

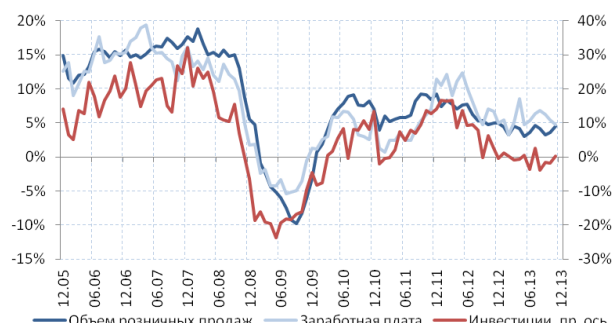
Инвестиционная стратегия на 2014 г.

Основные идеи

- Темпы роста мировой экономики повышаются. Впервые за посткризисное время основной драйвер роста – оживление деловой активности в частном секторе, а не стимулирующие меры правительств и центральных банков.
- Ускорение роста остается сконцентрированным в развитых странах, поэтому мировой спрос на природные ресурсы вырастет не слишком сильно. В результате мировые цены на нефть в 2014 г. в лучшем случае продолжат колебаться вокруг отметки в \$110 за баррель.
- Оживление мировой экономики пока не затрагивает Россию. В условиях стабильных, не растущих (хотя и остающихся на высоком уровне) цен на нефть и газ российская экономика вряд ли продемонстрирует темпы роста ВВП выше 1,5-2,5%.
- Невысокий уровень деловой активности и решение правительства не повышать в 2014 г. тарифы большинства естественных монополий будут способствовать дальнейшему снижению темпов инфляции. По итогам года уровень потребительских цен может вырасти на 5-6,5%.
- Стабильные цены на сырье и сокращение профицита текущего счета платежного баланса будут продолжать толкать рубль вниз. Заметное укрепление рубля возможно разве что в случае всплеска интереса глобальных инвесторов к российским активам. Рублевая стоимость бивалютной корзины в 2014 г. будет колебаться в диапазоне 37-41,5 руб.
- Развивающиеся рынки в целом пока не пользуются популярностью среди инвесторов. По мере «насыщения» финансовых рынков развитых стран интерес инвесторов рано или поздно должен вновь обратиться к развивающимся странам.
- Дисконт российских фондовых индексов к мировым за прошедший год лишь усилился. В перспективе это создает предпосылки для значительного роста котировок российских активов, но сроки реализации этого сценария остаются туманными.
- Позитивный эффект на стоимость российских активов окажет начало торговли российскими корпоративными облигациями и акциями через Euroclear. По итогам года рост индекса РТС может составить до 15%.
- Среди наших основных инвестиционных идей на 2014 год из голубых фишек мы выделяем акции Магнита, МТС, Сбербанка и ЛУКОЙла. Среди бумаг второго эшелона нам нравятся акции Аэрофлота, ДИКСИ, М.Видео, Э.ОН Россия, АФК Система и Группы ЛСР.

Макроэкономика

В 2013 г. появились долгожданные признаки ускорения роста мировой экономики. В большинстве развитых стран начали устойчиво расти индикаторы деловой активности, достигнувшие по итогам года в США и еврозоне максимальных значений за почти трехлетний период. Согласно прогнозам МВФ, мировой ВВП вырастет в 2014 г. на 3,6%, по сравнению с 2,9% в 2013 г. При этом оживление деловой активности остается преимущественно сконцентрированным в развитых странах. Консенсус-прогноз участников рынка предполагает, что ВВП США вырастет в 2014 г. на 2,6% по сравнению с 1,75% в 2013 г., в Еврозоне – на 1% по сравнению с падением на 0,4% в 2013 г. В то же время, участники рынка не ожидают существенного ускорения роста в развивающихся странах, например, в Китае в 2014 г. ожидается рост ВВП на 7,4% после роста на 7,7% в 2013 г.



Годовые темпы роста основных показателей экономики России, %

Впервые за посткризисный период экономический рост поддерживается не за счет стимулирующих мер правительств и центральных банков, а за счет оживления деловой активности в частном секторе. Даже более того, ускорению роста ВВП развитых стран в 2013 г. не помешал рекордный уровень фискальной нагрузки на экономику – в дальнейшем меры правительств развитых стран, направленные на сокращение дефицитов бюджетов, будут не столь велики. Все говорит о том, что восстановление частного сектора наконец-то становится устойчивым и самоподдерживающимся. В сложившихся условиях ФРС США решилась на еще один судьбоносный шаг – начала сокращать объем покупок активов. Вероятнее всего, программа покупок активов будет полностью свернута в течение 2014 г. На протяжении всего посткризисного периода именно антикризисные действия центральных банков,

Investments

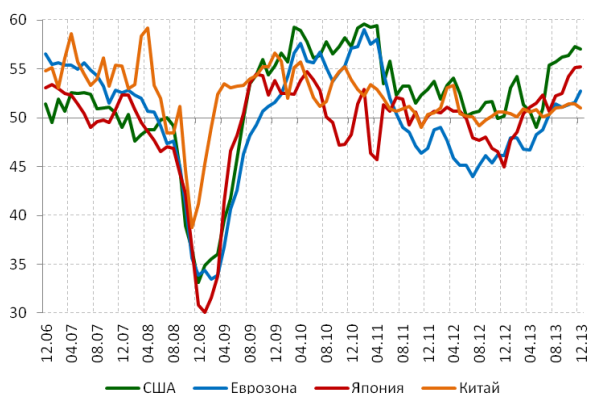
Allianz

прежде всего, покупка активов ФРС, считались основным драйвером восстановления мировой экономики. Первоначальное объявление ФРС о готовности начать сокращение покупок активов в конце мая 2013 г. вызвало распродажу на финансовых рынках по всему миру, особенно сильно затронувшую развивающиеся рынки – падение валют и фондовых индексов развивающихся стран исчислялось двузначными цифрами.

На протяжении всей оставшейся части 2013 г. новые подробности о планах ФРС по свертыванию QE провоцировали напряженность на рынках. На наш взгляд, к моменту фактического начала сокращения покупок активов все возможные негативные последствия этого шага уже заложены в цены. В 2014 г. отсутствует очень сильный негативный для фондовых рынков фактор, инвесторы смогут, наконец, больше внимания уделить результатам деятельности компаний и макроэкономическим данным, что благоприятно скажется на спросе на рискованные активы.

Тем временем, наблюдаемое ускорение роста остается сконцентрированным в большей степени в развитых странах, поэтому мировой спрос на природные ресурсы – энергоносители, металлы и т.д. – вырастет, но не слишком сильно. Более того, в ближайшей перспективе для нефти сохраняются риски опережающего роста предложения (в связи с восстановлением поставок из Ирана и Ливии, ростом добычи из нетрадиционных источников). Мировые цены на нефть в 2014 г., в лучшем случае, продолжат колебаться вокруг отметки в \$110 за баррель.

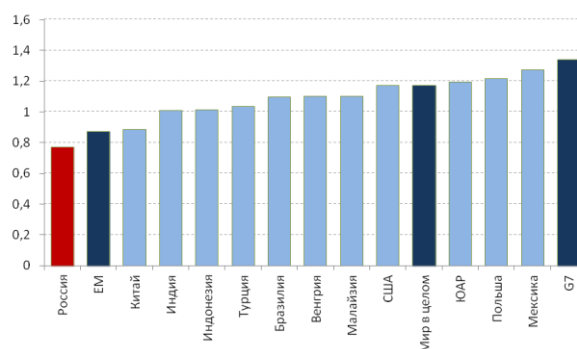
В результате уровень цен на нефть окажется достаточно высоким, чтобы обеспечить комфортный уровень нефтяных доходов российского бюджета, но недостаточно высоким, чтобы стать дополнительным стимулом роста российской экономики. Существовавшие в прошлом году надежды на то, что замедление российской экономики было вызвано внешними факторами и закончится вместе с ускорением роста ВВП стран - основных торговых партнеров, похоже, не оправдываются. Ставшее очевидным в 2013 г. замедление экономического роста вызвано внутренними факторами, и для повышения эффективности российской экономики понадобится длительное время. В условиях стабильных, не растущих (хотя и остающихся на высоком уровне) цен на нефть и газ российская экономика вряд ли продемонстрирует в 2014 г. темпы роста ВВП выше 1,5-2,5%.



Индексы деловой активности в разных странах мира

Основным драйвером экономического роста по-прежнему будет потребительский спрос, однако темпы роста расходов домохозяйств тоже будут замедляться. Одной из основных причин этому станет охлаждение рынка потребительского кредитования в силу как непосредственно насыщения спроса, так и сдерживающих мер Банка России.

В силу невысокого уровня деловой активности инфляционное давление со стороны спроса будет умеренным, инфляция издержек тоже снизится благодаря решению правительства не повышать в 2014 г. тарифы большинства естественных монополий, все это будет способствовать дальнейшему замедлению инфляции. По итогам года рост цен может составить 5-6,5%. Большой разброс связан с неопределенностью в динамике курса рубля. Дальнейшее ослабление российской валюты способно несколько ускорить инфляцию. Замедление инфляции может дать Банку России возможность ближе ко второй половине года снизить ключевую ставку. Однако действия регулятора останутся осторожными и вряд ли окажут существенное влияние на ситуацию в экономике. Физический объем российского, преимущественно сырьевого, экспорта почти не меняется, импорт растет вслед за ростом доходов населения. В условиях стабильных цен на сырье сокращение профицита текущего счета платежного баланса будет продолжать толкать рубль вниз. Существенное укрепление рубля возможно разве что в случае возрождения интереса международных инвесторов к российским активам. В результате рублевая стоимость бивалютной корзины будет колебаться в диапазоне 37-41,5 руб. Развивающиеся рынки в целом пока не пользуются популярностью среди глобальных инвесторов. Фонды, инвестирующие в активы стран с развивающимися рынками, потеряли за год порядка \$20 млрд. По итогам 2013 г. индекс MSCI EM потерял порядка 5%, MSCI G7 - прибавил 25%. Общие для большинства развивающихся рынков тенденции не обошли стороной и Россию. Более того, невысокие темпы экономического роста и застарелые институциональные проблемы сделали Россию едва ли не самым недооцененным и недоинвестированным рынком. По мере роста оценок фондовых индексов в развитых странах и «насыщения» их финансовых рынков интерес инвесторов рано или поздно должен вернуться к развивающимся странам. Когда это произойдет, недооценка российских активов превратится из негативного в позитивный фактор спроса на них. К сожалению, сроки реализации этого сценария пока остаются туманными.



Текущее/5-летнее среднее значение P/E

Investments

Allianz

Рынок акций

Динамика российского рынка акций в 2014 г. будет продолжать зависеть в значительной мере от отношения глобальных инвесторов к развивающимся рынкам. Реализация сценария возврата интереса к развивающимся экономикам на фоне снижения уровня рисков и ожиданий ускорения восстановления мировой экономики в целом будет способна придать более выраженный тренд российским акциям по сравнению с прошлым годом.

После долгожданного объявления ФРС о сокращении программы QE3, инвесторы скорее всего перенесут фокус своего внимания на макроэкономические данные отдельных экономик, а также на фундаментальные показатели оценки акций. В этой связи российский рынок должен вернуться в сферу внимания инвесторов, учитывая его текущую низкую оценку. Рост процентных ставок продолжится и будет также иметь благоприятные последствия для акций в сравнении с инструментами фиксированного дохода. За последнее время наш подход к выбору акций для инвестирования не претерпел существенных изменений. При выборе акций мы исходим не из индексного подхода, а концентрируемся на идеях в отдельных секторах и компаниях.

Мы продолжаем уделять особое внимание акциям компаний, показывающих рост бизнеса, имеющих прозрачную структуру корпоративного управления и предполагающих дивидендные выплаты акционерам. При этом мы по-прежнему не находим слишком привлекательными инвестиции в акции компаний с большим участием государства (Газпром, Роснефть, ВТБ).

Мы ожидаем, что спрос на акции будет носить выборочный характер и не все сектора рынка смогут показать одинаковую динамику. Несмотря на замедление темпов роста расходов домохозяйств, мы продолжаем отдавать предпочтение бумагам компаний, ориентированных на внутренний потребительский спрос, при этом осторожны в оценках перспектив акций сырьевых компаний (прежде всего, металлургических и производителей удобрений), которые, вероятнее всего, не смогут показать опережающую индекс динамику.

В 2014 году сохраняют свою привлекательность дивидендные истории, среди которых наиболее привлекательными являются привилегированные акции Башнефти (ожидаемая дивидендная доходность более 10%), префы Сургутнефтегаза (8%), а также акции Норильского никеля (более 8%).

Наш взгляд на различные секторы

Мы скромно оцениваем перспективы бумаг нефтегазового сектора из-за неопределенности, связанной с налогообложением и регулированием отрасли со стороны государства, а также более чем скромного роста добычи. В этом секторе мы отмечаем акции ЛУКОЙЛа, которые торгуются с существенным дисконтом по отношению к другим российским нефтяным компаниям из-за их низкой оценки. Привилегированные акции нефтяных компаний остаются привлекательными инструментами для получения дивидендного дохода.

На фоне продолжающейся зачистки банковской системы со стороны ЦБ, а также охлаждения потребительского кредитования акции Сбербанка останутся самыми привлекательными бумагами

финансового сектора. Мы ожидаем, что крупнейший государственный банк продолжит выигрывать от роста значимости фактора надежности для вкладчиков. При этом Сбербанк наименее подвержен ухудшению динамики кредитования и, следовательно, снижению чистой процентной маржи (снижение темпов роста беззалоговых потребительских кредитов нивелируется ростом ипотечного кредитования).

Магнит продолжает оставаться нашим фаворитом среди компаний потребительского сектора. Снижение покупательской способности населения, а также замедление инфляции не должны значительно повлиять на темпы роста компании, который в 2014 году ожидается на уровне 25% (самый высокий показатель в секторе), при этом рентабельность сохранится также на высоком уровне.

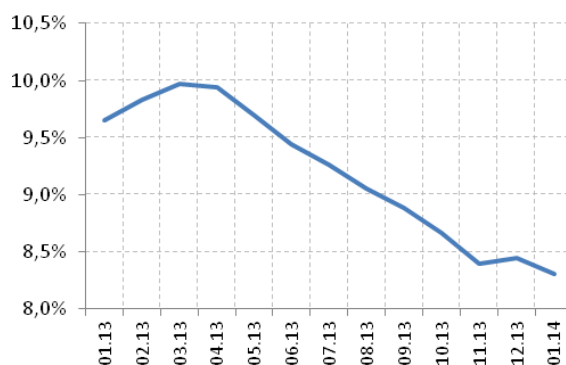
Среди бумаг телекоммуникационного сектора мы видим наибольший потенциал в акциях мобильных операторов - МТС и Мегафона. Среди медиа компаний нам нравятся бумаги СТС Медиа. Регуляторная среда в электроэнергетическом секторе остается непростой. С учетом всех рисков в отрасли, связанных с ценообразованием, мы отдаем свое предпочтение акциям Э.ОН Россия относительно других бумаг сектора, обращая внимание на положительный чистый денежный поток и высокие показатели рентабельности компании, а также значительные дивидендные выплаты (ожидаемая дивидендная доходность около 7%).

Мы не видим идей, способных обеспечить устойчивый рост котировок акций компаний металлургического сектора. Цены на промышленные металлы вряд ли покажут заметный рост в 2014 г. Аналогичные тенденции мы видим и в драгметаллах: цена на золото снижается, и сохраняются риски того, что в этом году она упадет еще. Среди акций металлургических компаний мы останавливаемся на бумагах ГКМ Норильский Никель за счет благоприятной для акционеров дивидендной политики компании.

Из других секторов нам нравятся такие компании как Аэрофлот, ЛСР и АФК Система.

Облигации

Для рублевых облигаций определяющим будет баланс двух противоположных тенденций. С одной стороны, девальвация рубля, возможно, продолжится еще какое-то время при сокращении объема валютных интервенций ЦБ. Девальвация будет сдерживать интерес к рублевым инструментам неизбежно подпитывая инфляцию.



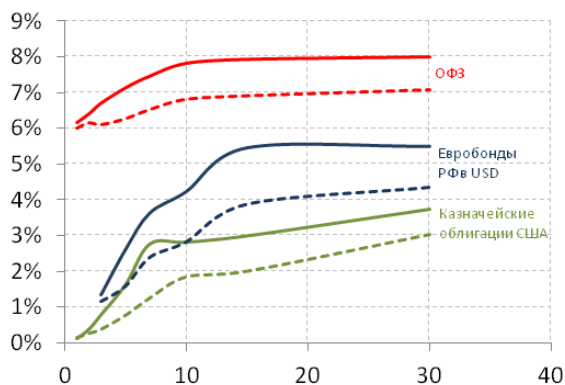
Динамика максимальной процентной ставки (по вкладам в рублях) десяти кредитных организаций, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц

Investments



С другой стороны, ЦБ будет искусственно ограничивать депозитные ставки, используя нерыночный административный механизм, понижая, таким образом, планку доходностей по облигациям. По итогам 2013 г. кривая доходностей ОФЗ поднялась на 1 процентный пункт, что оказалось в рамках мирового тренда движения доходностей по инструментам с фиксированной доходностью. При этом, в еврооблигациях рост доходностей оказался гораздо серьезнее: более 1,5 процентных пункта по 15-ти летним бумагам. Мы полагаем, что дальнейший рост доходностей возможен, однако гораздо меньший, чем в 2013 г. Доходность 15-ти летних ОФЗ мы видим на уровне 7,8-8,2% на конец 2014 г. По еврооблигациям расширение спреда к казначейским облигациям США так же возможно продолжится, однако, текущие уровни в 5,7% по 15-ти летним еврооблигациям РФ нам кажутся близкими к верхним границам диапазона доходностей. Мы считаем, что доходность по 15-летним еврооблигациям РФ будет стремиться к 5%.

Для облигаций корпоративного сектора будет характерно расширение спреда между эшелонами в условиях стагнации экономики в 2014 г. Очевидно, что рынок остается чувствителен к кредитному риску.



Кривые доходностей на начало 2014 г. и на начало 2013 г.

Особого внимания в корпоративном секторе заслуживают облигации банков, доходности по которым росли в 2013 году быстрее, чем по корпоративным облигациям аналогичного рейтинга. На наш взгляд, проблемы в банковском секторе будут нарастать в 2014 г., потому как рост кредитных портфелей замедлится или вовсе остановится, а возможности привлекать длинные пассивы останутся у немногих с учетом ограничений стоимости пассивов навязываемых ЦБ. В связи с этим маржинальность и прибыльность банковского сектора будут находиться под давлением, что не будет способствовать росту кредитного качества облигаций банков.

Рост доходностей по субфедеральным бумагам был значительным в 2013 г. и спред между субфедеральными бумагами и корпоративными облигациями с эквивалентными рейтингами расширился. Мы видим в этом некую несправедливость, потому что считаем, что в условиях российской бюджетной системы, предполагающей взаимосвязь федерального и субфедеральных бюджетов, рассматривать бюджеты субъектов как самостоятельные не совсем корректно. Финансовое состояние регионов отражает динамику ВВП и очевидно, что доходности по субфедеральным

бумагам должны сильнее коррелировать с доходностями ОФЗ, нежели доходности бумаг корпоративного сектора. Однако, проблемы как у федерального бюджета, так и у региональных будут оставаться и в 2014 г., поэтому на сужение спреда мы не рассчитываем.

С учетом нашего видения перспектив облигационного рынка, мы будем поддерживать дюрацию облигационных портфелей на уровне 2-2,5 года, потому как этот диапазон позволяет иметь относительно высокую доходность до погашения при ограниченном уровне рыночного риска. Мы по-прежнему будем отдавать предпочтение бумагам с высоким кредитным качеством, и ограничивать долю финансового сектора в портфелях, выбирая в этом секторе лишь инструменты крупнейших банков страны. Субфедеральные бумаги остаются в поле наших интересов в части бумаг с рейтингом на уровне не ниже ВВ-.

Для портфеля еврооблигаций текущие ставки выглядят достаточно привлекательными, особенно в сравнении со ставками по депозитам в валюте. С учетом формы кривой доходности, наиболее интересными нам видятся бумаги со сроком до погашения 5-7 лет.