

# Стратегия-2014



# Стратегия-2014. Каждый сам за себя

Прошедший год стал для мировой экономики годом несбывшихся надежд и несработавших рисков. Долговые проблемы еврозоны дали о себе знать весной через банковский кризис на Кипре, но как-то слабо, в США проблемы бюджета и долга не мешали экономике расти, Китай избежал «жесткой посадки», цены на нефть лишь ненадолго выходили из диапазона 100-110 долл. за баррель. Вместе с тем мировая экономика продолжила замедляться, инвесторы продолжили выходить из рискованных активов и развивающихся стран, а единственным классом активов, показавшим внушительный рост, оказались акции американских и японских компаний.

В новый год страны входят с проблемами, которые носят в основном уже локальный характер. Китаю необходимо менять экономическую модель, США – готовиться к тому, что деловой цикл близок к пику, России – думать о том, что делать с некачественными активами, а еврозоне – поддерживать «зеленые ростки» и не допустить затухания только-только начавшей оживать деловой активности.

В целом мы не ждем от мировой экономики или экономики РФ фантастических результатов. Скорее всего, рост будет либо на уровне 2013 года, либо даже несколько слабее. Нужно понимать, что многие меры, необходимые для долгосрочного роста, в краткосрочной перспективе приводят к ухудшению текущих макропоказателей. В частности, это относится к Китаю, где требуется переориентация на внутренний спрос, а также к России, где только начинается процесс сокращения издержек и оптимизации численности персонала компаниями.



# Глобальные темы

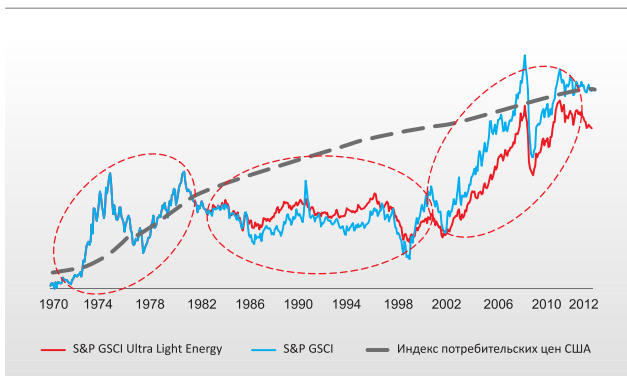
Сейчас мы выделяем три глобальные тенденции, которые сказываются и продолжают сказываться на состоянии мировой экономики и рынков. Во-первых, окончание сырьевого цикла, что непосредственно сказывается на перспективах цен на сырьевые товары. Во-вторых, дивергенция, под которой мы подразумеваем разную скорость и пути восстановления экономик после кризиса. Третья тема – это глобальный демографический сдвиг, который ограничивает долгосрочные перспективы экономического роста как отдельных стран, так и мировой экономики в целом.

## Конец сырьевого цикла

Рост цен на сырьевые товары, произошедший за последнее десятилетие, имеет прямую аналогию, а именно – нефтяной шок 1973 года и последовавшие за этим события. Тогда рост сырьевых цен подстегнул инфляцию, способствовал окончательному отказу от золотого стандарта и поменял принципы мировой денежной системы.

С начала 1980-х по начало 2000-х цены на сырье двигались в рамках бокового тренда, хотя и колебались в широком диапазоне. Разрыв с потребительскими ценами нарастал.

Диаграмма 1. Инфляция и сырьевые цены



Триггером нового сырьевого цикла стал рост потребления ресурсов развивающимися странами, в первую очередь Китаем. Именно на нулевые пришелся наиболее интенсивный рост экономик стран BRIC. Причем рост не в последнюю очередь был обусловлен дешевой нефтью и металлами по отношению к ценам конечных продуктов (потребительских товаров). В результате сейчас мы имеем восстановление паритета потребительских и сырьевых цен.

## Замедление роста развивающихся экономик, снижение ресурсоемкости роста

Рост Китая, Индии и других крупных развивающихся экономик замедлился, а их экономики стали переключаться на менее ресурсоемкие модели. Это означает, что фактор увеличения спроса на нефть и промышленные металлы серьезно ослаб. Рост развитых экономик вряд ли способен полностью компенсировать это сокращение.

## Избыточные мощности

Высокие цены на сырьевые товары привели к увеличению инвестиций в добывающие активы, из-за чего предложение сырьевых товаров превышает спрос. В случае, например, нефти и газа рост предложения обусловлен еще и технологическим прогрессом (сланцевый газ и нефть).

## Инвестиционный спрос

Инвестиционный (спекулятивный) спрос наиболее сильно сказался на спросе на драгоценные металлы, в частности золото. Ликвидация позиций в физических ETF усугубила падение цен, начавшееся после того, как реальные процентные ставки в долларах стали положительными.

Таблица 1.

	Спрос	Предложение	Инвестиционный спрос	Геополитические и страновые риски	Ожидания
Нефть	Растет, но слабее ожиданий	Под контролем. Большой потенциал увеличения (США)	Слабый.	Высокие (Ближний Восток)	Нисходящий тренд при высокой волатильности
Промышленные металлы	Слабее ожиданий (ухудшение прогнозов по инвестициям в развивающихся странах)	Высокое из-за избыточных инвестиций, начатых на пике цикла	Слабый, высокая стоимость хранения	Низкие	Боковой или нисходящий тренд
Драгоценные металлы	Слабее ожиданий (платиноиды)	На уровне ожиданий, серьезному росту взяться неоткуда	Слабеет (ожидания роста ставок, оттоки из физических ETF)	Низкие	Падение цен золота

## Экономическая дивергенция

В период кризиса 2008 года и непосредственно после первой фазы восстановления, закончившейся в конце 2009 года, страны оказались примерно в одинаковом положении. Произошла синхронизация бизнес-циклов. Начиная же с 2010 года пути экономик стали расходиться. Развивающиеся страны из-за накопленных внутренних проблем стали проигрывать развитым, особенно США. При этом группы развитых и развивающихся стран также стали неоднородными: среди развитых стран преимущество получили те, где оказались более решительные и агрессивные регуляторы, а среди развивающихся лучше смотрелись те, которым удалось сохранить положительное сальдо по счету текущих операций<sup>1</sup>.

Диаграмма 2. Глобальная дивергенция

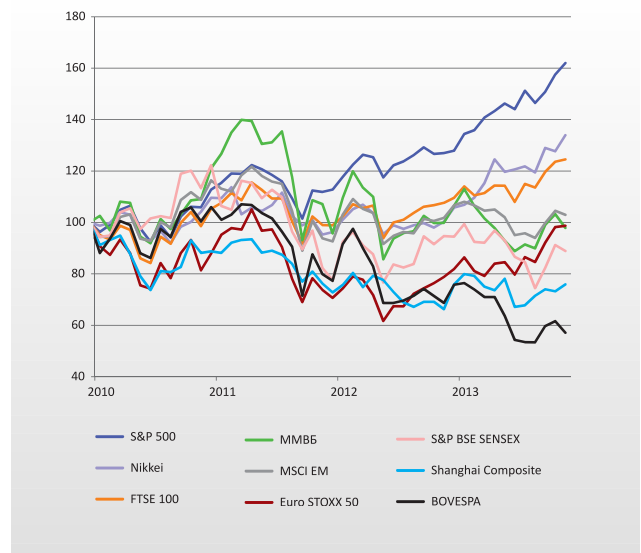


Источник: оценки УК «Альфа-Капитал».

Дивергенция экономик напрямую сказалась и на динамике фондовых индексов. В лидерах, как легко догадаться, США, а в последние годы стала подтягиваться Япония. В аутсайдерах – Бразилия, Индия и Китай. Россия находится где-то в середине этого списка.

1. Счет текущих операций – торговый баланс, включающий в себя товары и услуги плюс сальдо по процентным платежам, оплате труда иностранных работников, дивидендам и т.п. Более адекватно отображает состояние внешнего баланса экономики, чем просто торговый баланс. Отрицательный счет текущих операций означает, что экономика нуждается во внешних заимствованиях, отсутствие которых означает либо расходование золотовалютных резервов, либо девальвацию валюты. Положительный счет текущих операций позволяет стране кредитовать другие экономики либо накапливать золотовалютные резервы.

Диаграмма 3. Фондовые индексы разных стран (31.12.2009 = 100, в USD)



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал».

### Предполагаемое развитие событий

В прогнозе необходимо сделать поправку на нелинейность бизнес-циклов, а именно – на чередование стадий роста и стадий охлаждения. Например, США, на наш взгляд, уже прошли значительную часть стадии роста, что предполагает охлаждение деловой активности, и триггером здесь может стать начало сворачивания программы количественного смягчения. Япония и Европа в этом ключе выглядят более привлекательно, деловой цикл еще далек от пика, а центральные банки пока даже не задумываются о сворачивании мер стимулирования. **В ближайшие годы рынок акций США, скорее всего, будет уступать рынкам других развитых стран, в частности Европы и, возможно, Японии.**

Что касается дивергенции развитых и развивающихся экономик, то пока сильного обратного движения мы не ожидаем. Причина – сокращение перспектив роста развивающихся экономик из-за накопленных внутренних дисбалансов и демографических изменений.

## Демографический сдвиг

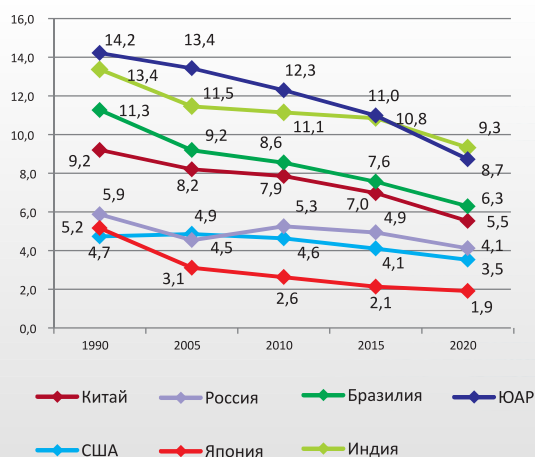
Старение населения – еще одна глобальная тенденция, с которой придется иметь дело в ближайшие годы. И 2014-й – не исключение. Численность населения в трудоспособном возрасте по отношению к старшему поколению снижается практически во всех крупных странах. Индия, Бразилия и ЮАР – не исключение, с той лишь разницей, что пока нагрузка на работающее население еще не столь высока, как, например, в Японии.

Наиболее очевидное следствие старения населения – замедление темпов роста всех экономик, что логически следует из увеличения социальной нагрузки на производственный сектор, дефицита трудовых ресурсов и, соответственно, роста издержек компаний, замедления роста рынка сбыта и т.п. Даже «демографическая премия» в развивающихся странах уже не столь высока, как раньше, поэтому рассчитывать на повторение роста 2000-х не стоит.

Другое немаловажное следствие – это изменение структуры спроса на финансовые активы из-за сокращения инвестиционного горизонта и уменьшения возможностей брать на себя дополнительный риск.

- Увеличение спроса на «безопасные активы» (облигации)
- Сокращение спроса на акции и другие рискованные инструменты
- Увеличение продаж активов из пенсионных портфелей

**Диаграмма 4. Отношение численности населения в возрасте 20-64 лет к численности старшего поколения**



Источник: <http://populationpyramid.net>.

### Для фондового рынка это означает:

1. Повышенный спрос на инструменты с фиксированной доходностью.
2. Снижение спроса на рискованные инструменты, такие как акции, сырье и валютные стратегии.
3. Уменьшение долгосрочных темпов роста прибыли компаний и, соответственно, сокращение долгосрочного роста справедливой стоимости акций.

### Рекомендации:

1. Облигации: основа инвестиционного портфеля.
2. Акции и другие рискованные инструменты: отказ от индексного подхода, повышение роли stock selection и качества управления.

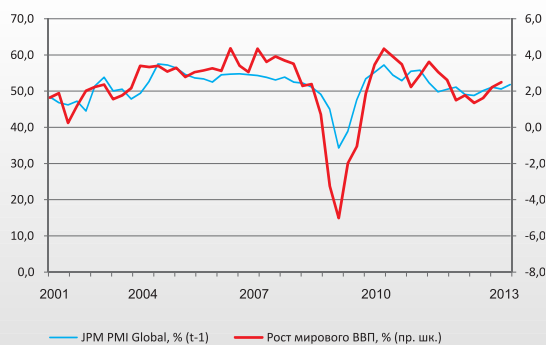
# Прогноз-2014: экономика

## Мировая экономика

Общее состояние мировой экономики в 2013 году было «стабильным». Рост ВВП еще немного замедлился, а глобальный индекс PMI закрепился около нейтральной отметки 50 пунктов. Слабые темпы роста демонстрировали почти все регионы. Особенно разочаровали развивающиеся экономики, разница между темпом их роста и ростом развитых экономик оказалась минимальной за последние годы.

Общей тенденцией 2013 года стал отток капитала из развивающихся экономик, особенно тех, которые испытывают дефицит по счету текущих операций. Идея их быстрого роста по мере сокращения демографической премии и накопления внутренних дисбалансов сходит на нет, а новой конструктивной идеи, способной заставить капитал развернуться обратно в развивающиеся рынки, пока не появилось. При этом развитые страны демонстрировали улучшение макропоказателей, улучшение в части внешних и внутренних дисбалансов. Особенно это заметно на примере еврозоны, где наблюдается рекордное положительное сальдо по счету текущих операций и уменьшение бюджетных дефицитов.

**Диаграмма 5. Индекс PMI Global и рост мирового ВВП**



Источник: Bloomberg

Скорее всего, рост экономики в 2014 году будет слабым, но одновременно мало кто ожидает скатывания ее в рецессию. Наоборот, есть предпосылки ускорения роста в развитых экономиках: например, индексы PMI США и еврозоны явно развернулись вверх. Что касается развивающихся стран, то им, с одной стороны, требуется время для решения внутренних проблем, с другой – для них развитые страны становятся уже не столько локомотивами, сколько конкурентами.

**Диаграмма 6. Индексы PMI различных стран**



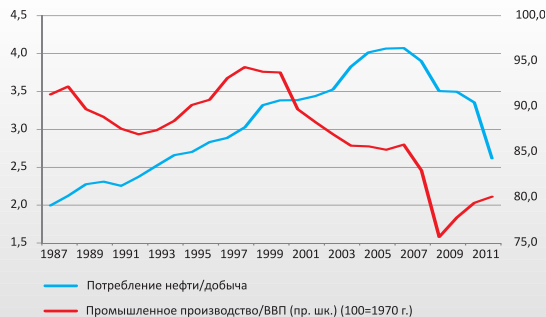
Источник: Bloomberg

## Развитые страны: из локомотивов в конкуренты

Одно из значимых изменений в структуре мировой экономики, которое напрямую касается развитых и развивающихся стран, – это изменение роли отдельных стран. До недавнего времени общим мнением было то, что развитые страны – это потребители ресурсов и товаров, произведенных странами-фабриками (развивающимися странами). Но эта ситуация меняется, причем достаточно быстро.

Например, США активно наращивают добычу нефти, благодаря чему отношение ее потребления к добыче снизилось с 4 в 2007-2008 годах до почти 2,5. Кроме того, восстановление промышленного сектора привело к тому, что вклад промышленного производства в ВВП начал активно восстанавливаться после десятилетия снижения.

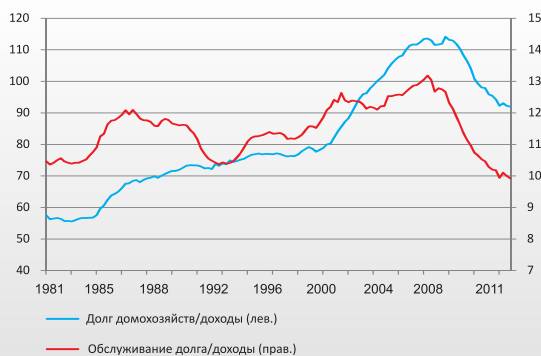
**Диаграмма 7. Восстановление сырьевого и промышленного секторов США**



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал».

Улучшение состояния экономики положительно сказалось и на рынке труда, безработица продолжила снижаться. Кроме того, продолжило улучшаться и финансовое состояние домохозяйств, в частности снизилась их долговая нагрузка, что усилило их способность переносить. Это повышает риски начала выхода ФРС из режима сверхмягкой денежно-кредитной политики. Так как ФРС однозначно будет проводить сворачивание QE с оглядкой на состояние экономики и рынка США, этот риск наиболее существенен все-таки для развивающихся рынков, так как рост ставок, скорее всего, приведет к оттоку средств с этих рынков.

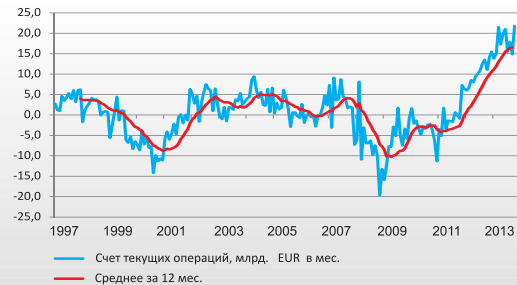
**Диаграмма 8. Долговая нагрузка на домохозяйства**



Источник: Bloomberg

Что касается еврозоны, то здесь показательным является рост счета текущих операций до рекордного по историческим меркам значения. Конечно, во многом это произошло из-за сокращения импорта, но следует отдать должное, что экспорт из еврозоны за последние годы не сильно пострадал. Формально еврозона за последние годы стала гораздо более экспортно ориентированной, чем раньше.

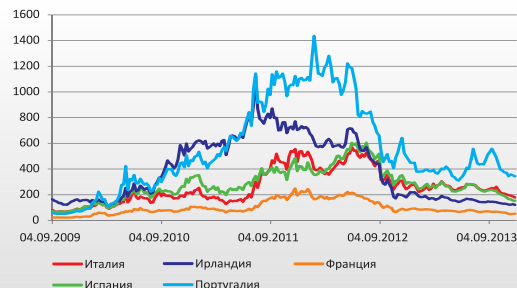
**Диаграмма 9. Счет текущих операций еврозоны, млрд EUR в месяц**



Источник: Bloomberg

Ситуация с долгами стран еврозоны за последний год стабилизировалась, котировки CDS указывают на спокойное отношение инвесторов к этому риску региона. И если раньше обострения долговых проблем становились поводами для продажи евро, то в 2013 году таких поводов было немного. Даже банковский кризис на Кипре был воспринят достаточно спокойно.

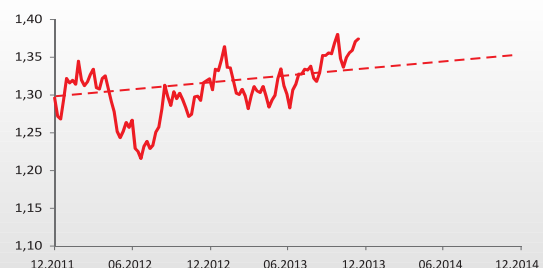
**Диаграмма 10. Котировки CDS стран еврозоны**



Источник: Bloomberg

Важным следствием текущего состояния еврозоны является то, что евро, скорее всего, продолжит укрепление к доллару США. Сейчас курс находится, по нашим оценкам, выше тренда, что подразумевает высокую вероятность коррекции в первые месяцы года. Но она будет носить скорее технический характер, тренд на укрепление евро продолжится.

**Диаграмма 11. Курс евро к доллару США**

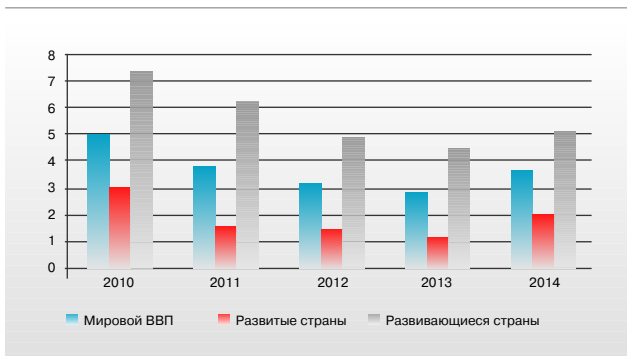


Источник: Bloomberg, оценки УК «Альфа-Капитал».

## Развивающиеся страны: время заняться дисбалансами

В последние годы развивающиеся страны, в том числе BRIC, растеряли ореол быстрорастущих экономик. Помимо торможения роста ВВП разница между темпами роста развивающихся стран и развитых в последние годы довольно быстро сокращается.

**Диаграмма 12. Рост мирового ВВП: развитые и развивающиеся страны**



Источник: IMF Economic Outlook, Окт 2013.

Причинами этого являются накопленные развивающимися странами проблемы (в различной комбинации для разных стран), такие как избыточные инвестиции, проблемы с качеством активов, сырьевая зависимость, отрицательный счет текущих операций и зависимость от притока иностранного капитала. Кроме того, негативно сказываются и демографические изменения, в частности быстрое старение населения.

**Таблица 2. Ограничения роста экономик BRIC**

Страна	Счет текущих операций, % ВВП	Производственные активы/ инвестиции	Экспортная/сырьевая зависимость
Россия	2,0%	Рост инвестиций = 0 Низкое качество активов госкомпаний и банков	2/3 экспорта РФ – это нефть и нефтепродукты
Китай	2,3%	Доля инвестиций в ВВП близка к 50%, но экономика замедляется	Нетто-импортер сырьевых товаров
Бразилия	-3,6%	Низкая безработица, полная загрузка мощностей	Минеральное сырье и топливо = 1/4 экспорта, высокая доля Китая в экспорте
Индия	-3,1%	Высокая доля неформального сектора, риски роста налоговой нагрузки	—

Источник: Bloomberg, официальные статистические агентства, расчеты УК «Альфа-Капитал».

Скорее всего, рост развивающихся рынков в 2014 году будет ниже 2013 года. Нынешний прогноз МВФ выглядит излишне оптимистично с учетом того, что фундаментальные ограничения роста развивающихся стран в 2014 году останутся в силе.

## Сырьевые рынки

### Нефть

Спрос на нефть после кризиса 2008-2009 годов растет более или менее стабильными темпами, поэтому основная причина роста цены и ее волатильность находится на другой стороне уравнения – предложении. Рост геополитических рисков в Северной Африке и на Ближнем Востоке был основной причиной повышения цены нефти, и с тех пор этот фактор не уходит с радаров участников рынка. Конфликты в Ливии, Египте и Сирии, санкции против Ирана привели к существенному снижению добычи нефти в этих странах, что оказывало воздействие на соотношение спроса и предложения. Проблемы с добычей также были в других странах.

Тем не менее риски роста предложения очень высоки. Добыча в США продолжит расти гигантскими темпами благодаря успехам «сланцевой революции»: сланца, с учетом роста его добычи странами, не входящими в ОПЭК, хватит с лихвой, чтобы удовлетворить увеличение спроса на нефть. Это означает, что странам ОПЭК в следующем году придется снизить добычу, чтобы не допустить избытка предложения нефти.

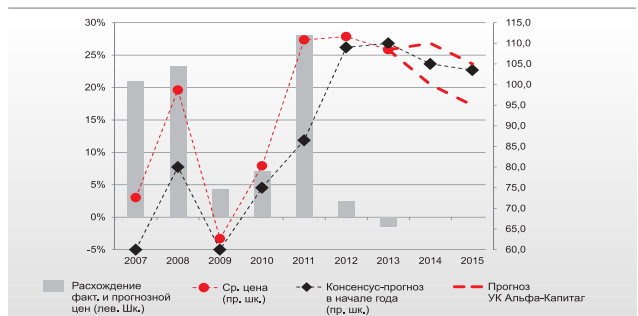
**Диаграмма 13. Простаивающие мощности по добыче нефти на максимуме за последние три года**



Источник: Reuters, EIA.

Остается надеяться, что Саудовская Аравия продолжит играть роль балансира рынка нефти и будет корректировать объемы добываемой нефти для того, чтобы держать цену нефти около «оптимального» уровня в 100 долл. На следующий год мы ожидаем среднюю цену за год в диапазоне 100-110 долл., а в 2015 году – 95-105 долл. При этом downside-риски существенно выше, чем upside-риски.

**Диаграмма 14. Прогноз цены нефти**



Источник: Bloomberg, УК «Альфа-Капитал».

## Промышленные металлы

Промышленные металлы в 2013 году в общей массе продемонстрировали отрицательную динамику. Общей причиной стали снижение ожиданий роста экономики Китая, который является двигателем спроса на металлы, и улучшение динамики добычи практически всех металлов. Лидерами падения стали никель и алюминий – два металла, на рынках которых наблюдается кризис перепроизводства.

На следующий год не ожидается продолжения существенного снижения цен на металлы с текущих уровней. Однако пока и предпосылок для ралли на рынках металлов тоже пока не наблюдается.

**Диаграмма 15. Индекс цен промышленных металлов Bloomberg**



Источник: Bloomberg.

Общей проблемой рынка всех промышленных металлов является избыток мощностей, инвестиции в развитие которых осуществлялись на пике цикла и при других ценах. В результате доля убыточных производств, например в алюминии, составляет 25-30%, в никеле – около 40%. Этот фактор будет сдерживать потенциал снижения цен, но без увеличения спроса рост цен на промышленные металлы весьма проблематичен.

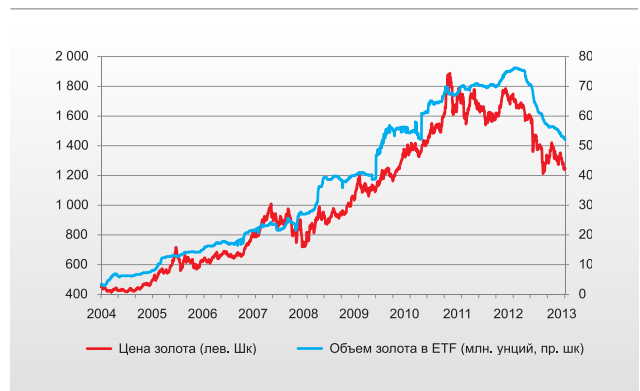
С учетом слабых прогнозов по росту Китая и всей мировой экономики в целом рост цен промышленных металлов мы ожидаем в районе нуля. Соответственно, это плохая новость для российских металлургических компаний, а также рубля, так как металлы занимают заметную долю в российском экспорте.

## Драгоценные металлы

Главным событием 2013 года на рынке драгметаллов стал разворот в золоте. В 2013 году золото впервые за последние 11 лет снизилось в цене по итогам года. Основными причинами стали ожидание сокращения программы количественного расширения ФРС США и отсутствие каких-либо признаков инфляционного давления в крупнейших мировых экономиках, несмотря на ультрамягкую денежную политику. Кроме того, негативно на цену повлияли проблемы в экономике Индии, крупнейшем потребителе золота, а также рост других классов активов (прежде всего – акций), который перетянул на себя интерес инвесторов.

Самым сильным механизмом выхода инвесторов из золота стали продажи физических ETF на этот металл. Массовый выход инвесторов из ETF, поводом для которого стала вторая волна снижения цен на золото, привел уже к обвалу котировок.

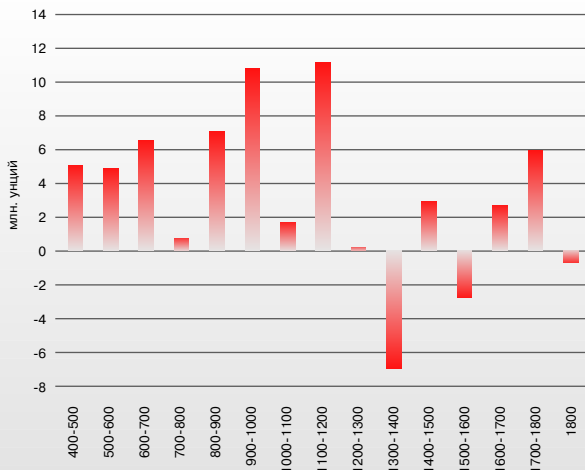
**Диаграмма 16. Цена золота и объемы физических ETF**



Источник: Bloomberg.

Исходя из динамики объемов ETF и цен на золото, значительный объем позиций был сформирован по ценам 1100-1200 долл. за унцию, что делает его сильным уровнем сопротивления. Сейчас цена золота чуть выше этого уровня, поэтому есть надежда на то, что котировки золота стабилизируются. В то же время пробитие этого уровня и ликвидация этих позиций приведут к падению в район 900-1000 долл. (до следующего уровня с подобными характеристиками).

**Диаграмма 17. Средние цены формирования/сокращения позиций в золоте**



Источник: Bloomberg, расчеты УК «Альфа-Капитал».

Что касается других классов драгоценных металлов, то в части платины и палладия, хотя они и смотрелись лучше золота, не оправдались ожидания роста промышленного спроса со стороны Китая. Серебро, в свою очередь, двигалось в основном за золотом без собственных идей.

**Диаграмма 18. Индекс цен драгоценных металлов**



Источник: Bloomberg

Прогноз по рынку драгоценных металлов – либо боковое движение в случае, если золото устоит на текущих уровнях, либо сильное движение вниз.

## Российская экономика

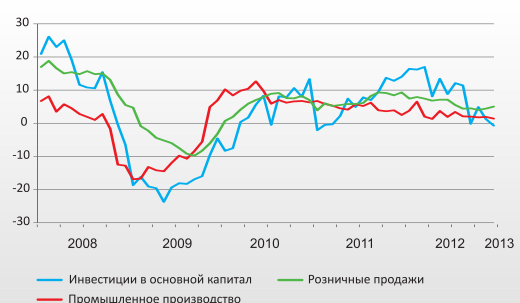
**Таблица 3. Основные прогнозные параметры экономики РФ, 2014**

Показатель	Прогноз
Нефть (Urals, USD за баррель)	100-110
ВВП России (реальный рост, %)	1,0
Инфляция (декабрь к декабрю, %)	5,0
Ключевая ставка ЦБ (%)	5,25 (-0,25)
Акции (индекс ММВБ на конец года)	1500-1700
Доходность облигационных портфелей (RUB)	8,5
Доходность еврооблигационных портфелей (USD)	5,0
<b>Валютные курсы</b>	
Рубль/доллар (конец года)	34,5
Рубль/евро (конец года)	46,7
Евро/доллар (конец года)	1,35
Бивалютная корзина (конец года)	39,0

Источник: оценки УК «Альфа-Капитал».

В 2013 году рост ВВП РФ замедлился до 1,5%, что стало самым низким показателем за последние три года. И если в первой половине года многим еще казалось, что потребление и, соответственно, розничная торговля смогут вытянуть экономический рост до 3,0%, то по мере роста долговой нагрузки на домохозяйства и замедления кредитования, а также стабилизации и даже некоторого роста безработицы покупательная способность населения стала слабеть. Экономика потеряла последний драйвер для роста.

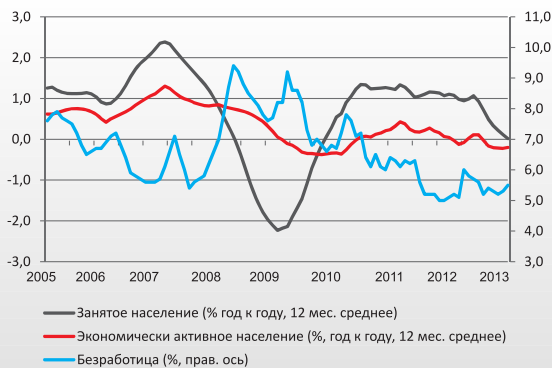
**Диаграмма 19. Показатели экономической активности РФ**



Источник: Росстат.

Дополнительным тормозом стали демографические изменения. Прошедший год стал первым, в котором численность населения в трудоспособном возрасте в РФ сократилась. И сокращаться она будет еще лет 7-10. Что касается численности пенсионеров, то оно, напротив, будет увеличиваться, повышая нагрузку на работающее население.

**Диаграмма 20. Одновременное снижение занятости, безработицы и экономически активного населения впервые зафиксировано в 2013 году**



Источник: Росстат.

В 2014 году добавится еще одна проблема – качество активов, причем в разных секторах.

В банковской сфере быстрый рост потребительского кредитования привел к увеличению объема просроченных кредитов. Последующее замедление роста портфеля и его «старение» привели к лавинообразному росту просрочки и падению показателей достаточного капитала банков.

В результате ЦБ пришлось активизировать зачистку банковской системы... И этот процесс продолжится.

Второй источник формирования плохих активов – инвестиции, осуществлявшиеся в рамках государственных программ. Это касается олимпиады в Сочи, в которую инвестировали госбанки, а также проекты развития, финансируемые ВЭБ. В случае с ВЭБ высокая доля кредитов, выданных вопреки сопротивлению инвестиционного комитета, а также финансирование олимпийских строек привели к необходимости докапитализации этого института развития.

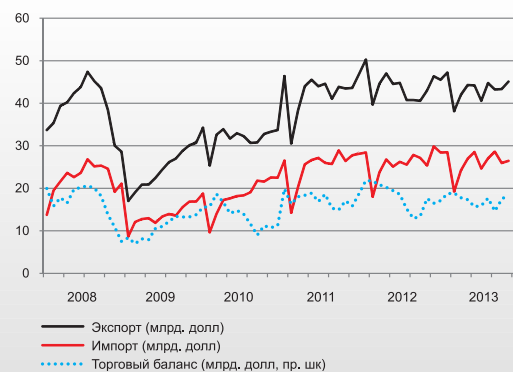
Третья сфера, где высока доля плохих активов, – это металлургия. Компании активно инвестировали в развитие производства на пике цикла, при других ценах на металлы. При текущих же ценах отдача от них совсем не такая, как планировалось.

С учетом вышесказанного мы прогнозируем рост экономики РФ в 2014 году в размере всего 1% в базовом варианте.

## Платежный баланс, курс рубля

В 2013 году произошло резкое снижение сальдо по счету текущих операций. По итогам 9 месяцев 2013 года счет текущих операций составил всего 29,5 млрд долл. против 61,5 млрд долл. за 9 месяцев 2012 года. Основное снижение прошло по таким статьям, как: чистый экспорт, включая сальдо по экспорту-импорту услуг, а также баланс инвестиционных доходов<sup>2</sup>. И хотя отток капитала в целом в этом году оказался слабее ожиданий, ЦБ все равно пришлось расходовать золотовалютные резервы для предотвращения избыточного ослабления рубля.

**Диаграмма 21. Торговый баланс РФ**



Источник: Росстат.

**Диаграмма 22. Счет текущих операций РФ (за 12 мес.) и курс рубля к бивалютной корзине**



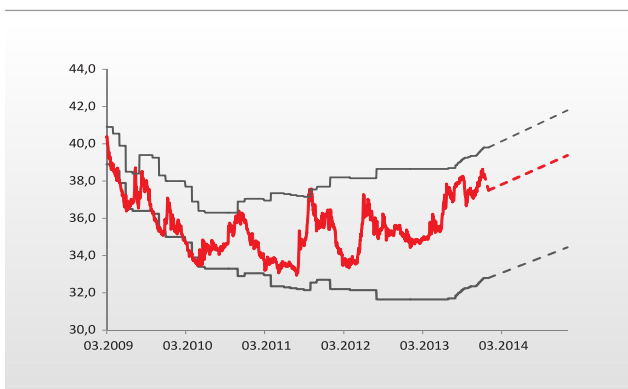
Источник: ЦБ РФ, Bloomberg.

2. Баланс инвестиционных доходов – это статья счета текущих операций, отражающая разницу между доходами, которые получили российские инвесторы от иностранных активов, и доходами, которые получили иностранные инвесторы от российских активов.

Исходя из предположения сохранения цен на нефть на текущих уровнях 100-110 долл. за баррель (в базовом прогнозе), российский экспорт в 2014 году не вырастет. Это отчасти будет компенсировано слабыми показателями внутреннего потребления и инвестиций, которые будут означать и низкий темп роста импорта. Как следствие, торговый баланс РФ если изменится, то не очень значительно.

**Счет текущих операций**, включающий в себя помимо чистого экспорта еще и процентные платежи, чистые платежи за услуги и т.п., также пока останется в плюсе. Сальдо по счету текущих операций по итогам 2014 года мы ожидаем на уровне 20,0 млрд долл., то есть ниже показателя ожидаемых по итогам этого года 35 млрд. Что касается **счета финансовых операций**, то ожидаем его дефицит в районе 40,0 млрд долл., так как мы не думаем, что капитал в 2014 году развернется в сторону развивающихся рынков.

**Диаграмма 23. Цена бивалютной корзины и границы коридора ЦБ**



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg.

**Объем интервенций ЦБ в следующем году, таким образом, составит порядка 20 млрд долл., что при предположении о существенной доле «плановых» инвестиций может означать сдвиг цены бивалютной корзины на 1,5-2,0 руб., или примерно на 4-5,5%.**

Отметим, что слабый рубль выгоден как правительству, которому из-за особенностей расчета НДС и экспортных пошлин<sup>3</sup> проще сводить бюджет, так и экономике в целом из-за снижения конкуренции с импортом. Из негативных последствий ослабления рубля – давление на инфляцию (пусть и ограниченное), а также снижение покупательной способности населения и, соответственно, ухудшение положения компаний розничной торговли.

3. Формула налога на добычу полезных ископаемых включает в себя курс рубля к доллару США, а экспортные пошлины на нефть зависят от ее цены, выраженной в долларах США. Чем слабее рубль, тем при прочих равных больше размер поступлений по этим статьям в бюджет, рассчитываемый, естественно, в рублях.

**Действия ЦБ: либерализация валютного курса и поддержка ликвидности**

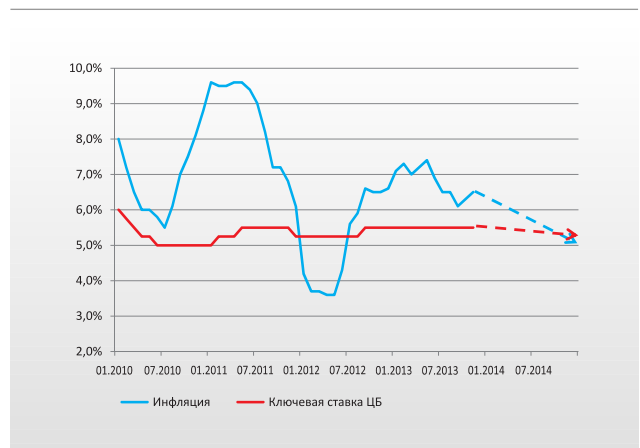
В 2013 году Центральный банк доказал всем, что он не собирается смягчать денежно-кредитную политику в ответ на проблемы в экономике, носящие структурный характер. Тем более что безработица оставалась низкой, а инфляция – выше ориентиров, что формально указывало на отсутствие необходимости монетарного стимулирования.

Причинами замедления роста были в основном проблемы с качеством активов, отсутствие роста цен на сырье и демографические факторы (сокращение трудоспособного населения). И в этих условиях снижение ставок было действительно не совсем уместным.

Тем не менее в течение года ЦБ существенно реформировал структуру ставок. Он ее упростил и привязал большинство важных ставок к одной «ключевой ставке». Кроме того, инструменты предоставления ликвидности пополнились длинными кредитами с плавающей ставкой. Наконец, ЦБ все-таки снижал стоимость длинного фондирования, сделав кривую ставок более «плоской».

В 2014 году основным ориентиром для ЦБ останется инфляция. Мы ждем ее замедления до 5,0% по итогам года, вследствие чего ЦБ придется идти на снижение ставок для предотвращения роста реальных ставок в экономике (номинальные ставки минус инфляция). В частности, ключевая ставка может быть снижена до 5,25% с текущего уровня 5,5%.

**Диаграмма 24. Ставка рефинансирования и потребительская инфляция**



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg.

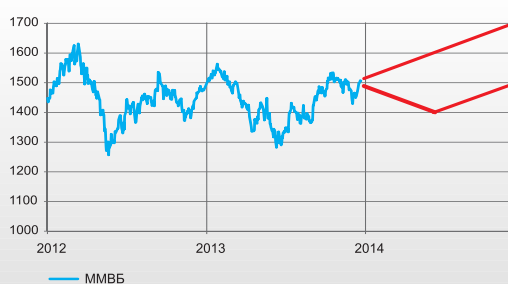
# Стратегия-2014: акции и облигации

## Акции: высокая важность stock selection

Рынок акций на начало 2013 года выглядит довольно неоднозначно. С одной стороны, есть основания для роста, среди которых – исторически низкие значения финансовых мультипликаторов (P/E, P/B и т.п.), долгий период низкой доходности (почти четыре года российский рынок акций стоит на месте), за который накопилось значительное отставание от динамики макроэкономических индикаторов.

С другой стороны, есть не меньшее число сдерживающих факторов, таких как состояние мировой экономики, которое трансформируется в высокие риски для сырьевых рынков и, соответственно, российской экономики и курса рубля, низкий аппетит инвесторов к риску, специфические российские риски, связанные с излишне высокой долей государства в ключевых компаниях, вопросы к качеству активов банков, а также компаний нефинансового сектора.

Диаграмма 25. Индекс ММВБ



Источник: Bloomberg, оценки УК «Альфа-Капитал».

В целом мы ожидаем, что индекс ММВБ покажет рост в районе 10%, но при этом сохранит крайне высокую волатильность. Стоит отметить, что ожидаемый рост – это следствие все-таки не столь негативных результатов в металлургии и электроэнергетике при положительной динамике в нефтегазовом и потребительском секторах. Кроме того, позитивно на рынке акций должно сказаться начало учета российских бумаг в системе Евроклир, планируемое к запуску в середине года.

## Долговые инструменты: текущая доходность + bottom fishing

### Рублевые облигации

Текущая доходность сбалансированных портфелей рублевых облигаций оценивается на уровне 8-9%. И пока мы ожидаем, что показатель доходности к погашению останется в течение года примерно на этом же уровне (отклонения будут носить временный характер). Несмотря на то что мы ждем небольшого снижения ставок ЦБ, оно вряд ли сможет перекрыть эффект от ужесточения ситуации с ликвидностью, а также чистки банковской системы.

Стоит отметить, что идея Евроклира в корпоративных облигациях воспринимается без лишнего оптимизма. Перед глазами стоит пример ОФЗ, учет которых начался в 2013 году, в результате чего увеличение доли иностранных держателей привело к увеличению волатильности этого инструмента. В частности, в период весенней коррекции ОФЗ нехарактерно для себя падали гораздо сильнее корпоративных облигаций, где было мало иностранных держателей.

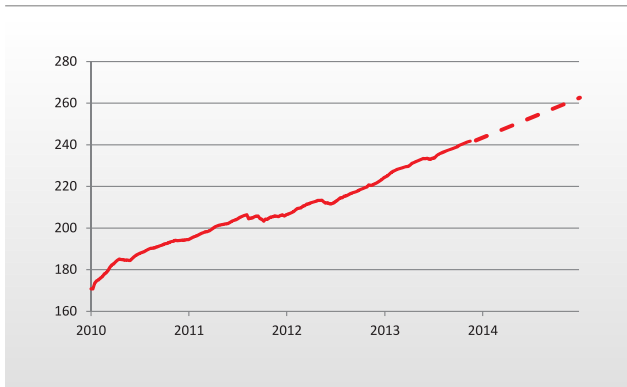
Диаграмма 26. Средневзвешенная доходность индекса ММВБ гособлигаций



Источник: Bloomberg.

Инвестиционную стратегию на рынке рублевых облигаций необходимо строить исходя из того, что цены бумаг будут находиться в боковике. Это означает, что от стратегии buy-and-hold следует ожидать доходности в рамках текущей доходности к погашению (8-9%). Любые глубокие просадки следует использовать для наращивания позиций, точно так же как выносы вверх рассматривать как повод для фиксации прибыли.

**Диаграмма 27. Индекс корпоративных облигаций ММБ (Total Return)**



Источник: ММБ, Bloomberg, оценки УК «Альфа-Капитал».

### Еврооблигации

Доходность российских еврооблигаций определяется тремя факторами: доходностью казначейских облигаций США, премией за страновой риск и премией за кредитный риск (в случае корпоративных эмитентов).

Доходность казначейских облигаций США за прошедший год выросла с исторических минимумов в районе 1,8% до 2,8% на идею о том, что ФРС скоро начнет сворачивание мер количественного смягчения, что привело к переоценке и российской суверенной кривой. С учетом того что ФРС обещает сохранение сверхнизких ставок даже после сворачивания QE, дальнейший существенный рост доходности казначейских облигаций выглядит маловероятным.

Премия за кредитный риск российских суверенных евробондов превышает премию по многим другим странам даже с худшими, чем у РФ, кредитными метриками, что обеспечивает нам дополнительную защиту.

**Диаграмма 28. Доходность суверенных еврооблигаций РФ**



Источник: Bloomberg.

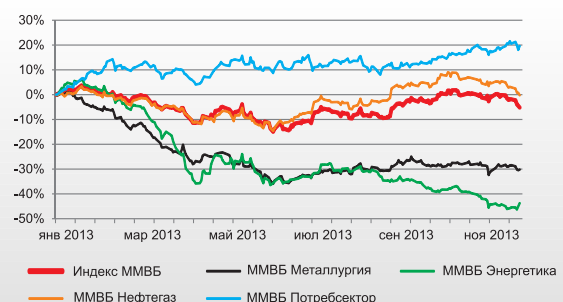
Общие рекомендации для еврооблигаций:

- концентрироваться на сегменте среднесрочных долларовых еврооблигаций: они оптимальны с позиции риск/доходность;
- использовать любые рыночные просадки для увеличения позиций (bottom-fishing);
- использовать умеренный уровень кредитного плеча, период низких ставок продолжается.

### Отраслевые рекомендации

Наилучшей стратегией на рынке акций, как и в прошлом году, является отказ от индексного подхода и концентрация на идеях в отдельных секторах и компаниях. Примерами могут служить компании с хорошей дивидендной историей, приватизируемые компании, а также компании, готовящиеся к размещению акций на бирже. Если говорить про секторальные предпочтения, то пока лучше других смотрится потребительский сектор, а также отдельные нефтегазовые компании. Что касается электроэнергетики и металлургии, то пока идей, способных обеспечить устойчивый рост котировок, мы не видим. Впрочем, с учетом падения в прошлые годы оценки компаний уже не предполагают сильной переоценки вниз.

**Диаграмма 29. Отраслевые индексы ММБ**



Источник: Bloomberg

## Нефтегазовый сектор

Мы не ждем существенного улучшения финансовых показателей нефте- и газодобывающих компаний, так как цены на нефть будут стабильны или даже немного снизятся, а возможностей для сокращения издержек и капитальных затрат у компаний сектора не так много. Кроме того, остаются риски увеличения налоговой нагрузки. В акциях сектора мы по-прежнему отдаем предпочтение следующим дивидендным историям: **Сургутнефтегаз прив.**, **Башнефть прив.**, **Татнефть прив.**, а также компаниям с перспективами долгосрочного опережающего роста, например **Новатэку**.

Кредитное качество компаний сектора мы оцениваем как одно из наиболее высоких после суверенных заемщиков. Стабильный денежный поток и низкий уровень долга обеспечивают минимальные риски для облигационных выпусков.

## Потребительский сектор и телекомы

Хотя в 2013 году потребительский сектор оказался в лидерах российского рынка акций, есть сомнения в том, что в 2014 году ему удастся повторить свой успех. Проблема в том, что эффект отложенного потребления в РФ к концу 2013 года себя почти исчерпал, что заметно, например, по замедлению роста продаж автомобилей. Также был исчерпан и другой фактор – потребительское кредитование, рост которого ограничен из-за ухудшения качества портфелей банков. Также вызывает сомнения сохранение опережающего роста доходов населения по отношению к другим макроиндикаторам, особенно на фоне роста безработицы, проявившегося в последние месяцы.

В этих условиях наиболее выигрышной стратегией является отказ от планов быстрой экспансии, сосредоточение на эффективности бизнеса и, соответственно, увеличение выплат в пользу акционеров. Примерами таких компаний служат **М.Видео**, **МТС**, **Мегафон**.

Кредитное качество эмитентов сектора в целом неплохое, особенно у телекомов, в базовом сценарии проблем с облигациями этого сектора мы не ждем.

## Металлургия

Цены на промышленные металлы в условиях окончания сырьевого цикла и слабости мировой экономики вряд ли покажут заметный рост. На пике цикла компании активно инвестировали в новые мощности, загрузка и рентабельность которых при текущем рынке оказалась ниже ожиданий. Следствием этого стало ухудшение финансовых показателей компаний, рост долговой нагрузки. Соответственно, это вылилось в ухудшение кредитного качества облигаций, а также падение котировок акций.

Похожая ситуация и в драгметаллах. Золото падает в цене, и риски того, что в следующем году оно упадет, еще очень высоки. Платиноиды также не оправдывают ожиданий, промышленный спрос на них оказывается слабее ожиданий.

Соответственно, пока мы рекомендуем находиться вне этого сектора, причем как в акциях, так и в облигациях. Единственный разумный вариант – это точечные идеи, в частности в компаниях, менеджмент которых проводит успешную политику сокращения издержек, например **Северсталь**. Также интересны сегменты, где все-таки ожидается рост цен на продукцию, например **ГМК Норникель**.

## Электроэнергетика

Основной идеей последних лет, позволявшей надеяться на изменения ситуации в секторе, было изменение режима регулирования и приватизация компаний. К сожалению, у правительства оказались другие планы, и сектор стал жертвой борьбы с инфляцией и ростом издержек. Последним шагом стала заморозка индексации тарифов в 2014 году.

Идею приватизации сейчас сложно рассматривать всерьез, так как вряд ли правительство захочет отдавать компании по нынешней рыночной цене. Если сюда добавить низкое качество корпоративного управления, то приватизации будет противодействовать и менеджмент компаний.

Наша рекомендация – пока избегать бумаг сектора, причем как акций, так и облигаций.

## Финансовый сектор

В 2013 году в банковском секторе начали проявляться «болезни роста». Потребительское кредитование после бурного роста замедлилось, а ухудшение качества заемщиков в итоге привело к резкому снижению качества портфелей. ЦБ пришлось активизировать процесс изъятия лицензий, что также негативно сказалось на восприятии инвесторами сектора. Сильнее всего это отразилось на котировках некрупных публичных банков.

Но и крупные банки могут вскоре оказаться под ударом, и здесь причина – ухудшение качества активов компаний, а также вовлечение их в финансирование госинвестиций. Поэтому к акциям российских банков мы относимся с настороженностью.

С точки зрения кредитного качества отношение к банкам более благоприятное, опыт 2008-2009 годов показал, что правительство и ЦБ готовы при необходимости до конца поддерживать банковскую систему. Соответственно, банковские облигации (не все, конечно) остаются в числе рекомендаций к покупке.

# Риски

## 1. Изменение ситуации на Ближнем Востоке

Для российской экономики и рынка невыгодны ни серьезное обострение ситуации на Ближнем Востоке, ни разрешение уже текущих конфликтов. Проблема в том, что резкая эскалация конфликтов может привести к резкому взлету цен на нефть, который мировая экономика не сможет пережить без последствий, что затем приведет к их резкому падению. В результате может повториться картина 2008 года. С другой стороны, разрешение конфликтов снизит премию в цене нефти, связанную с риском поставок, что, в свою очередь, приведет к ее снижению на 15-20 долл.

**Любое серьезное изменение ситуации в этом регионе потенциально несет риск как для нефти, так и для рубля и рынка российских акций и облигаций.**

## 2. Новая волна экономических и долговых проблем в еврозоне

Хотя правительства еврозоны и ЕЦБ научились справляться с проявлениями долгового кризиса и даже проблемы Кипра в 2013 году слабо сказались на рынках, увеличение долговой нагрузки стран еврозоны означает, что этот риск списывать рано. Несмотря на то что проблемы еврозоны уже во многом в цене активов, новая волна долгового кризиса однозначно приведет к оттоку средств из рискованных активов, к которым относится и Россия.

Триггером для реализации этого риска может стать, например, увеличение доли «евроскептиков» в правительствах стран, а также в Европарламенте. **Это приведет к росту политической нестабильности, которая выльется в неспособность руководства еврозоны принимать важные решения. Новый виток проблем в еврозоне – это отток инвесторов с рынка акций Европы и развивающихся рынков, а также ослабление евро и укрепление доллара США.**

## 3. «Жесткая посадка» экономики Китая

Экономика Китая замедляется, и надежды на ускорение, связанные с новыми программами госинвестиций, не оправдываются. Хотя правительство Китая, если судить по итогам партийного пленума, взяло курс на либерализацию экономики, структурная

перестройка с ориентированной на экспорт модели на внутренний спрос займет не один год. И этот период может оказаться довольно болезненным.

Главная из видимых проблем сейчас – это избыточный объем инвестиций, доходящий до 50% ВВП. Эффективность инвестиций в такой ситуации – большой вопрос, а это означает высокие риски убытков у компаний и банков, финансировавших инвестиционные проекты. Кроме того, падение инвестиций означает и сокращение внутреннего спроса, что больно ударит по компаниям, которые реализовывали эти проекты (например, строительным подрядчикам).

**Если правительству Китая не удастся контролировать сдуть этот пузырь, то это обернется резким падением экономической активности, что вызовет падение цен на нефть и металлы. Мы увидим ухудшение показателей торгового баланса РФ, состояния экономики в целом и, конечно же, сильное ослабление рубля.**

## 4. Охлаждение экономики США

Хотя вопросы сокращения дефицита бюджета США останутся на повестке и в 2014 году, они все-таки потеряют свою остроту. В то же время проблемы могут возникнуть уже в другой сфере, и источником их является быстрое восстановление экономики после кризиса.

В последние годы рост фондового рынка США имел под собой мощный фундамент в виде роста прибылей компаний. Компании, пережившие кризис, получили преимущество в виде низких ставок по кредитам, благоприятной для них ситуации на рынке труда (высокая безработица), а также снижения конкуренции. Это привело к тому, что совокупная прибыль американских компаний росла быстрее других макроиндикаторов, достигнув в итоге рекордно высокой доли в создаваемой компаниями добавленной стоимости.

Сейчас ситуация меняется. Компаниям приходится сильнее конкурировать друг с другом на рынке труда (безработица снизилась) и на рынках сбыта. Стоимость привлечения средств на рынке выросла, да еще правительство озаботилось вопросами налогообложения, что затруднит компаниям «оптимизацию»

налогообложения. Как бы то ни было, рост прибыли американских компаний сильно замедлился, и ускоряться ему не на чем.

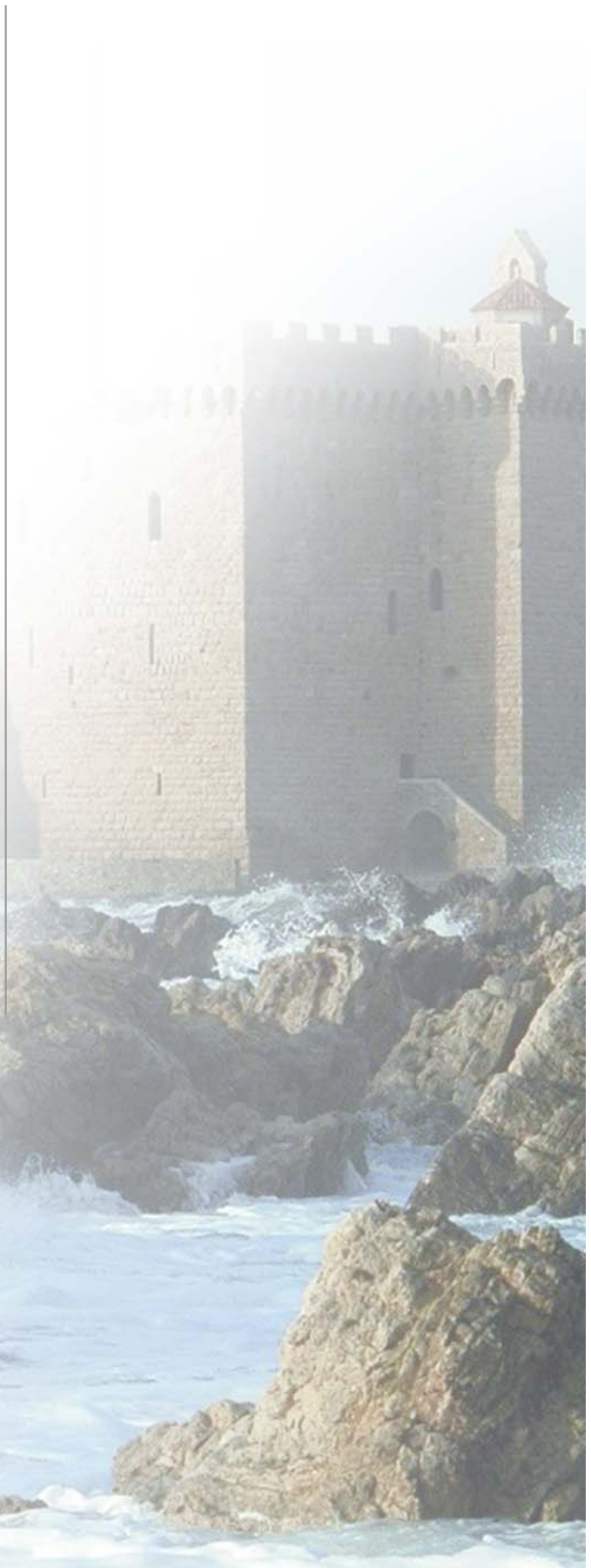
В первую очередь это означает риски серьезного пересмотра отношения инвесторов к американским акциям. Умеренная коррекция не несет угроз, но сильное снижение котировок через настроения потребителей повлияет и на остальные макроиндикаторы, ухудшив ситуацию в локомотиве мировой экономики последних лет.

**Последствиями этого станут уход инвесторов из рискованных активов, в том числе сырья, укрепление доллара.**

### **5. Качество российских активов**

Главным риском для российской экономики, исходящим изнутри, является ухудшение качества активов. Например, это может вылиться в банковский кризис. Предпосылки для него есть, и повышенная активность ЦБ по чистке банковской системы это подтверждает. **Последствиями такого кризиса будут серьезное ослабление рубля и распродажа рублевых активов, причем как акций, так и облигаций.**

В реальном секторе компаниям придется активно бороться за сокращение издержек. В 2013 году мы уже видели рост безработицы, причем несмотря на сокращение трудоспособного населения. Похоже, что компании уже начали закрывать убыточные направления и сокращать персонал. **Усиление этой тенденции в 2014 году приведет к замедлению роста доходов населения и, соответственно, ухудшению условий для компаний потребительского сектора и розничных банков.** При этом для самих компаний и экономики в целом в долгосрочной перспективе все это будет скорее на пользу.



Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 25 декабря 2013 года. ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг, или приглашением к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверения в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д.32, стр.1. Телефоны: 783-4-783, 8 (800) 200-28-28. А также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети интернет по адресу [www.alfacapital.ru](http://www.alfacapital.ru)