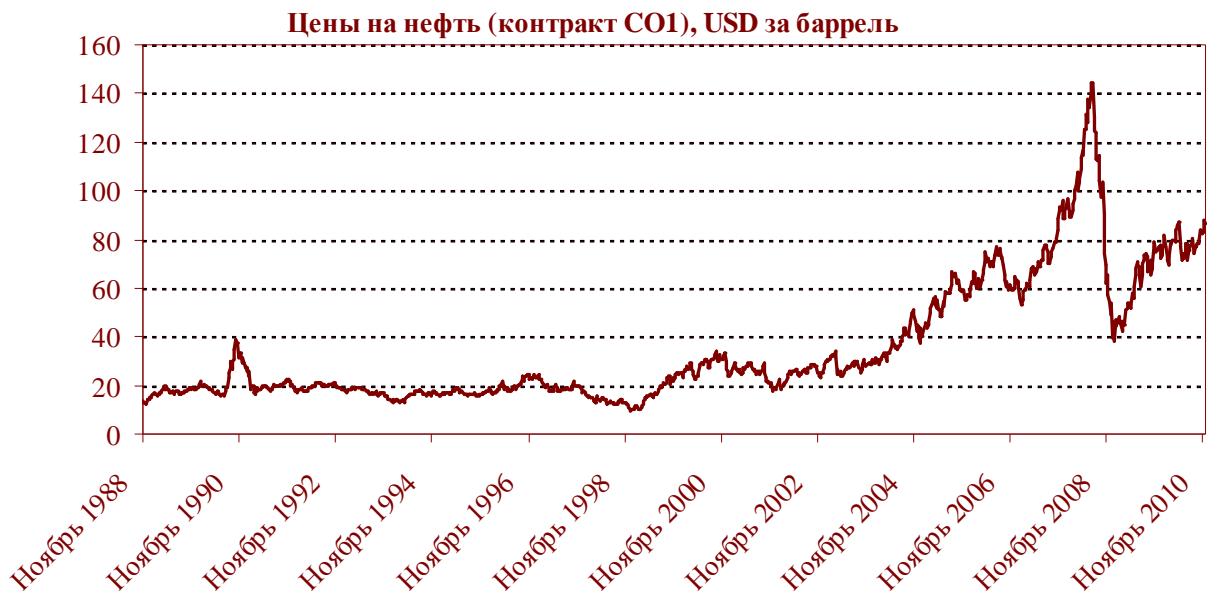
2. Цены на нефть

Для РФ все рассуждения о перспективах мировой экономики необходимо сводить к самому важному выводу – как вся эта теория повлияет на цены на нефть. В 2010 году вызывал беспокойство выход РФ в лидеры по мировому объему экспорта нефти. К счастью, Саудовская Аравия отнеслась к этому спокойно и до ценовых войн дело не дошло. На сегодня мы видим, что дальнейших перспектив роста добычи в РФ просто нет, это подтверждают как прогнозы Минэнерго, так и данные ОПЕК:



(источник - http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2010.pdf).

Т.е. ОПЕК сохраняет контроль над рынком, и, надеемся, использует его всем нам на пользу, восстанавливая котировки нефти к прежним максимумам (что вполне разумно на фоне динамики «желтого золота»):



Вот для мировых цены на газ беспокойства в 2010 году значительно прибавилось, но выход Газпрома на «одинаковую доходность» по российским и зарубежным продажам позволяет не волноваться за эту компанию – здесь цены падать не будут (хотя остальную экономику РФ конечно жалко).

III. Экономика в РФ

1. Бюджет и курс рубля к доллару

На 2011-2013 годы Минфином запланированы следующие параметры бюджета:

Показатель	Отчет					Оценка	Прогноз		
	2005 год	2006 год	2007 год	2008 год	2009 год	2010 год	2011 год	2012 год	2013 год
Доходы, млрд. руб.	5 127,2	6 278,8	7 781,1	9 275,9	7 337,8	7 860,9	8 844,6	9 503,5	10 379,9
%% к ВВП	23,7	23,3	23,5	22,4	18,8	17,4	17,6	17,0	16,8
Расходы, млрд. руб.	3 514,3	4 284,8	5 986,6	7 570,9	9 660,1	10 232,8	10 658,6	11 237,9	12 175,6
%% к ВВП	16,3	15,9	18,1	18,3	24,7	22,7	21,2	20,1	19,7
в том числе условно утверждаемые								419,3	798,4
%% к общему объему расходов	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,7	6,6
Дефицит / профицит, млрд. руб.	1 612,9	1 994,1	1 794,6	1 705,0	-2 322,3	-2 371,9	-1 814,0	-1 734,4	-1 795,7
%% к ВВП	7,5	7,4	5,4	4,1	-5,9	-5,3	-3,6	-3,1	-2,9

Источники финансирования дефицита предлагаются Минфином следующие (млрд. руб.):

Наименование	2010 год	2011 год	2012 год	2013 год
Источники покрытия дефицита федерального бюджета, всего	2 371,9	1 814,0	1 734,4	1 795,7
в %% к ВВП	5,3	3,6	3,1	2,9
в том числе:				
за счет средств Резервного фонда	1 419,3	284,4	0,0	0,0
в %% к ВВП	3,2	0,6	0,0	0,0
за счет Фонда национального благосостояния	2,5	5,0	7,5	10,0
в %% к ВВП	0,0	0,0	0,0	0,0
иные источники финансирования дефицита федерального бюджета	950,1	1 524,6	1 726,9	1 785,7
в %% к ВВП	2,1	3,0	3,1	2,9

Как и в прошлом году, ни объем дефицита бюджета, ни объем рублевых средств в обращении (даже с учетом доступного рефинансирования от ЦБ РФ через ломбардные кредиты) не представляют серьезной угрозы для золотовалютных резервов. В пределах 1-2 рублей (по стоимости корзины доллар/евро к рублю) динамику определяет рынок, более сильные колебания будут сглаживаться Центробанком.

Уже то, что ЦБ РФ позволяет рублю быть почти таким же волатильным (к доллару и евро) как обе эти валюты по отношению друг к другу, является важным изменением. Скачки курса по 1-1.5% (т.е. 30-50 копеек) в день должны стать нормой, заставляющей все российские компании избегать валютного риска и оперировать в той валюте, в которой удобнее – т.е. в рублях.

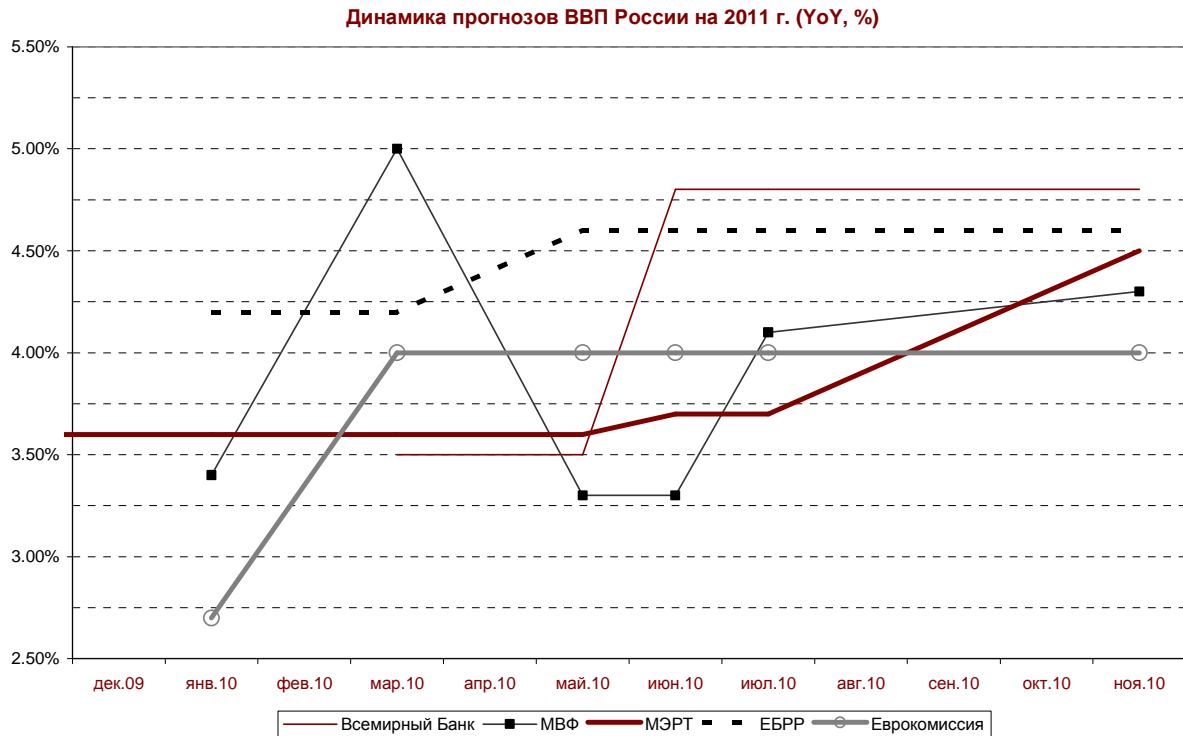
Как дополнительный фактор, мы анализируем соотношение курса рубля к корзине валют развивающихся стран:



График показывает, что осенью 2008 года рубль сначала укрепился к валютам Бразилии, Кореи, Индии, Венгрии и Мексики (когда эти страны провели девальвацию своих валют к доллару – достаточно мягкую по темпам и не потратив резервов), затем ЦБ РФ резко догнал и перегнал их по темпам снижения рубля, опустив соотношение ниже исторически сложившегося уровня. А сегодня мы опять вернулись в точку максимальной девальвации рубля (по отношению к валютам развивающихся стран). Мы не видим для этого достаточных оснований и ждем укрепления курса рубля. Впрочем, это ожидание сводится к тому, что Банк не предпринимает специальных шагов для хеджирования собственного капитала (измеряемого и инвестируемого в рублях) по отношению к доллару либо к евро.

2. Динамика ВВП

Официально публикуемая статистика выходит со слишком большим запозданием, чтобы ее анализировать. Гораздо более важно анализировать чужие готовые прогнозы динамики ВВП:

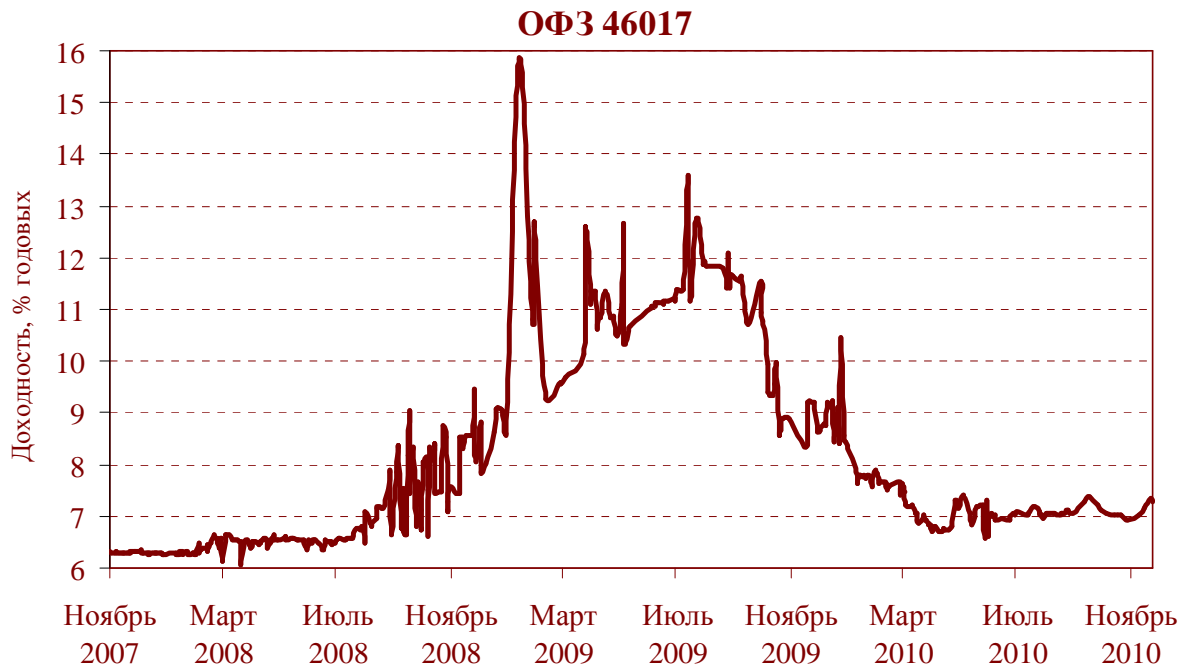


Мы не ожидаем значимого отличия прироста ВВП РФ от указанных прогнозов. Общемировая тенденция определилась – экономика снова растет, но не быстро. Учитывая, что объемы добычи нефти в РФ расти не будут, трудно ожидать рекордных темпов и от нас. А большой разницы между ВВП +3% и +5% мы не видим.

Как и по инфляции, публикуемые данные абсолютно не проверяемы (нашими силами), и мы склонны полностью доверять официальным прогнозам и результатам за отсутствием применимой альтернативы.

3. Динамика процентных ставок

Рублевые процентные ставки уже не имеют однозначной тенденции к снижению – ниже приведен график доходности ОФЗ 46017 (погашение в 2016 году).



Мы считаем, что лучшее (и наиболее вероятное), что можно ожидать от рынка облигаций в 2011 году – это сохранение текущих уровней доходности. Темпы инфляции в РФ не позволят заметно снизиться как рыночным, так и центробанковским ставкам. Для роста доходности по рублям, при высоких ценах на нефть, причин тоже пока не видно. Возврат на вложенные средства в 20+% годовых, к которому мы привыкли за последние 2 года, российский рынок, увы, уже никак показать не может. Доходность 3-летних облигаций приличных эмитентов уже не превышает 8% годовых, и, чтобы показать доход в 20%, она должна снизиться за год примерно до уровня 2% по 2-летним бумагам (что эквивалентно росту цены на недостающие 12%), а это уже из области фантастики. А рынок, который не может показать +20%, но вполне может дать сравнимый минус, становится все менее интересным.

Это еще один фактор в пользу выбора акций в качестве направления для инвестирования. Тот объем, на который мы раньше сами принимали и всем советовали брать риск при покупке 3-летних корпоративных облигаций, теперь разумнее разложить на 1-2 летние гос- и квази-гос облигации (т.е. безрисковый источник ликвидности) плюс российские акции. Итоговая доходность в большинстве вероятных сценариев от этого заметно вырастет.



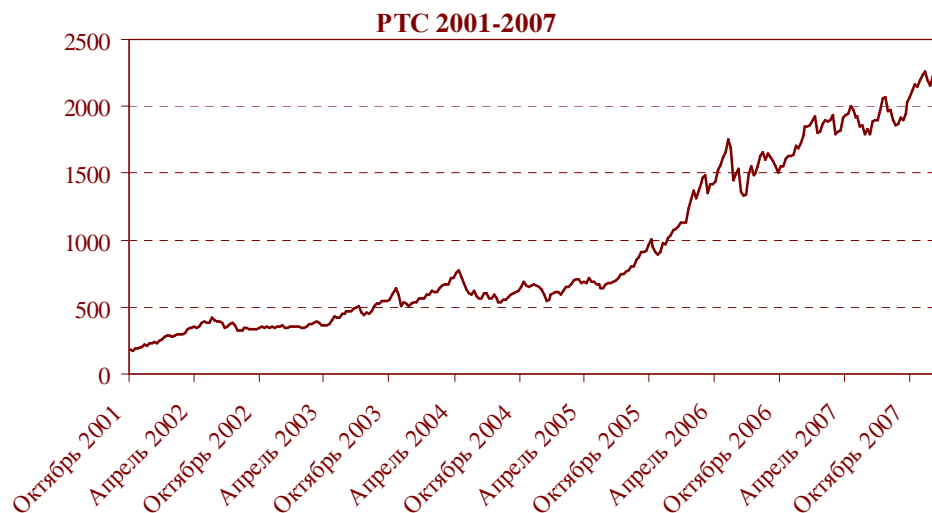
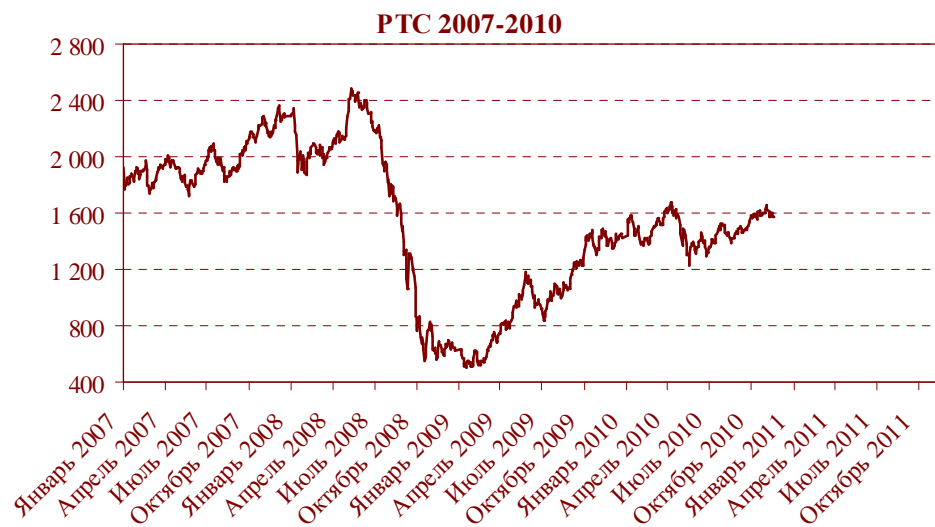
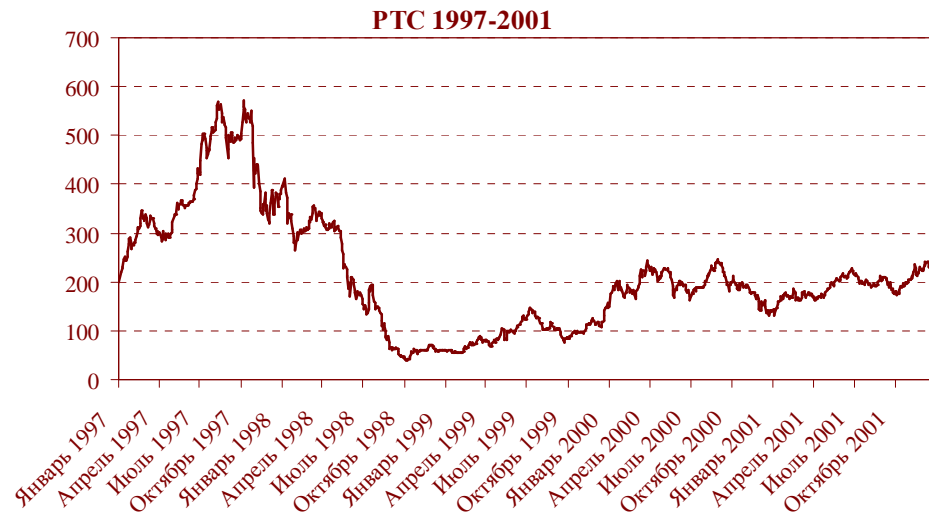
По долларам США и Евро мы ожидали начала роста ставок еще в 2010 году, этого не произошло. Будем ждать в 2011 году. Здесь для нас ключевым показателем является доходность 10-летних американских госбумаг:



Пока 30-летний тренд на снижение доходности не сломлен. И при сложившемся наклоне кривой может теоретически продолжаться еще 15-20 лет, пока граница не уйдет в ноль. Но мысль о том, что разворот произойдет уже скоро, она не наша – те же слова есть в ноябрьском Outlook-е Била Гросса, управляющего крупнейшего в мире фонда облигаций (PIMCO). А такие прогнозы относятся к разряду самоисполняющихся.

4. Динамика рынка акций

В 2011 на российском рынке акций неизбежно усилится дежавю с периодом 2000-2001 года, когда после 2-летнего топтания на месте (вслед за восстановительным последефолтным ростом) российский рынок вырос с 250 до 2400 пунктов за 5 лет.



Совершенно не важно сейчас пытаться понять, сможет ли рынок повторить 10-кратный скачок 2002-2007 года. Главное, что воспоминания о нем будут достаточны, чтобы подтолкнуть рынок и обеспечить нашим вложениям на рынке доходность выше, чем от всех других альтернатив.

Из развивающихся рынков акций российский является наиболее привлекательным для нас (из-за его доступности и стойкой иллюзии понятности). Диверсификация на другие рынки и инструменты может быть интересна в какие-либо отдельные моменты, и иметь такую возможность необходимо. Но пока что именно как возможность, четкого плана операций с финансовыми инструментами за пределами российских акций и облигаций на сегодня нет.

5. Банковская система РФ и рынок кредитования

Мы не ждем существенных изменений в банковском регулировании, а также значимых изменений в составе и активности участников рынка в 2011 году. Доля госбанков в общей структуре активов российской банковской системы не растет с 2009 года:

Структура банковской системы РФ (активы, млрд. руб.)			
	1 октября 2010	01 января 2010	01.10.2009
Банки, всего:	28 425	25 887	24 606
с 1 по 20	20 241	18 536	17 826
Доля	71.21%	71.60%	72.45%
с 21 по 50	3 005	2 783	2 640
Доля	10.57%	10.75%	10.73%
с 51 по 100	1 959	1 773	1 621
Доля	6.89%	6.85%	6.59%
с 101 по 200	1 512	1 298	1 163
Доля	5.32%	5.02%	4.73%
с 201 по ...	1 587	1 448	1 315
Доля	5.58%	5.60%	5.34%
Госбанки	16 961	15 676	15 128
Доля	59.67%	60.56%	61.48%

Данные взяты с сайта банка «Траст», <http://trust.ru/investment/analitika/interactive/tirb2/rus/>. Список госбанков (29 шт.) включает только банки, контролируемые государством через пакеты акций в них.

Что для нас тоже важно, не усиливается концентрация банковской системы в крупнейших банках. Так, доля активов, приходящихся на банки 2-й сотни за год даже заметно выросла.

Безусловно, постепенное сокращение числа российских банков продолжится, темпами по 20-50 штук в год, но значимых банкротств, сравнимых хотя бы с Межпромбанком, мы не ждем. Ликвидности на рынке будет слишком много, чтобы проблемы рентабельности и качества активов как-то сказались на основных игроках.

Рынок банковского кредитования продолжает испытывать недостаток спроса. Это приводит как к снижению ставок, так и к росту принимаемых банками рисков. Тем не менее, для нас в 2011 году именно это направление развития будет приоритетным, т.к.:

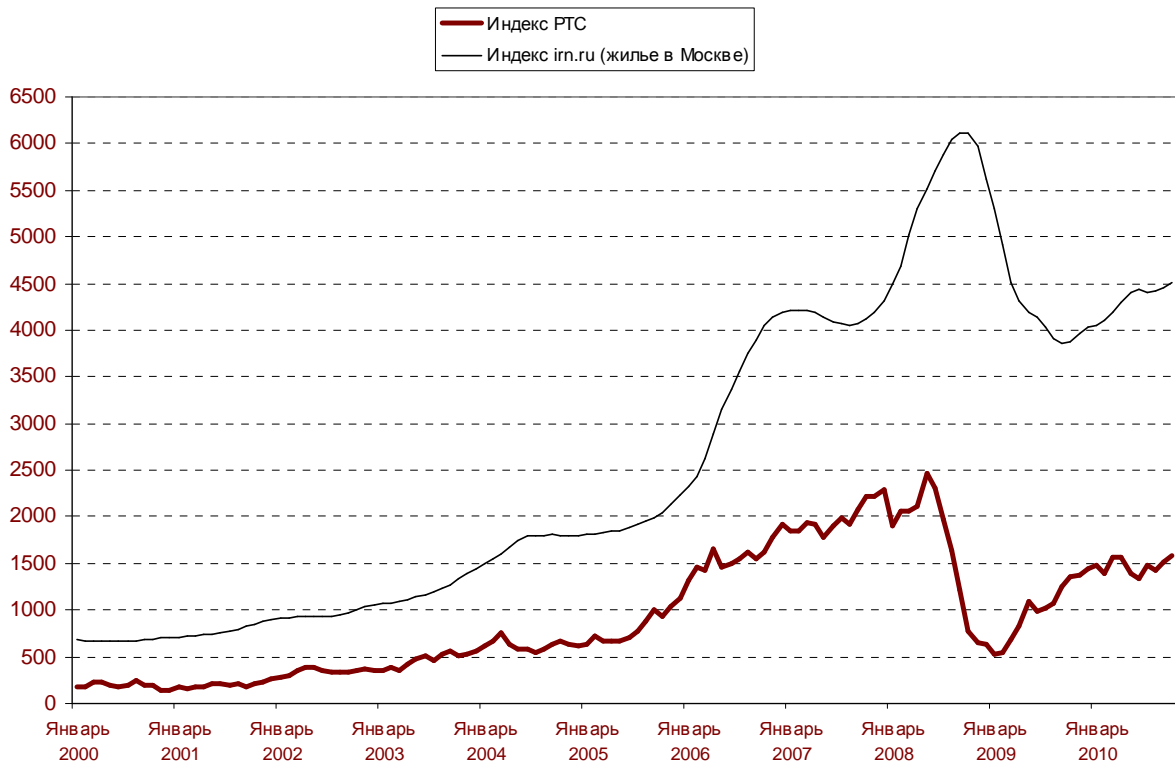
- Доходность по выданным кредитам, впервые за 2 последних года, превысит доходность по портфелю облигаций (процентные ставки все же выше купонов, а роста цен облигаций мы не ждем).
- Рыночные ниши, связанные с кредитованием получателей бюджетных средств (подрядчиков госкомпаний, исполнителей госзаказов, участников программ поддержки МСБ), остаются интересными по соотношению риск/доходность. Мы уверены в том, что с госфинансированием проблем в 2011 году не будет.
- Многие кредиты, прежде всего оборотные, требуют индивидуального подхода к анализу заемщика и структурированию сделки, а нетиповые решения банки редко делегируют в филиалы – и здесь мы становимся востребованными клиентами.

В результате мы ожидаем, что структура активов банка «Держава» изменится в сторону кредитов, и станет больше похожей на типовую для коммерческого банка.



6. Рынок недвижимости

Мы не являемся активными игроками рынка недвижимости, и нас интересует данный рынок в основном с точки зрения оценки залогов. Здесь мы видим, по крайней мере по жилой недвижимости в Москве, хорошую корреляцию с рынком российских акций:



Недвижимость, как видно, повторяет общую динамику индекса РТС, причем с заметным отставанием по времени. Имея благоприятный прогноз по российским акциям, мы уверены в том, что за залоговую стоимость недвижимости можно не беспокоиться.

IV. Прогнозы по основным индикаторам

Все наиболее значимые прогнозы, данные или подразумеваемые в настоящем Outlook-е, для удобства проверки на актуальность можно свести в следующую таблицу – и при выходе за указанные границы пересмотреть документ в целом.

Показатель	Заметно хуже прогноза	Прогноз на 2011й год	Гораздо лучше прогноза
Цены на нефть (CO1)	Ниже 60 долларов за баррель в течение недели	60-100 долларов за баррель	Выше 100 долларов за баррель в течение месяца
ВВП РФ	Прогноз 2% и хуже от МЭРТ	От +2 до + 5%	Прогнозы инвестбанков выше +5%
Курс корзины ЦБ	Ниже 27 руб. или выше 41	33-38 руб.	27-33 руб.
Курс доллар/евро	выход за границы	1.20-1.60	нет
Резервы ЦБ РФ	Менее 400 млрд.	400-600 млрд. USD	Выпуск гос. долга в USD на 50+ млрд.
Инфляция (CPI) в США	выход за границы	0-5% в год	нет
Доходность 10-летних US Treasuries	Выше 4%	2-4%	нет

Банк «Держава»:

Полное название	"Акционерный коммерческий Банк "Держава" открытое акционерное общество"
Дата регистрации	5 марта 1994 года. Генеральная лицензия на осуществление банковской деятельности с 1997 года.
Лицензии	<ul style="list-style-type: none">• Генеральная лицензия на осуществление банковских операций № 2738 от 16.06.2004г.• Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности от 13.12.2000 г. № 077-03808-100000• Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности от 13.12.2000 г. № 077-03868-010000• Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами от 13.12.2000 г. № 077-03913-001000• Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности от 27.12.2000 г. № 077-04374-000100• Лицензия биржевого посредника, совершающего товарные фьючерсные и опционные сделки в биржевой торговле от 24.08.2006 г. № 858
Контакты	119234, Москва, Ломоносовский проспект, 20 телефон (+7-495) 930-3080, (+7-495) 930-1507 www.derzhava.ru

Освобождение от ответственности:

Данный Outlook не является предложением о продаже или покупке упомянутых в нем финансовых инструментов, а также не является предложением оказать какие либо инвестиционные услуги на соответствующих рынках. Перед заключением любых сделок клиенты банка, не полагаясь на АКБ «Держава», должны оценить экономические риски и выгоды, юридические, налоговые и бухгалтерские последствия таких сделок и возможность принятия соответствующих рисков. АКБ «Держава» не несет ответственности за убытки, которые могут возникнуть в связи с указанными сделками.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем документе, являются суждением на момент его публикации, и могут быть изменены без предварительного уведомления. Данный Outlook основан на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять неточности.

АКБ «Держава» и его сотрудники могут иметь заинтересованность в перечисленных активах и финансовых инструментах и/или оказывать услуги упомянутым организациям, что создает конфликт интересов при формировании изложенной в документе точки зрения.