

Инвестиционная стратегия

Февраль 2012 года

Allianz

РОСНО

Управление Активами

- Состояние финансовых рынков в 2012 году будут определять 3 темы: долговой кризис в еврозоне, «мягкая посадка» китайской экономики и устойчивость роста ВВП США на фоне сокращения бюджетных расходов.
- По всем трем факторам риска в рамках наиболее вероятного сценария ситуация будет развиваться благоприятно для роста спроса на рискованные активы.
- Темпы роста ВВП России будут несколько ниже прошлогодних (порядка 3,5%), основной вклад в рост окажут сектора, ориентированные на внутренний спрос.
- Инфляция за год составит 6-7%. Основная часть роста цен придется на вторую половину года (после повышения регулируемых тарифов).
- Российский фондовый рынок имеет хороший потенциал роста: он недооценен по ряду фундаментальных показателей и в фазе восстановления будет показывать результаты лучше большинства развитых и развивающихся рынков. По итогам года можно ожидать роста индекса ММВБ на 25-30%.
- Снижение оттоков капитала, укрепление рубля и улучшение ситуации с ликвидностью способствуют некоторому снижению процентных ставок и доходностей облигаций. Тем не менее, на протяжении значительной части года процентные ставки будут выше инфляции.

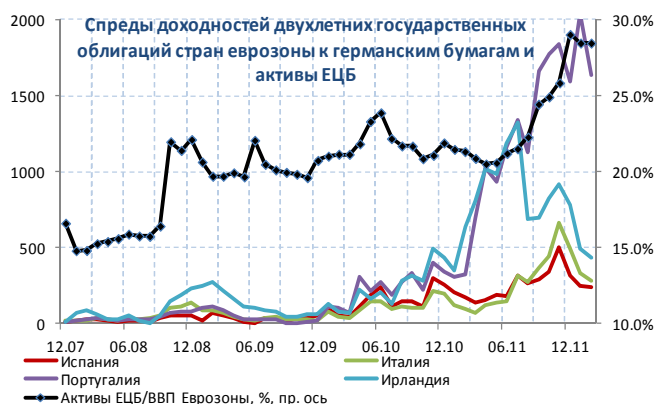
Макроэкономика

Основными вопросами на повестке дня в 2012 году, как и во второй половине прошедшего года, останутся: риск замедления роста американской экономики в условиях грядущих мер по сокращению дефицита бюджета, перспективы преодоления европейского долгового кризиса, а также глубина и продолжительность «мягкой посадки» китайской экономики. Кроме того, в России в первые месяцы года картину будет искажать чрезмерная осторожность инвесторов до подведения итогов выборов. Впрочем, по всем этим вопросам в течение года должна появиться хоть какая-то ясность. При этом практически любой вариант разрешения существующих противоречий (кроме совсем уж негативных) будет фактором роста рынков – большая часть негативных сценариев сейчас уже заложена в цены и прогнозы участников рынка.

Европейский долговой кризис придет к какому-то итогу раньше конца 2012 года. Списание части греческого долга и рекапитализация банковского сектора – дело ближайших месяцев. Весь масштаб обусловленных европейским кризисом потерь нам еще предстоит узнать, зависит он, в первую очередь, от оперативности и согласованности действий правительств стран еврозоны и МВФ. В любом случае, уже можно сказать с уверенностью, что большинство стран еврозоны столкнутся в 2012 году с рецессией или, по крайней мере, с очень низкими темпами роста ВВП. Тем не менее, активная накачка банковского сектора ликвидностью со стороны ЕЦБ в конце 2011 года помогла сгладить напряжение на финансовых рынках, необходимые решения на общеевропейском уровне и на уровнях отдельных стран постепенно принимаются, есть основания считать, что в конце 2011 – начале 2012 года экономика еврозоны достигла низшей точки цикла.

В китайской экономике и в ряде других стран АТР также наблюдается замедление экономического роста, в значительной степени обусловленное падением европейского спроса на их экспорт. Однако относительно Китая участники рынка настроены более оптимистично, снижение темпов роста экономики будет неглубоким и непродолжительным – экономика Китая достаточно быстро реагирует на изменения политики, а смягчение монетарной политики уже началось. Вероятно, локальное дно в уровне деловой активности будет скоро пройдено.

Положительные сигналы поступают и из экономики США – безработица снижается быстрее, чем ожидалось (8,3% в январе 2012 года после 9,4% в конце 2010 года), индексы настроений производителей и потребителей растут. Частный сектор



демонстрирует устойчивый рост – инвестиционная активность остается высокой, растет спрос и на потребительские кредиты, и на кредиты для бизнеса. Этого должно быть достаточно, чтобы компенсировать возможный негативный эффект от сокращения госрасходов (в этом году планируется сокращение дефицита на 1,5%, также должны быть утверждены долгосрочные планы стабилизации государственного долга).

В результате темпы роста мировой экономики в наступающем году, безусловно, будут невысоки (Всемирный Банк в последнем выпуске Global Economic Prospects ожидает в 2012 году рост на 1,4% в развитых странах и 5,4% в развивающихся), однако, очаги высокой активности сохраняются.

Это соответствующим образом отразится на российской экономике – экспортноориентированные отрасли, как и во второй половине 2011 года, будут расти не так быстро. Тем не менее, цены на основные виды продукции российского экспорта если и снизятся, то незначительно, а ближе к концу года возможно начало новой волны роста. На наш взгляд, цены на нефть Brent в течение большей части года будут оставаться выше отметки \$100 за баррель. Часть экономики, ориентированная на внутренний спрос, будет продолжать чувствовать себя неплохо (можно ожидать сохранения темпов роста розничных продаж на уровне 6-8%).

В результате темпы роста ВВП, скорее всего, будут ниже, чем в 2011 году, где-то в диапазоне 3,2-3,7%. Относительно невысокие темпы роста экономики обеспечат умеренный темп роста цен. Профиль инфляции внутри года в 2012 году будет радикально отличаться от предыдущих лет – в этом году тарифы естественных монополий повышаются меньше, чем в предыдущем, и повышения эти состоятся во второй половине года. Так что годовой темп инфляции во II квартале может опуститься до очень низких уровней – 3-4%, а во второй половине года рост цен будет ускоряться. В целом по итогам года можно ожидать роста цен в пределах 6-7%. С учетом такой динамики инфляции в течение значительной части года будет сохраняться нетрадиционная для России ситуация, когда ставки по банковским вкладам и доходности облигаций превышают текущий темп инфляции.

Динамика курса рубля, притоков/оттоков капитала и уровня ликвидности будет в первую очередь зависеть от внешнеэкономической конъюнктуры. По трем основным факторам риска – долговому кризису в Европе, темпам замедления экономики Китая и других азиатских стран, устойчивости роста американской экономики в условиях грядущих мер по сокращению дефицита бюджета – мы ожидаем в течение 2012 года какого-то прогресса. Если ситуация по ходу года будет развиваться в соответствии с этим сценарием - вероятен рост спроса на российские активы и, следовательно, рост притоков капитала и продолжение укрепления рубля. Кроме того, во втором квартале перестанет действовать специфический внутрироссийский фактор, сдерживающий инвестиции, - до выборов, несмотря на то, что от их итогов не ждут каких-то неожиданностей, инвесторы опасаются начинать крупные новые проекты и вкладывать в Россию. В результате курс рубля имеет хорошие шансы закончить год на более высоких уровнях. Средняя стоимость бивалютной корзины к концу года может оказаться ниже 33 рублей.

На фондовом рынке пока сохраняется противоречивое сочетание хороших фундаментальных показателей и низкого спроса на риск со стороны участников рынка. Так, по целому ряду критериев (финансовые коэффициенты, отношение капитализации фондового рынка к ВВП и т.д.) акции сейчас сильно недооценены, P/E индекса РТС сейчас 5,4, как в октябре 2008 года, а среднее значение за 5 лет – порядка 8.

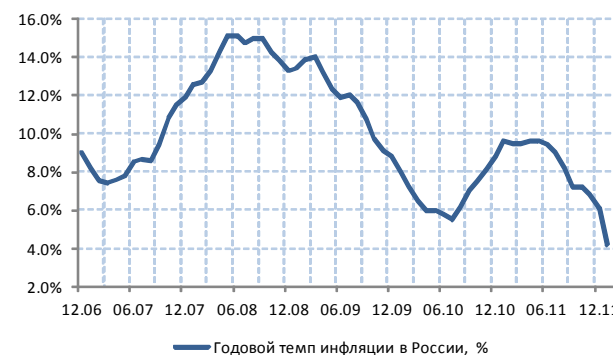
Чтобы потенциал роста фондовых индексов реализовался, инвесторам нужно лишь чуть больше определенности относительно будущего. На наш взгляд, 2012 год предоставит им такую возможность. Как только появится большая ясность по поводу 3-х вышеуказанных факторов, спрос на рискованные активы может быстро вырасти.

Дополнительным долгосрочным фактором спроса на российском финансовом рынке будет продолжающаяся пенсионная реформа. В западных странах пенсионные фонды и управляющие пенсионными накоплениями являются одной из наиболее значительных групп инвесторов. По мере развития в России накопительной пенсионной системы такие инвесторы в ближайшие годы будут оказывать все большее влияние на рынок, формируя спрос на долгосрочные финансовые инструменты.

По итогам года в рамках «среднего» прогноза можно ожидать роста рынка на 25-30%, однако отклонения в обе стороны могут составить более 30%. При этом рост останется в первую очередь «заложником» внешнеэкономической конъюнктуры, а не внутренних факторов.



ориентированная на внутренний спрос, будет продолжать чувствовать себя неплохо (можно ожидать сохранения темпов роста розничных продаж на уровне 6-8%).



Акции

Российский рынок акций по-прежнему является high beta market, и мы считаем, что в фазе восстановления он будет показывать результаты лучше большинства развитых и развивающихся рынков. С нашей точки зрения все фундаментальные предпосылки для этого присутствуют.

Мы рассчитываем на отмену ограничений по обращению депозитарных расписок, делая при этом ставку в основном на локальные акции. По нашему мнению, при реализации такого сценария спрэд, который сейчас в среднем составляет 5-10%, схлопнется.

Мы ожидаем некоторого замедления в темпах роста потребительского сектора в 2012 году, но по-прежнему считаем ряд компаний сектора очень привлекательными для инвестиций. Нашими фаворитами среди всех компаний сектора являются Магнит, М.Видео и Черкизово.

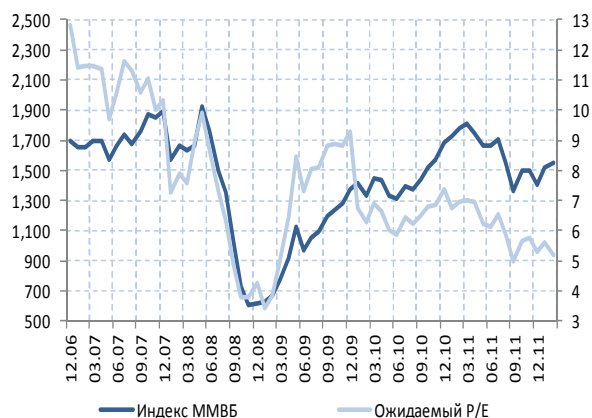
В электроэнергетике мы продолжаем делать ставку на компании с наиболее эффективными мощностями и хорошим уровнем корпоративного управления. Мы отдаем предпочтение Е.ON Россия, Русгидро и Enel ОГК-5. В сетевых компаниях мы видим значительный потенциал роста, но также и большие риски, связанные с методами регулирования сектора, поэтому данные компании мы считаем интересными только для инвесторов с длинным инвестиционным горизонтом.

В нефтегазовом секторе нам больше других нравятся ТНК-ВР и Башнефть. При этом мы продолжаем считать весь сектор недооцененным.

Банковский сектор с нашей точки зрения предлагает один из наибольших потенциалов роста на всем российском рынке акций. Сектор был достаточно сильно перепродан на долговых проблемах Еврозоны и возможных в связи с этим проблемах европейских банков. Российский банковский сегмент практически не имел отношения к данным проблемам, но всё же стал жертвой уменьшения доли сектора в глобальных портфелях. Нашим фаворитом в секторе является Сбербанк.

Металлургия наиболее сильно пострадала в прошлом году от ожиданий экономической рецессии в еврозоне и снижения темпов роста глобальной экономики. Мы считаем, что в текущем году, особенно в первом полугодии, не стоит ожидать резкого восстановления сектора. При этом часть бумаг все равно кажется нам перепроданными, к таким мы относим Мечел и ММК.

Из других секторов нам нравятся такие компании, как Трансконтейнер, Глобалтранс и ЛСР.



Облигации

Ключевыми параметрами рынка облигаций в последние месяцы 2011 года были высокая волатильность курса рубля и оттоки капитала из России на фоне недовольства итогами парламентских выборов. Вследствие этого мы наблюдали низкую ликвидность банковской системы, что увеличило стоимость рублевых ресурсов, подняв как ставки МБК, так и доходности по облигациям. В результате на рынке образовались положительные реальные доходности, превышающие уровень инфляции.

Позитивным фактором в конце 2011 года стало начало цикла смягчения денежно-кредитной политики ЦБ на фоне рекордно низкой инфляции. В результате ставка рефинансирования была понижена с 8,25 до 8%. Однако низкая ликвидность не позволила рынку отыграть это событие, и ставки по облигациям остались на высоком уровне.

В результате 2012 год начался с низкой ценовой базы и доходностей на уровне 7,5-10% для высокорейтинговых бумаг. Учитывая темпы роста российской и мировой экономик, а также уровень инфляции, мы считаем, что текущий уровень ставок является относительно высоким. Основным фактором, препятствующим началу снижения ставок, является низкая ликвидность. Мы полагаем, что напряженная ситуация с ликвидностью явление временное и в ближайшей перспективе изменится, чему будет способствовать стабильно высокая цена на нефть, рассеивание внутривнутриполитической напряженности и укрепление рубля.

Мы прогнозируем сохранение низких ставок по доллару и евро ввиду необходимости стимулировать экономики стран еврозоны и США, в связи с чем ставки по обязательствам России в валюте выглядят достаточно высокими. На наш взгляд, справедливый уровень по спреду находится на уровне 160-180 б.п. к UST, что предполагает снижение доходностей на 0,5%. Однако значительное движение по доходностям скорее всего произойдет уже после президентских выборов.

