

# РАЛЛИ ЗАКОНЧИЛОСЬ? ДА ЗДРАВСТВУЕТ РАЛЛИ...

(КОГДА НАЧНЁТСЯ И СКОЛЬКО МОЖЕТ ПРОДЛИТЬСЯ СЛЕДУЮЩАЯ ФАЗА РОСТА ФОНДОВОГО РЫНКА)

# Мы ожидаем роста рынка акций в ближайшие полгода, но с растущей волатильностью – покупать только после коррекции

## Базовый сценарий

- Наш базовый сценарий предполагает, что **риск постепенного сокращения QE от ФРС может привести к 5-8% коррекции S&P500 уже в этом году, но это будет шансом купить перед последней волной ралли** в этом 5-6 летнем цикле роста фондового рынка на улучшении экономики. Обострения проблем с лимитом долга мы не ждем. Новые директивы развития Китая после 3го пленума не шокируют рынок, но и не будут причиной возвращения высоких темпов роста в «Поднебесной». Ситуация в Европе будет постепенно улучшаться за счет агрессивных действий ЕЦБ и ослабления евро

## Наши рекомендации

- **Мы ожидаем коррекцию S&P500 к уровням около 1680 с последующим ростом роста до 1800 – 1840 пунктов в I квартале 2014 г.** Эту коррекцию стоит использовать для покупки акций и индексных фондов (ETF) в США и Европе, акций канадских и австралийских сырьевых компаний, отдельных тематических историй в РФ
- Мы советуем **воздержаться от покупки любых долгосрочных облигаций** и даже предлагаем открывать короткие позиции в части из них (особенно в EM).
- **Драгоценные металлы также должны отсутствовать в инвестиционных портфелях**, а спекулировать лучше от продажи золота выше 1400 и покупки не раньше 1100
- **В валютной структуре портфеля должен преобладать доллар США**, а перспективные вложения в Европе, Австралии и на EM следует хеджировать от валютных рисков

## Предпочитаемые инструменты

- На возможном росте финансовых рынков мы собираемся заработать через **покупку индексов и индексных фондов (ETF), объединяющих акции внутри определённой отрасли или страны, а также акций компаний – отраслевых лидеров:**
  - **акций развитых стран:** SPY [S&P 500], IWM [Russell 2000], EZU [MSCI Europe]
  - **акций развивающихся рынков:** EWZ [Бразилия], FXI [Китай]
  - **акции РФ:** Сбербанк, Магнит, Сургут (прив.), ТМК, Газпром, Ростелеком (прив.)
  - **акций отдельных отраслей и компаний:** см. следующий слайд

# Инвестиционные идеи на к. 2013 / н. 2014 гг.: акции

После небольшой коррекции рынка (на 5-8% в ноябре 2013 года – январе 2014 года) стоит покупать акции и индексные фонды (ETF) в США, акции канадских и австралийских сырьевых компаний:

Название	Тикер	Тек. Цена	Цена входа	Таргет	Обоснование
<b>Секторальные фонды (ETF)</b>					
Машиностроение	XLI	49.2	47	52	Недоинвестированность копр. сектора, рост авиапрома
Нефтесервис	OIH	49.5	48	55	Сланцевая революция в нефти и газе в США, офшорное бурение в EM
Металлурги	XME	39.5	36	45	Distressed Value, стабилизация роста в Китае
Розничная тор-ля	XRT	86.6	81-82	90	Рост потребительского спроса в США, Distressed Value
Технологии	XLK	33.9	32	36	потребительский спрос на EM, B2B в США
Потребтовары	XLY	63.3	59-60	67	Рост потребительского спроса в США
<b>Финансовый сектор</b>					
JP Morgan	JPM	53.4	51.5-52	65	Один из самых дешевых банков США, если принимать во внимание ROE. Выигрыш от ускорения роста доходов в сегментах IB & Capital markets. Созданы уже значительные резервы на судебные издержки
Citigroup	C	49.1	48-48.5	60	Выигрыш от ускорения роста доходов в сегментах IB & Capital markets. Значительный рост дивидендов и объемов обратного выкупа акций.
Bank of America	BAC	14.3	14	18	Выигрыш от ускорения роста доходов в сегментах IB & Capital markets. Значительный рост дивидендов и объемов обратного выкупа акций.
Regions Financial	RF	9.6	9	12	Значительный выигрыш от роста рынка недвижимости на Северо-Востоке США
Suntrust Banks	STI	35.0	32	40	Значительный выигрыш от роста рынка недвижимости на Северо-Востоке США
Fifth Third Bancorp	FITB	19.5	18	22	Рентабельность выше среднего по региональным банкам, а мультипликаторы ниже. Относительно высокий рост прибылей и доля комиссионных доходов
Deutsche Bank	DB	45.3	44-45	57	Наиболее дешевый европейский банк. Ситуация с капиталом лучше, чем ожидания рынка
<b>Нефтегазовый сектор</b>					
Petroleo Brasileiro	PBR	16.0	14.5	25	Долгожданный рост добычи со следующего года при жестком контроле текущего менеджмента за расходами. Планы по либерализации внутреннего нефтепродуктового рынка.
CNOOC Ltd.	CEO	191.6	180.0	240	Экспозиция на североамериканский бум добычи трудноизвлекаемой нефти через канадскую Nexen и Eagle ford. Двухзначный рост добычи на китайском шельфе со следующего года.
Peabody Energy	BTU	20.2	19.0	29	Только 7% в общей добыче - металлургический уголь в Австралии. 60% угля добывается в PRB в США, откуда в будущем возможен экспорт в Азию с западного побережья с гораздо меньшими затратами
Clean Energy Fuels	CLNE	11.9	11.5	21	Отличные позиции для выигрыша от ускоренного развития газомоторного транспорта в США.
Tsakos Energy	TNP	5.0	4.0	6.7	Решение проблем с выплатой процентов по банковским кредитам на фоне восстановления ставок фрахта на перевозку нефти танкерами.
<b>Металлургический сектор</b>					
ArcelorMittal	MT	16.3	15	18	ставка на восстановление стального сектора за пределами Китая
Atlas Iron	AGO AU	1.2	0.95-1.0	1.5	дешевый игрок в железной руде, своя жел. дорога
Iluka Resources	ILU AU	9.7	9	12	нишевый игрок в титане/цирконии, рост спроса на отделку жилья в Китае
NorilskNickel	MNOD LI	14.6	13-13.5	17	высокие дивиденды, поддержка от высоких цен на МПГ, восстановление рынка никеля
Glencore	GLEN LN	326.1	300	360	нежелезородный диверсифицированный холдинг, перспектива роста дивидендных платежей
Teck Resources	TCK	25.8	22	28	нежелезородный диверсифицированный холдинг, сильный баланс и гибкие варианты развития
Walter Energy	WLT	17.0	16	22	сильная бумага (3 мес.): потенциально высокодоходная ставка на восстановление сектора кокс.угля, низкозатратный производитель
Kazakhmys	KAZ LN	245.7	200	280	завершение продажи доли в ENRC, ставка на возвращение в индекс FTSE100

# Инвестиционные идеи на к. 2013 / н. 2014 гг.: валюты и бонды

Наш взгляд на валютный рынок и основные облигации определяется ожиданиями по изменению политики/риторики мировых ЦБ, особенно ФРС (сокращение QE - tapering), ЕЦБ (увеличение ликвидности – снижение ставки + LTRO/QE) и Б.Японии (расширение QE в апреле, словесные интервенции):

- ✓ **Укрепление доллара США по всем фронтам** - начало процесса сокращения QE от ФРС на хорошей американской макроэкономике стимулирует новый виток укрепления доллара, особенно к валютам EM и сырьевым валютам. Рекомендации по основным парам:
  - ✗ **Евро:** продавать выше 1.34-1.35 с целью 1.28-1.30 к весне 2014г. и около 1.20 по итогам года
  - ✗ **Иена:** продавать по 99-100 (иен за доллар) с целью 113-120 весной-летом 2014г.
  - **Фунт:** воздержаться от спекуляций, т.к. Б. Англии может одним из первых повысить ставки. При падении к 1.50-1.53 (вслед за евро) можно покупать
  - ✗ **Рубль:** играть от продажи к доллару в растущем коридоре 31.5-34.0 со сдвигом на 32.5-35.0 весной
- ✓ **Рост процентных ставок по долгосрочным облигациям**, и как следствие падение цен на них в результате роста ожиданий скорого завершения программы QE в США. А также появления первых признаков инфляционных рисков
  - ✗ **Гособлигации США:** продавать при снижении доходности по 10лет. US Treasuries ниже 2.50% с целью 3.25-3.50% в первом полугодии 2014 г.
  - ✗ **Гособлигации Японии:** продавать по 0.55-0.6% с целью превышения 1% в начале 2014 года и 1.5% по итогам всего года
  - ✗ **Гособлигации европейских стран:** разнонаправленный эффект роста ставок в США и монетарного смягчения от ЕЦБ не дает явного тренда и поэтому рекомендация «воздержаться»
  - ✗ **Облигации развивающихся стран:** продавать на любом отскоке вверх больше 2-3% (выше \$110 за торгуемый в США ETF на облигации EM (EMB) с целью 5-10% снижения в следующем году

# Основные аргументы «быков» на фондовом рынке США: экономические

- ✓ **Продолжение политики QE ФРС, пусть и в меньшем объеме**  
Предстоящая в начале 2014 г. смена главы ФРС не пугает инвесторов, поскольку Дж.Йеллен считается верным продолжателем курса Б.Бернанке => «Печатный станок» будет окончательно остановлен не ранее конца 2014 г., что к тому времени увеличит баланс ФРС еще на 10-15% от текущего уровня
- ✓ **Низкие процентные ставки**  
Завершение программы выкупа активов в 2014 г. не означает автоматического последующего повышения учетной ставки ФРС. Процентные ставки будут оставаться на низких уровнях еще несколько лет, а для реальной экономики это важнее, нежели программа QE
- ✓ **Рекордно высокий уровень денежных средств на счетах корпораций**  
Объем свободных денежных средств на счетах американских нефинансовых компаний приблизился к отметке в \$1.8 трлн., что в условиях ограниченных инвестиционных возможностей обеспечит сохранение щедрых выплат акционерам через дивиденды и обратный выкуп акций
- ✓ **Рост корпоративных прибылей**  
Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает рост чистой прибыли (EPS) входящих в состав индекса S&P 500 компаний на 9.5% в 2014 г. и 4.7% в 2015 г., так что ралли имеет под собой фундаментальную основу

# Основные аргументы «быков» на фондовом рынке США: политические и психологические

- ✓ **Способность политиков в США идти на компромисс в действительно важных вопросах**

Противостояние республиканцев и демократов в Конгрессе США привело в октябре к временной приостановке работы правительства, однако стороны смогли найти компромиссное решение, когда речь пошла о возможном техническом дефолте США.

- ✓ **Снижение геополитической напряженности**

Отказ западной коалиции от военной операции против Сирии и смена президента в Иране на более склонного к диалогу с Западом лидера резко понизили шансы на «большую войну» на Ближнем Востоке, и, соответственно, вероятность нового «нефтяного шока».

- ✓ **Абсолютное число инвесторов, играющих на повышение**

Число «быков» на рынке акций США находится на рекордном уровне за последние 10 лет, соотношение «быков» и «медведей» близко к историческим максимумам => растущий тренд набрал большую силу, ценовая «инерция» будет толкать котировки дальше вверх или, как минимум, позволит уйти с рынка с минимальными потерями

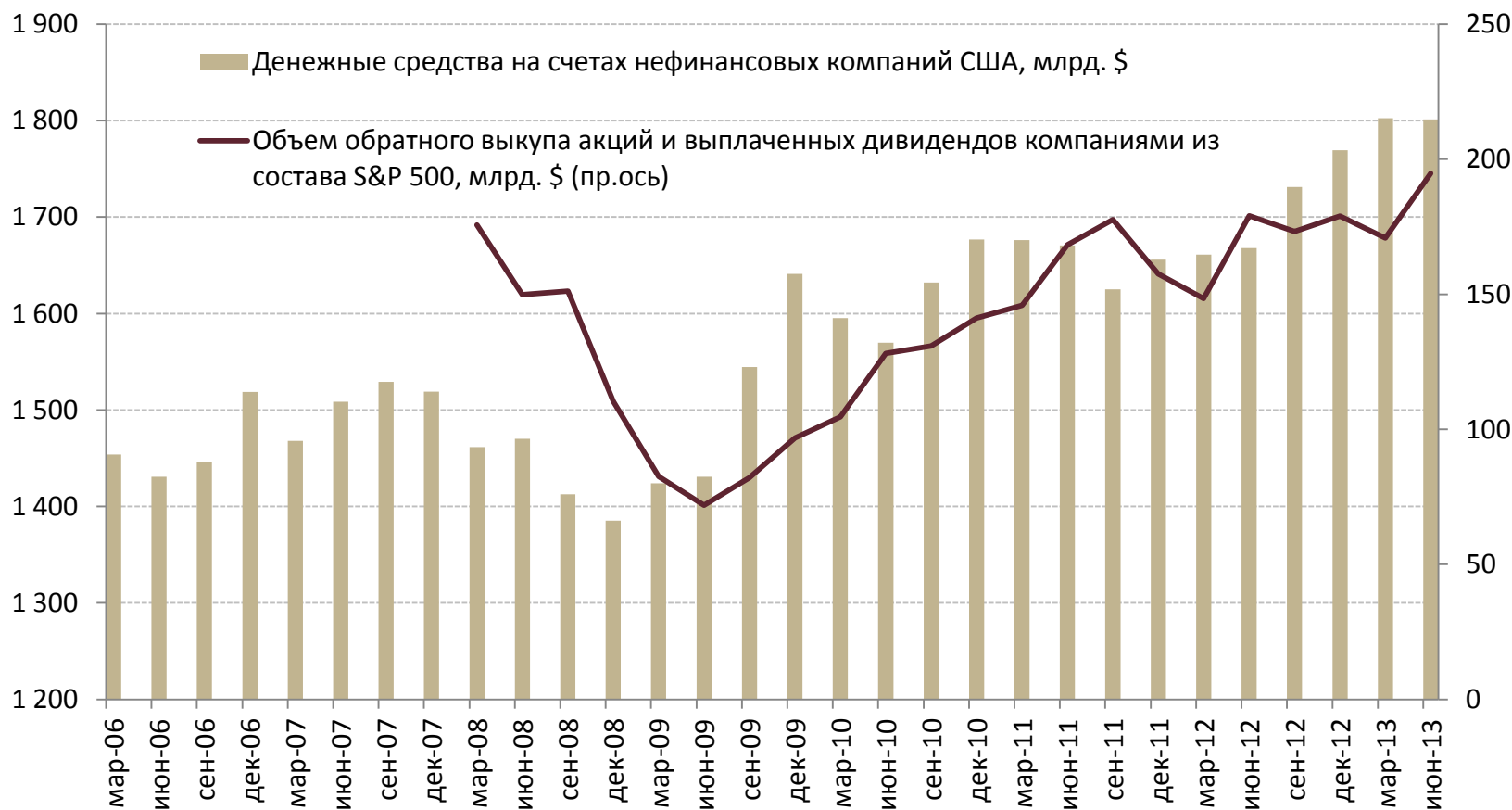
Плавное завершение QE в 2014 г. означает, что баланс ФРС к концу следующего года может увеличиться еще на 10-15%

## Главный фактор пятилетнего "бычьего" рынка в США - политика выкупа активов на баланс ФРС (QE)



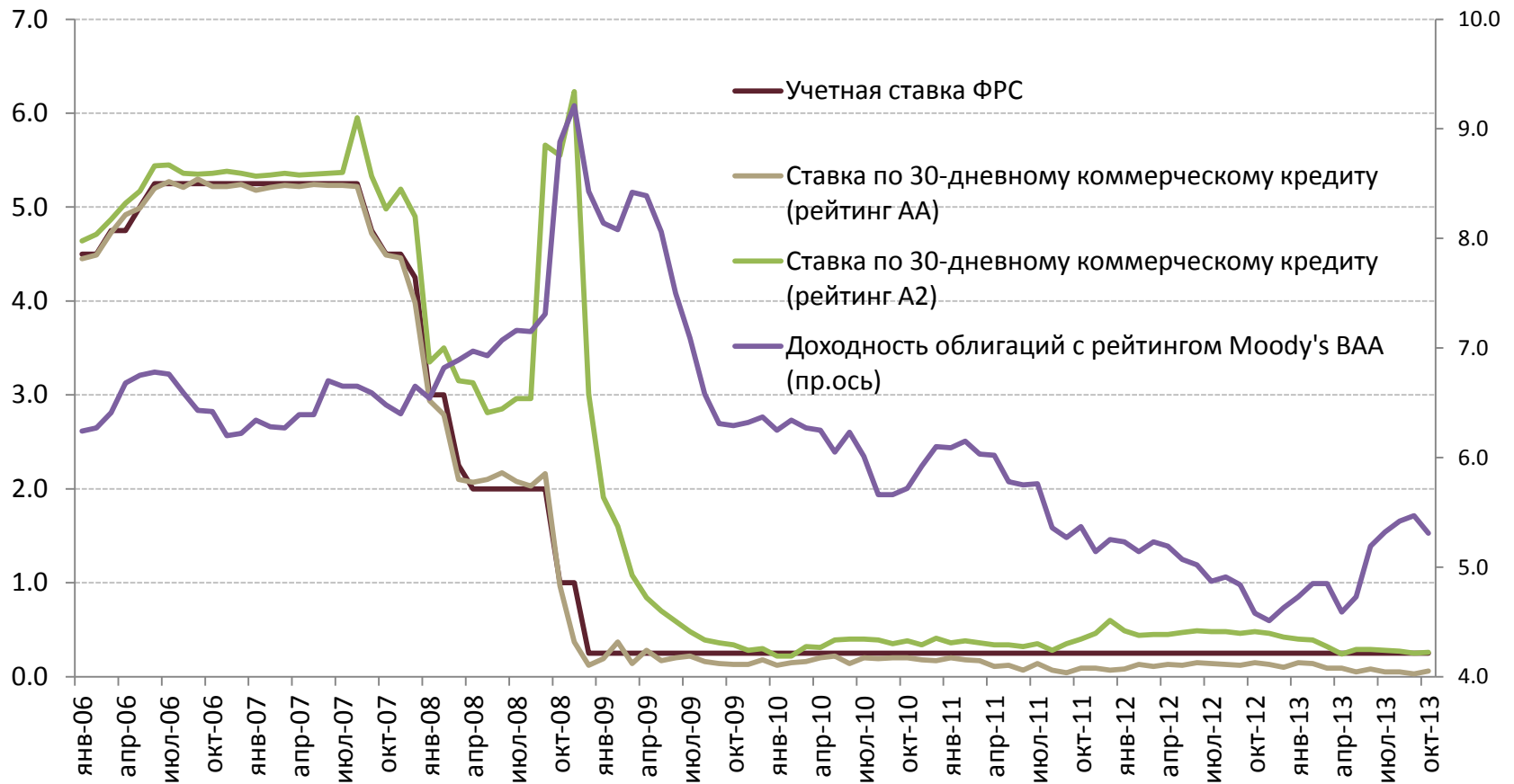
# Дивиденды и обратный выкуп акций в 2014 г. принесут инвесторам в индекс S&P 500 около 4.5-5.0% дополнительного дохода

## Рекордный объем свободных денежных средств подталкивает корпорации активнее делиться с акционерами



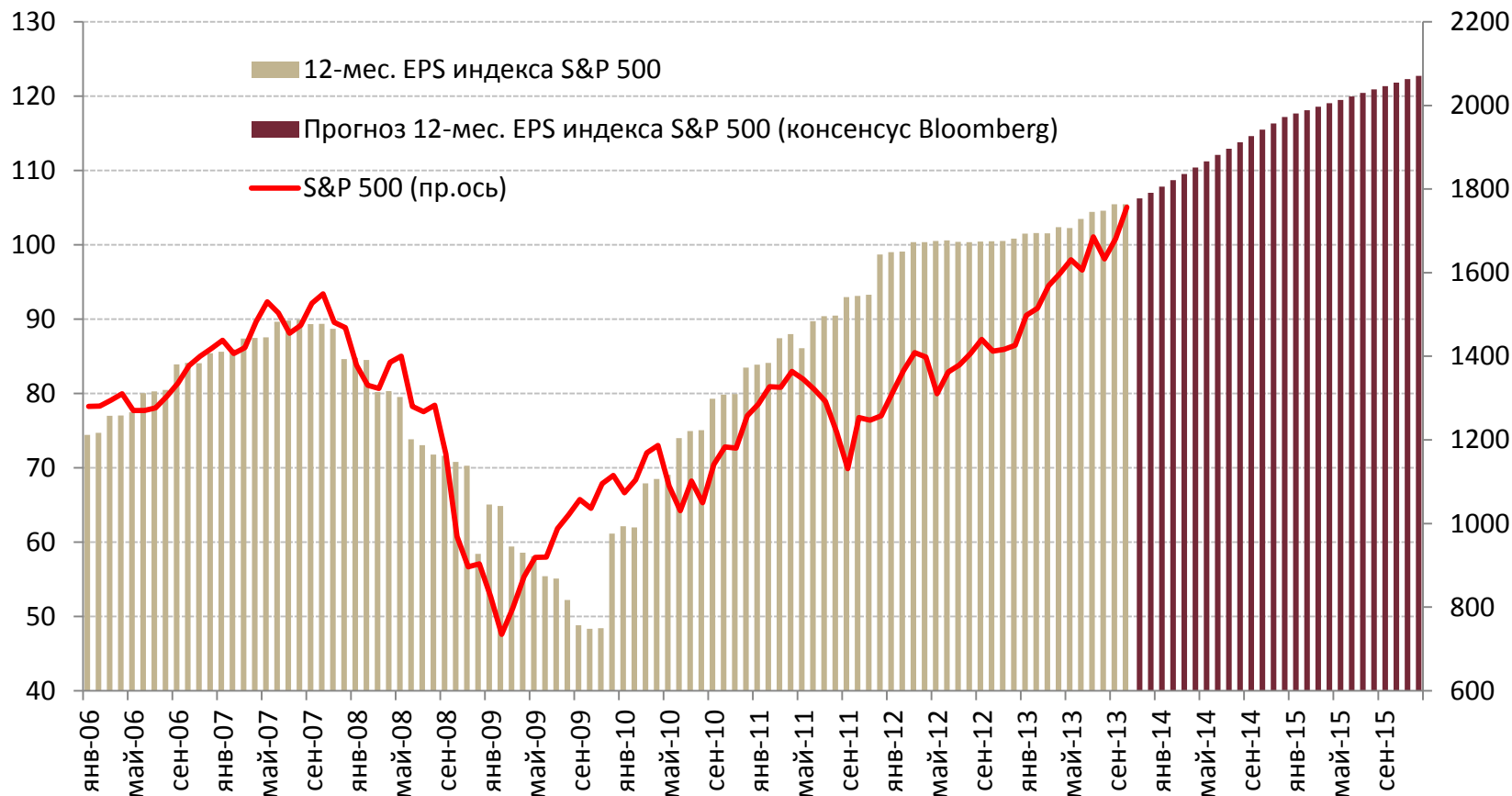
# Сохранение дешевого кредита позволит компаниям быть щедрыми к своим акционерам

## Продолжение политики ZIRP ФРС обеспечит американскому бизнесу еще 2-3 года дешевого заемного финансирования



Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что прибыль входящих в S&P 500 компаний вырастет на 9.5% в 2014 г. и 4.7% в 2015 г.

### Индекс S&P 500 в динамике на 6-12 мес. опережает изменения прибыли входящих в него компаний



# Рынок еще ждет глубокая коррекция – аргументы «медведей»

Вместе с тем, всё больше серьезных специалистов по финансовым рынкам говорят о надувшемся «пузыре» и о том, что затянувшееся ралли «вызывает мало уважения»: хедж-фонды, как краткосрочные спекулянты, уже начали выводить с рынка деньги, а продаваемые ими акции покупаются уже в основном «домохозяйками» (как говорят в США – «Moms and Pops»). Действительно ли рост рынка в ближайшее время сменится коррекцией, на сколько глубокой и когда ралли может возобновиться, благодаря продолжению проводимой демократами политике наращивания долга США? Стоит ли ждать в ноябре «эффекта тётчи» (как, образно выражаясь, знаменитый управляющий активами Бартон Биггс назвал ситуацию, когда о росте рынка начинает думать «даже Ваша тётца», которая и становится последним покупателем актива перед падением?)

- ✓ Эффект для фондового рынка от программы QE уже давно «в цене» акций. Нового прибавления стоимости компаний она в ближайший год не создаст. А вот риски его сворачивания всегда будут довлеть над рынком
- ✓ При номинальном росте ВВП на 3% и торможении глобальной экономики оптимистично ждать роста EPS компаний на более 10%, ведь доля прибылей в ВВП итак уже на максимумах
- ✓ ФРС слабо может контролировать уровень долгосрочных ставок: для 10-летних гособлигаций она рискует вернуться к 3%, а по 30-летней ипотеке – к 5.0%+/- . Это негативно скажется и на спросе на рискованные активы. Бизнес и финансисты не готовы к повышению ставок, т.к. привыкли жить при «дешевом кредите».
- ✓ Количество «медведей» на рынке достигло минимума. Даже самые скептики теперь стремятся «покупать на провалах», рассчитывая, что даже слабые и плохо отчитавшиеся компании снова продолжают расти в цене
- ✓ «Закрытие правительства» показало, насколько хрупким может быть рост. Весьма вероятно, что из-за замедления спроса на жильё и стагнации в розничных продажах рост ВВП в 2H13г. составит не более 2%.
- ✓ Конфликт республиканского большинства в Конгрессе и Обамы исчерпан не до конца. Возможно (ближе к сезону выборов весной-осенью следующего года) мы увидим повторение тех же споров вокруг бюджета, «потолка долга» и «Обамасаре», только уже с позиций «Обаме дали всё, а экономика, как и ожидали, не растёт так же быстро как расходы и обязательства»,

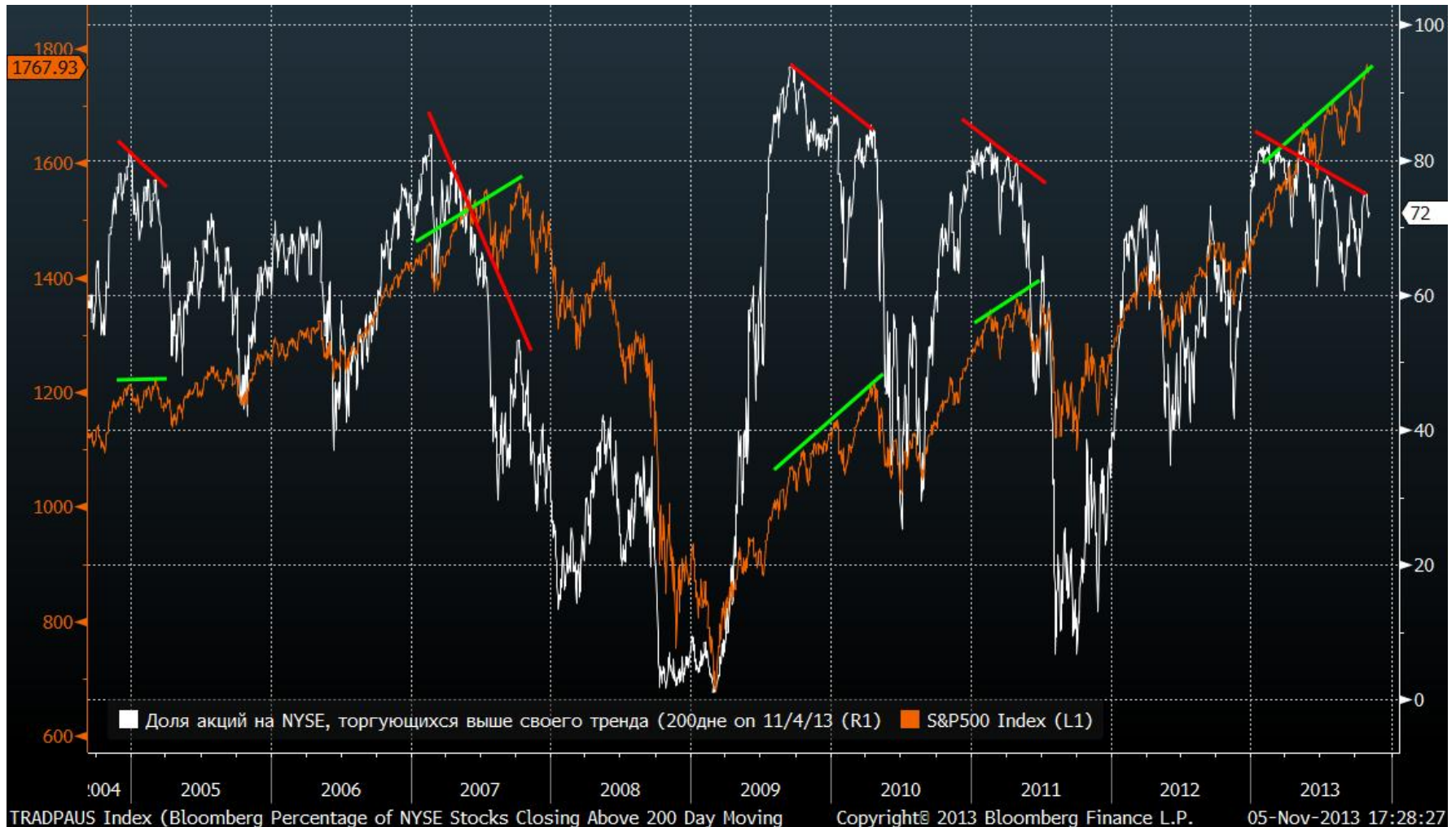
# Дешевые деньги от ФРС вновь стимулировали увлечение заемными средствами для торговли акцией – «плечо» уже на новом максимуме:

Рынок «живет по доверенности» уже на \$111 млрд. (нижний график), а совокупный объем долга превысил \$400 млрд. Пока еще нет сигнала на завершение 5ти летнего ралли, но ситуация становится все более и более рискованной, особенно если начнут расти ставки



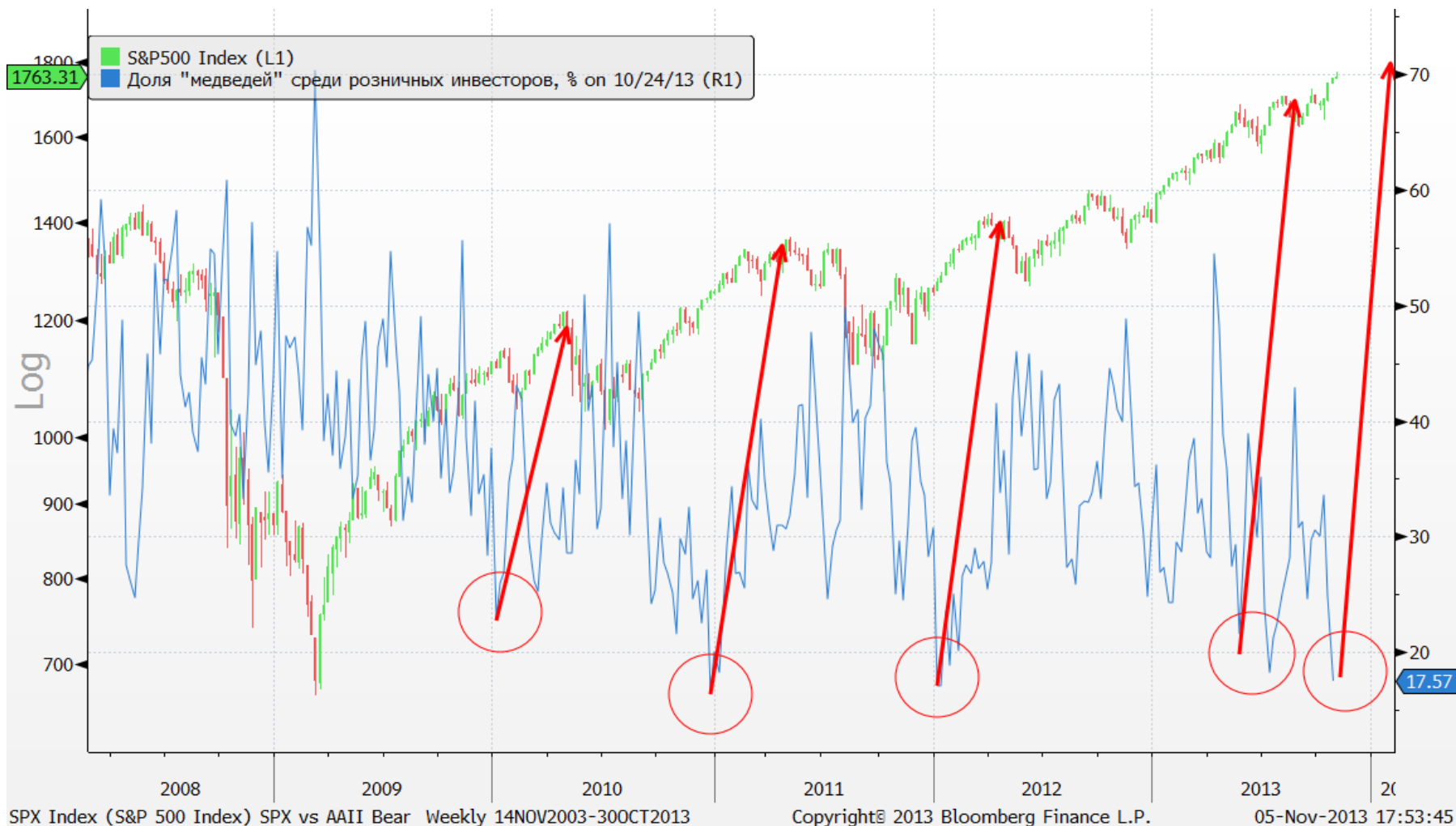
# Все меньше число акций участвует в ралли – S&P500 ставит новые максимумы при уменьшении числа акций торгующихся выше тренда:

Ухудшение глубины ралли рынка также характеризует значительное сокращение числа компаний на новых годовых максимумах (с 500 на момент «открытия Правительства» до 160 на максимуме 04.11). А отрыв S&P500 от своих трендовых значений приблизился к «экстремальной жадности»



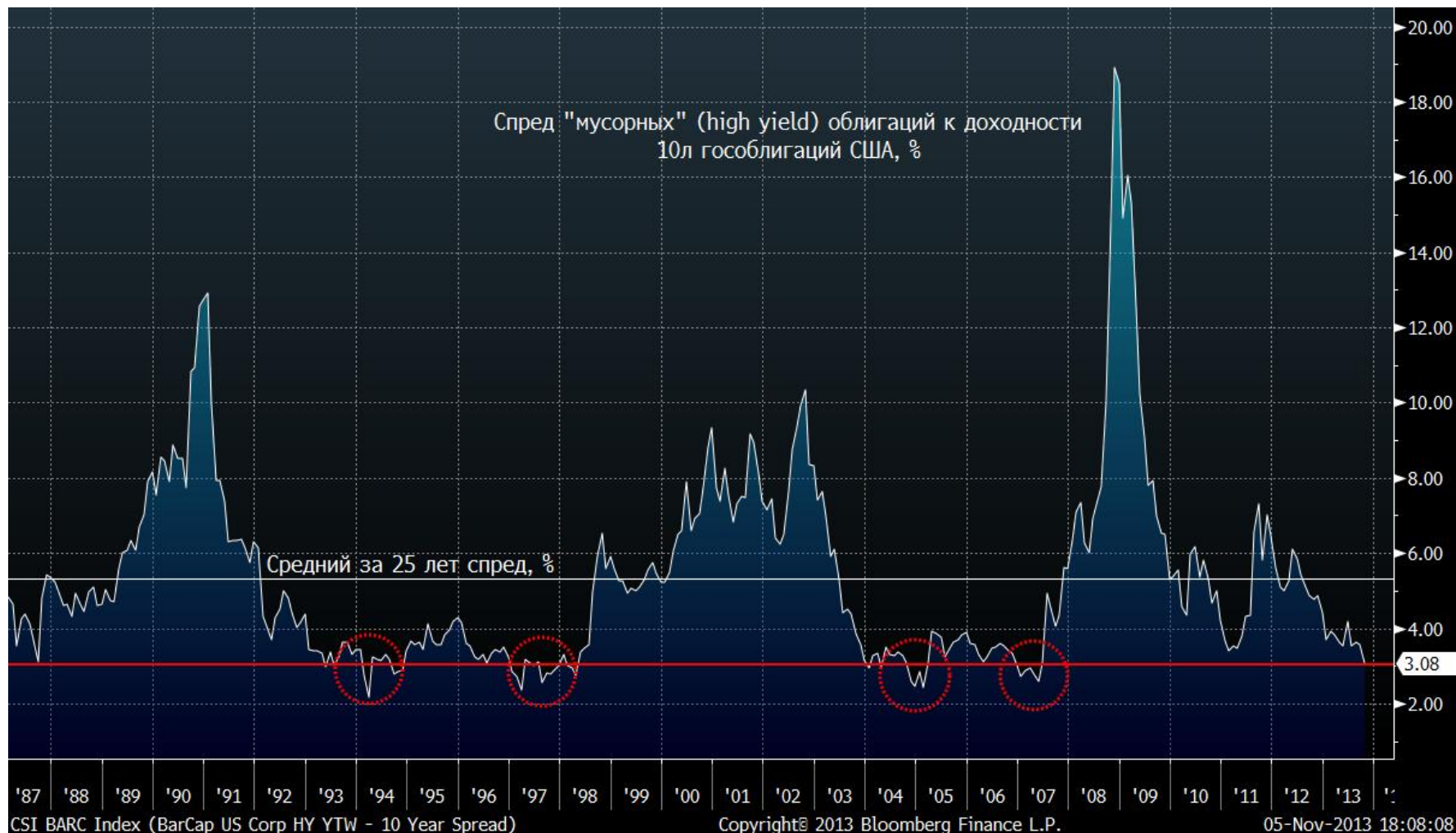
# Правительство открыли, лимит долга повысили, QE продолжается – редкий «медведь» выдержит такое и не уйдет в спячку:

*В конце октября на рынке осталось лишь 17% пессимистов (повторили посткризисные минимумы). Всем предыдущим коррекциям рынка в 2009-2013 гг. предшествовали столь же экстремально низкие значения пессимизма. Пока удавалось отделать лишь небольшой коррекцией в 5-10% (кроме лета 2011)*



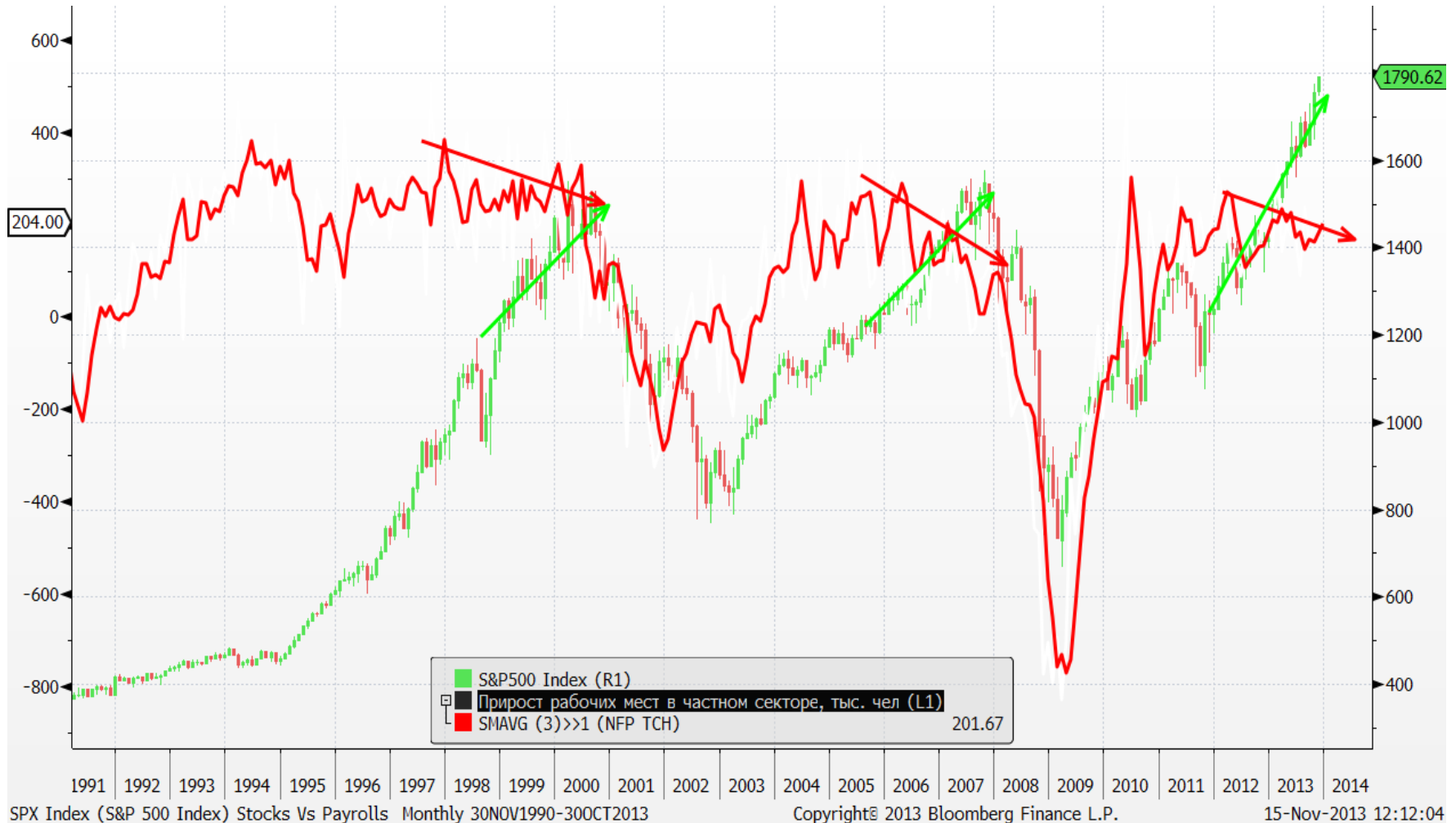
# Если инвесторы бросаются покупать «мусорные» облигации по любым ценам – жди беды:

Инвесторы согласны лишь на 3%-ую премию при покупке облигаций низкого качества – бо́льший уровень жадности в этом сегменте рискованных активов доводилось видеть только в 1994/95, 1997/98, 2005 и 2007. Каждый раз после этого происходило снижение цен и на облигации и на акции



# Спекулянты и инвесторы оторвались от реальности - S&P500 перестал реагировать на ухудшение макроэкономической динамики:

С 2008 года динамика S&P500 очень точно повторяла поведение местного рынка труда (на графике красная линия – среднеквартальный прирост рабочих мест в частном секторе), но с начала этого года ситуация резко поменялась: рынку теперь больше нравится QE с ухудшающейся экономикой?



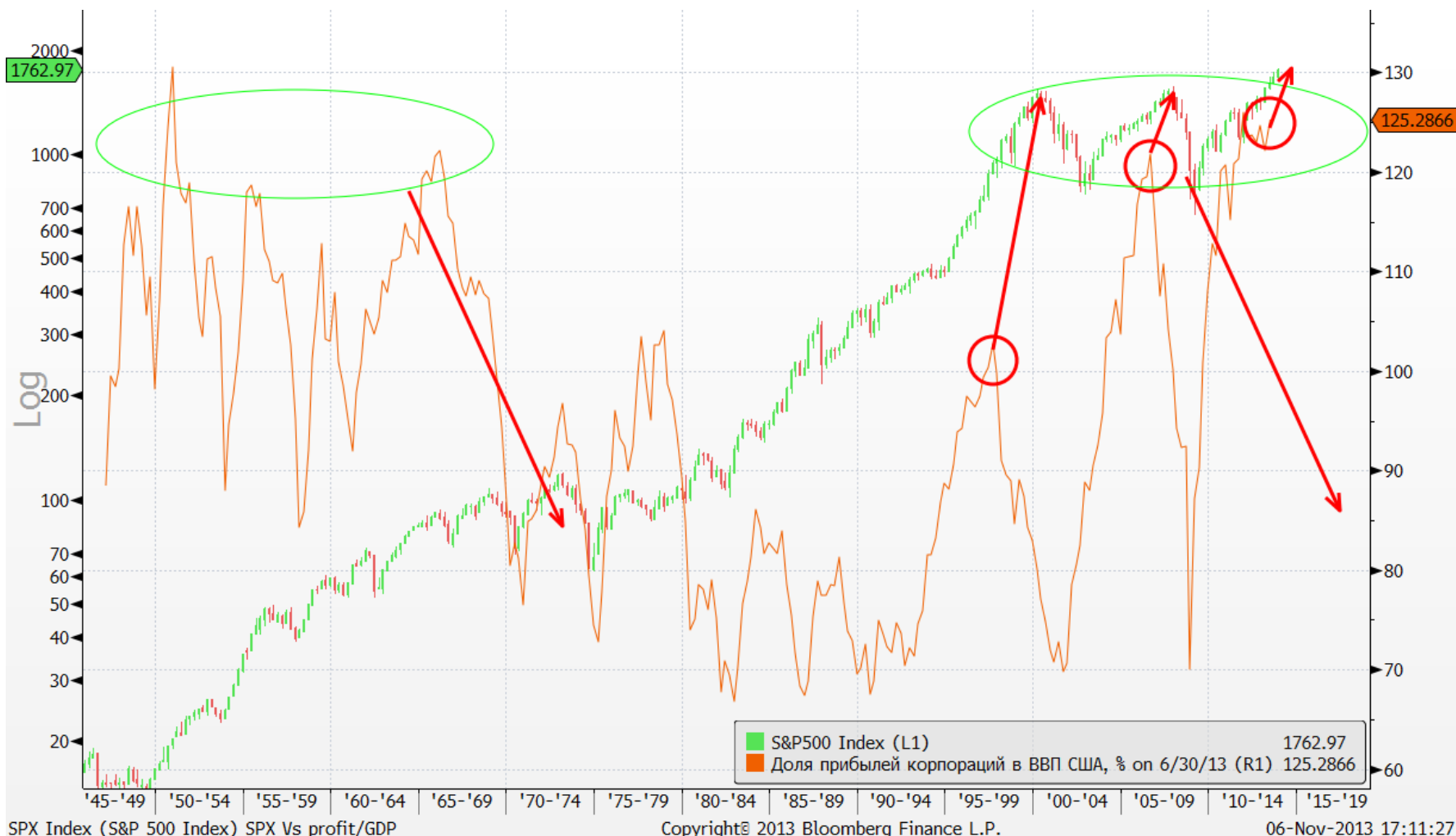
# Свежеиспеченный нобелевский лауреат Шиллер против: S&P500 торгуется значительно дороже своих прибылей (CAPE)

Параметры оценки уже почти на 2 ст. отклонения превышают средний за 150 лет показатель Cycle Adjusted P/E (CAPE) от нобелевского лауреата Шиллера – выше было только в периоды супер пузырей на рынке акций (перед их крахом)



# Ожидания роста прибылей в 2014 году на 10%+ под риском негативного сюрприза: доля прибылей в экономике итак зашкаливает

Фондовый рынок в США ставит новые рекорды во много благодаря тому, что корпоративные прибыли росли существенно быстрее экономики (т.е. можно игнорировать слабую экономику и радоваться QE). Но это было достигнуто за счет небывалого увеличения рентабельности и доли прибылей в ВВП



# Disclaimer

*Предлагаемая Вашему вниманию Презентация, учитывая конфиденциальный характер информации, предназначена исключительно для сведения клиентов группы компаний «Арбат Капитал», и не предназначена для дальнейшего распространения, воспроизведения, а также не является ни предложением по продаже, ни условием к предложению о покупке ценных бумаг, активов, инвестиционных услуг, консультационных услуг или любых других обязательных предложений для осуществления какой-либо деятельности. Ни этот документ, ни одна из его частей не могут быть скопированы или распространены с помощью рекламы, связей с общественностью, новостных служб, торгов или любых других (частных) средств массовой информации.*

*Информация, представленная в презентации, получена специалистами группы компаний «Арбат Капитал» из открытых источников, которые рассматриваются как надежные. Группа компаний «Арбат Капитал» не имеет возможности произвести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящей презентации, но должен провести анализ финансового положения компаний, указанных в настоящей презентации и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Любой потенциальный инвестор должен осознавать, что операции на рынке ценных бумаг могут повлечь финансовые потери. Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантирует и не определяет получение таких же результатов в будущем. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящей публикации, могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений процентных ставок.*

*Все цифровые и расчетные данные в настоящем материале приведены без каких-либо обязательств и исключительно в качестве примера финансовых параметров. Ни при каких обстоятельствах группа компаний «Арбат Капитал» не несет ответственности ни за какие убытки, включая реальный ущерб и упущенную выгоду, возникшие в связи с использованием настоящей публикации или ее содержания.*