

Рекомендации инвесторам на март–май 1998 г.

Итоги экономического развития России в 1997 г. свидетельствуют о том, что в прошедшем году была достигнута стабилизация промышленного выпуска – объем произведенного ВВП по сравнению с 1996 г. увеличился на 0.4%, а промышленной продукции – на 1.5%. Достигнутый уровень свидетельствует скорее о прекращении спада, нежели о начале собственно экономического роста. Именно поэтому сохранение в 1998 г. объема производства на прежнем уровне будет рассматриваться как провал правительственной экономической политики.

В нынешнем году прежняя главная цель финансовой политики – снижение темпов инфляции – вполне закономерно ставится под сомнение. В 1997 г. темпы инфляции последовательно уменьшались, равно как и процентные ставки по основным финансовым инструментам, в частности банковским кредитам, и доходность по государственным и муниципальным облигациям, однако роста инвестиционной активности и расширения кредитования промышленных предприятий при этом не произошло – инвестиции в основной капитал сократились в прошлом году на 6%. В связи с этим вероятность корректировки макроэкономической политики в настоящее время достаточно высока, и вместо приоритетной задачи борьбы с инфляцией теперь на первый план выдвигается задача стимулирования экономического роста. Последняя же предполагает в нынешних условиях, в первую очередь, не столько замедление инфляции и снижение процентных ставок по коммерческим кредитам, сколько нормализацию системы расчетов между предприятиями и создание условий для активизации инвестиционного процесса.

Что может означать смена приоритетов правительственной экономической политики для инвесторов? Прежде всего – изменение параметров инфляции на текущий год. Согласно правительственным прогнозам, инфляция в 1998 г. должна составить 5.7%, и данное значение легло в основу бюджетного планирования на этот год. Однако более реалистично выглядят оценки инфляции по итогам года в 9–11%,

т.е. на 4–5% выше запланированного уровня, что обусловлено следующими факторами.

Во-первых, последствия кризиса ноября 1997 г. – января 1998 г. на российских финансовых рынках и, отчасти, отголоски кризиса на мировых фондовых площадках внесут определенные коррективы в основные направления кредитно-денежной политики, проводимой российским правительством.

Во-вторых, стабилизация объема взаимных платежей между предприятиями, которую правительство запланировало на третий квартал 1998 г., потребует проведения денежных зачетов и погашения задолженности бюджета перед предприятиями, что также окажет инфляционное давление на общеэкономическую ситуацию.

Превышение в текущем году параметрами инфляции официальных прогнозных значений необходимо учитывать при расчете реальных процентных ставок.

В то же время в следующие три месяца вероятно значительное усиление притока на российские финансовые рынки «внешних» средств. Данное обстоятельство обусловит снижение доходности по государственным ценным бумагам и, соответственно, – процентных ставок. Вместе с тем инвестиции в рублевые инструменты будут главным фактором стабилизации обменного курса рубля.

В связи с этим вложения в *иностранную валюту* будут характеризоваться низкой доходностью: если курс доллара США до конца года не превысит намеченного Центробанком ориентира (6.2–6.3 руб./долл.), то инвесторы-частные лица могут рассчитывать на доходность не более 3–5% годовых. Повысить прибыльность операций с иностранной валютой будет возможно с помощью ее размещения на срочных депозитах в коммерческих банках. Однако невысокие процентные ставки по привлекаемым банками ресурсам физических лиц в иностранной валюте (например, в Московском банке Сбербанка РФ – от 3 до 10–11% годовых) делают рублевые депозиты (в том же Московском банке СБ РФ – от 12 до 17–19% годовых)

РЕКОМЕНДАЦИИ ИНВЕТОРАМ

более привлекательными средствами вложения денежных ресурсов.

Соотношение прибыльности операций в национальной и иностранной валютах для юридических лиц также говорит в пользу рублевых инструментов. Инвесторам, располагающим определенной суммой в долларах США, можно порекомендовать конвертировать ее в рубли с последующим размещением в рублевые средства вложений (например, в гособлигации). При этом риска неблагоприятного изменения обменного курса рубля можно избежать, заключив срочный контракт на курс доллара США. Подобные стратегии в начале марта могли принести инвесторам до 17–20% годовых в валюте (долларах США).

Сохранение достаточно высокого интереса как отечественных, так и иностранных участников рынка к покупке гособлигаций в весенние месяцы, по-видимому, предопределяет устойчивость тенденции плавного роста цен (снижения ставок) на *государственные краткосрочные облигации*. Наиболее вероятной будет стабилизация ставок по ГКО в интервале 25–30% годовых с последующим снижением к середине лета до 20–23%. Можно предположить, что следующий поворотный момент в настроениях инвесторов на рынке ГКО/ОФЗ наступит в мае или в июне, когда, по аналогии с прошлым годом, доходность по ГКО стабилизируется на новой, более низкой, отметке. Мы рекомендуем инвесторам покупку бумаг с длительным сроком до погашения с перспективой их продажи и фиксацией прибыли в начале лета.

Резкое снижение доходности гособлигаций, отмечавшееся в первой половине февраля, привело к формированию повышательной ценовой тенденции на рынке *муниципальных облигаций*. В результате «премия» по доходности последних относительно ГКО/ОФЗ значительно сократилась по сравнению с ситуацией на начало года.

Доходность *облигаций С.-Петербурга* (ГГКО) снизилась к концу февраля практически до уровня гособлигаций. Поскольку в текущем году в Петербурге был принят бездефицитный бюджет, то, таким образом, новые заимствования здесь предполагаются в объеме, не превышающем необходимого для рефинансирования долга. Отсутствие масштабных новых заимствований предопределяет сохранение незначительной – 1–3 пункта – «премии» по доходности ГГКО относительно ГКО. Таким образом, покупка ГГКО может рассматриваться прежде всего с точки зрения наименее рискованного (на сегменте субфедеральных бумаг) вложения средств. Наличие же в портфеле петербургских облигаций позволит инвесторам

оперативно проводить его реструктуризацию, совершая краткосрочные операции с другими региональными бумагами, обращающимися на петербургском биржевом сегменте, так как временные издержки при этом будут минимальными.

Покупка бумаг других регионов оказывается наиболее эффективной в период, когда «премия» по их доходности относительно госбумаг начинает сокращаться после предварительного снижения ставок по ГКО/ОФЗ. Некоторая инертность рынка муниципальных облигаций в данный период позволяет затем получать доход за счет опережающего ценового роста региональных бумаг.

По-прежнему достаточно привлекательной остается покупка субфедеральных облигаций на первичных аукционах, где эмитенты традиционно устанавливают более высокую по сравнению со вторичным рынком доходность.

Повышение ликвидности рынка *облигаций внутреннего валютного займа*, в совокупности с улучшением конъюнктуры рынков категории emerging markets и достаточно благоприятными, по мнению аналитиков, перспективами развития экономической и политической ситуации в РФ в среднесрочной перспективе, позволяет прогнозировать достаточно устойчивый рост котировок «взбоек» в марте-апреле 1998 г. Дополнительным стимулом данного процесса скорее всего выступит традиционное повышение цен валютных облигаций Минфина в преддверии ежегодных купонных выплат.

Недооцененность ОВВЗ по сравнению с аналогичными инструментами других стран делает их весьма привлекательными для *консервативных* инвесторов. По мнению экспертов АЛ «Веди», в ближайшие три месяца можно ожидать прироста котировок «взбоек» в размере 2–5 процентных пунктов относительно цен конца февраля 1998 г., что принесет инвесторам доход в размере от 5 до 52% годовых в долларах США. При этом, на наш взгляд, будет целесообразно фиксировать прибыль на следующих ценовых уровнях: для 3-го транша – 93 процентных пункта, для 4-го – 70–71 процентный пункт, для 5-го – 53–54 процентных пункта, для 6-го – 59–60 процентных пунктов, для 7-го – 48–49 процентных пунктов.

Для *спекулятивно настроенных* участников рынка (в смысле проведения краткосрочных операций) сегмент ОВВЗ на данный момент является менее привлекательным, нежели рынки госбумаг и акций. Однако если инвестор желает исключить риски неблагоприятного изменения обменного курса рубля, а также избежать проблем, связанных с участвовавшими

нарушениями прав акционеров, то вложения в валютные облигации Минфина могут считаться весьма надежными.

В марте-мае состояние *фондового сегмента* российского финансового рынка будет формироваться под влиянием таких внешних факторов, как конъюнктура на мировых фондовых площадках и политическая стабильность в мире, в том числе и обстановка вокруг Ирака. Среди факторов локального масштаба благоприятное воздействие здесь будут оказывать предстоящие собрания акционеров и обнародование результатов деятельности российских компаний за 1997 г., реализация проектов отечественных эмитентов по размещению ценных бумаг международного образца.

В настоящее время динамика котировок финансовых инструментов на мировых фондовых площадках не только стабилизировалась, но и приобрела ярко выраженный повышательный характер (так, индекс DJIA, являющийся одним из основных ориентиров для потенциальных инвесторов, в течение февраля несколько раз превышал свой исторический максимум), а конфликтная ситуация вокруг Ирака в предстоящие несколько месяцев, скорее всего, будет урегулирована. Названные влияющие факторы могут явиться благоприятными предпосылками для роста стоимостного уровня корпоративных бумаг как отдельных эмитентов, так и всего рынка акций, что следует учитывать при формировании инвестиционных стратегий.

В то же время дестабилизирующее влияние на фондовый сегмент могут оказывать такие обстоятельства,

как неопределенность относительно рейтинга РФ, который может быть пересмотрен в марте мировыми рейтинговыми агентствами в сторону понижения, возможные перестановки в правительстве, а также случаи с нарушениями прав акционеров, имевшие место в истекшем месяце.

Учитывая вышесказанное, наиболее эффективными для консервативных инвесторов будут являться долго- и среднесрочные инвестиции в акции российских эмитентов, так как возобновление повышательной тенденции на фондовом сегменте представляется наиболее вероятным к концу рассматриваемого временного отрезка.

В ближайший же месяц конъюнктура рынка акций, скорее всего, будет волатильной, и колебания курсовой стоимости корпоративных ценных бумаг составят $\pm 5\%$. В связи с этим для спекулятивно настроенных инвесторов март будет не самым удачным месяцем для проведения сверхкраткосрочных операций на рынке акций, так как велик риск получения убытков. Наиболее оптимальным вложением средств для данных инвесторов будут ценные бумаги, обеспеченные государственной гарантией.

Всем названным типам инвесторов не следует упускать из виду и того факта, что в связи со сложившимся низким уровнем мировых цен на нефть риск вложений в акции нефтяных эмитентов возрастает. Поэтому в качестве оптимальных объектов для вложения средств можно рекомендовать корпоративные бумаги энергетических и телекоммуникационных эмитентов, предпочтительно акции blue chips.