



STRATEGIJA ZA RUSKO TRŽIŠTE KAPITALA U 2009. GODINI

Fund Management Company

T +385 (0)1 4833 062 **F** +385 (0)1 4833 053 **E** info@adriaticacapital.hr **W** www.adriaticacapital.hr

Adriatica Capital d.o.o., društvo za upravljanje investicijskim fondovima sa sjedištem u Zagrebu, Varšavska 8. Upisano u sudski registar Trgovačkog suda u Zagrebu MBS: 080588729. Žiro račun otvoren u Splitskoj banci d.d. - Societe Generale Group 2330003-1100372406. Temeljni kapital iznosi 1,000,000.00 kuna i uplaćen je u cijelosti. Matični broj društva je 2158680. Predsjednik Uprave je Vjeran Filippi, član Uprave je Vinko Kapelina.



adriatica capital

STRATEGIJA ZA RUSKO TRŽIŠTE KAPITALA U 2009. GODINI

SADRŽAJ

1. UVOD	3
2. MAKROEKONOMSKI POKAZATELJI ZA RUSIJU	4
3. UTJECAJI NA RUSKO TRŽIŠTE KAPITALA	7
3.1. Globalni rast	7
3.2. Kretanje rublje	7
3.3. Cijena nafte	8
3.4. Specifični faktori	9
4. STRATEGIJA ZA 2009. GODINU	11



STRATEGIJA ZA RUSKO TRŽIŠTE KAPITALA U 2009. GODINI

1. UVOD

U proteklih 12 mjeseci došlo je do velikih promjena u makroekonomskoj slici svjetskoga gospodarstva. Kriza na tržištu hipotekarnih kredita postupno je prešla u globalnu financijsku krizu koja je usporila svjetski ekonomski rast podižući cijenu kapitala.

Ubrzo su postale vidljive posljedice bankrota nekoliko globalnih banaka, naime iznosi odobrenih kredita naglo su pali, a kamatne stope snažno su porasle. Koordinirane akcije vodećih svjetskih centralnih banaka dosada su uspjele jedino smanjiti kamatne stope na kredite bankama, dok su krediti za subjekte iz realnoga gospodarstva još uvijek skupi. Smanjivanje ključnih kamatnih stopa na 0% u nekim zemljama (pa i u SAD-u) nije se pokazalo dovoljnim u postizanju zahtijevane stope porasta ponude novca. Procjenjujemo da će krediti biti relativno skupi i tijekom ove godine što će nepovoljno utjecati na svjetski gospodarski rast. Zbog toga je za ponovno pokretanje svjetskoga gospodarstva potrebno značajno povećanje državne potrošnje.

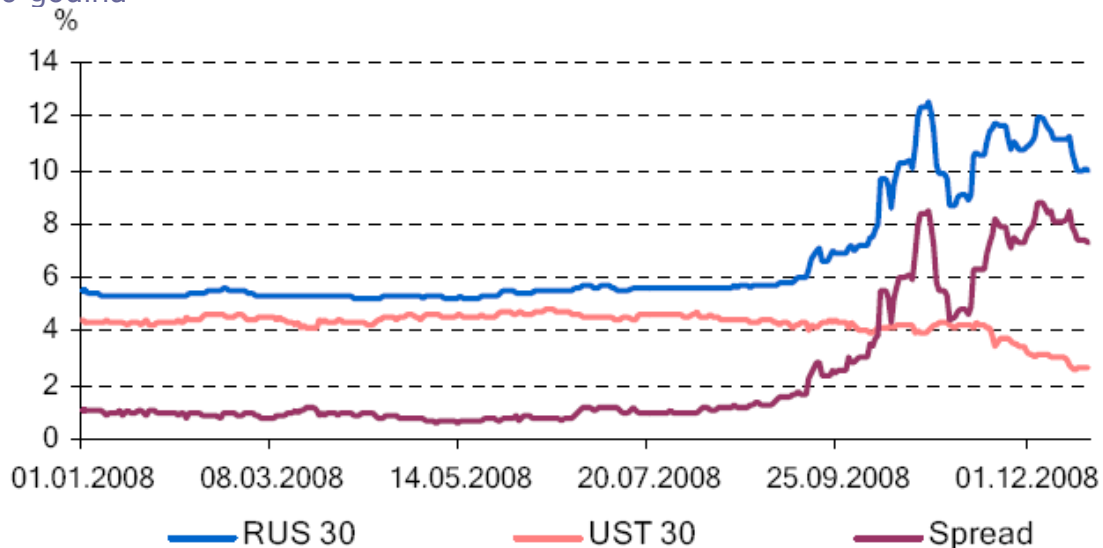
Trenutna financijska kriza jednako je utjecala na razvijene zemlje kao i na zemlje u razvoju, no vjerujemo da će, nakon što kriza prođe, stope rasta u zemljama u razvoju biti više od rasta u razvijenim zemljama. Najveći čimbenik rasta bit će domaća potražnja, a od potražnje za sirovinama najviše će profitirati upravo Rusija čime će se stvoriti preduvjeti za slijedeću etapu ekonomskog rasta.

Financijska kriza, koja je prisutna u svjetskoj ekonomiji od rujna 2008, potaknula je ulagače na revaluaciju sklonosti prema riziku što se posebno odnosilo na ulagače na rusko tržište kapitala. Povećanje zahtijevane stope povrata odrazilo se u povećanju prinosa na rusku državnu obveznicu s rokom dospijeaća od 30 godina na više od 10%, pri čemu je razlika u prinosu ruske i američke državne obveznice s rokom dospijeaća od 30 godinu u jednom trenutku iznosila čak 8,5%, dok je ranije u 2008. godini ta razlika iznosila oko 1%.

Smatramo da je razlika u prinosu između ruske i američke državne obveznice prevelika te da će se smanjiti na 5% u 2009. godini prvenstveno zbog očekivanog povećanja cijena sirovina kao i ponovnoga povećanja sklonosti ulagača prema imovini koja u sebi sadrži veći rizik. Vjerujemo da će s oporavkom svjetske ekonomije, zemlje u razvoju rasti brže od razvijenih zemalja. Nadalje, odljev kapitala iz Rusije zaustavit će se stabilizacijom cijene nafte što će smanjiti rizik od iscrpljivanja deviznih rezervi ruske centralne banke te smanjenjem razlike u prinosu ruskih i američkih državnih obveznica.



Grafikon 1. Usporedba prinosa na rusku i američku državnu obveznicu s rokom dospijeaća od 30 godina



Izvor: Bloomberg

Kamatne stope na međubankarskom tržištu u Rusiji povećale su se s uobičajenih 6-8% na 15-18% u listopadu 2008. Kako bi se povećala likvidnost sustava i ponovno potaknula kreditna aktivnost banaka, ruska je centralna banka izdala jamstva za potpuno pokrivanje gubitaka banaka s osnove izdanih zajmova će su se stope vratile na razine prije izbijanja krize. Pozitivan utjecaj na smanjenje kamatnih stopa na ruskom tržištu imalo je i smanjenje referentnih stopa u SAD-u te Eurozoni.

2. MAKROEKONOMSKI POKAZATELJI ZA RUSIJU

Prema posljednjim podacima ureda za statistiku, ruski je GDP u razdoblju od siječnja do listopada 2008. porastao za 7,5%, odnosno manje nego u istom razdoblju prethodne godine. Rast je znatno usporen na 5,9% u listopadu. Prema Ministarstvu za gospodarski razvoj, smanjenje rasta u listopadu uslijedilo je zbog smanjenja rasta industrijske proizvodnje, smanjenju investicija u fiksnu imovinu kao i u smanjenju građevinskih radova. Iz predstavljenih podataka vidljivo je da je osobna potrošnja i dalje visoka.



adriatica capital

Tablica 1: Glavni makroekonomski pokazatelji za Rusiju u 2008. godini

Pokazatelj	Financijska godina 2008			Financijska godina 2007	
	Siječanj - Listopad	Listopad	Rujan	Siječanj - Listopad	Listopad
GDP	7,50%	5,90%	7,50%	7,80%	9,30%
Realni rast plaća	12,60%	11,80%	11,40%	16,00%	14,90%
Raspoloživi dohodak	7,60%	6,90%	6,80%	10,50%	11,00%
Ponuda novca	2,50%	-5,40%	-1,10%	27,00%	-0,60%
Investicije u fiksnu imovinu	12,30%	6,90%	11,70%	21,10%	19,60%
Industrijska proizvodnja	4,90%	0,60%	5,40%	6,50%	6,00%

Izvor: Ministarstvo za gospodarski razvoj Rusije

Stopa rasta industrijske proizvodnje smanjila se u listopadu na 0,6%. Glavni uzrok za ovo smanjenje leži u širenju negativnih globalnih trendova na rusku ekonomiju. Ponajprije se to odnosi na naglo smanjenje kreditiranja. Znatno smanjenje proizvodnje dovelo je do racionalizacije poslovanja, odnosno smanjenja troškova radne snage što je dovelo do smanjenja realne stope rasta plaća te raspoloživoga dohotka stanovništva. Smanjeni rast raspoloživoga dohotka, smanjeni pristup potrošačkim kreditima te povećana nesigurnost u pogledu budućih prihoda vjerojatno će značiti smanjenje osobne potrošnje u 2009. što će negativno utjecati na GDP.

Zbog smanjivanja očekivanja u pogledu agregatne potražnje te nagloga povećanja kamatnih stopa, većina je kompanija smanjila svoje investicijske planove, sa 19,6% u listopadu 2007. na 6,9% u listopadu 2008.

Državna potrošnja će u 2009. godini rasti znatno sporije, budući da se 40% državnoga proračuna sastoji od poreza vezanih za sirovine. Nadalje, pad će doživjeti i prihodi od poreza na dobit koji iznose 7% ukupnih prihoda državnoga proračuna. Neto izvoz zabilježit će veliki pad zbog velikoga pada cijena nafte i ostalih sirovina koji u ukupnom ruskomu izvozu sudjeluju s 80%.

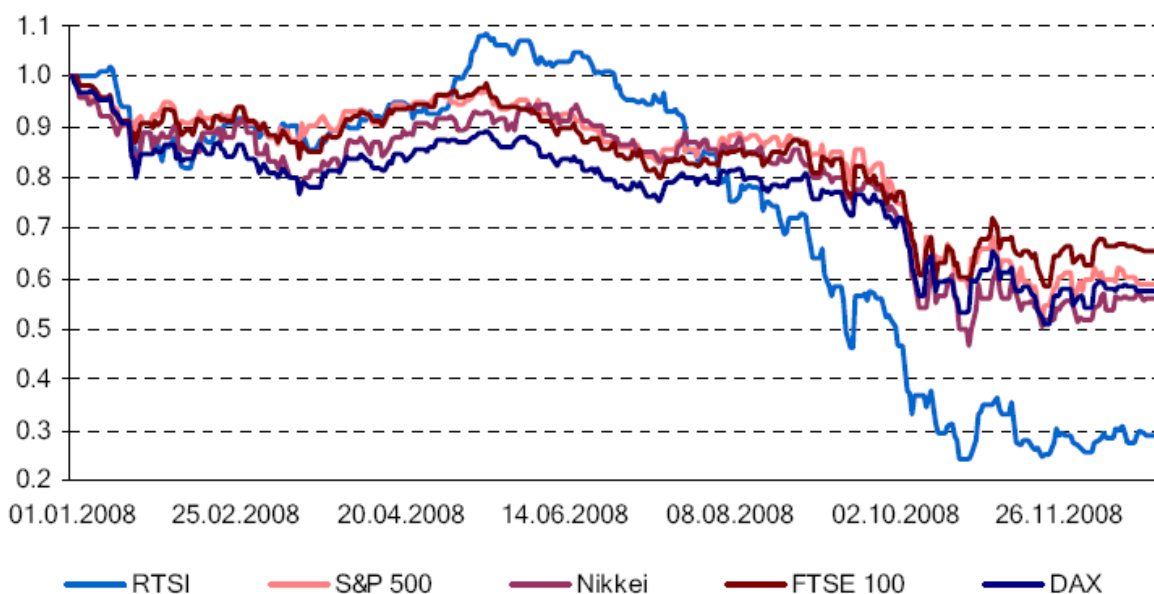
Trenutna procjena rasta ruskoga gospodarstva iznosi 1,5%. Prosječna cijena nafte od 50 USD za barel omogućit će pozitivnu stopu rasta ruskoga gospodarstva, no produljenje gospodarske



neizvjesnosti, osim na cijenu nafte utjecat će i na ograničenje osobne i investicijske potrošnje što može utjecati na manju stopu gospodarskoga rasta.

Navedeni makroekonomski pokazatelji te utjecaj svjetske ekonomske krize oblikovali su i kretanje RTS indeksa u 2008. godini

Grafikon 2 . Usporedba RTS indeksa sa indeksima vodećih tržišta kapitala



Izvor : Bloomberg

Rusko je tržište dionica raslo do sredine godine kao posljedica rekordne razine cijene nafte, no nakon toga su se počeli pokazivati pravi razmjeri kreditne krize, ponajprije u velikom padu nafte i ostalih sirovina što je dovelo do problema u održavanju makroekonomske ravnoteže što je uzrokovalo znatno veći pad ruskoga RTS indeksa u odnosu na indekse najrazvijenijih zemalja svijeta.



3. UTJECAJI NA RUSKO TRŽIŠTE KAPITALA

U nastavku predstavljamo ključne faktore za kretanje ruskoga tržišta kapitala u koje ubrajamo globalni rast, stabilnost rublje, cijena nafte te faktore specifične za Rusiju.

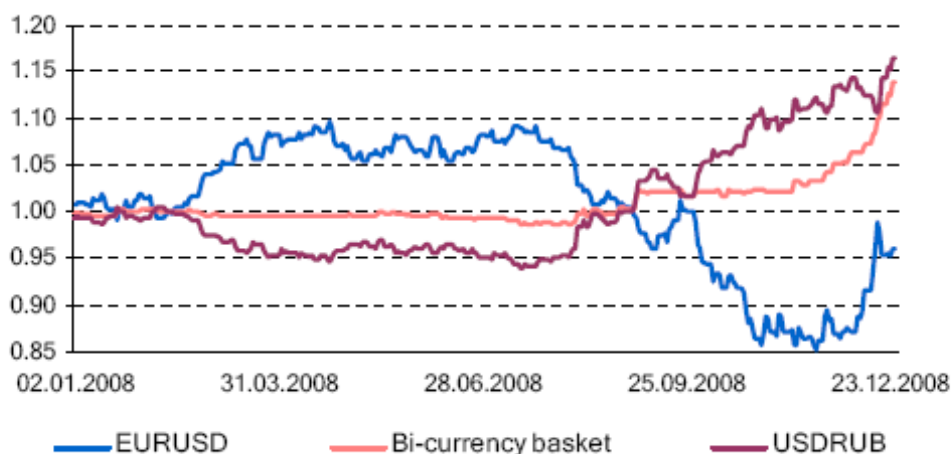
Globalni rast

Procjenjuje se da globalni rast neće iznositi više od 1% do 2010. godine zbog velike razine duga u razvijenim zemljama. Smanjivanje toga duga u kratkom će roku dovesti do opadanja ekonomske aktivnosti te će rast uslijediti nakon implementacije velikih državnih programa za poticanje gospodarstva.

Važno je i pitanje hoće li se rusko tržište kapitala početi oporavljati prije ili kasnije od ostalih zemalja, kako razvijenih tako i zemalja u razvoju. Kretanje ruskoga tržišta kapitala u 2008. godini bilo je vrlo korelirano s cijenom nafte zbog velikog utjecaja prihoda od nafte na glavne makroekonomske varijable, poput vanjskotrgovinske bilance, državnog proračuna te valute. Cijena nafte vjerojatno će početi rasti usporedo s rastom svjetskoga gospodarstva.

Kretanje rublje

Grafikon 3. Kretanje rublje prema dolaru i košarici eura i dolara



Izvor: Bloomberg

Ukoliko cijena nafte ostane ispod 50 USD za barel, ruska će Vlada morati dozvoliti pad rublje u odnosu na dolar, kao što su učinile mnoge vlade širom svijeta sa svojim valutama. Tržište



adriatica capital

kapitala neće doživjeti rast dok ne dođe do deprecijacije rublje. Strah od devalvacije toliko je velik i tržište kapitala je očekuje, stoga bi sam čin devalvacije rezultirao oporavkom tržišta. Glavno je pitanje kako će se ruske vlasti postaviti prema problemu devalvacije. Ranija devalvacija ublažit će pad tržišta, dok bi inzistiranje na branjenju valute doprinijelo mnogo lošijem makroekonomskom okviru te bi se oporavak znatno odužio.

Devalvacija rublje koristi kompanijama koji prihode imaju u dolarima, a rashode u rubljama zbog toga što im obveze „ pojeftinjuju“ za iznos devalvacije. To su kompanije iz sektora sirovina.

Rast cijene nafte iznad 60 USD doprinijet će stabilnosti vanjskotrgovinske bilance, državnoga proračuna te tečaja rublje. U tom slučaju kao što smo ranije rekli također će doći do rasta tržišta, a predvodnici će naravno biti naftne kompanije.

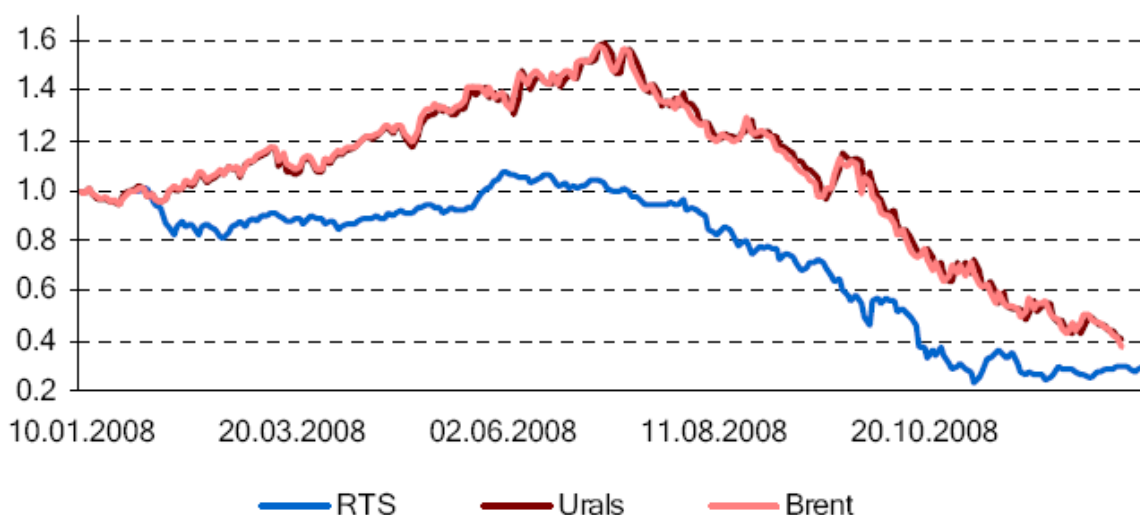
Cijena nafte

Kao što smo već napomenuli cijena nafte bi trebala slijediti svjetski ekonomski rast, kao što je to činila proteklih nekoliko godina.

OPEC je najavio znatno smanjenje proizvodnje nafte kako bi se podržala cijena. Najave smanjenja proizvodnje nisu uspjele dignuti cijenu nafte, no čini se da će se OPEC-u u smanjenju proizvodnje pridružiti Rusija. Kretanje dolara također utječe na cijenu nafte. Nakon godina pada vrijednost, dolar je u proteklih 6 mjeseci zabilježio znatan rast, no rastući deficit bilance plaćanja SAD-a kao te agresivno povećavanje bilance američke centralne banke mogle oslabiti dolar što bi dovelo do jačanja cijena nafte i ostalih sirovina.



Grafikon 4. Korelacija RTS indeksa sa cijenom nafte



Izvor: Bloomberg

Kao što smo već istaknuli, na rusku makroekonomiju najveći utjecaj imaju cijene nafte i ostalih sirovina, a kako je tržište kapitala svojevrsan presjek stanja u gospodarstvu, korelacija cijene nafte i indeksa tržišta kapitala također je visoka što se vidi iz grafikona.

Specifični faktori

Ruska je Vlada kupovala dionice kompanija na razinama RTS Indeksa od 500 do 600 bodova čime je doprinijela stabilizaciji tržišta u vrlo ozbiljnoj situaciji.

Krhke ekonomije Istočne Europe

Zemlje Istočne Europe pozvale su u pomoć Međunarodni monetarni fond kako bi se prevladao problem likvidnosti. Najveće opasnosti za zemlje Istočne Europe u uvjetima svjetske recesije su visoki deficiti vanjskotrgovinske bilance, visoka zaduženost odnosno s time povezana ovisnost o međunarodnoj likvidnosti. Mnoge će zemlje biti u dugoj recesiji što će predstavljati dodatni pritisak na Rusiju što može izazvati šokove koji će utjecati na daljnju destabilizaciju tržišta.



adriatica capital

Dug

Prijetnja nemogućnosti otplate dugova bit će prisutna i u 2009. u kojoj na naplatu u Rusiji dolazi 100 milijardi USD. Kako su međunarodne rezerve države četiri puta veće, i kako državna banka VEB ima 50 milijardi USD za refinanciranje duga, ne postoji veća vjerojatnost propasti gospodarskoga sustava kao rezultat problema s otplatom duga. Međutim, pojedine kompanije neće moći podmiriti dugovanja, što će dovesti do zabrinutosti u pojedinim razdobljima 2009. godine, a smanjivanje kreditnog rejtinga Rusije moglo bi dovesti do povećanja otplatnih rata po preuzetim kreditima.

Reforme

Teška ekonomska situacija povećava vjerojatnost provođenja gospodarstva i sustava upravljanja zbog toga što Rusija, kao i većina zemalja, odlaže provođenje reformi do posljednjega trenutka. Među najvažnije reforme spadaju mirovinska reforma, poboljšanje korporativnoga upravljanja, smanjivanje proračunske potrošnje, poboljšanje tržišne regulative, borba protiv korupcije te poboljšanje poreznoga sustava.

Korporativno upravljanje

Ulagači se trebaju zaštititi od dvije osnovne opasnosti povezane s korporativnim upravljanjem. Agresivni oligarsi počeli su izvlačiti novac iz svojih uvrštenih kompanija što dovodi u pitanje redovito funkcioniranje kompanija u ovim teškim financijskim uvjetima. Druga opasnost leži u postupcima vlasti protiv kompanija poput Mechela ili Uralkalija čiji su se vlasnici zamjerali vlastima. Najbolji način izbjegavanja rizika korporativnoga upravljanja je kupnja dionica državnih kompanija kod kojih barem ne postoje dva gore navedena rizika.

Spajanja i preuzimanja

Rusija je najveće europsko tržište sa velikim potencijalom rasta pa očekujemo da će strateški ulagači i dalje biti zainteresirani za preuzimanje zanimljivih kompanija. Zbog toga očekujemo značajan broj preuzimanja ili spajanja, kako od stranih i tako i od domaćih investitora koji će preuzeti aktivnu ulogu u procesu konsolidacije.



4. STRATEGIJA ZA 2009. GODINU

Tablica 2. Procjena tečaja rublje na osnovi plana državnoga proračuna

Pokazatelj	Jedinica	Scenarij		
		Pesimističan	Osnovni	Optimistični
Cijena nafte	USD po barelu	35,0	50,0	65,0
Prihodi od nafte	milijardi USD	45,3	80,4	115,5
Dobit kompanija	milijardi RUB	301,6	452,4	603,2
Smanjenje prihoda u odnosu na plan Vlade	%	60,0%	40,0%	20,0%
Ostali prihodi	milijardi RUB	5583,7	5583,7	5583,7
Troškovi	milijardi RUB	9024,7	9024,7	9024,7
Financiranje iz Rezervnoga fonda	milijardi USD	40,0	10,0	-20,0
Tečaj rublje pri kojem se uravnotežuje proračun	RUB/USD	36,82	33,06	29,70

Izvor: Ministarstvo za gospodarski razvoj Rusije

Rusko je Ministarstvo financija u planu za razdoblje 2009-2011 predvidjelo proračunske prihode na osnovi procjena prosječne cijene nafte od 95 USD po barelu, tečaju USD/RUB od 24,7 što je rezultiralo očekivanim suficitom proračuna od 1,9 bilijuna RUB. Kako su sve obveze proračuna u domaćoj valuti, rusko ministarstvo financija ima mogućnost uravnoteženja proračuna slabljenjem domaće valute. Dakle, izvršenje proračuna ovisi o cijeni nafte, koja će zasigurno biti manja od planirane cijene od 95 USD te tečaja rublje.

Predstavili smo 3 scenarija cijene nafte, pesimistični, osnovni i optimistični te izračunali tečaj rublje pri kojem je državni proračun uravnotežen. Osnovni scenarij predviđa prosječnu cijenu nafte od 50 dolara po barelu, pad dobiti kompanija od 40% u odnosu na objavljeni plan ministarstva financija. Procjenjujemo da se pri toj cijeni neće trebati koristiti sredstva Rezervnoga fonda. U ovom slučaju tečaj pri kojem se uravnotežuje državni proračun je 33,06 rubalja za dolar.

Pesimistični scenarij temelji se na cijeni nafte od 35 dolara, 60%-tnom padu dobiti kompanija i potrebi za 40 milijardi dolara iz Rezervnoga fonda za pokrivanje tekućih troškova. U ovome slučaju rublja će deprecirati na razinu RUB/USD 36,82.



adriatica capital

Osnova za optimistični scenarij je cijena nafte od 65 dolara za barel pri čemu će doći do pada dobiti kompanija od 20% u odnosu na plan Vlade, a Rezervni fond primit će dodatnih 20 milijardi USD, a devizni tečaj bit će RUB /USD 29,70.

Struktura portfelja ovisi o kretanju cijena nafte, odnosno od predstavljenih scenarija. Trenutna cijena nafte kreće se od 35-45 dolara po barelu što odgovara navedenom pesimističnom scenariju. Kako struktura prihoda državnoga proračuna u najvećoj mjeri ovisi o prihodima naftnih kompanija, analogija uravnoteženja državnoga proračuna mijenjanjem deviznoga tečaja vrijedi i za naftne kompanije. Naftne kompanije prihode ostvaruju u dolarima, a rashode podmiruju u rubljima. Prema tome, na njihov račun dobiti i gubitka pozitivno će utjecati deprecijacija rublje jer će jednom jedinicom prihoda moći podmiriti više troškova u odnosu na razdoblje prije deprecijacije.

Ista situacija primjenjuje se i na ostale proizvođače sirovina koji također imaju korist od deprecijacije valute.

Kompanije koje većinu svojih prihoda ostvaruju u domaćoj valuti, poput maloprodajnih kompanija, banaka i telekomunikacijskih kompanija zbog deprecijacije su u mnogo težoj situaciji jer deprecijacija valute dovodi do visoke inflacije. Procjenjujemo da će stopa inflacije upravo zbog povećanih cijena uvoznih proizvoda biti oko 12 % u 2009. godini. Povećana inflacija utječe na smanjenje realnog raspoloživog dohotka što utječe na smanjenje prihoda kompanija iz sektora potrošnih dobara.

S obzirom na povećanu premiju rizika na ruske vrijednosne papire što smo objasnili u prethodnom dijelu, prinosi na ruske korporativne i državne obveznice vrlo su visoki, čak ako se usporede i sa ostalim zemljama u razvoju.

Prinosi na korporativne obveznice su u rasponu od 16-18% godišnje, dok su prinosi na državne obveznice oko 12 %.

Iako se strategija našega investicijskoga fonda AC Rusija prvenstveno temelji na dionicama, u ovim uvjetima smanjivanja dobiti kompanija i još uvijek velike neizvjesnosti na tržištima kapitala, veću pažnju treba posvetiti prinosima u odnosu na potencijale rasta kompanija te ćemo u ovim uvjetima dio portfelja alocirati na obveznice kompanija u državnom vlasništvu koje nose velike prinose, a rizik neplaćanja kupona znatno je manji nego kod privatnih kompanija.

Najveći dio portfelja fonda zauzimaju dionice iz naftnoga sektora te proizvođači ostalih sirovina zbog efekta deprecijacije, odnosno devalvacije valute na račun dobiti i gubitka tih



adriatica capital

kompanija, ali i zbog potcijenjenosti tih kompanija u odnosu na usporedive kompanije iz svijeta.

Udio kompanija iz sektora potrošnih dobara znatno je smanjen zbog utjecaja deprecijacije na kupovnu moć stanovništva kao i zbog relativno visokog udjela duga u stranoj valuti kojim su te kompanije financirale agresivne planove rasta.

Kako se cijena nafte bude približavala osnovnomu scenariju od 50 USD po barelu, poboljšavat će se makroekonomski pokazatelji, ponajprije proračunski prihodi te vrijednost nacionalne valute. Zahtijevane stope prinosa na ruske državne i korporativne obveznice će se smanjivati. Naravno da će i prihodi kompanija iz naftnoga sektora znatno porasti stoga će kompanije iz toga sektora i dalje biti iznadprosječno zastupljene u portfelju fonda AC Rusija. Udio obveznica će se nakon porasta njihove cijene smanjiti, a povećat će se udio kompanija iz sektora potrošnih dobara zbog smanjenja inflacije uzrokovane tečajnim kretanjima.

Ukoliko se cijena nafte bude približavala cijeni od 65 dolara kao u predstavljenom optimističnom scenariju, i dalje ćemo povećavati udio kompanija iz sektora potrošnih dobara zbog daljnjega poboljšanja makroekonomskih pokazatelja. Pri ovoj razini cijene, država će također moći povećavati investicije u infrastrukturne projekte, ali i direktne transfere stanovništvu. Kako se bude povećavala sklonost riziku, prinosi na obveznice dalje će se smanjivati, a u portfelju će se pojaviti i srednje kompanije s većim potencijalom rasta kojima će pogodovati bolje kreditno okruženje te još veća kupovna moć stanovništva.



adriatica capital

Adriatica Capital je nezavisno društvo za upravljanje investicijskim fondovima koje je usmjereno na ulaganja u tržišta u razvoju. Adriatica Capital ima odobrenje za 3 otvorena investicijska fonda s javnom ponudom te 2 otvorena investicijska fonda s privatnom ponudom.

AC Rusija je otvoreni investicijski fond s javnom ponudom kojim upravlja Adriatica Capital. Strategija fonda temelji se na ulaganju u vrijednosne papire kompanija iz Rusije i ostalih zemalja CIS-a.

Adriatica Capital je pod nadzorom Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA).

Adriatica Savjetovanja d.o.o. je društvo registrirano za poslove poslovnog savjetovanja, savjetovanja u pogledu strukture kapitala te privatizacijskog savjetovanja. Njegovi osnivači imaju značajno iskustvo u privatizacijskim procesima u Istočnoj Europi.

Ovo izvješće je sastavio Damir Gubić, analitičar zaposlen u društvu Adriatica Capital.

Kontakt:

Damir Gubić
Adriatica Capital d.o.o.
Varšavska 8, 10 000 Zagreb
T: 01 4833 061
Email: damir.gubic@adriaticacapital.hr

Damir Gubić ne posjeduje nijedan vrijednosni papir koji se spominje u izvješću.

Informacije sadržane u izvješću prikupljene su iz izvora za koje Adriatica Capital smatra da su pouzdani, ali Adriatica Capital ne preuzima odgovornost za točnost ili potpunost danih informacija. Ovo izvješće ne predstavlja ponudu za kupnju ili prodaju navedenih vrijednosnih papira. Dodatne informacije o vrijednosnim papirima ili projektima u izvješću dostupne su kod društva Adriatica Capital.