ARBAT CAPITAL

СТРАТЕГИЯ НА 2014-2015 ГГ.
«ОСЕНЬ ИНВЕСТОРА»: ВОЗМОЖНОСТЬ КУПИТЬ АКЦИИ И ДОЛЛАР

5 сентября 2014 г.

«Утро в сосновом бору» – версия 2014

Геополитические риски дают возможность заработать



Акции останутся в растущем тренде, а евро продолжит падение

- ✓ **Наши прогнозы в отношении американского рынка акций в 2014 году оказались верны** (*см. «Стратегия на 2014 год» от 05 марта*). Индекс S&P продолжил рост и к сентябрю достиг исторического максимума свыше 2000 п.п. (+8,4% с начала года), что совпадает с нашей целевой ценой.
- ✓ **Мы по-прежнему ожидаем коррекции в 3-4 кварталах 2014 г.,** но думаем, что пока она ограничится 5-10% падения по индексу S&P. Окончание QE, ноябрьские выборы в Конгресс США и растущие геополитические риски могут заставить фондовый рынок «выпустить пар».
- ✓ После коррекции, в среднесрочной перспективе **рынки развитых стран останутся в «бычьем тренде».** Уже в 4 кв.2014 г. – 1 кв. 2015г. индекс S&P-500 может достигнуть нового максимума в 2050 пп., а затем вырасти и до 2100-2200.
- ✓ **Инвесторам лучше избегать евро**, т.к. мы не исключаем его дальнейшего падения вплоть до уровня 1,25 за доллар в 2015 г.
- ✓ **Скоро можно будет «вернуться» к российским евробондам** – средняя доходность в них уже достигла 6,5%, а риск дефолта оценивается нами как низкий.
- ✓ Инвесторы, готовые к высокому риску, могут использовать шанс купить российские акции в случае нового снижения РТС до 1100-1150. Слабая макроэкономика 2014г. уже учтена в ценах, а **конфликт на Украине дает возможности покупок при новых провалах из-за политических страхов**. Речь идет только о спекулятивных покупках с горизонтом 1 – 2 мес.
- ✓ **Цены на золото близки к дну**, и, около 1200 USD за унцию инвесторам стоит обратить внимание на сам металл и на золоторудные компании.

Риск глубокой коррекции растёт, но S&P ниже 1860 нужно выкупать

- ✓ Фондовые рынки США и других развитых стран в 2014г. останутся в «Structural Bullish Market», который может продолжаться ещё не один год. При этом **главным фактором роста станет пересмотр отношения инвесторов к акциям, как к классу активов** – пока что большинство из них по-прежнему осторожничают и предпочитают облигации. Если рынок поверит в то, что рост ставок ФРС будет спокойным и не навредит экономике и росту прибылей, то начнется «глобальный переход» из бондов в акции и это предаст ралли новый импульс.
- ✓ Поэтому при «средней коррекции в 5-10% **рынок стоит «выкупать»**, а если вместо этого будет быстрый и мощный обвал на 15-20% (как в 1987г.) – следует покупать максимально много (т.к. если обвал будет, то непродолжительный, а 2008-209гг не повторятся)
- ✓ До сих пор рост котировок происходил в основном за счет увеличения плеча и это создает значительные риски в будущем, но пока еще рано об этом беспокоиться. Согласно мнению известного макро-аналитика А.Калецкого из Gavekal, **текущая ситуация на рынке акций в большей степени напоминает 1987 г., нежели 2007 г.** Тогда тоже было длительное и мощное ралли на росте оптимизма инвесторов и наборе финансового плеча (до 1.4% капитализации, а сейчас уже 1.9%), которое закончилось «черным понедельником» 19 октября 1987 г., когда рынок за день упал на 20%, а за неделю ликвидировал весь прошлый рост. Однако тут же начался сильнейший за всю историю растущий тренд, который закончился только в 2000г.

Что делать инвестору в Сентябре - Октябре?

- ✓ После ожидаемой коррекции на 5-10% заполнить портфель акциями качественных компаний и индексных фондов, ориентированных на США, Японию и частично – Зап.Европу в технологическом секторе, тяжелой промышленности и машиностроении:
- ✓ Покупать золото ближе к 1200 (фьючерсы и ETF на золото) и, после коррекции – акции золотодобывающих компаний. Золото уже «нащупало дно», а в перспективе 2-х и более лет цены могут вернутся к $1500 за унцию
- ✓ До коррекции и при S&P-500 выше 2000 открывать короткие позиции (short) в S&P-500, Eurostoxx, в ETF на EM (в т.ч. Турцию, ЮАР)
- ✓ Попробовать "поиграть" на санкциях, которыми обмениваются Россия и её противники:
  - купить российский фондовый индекс на очередном провале РТС в район 1150 под «отскок»
  - купить акции иностранных компаний цветной металлургии (возможно, что экспорт меди и др. металлов из РФ на Запад сократится, что выгодно Австралии и Канаде).
  - покупать на сильных провалах евробонды российских (и отдельных украинских) эмитентов
  - дождаться, когда снова представится возможность для «шорта» в российском фондовом индексе от 1300 по РТС (в т.ч. через ETF RSX – торгуемый в Нью-Йорке ETF) и ADRs/GDRs на российские компании (Yandex, Magnit) – «играть» в рецессию и девальвацию рубля.
- ✓ В странах ЕС можно найти интересные возможности для инвестиций в акции банков (несмотря на то, что фондовые индексы ближе к максимумам и растут опасения рецидива рецессии). В частности, акции ряда банков стран ЕС практически достигли «дна» (Deutsche Bank, National Bank of Greece) или просто дёшевы после потерь начала года (Societe General). Очевидно, что при любом сценарии развития экономической ситуации, власти ЕС и ЕЦБ будут поддерживать в первую очередь банки, а потом уже думать о "реальном секторе".

Аргументы ЗА продолжение «ралли» в акциях в 2015г.:

✓ **ФРС не прекратит стимулировать экономику** и всегда будет «behind the curve», т.е. станет повышать ставки только при существенном росте экономики. Более того, ФРС всегда старается не напугать рынок и принимать решения «консенсусом».

✓ **Пока инфляционные ожидания не сильны**, и у ФРС есть возможность найти индикаторы, которые будут обосновывать ее «нейтральную» кредитно-денежную политику. Все, кто ожидали от ФРС иной реакции на инфляцию в предыдущие годы очень сильно пострадали.

✓ Пока печатают деньги в рамках QE и сохраняются нулевые ставки – не важно какой P/E («модель ФРС» и вовсе обосновывает P/E выше 20х). Так что инвесторам **необходимо дождаться небольшой технической коррекции и ждать ещё одной «ноги» вверх.** Почему бы и не до S&P-500 около 2200 в следующем году?

✓ Фондовый рынок в 2015г. продолжит расти из-за пересмотра отношения инвесторов к акциям – пока все еще есть огромный пласт инвесторов, предпочитающих облигации акциям. Если рынок поверит в то, что рост ставок ФРС будет спокойным и не навредит экономике и росту прибылей, то начнется **«глобальный переход» из бондов в акции**

✓ Ожидаемый рост корпоративных прибылей сделает **рынок не таким уж и дорогим**, т.е. P/E опустится в конце 2015 г. в район 15-16х

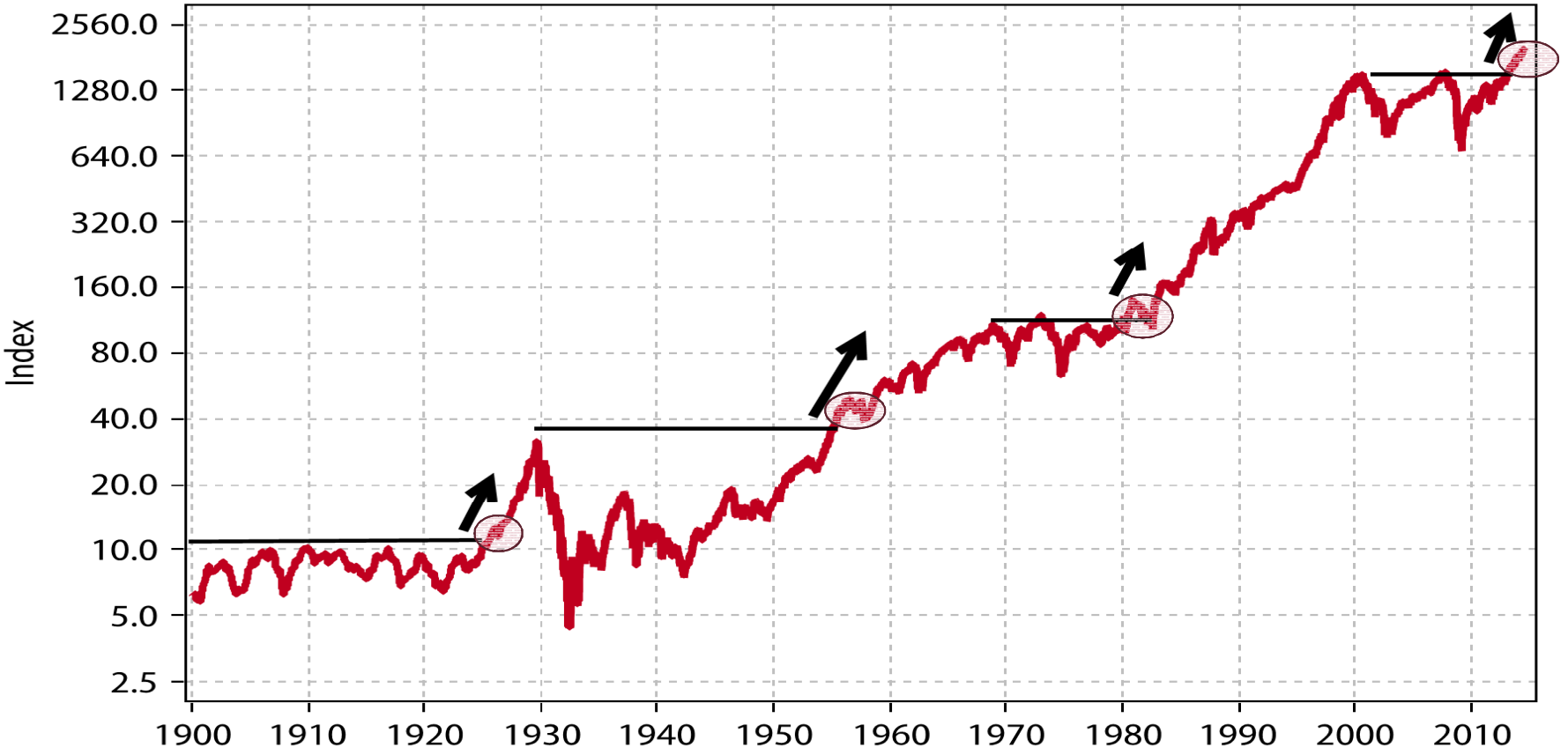
✓ Ситуация в **мировой экономике в целом не так плоха**, чтобы привести к обвалу фондового рынка: рост в экономиках США и Китая пока перекрывает проблемы в экономиках Европы, Японии и некоторых крупных развивающихся рынков.

✓ Корпоративный сектор значительно сократил уровень долга и накопил значительные запасы ликвидности, которые и дальше будут идти на **рост дивидендов и обратного выкупа акций**

Рынок готов к многолетнему растущему тренду?

За последние 100+ лет S&P-500 четырежды проходил через период «медвежьей консолидации», и в каждом случае новый максимум рынка означал начало структурного тренда наверх. Но во всех случаях сначала происходила коррекция назад к прошлым максимумам – в текущем периоде это означает возможность 20%-й коррекции S&P-500 к уровням около 1600 пунктов

Динамика индекса S&P500 и его предшественников с начала прошлого века

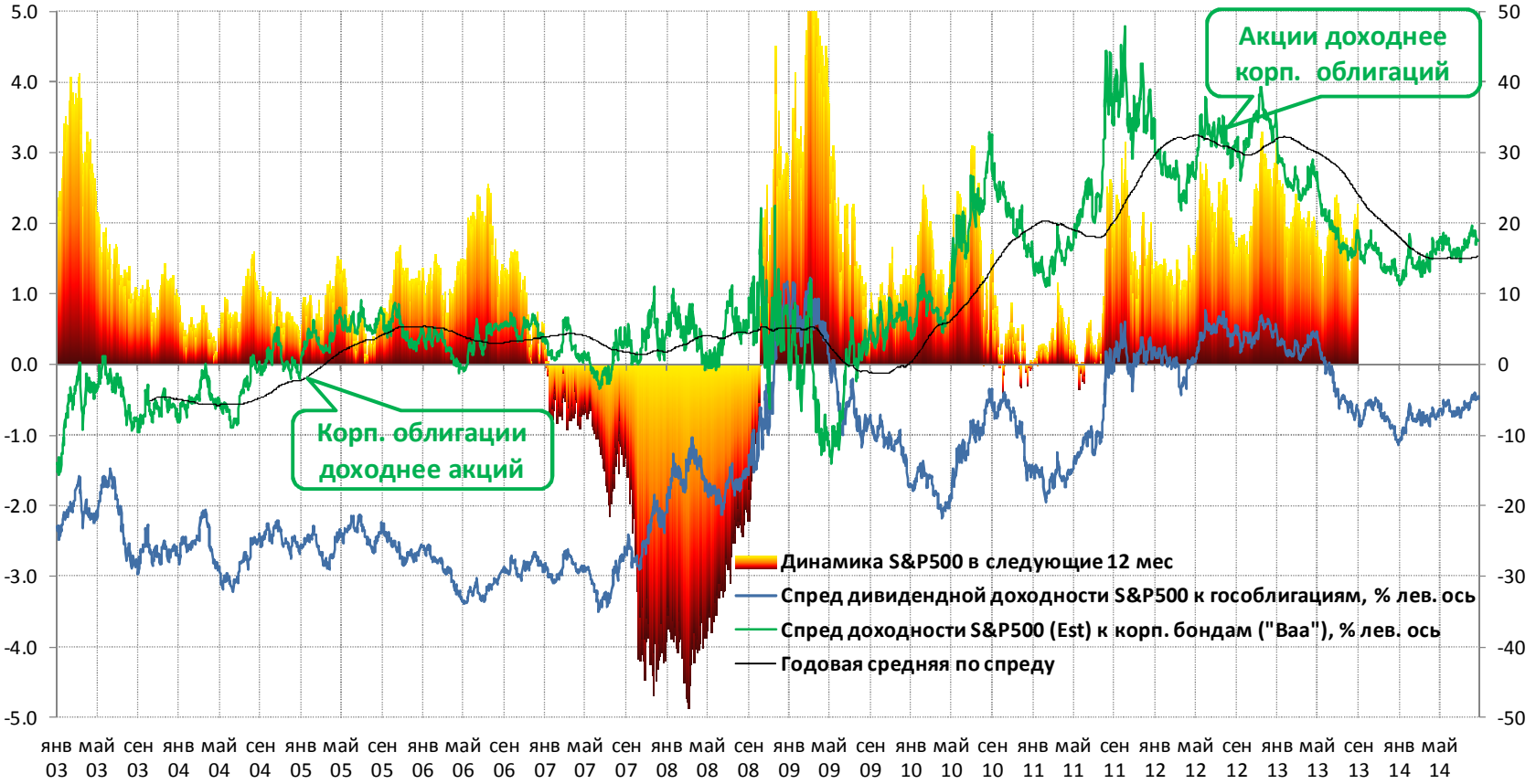


Источник: Gavekal

Оптимистичный сценарий: S&P-500 около 2500 пунктов?

С момента перехода ФРС на политику нулевых ставок и масштабных QE на рынке облигаций возник пузырь, который сделал их существенно дороже, чем акции (они стали нести меньшую доходность). Если «глобальный переход» случиться с плавным ростом ставок на 1%, но возвращением спрэдов доходностей к предкризисным уровням (0% с корп. бондами и -2% по дивидендам/UST-bills), то S&P500 в следующие 2 – 3 года может достичь 2350-2500 пунктов

Акции все еще дешевы относительно облигаций



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Аргументы ПРОТИВ продолжения ралли в акциях в 2014-2015гг.

X S&P 500 уже 29 раз в этом году закрывался на историческом максимуме. При этом **рост прибылей в последние годы сильно отстает от роста котировок**, т.е. ралли было на росте мультипликатора P/E к 17+, что близко к исторически «пиковым» уровням

X **Показатели «страха и жадности» рынка находятся на противоположных экстремумах**: VIX («страх») вблизи исторических минимумов, а финансовое плечо спекулянтов («жадность») на историческом максимуме

X Инфляционные риски снова возросли, т.к. **у дефляции больше нет серьезных союзников:**

- ***высокая безработица*** – сейчас уже в районе 6% (еще год назад ФРС обещали подумать над повышением ставок при снижении уровня безработицы ниже 6.5%)
- ***расширяющийся Китай с заниженным валютным курсом*** – инфляция, рост зарплат и укрепление юаня лишили мир мощного дефляционного фактора
- ***лаговость рынка недвижимости в США*** – цены на вторичном рынке выросли с начала 2012 года на 44% (15% в год) и достигли предкризисного уровня, что уже начало влиять на Owner's Occupied Rent (40% Core CPI), которая в этом году ускорилась с 1.7% до 2.7% yoy
- ***падающая скорость обращения денег*** –банки не хотели кредитовать экономику, предпочитая играть вокруг QE и бороться с регулятором за штрафы за прошлые грехи

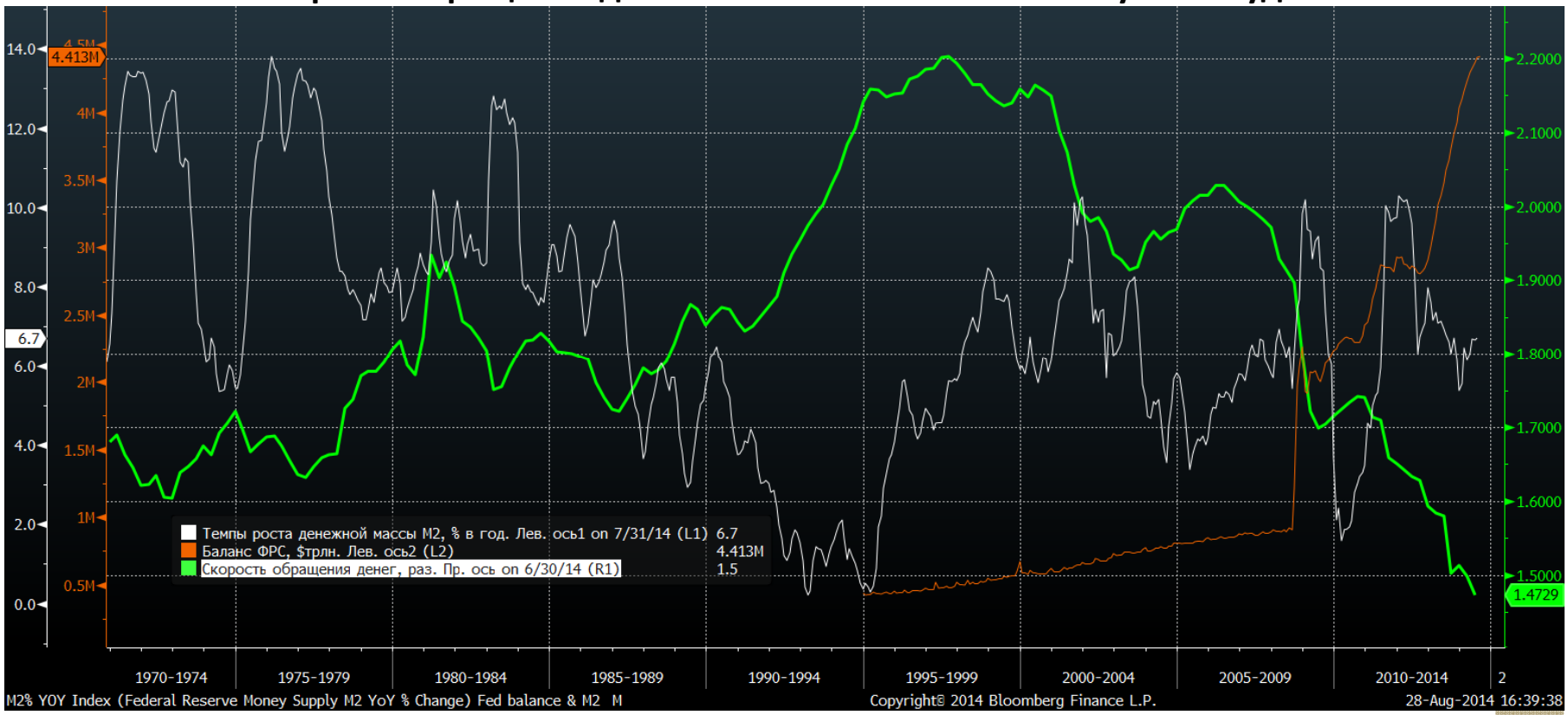
X **В ФРС растет понимание необходимости менять политику**, чтобы не увеличивать «пузырь» на рынке активов. Поэтому «печатать деньги» закончат в октябре. Более того уже пошли разговоры про обратный РЕПО («анти QE») от самого «адекватного» члена ФРС – Булларда

X В мире уже достигнут предел политической нестабильности (Ирак, Израиль, Украина), когда инвесторы начинают беспокоиться и фиксировать прибыли. Кроме того ноябрьские **выборы в Конгресс США** добавят нервозности рынкам: есть риск, что в случае победы республиканцев будут повышать налоги

Риски инфляции растут: банки начнут кредитовать экономику

$4 трлн., «напечатанных» ФРС, поддержали рост денежной массы на уровне 6-10% в год, но не сильно сказались на инфляции, чего ждали многие экономисты-монетаристы, апеллировавшие к известному уравнению Фишера (M*V=P*Y, где M – рост денежной массы, V – скорость обращения денег, P – инфляция, Y рост реального ВВП). Однако страхи банков и отсутствие роста спроса на деньги от реального сектора оказались настолько сильными, что основная часть средств от QE пошла на финансовые рынке, и коллапс V «перекрыл кислород» инфляции

Скорость обращения денег в экономике США – ниже уже некуда



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Дешевые деньги стимулировали увлечение торговлей с «плечом»

Рынок «живет в долг» уже на $182млрд. (нижний график), а совокупный объем кредитования покупки акций достиг $460млрд. Сигнал на завершение 5-ти летнего ралли появится, когда на росте рынка пойдет сокращение плеча, т.е. «умные инвесторы» начнут перекладывать позиции на «физиков», но ситуация становится все более опасной, особенно когда снова начнут расти ставки. Весной была «первая ласточка» дивергенции плеча и рынка, но неожиданное ралли мая-июня вернуло плечо на максимальные уровни. После поступления четкого сигнала у рынка будет 1-2 квартала на формирование максимума, после чего начнется затяжной падающий тренд

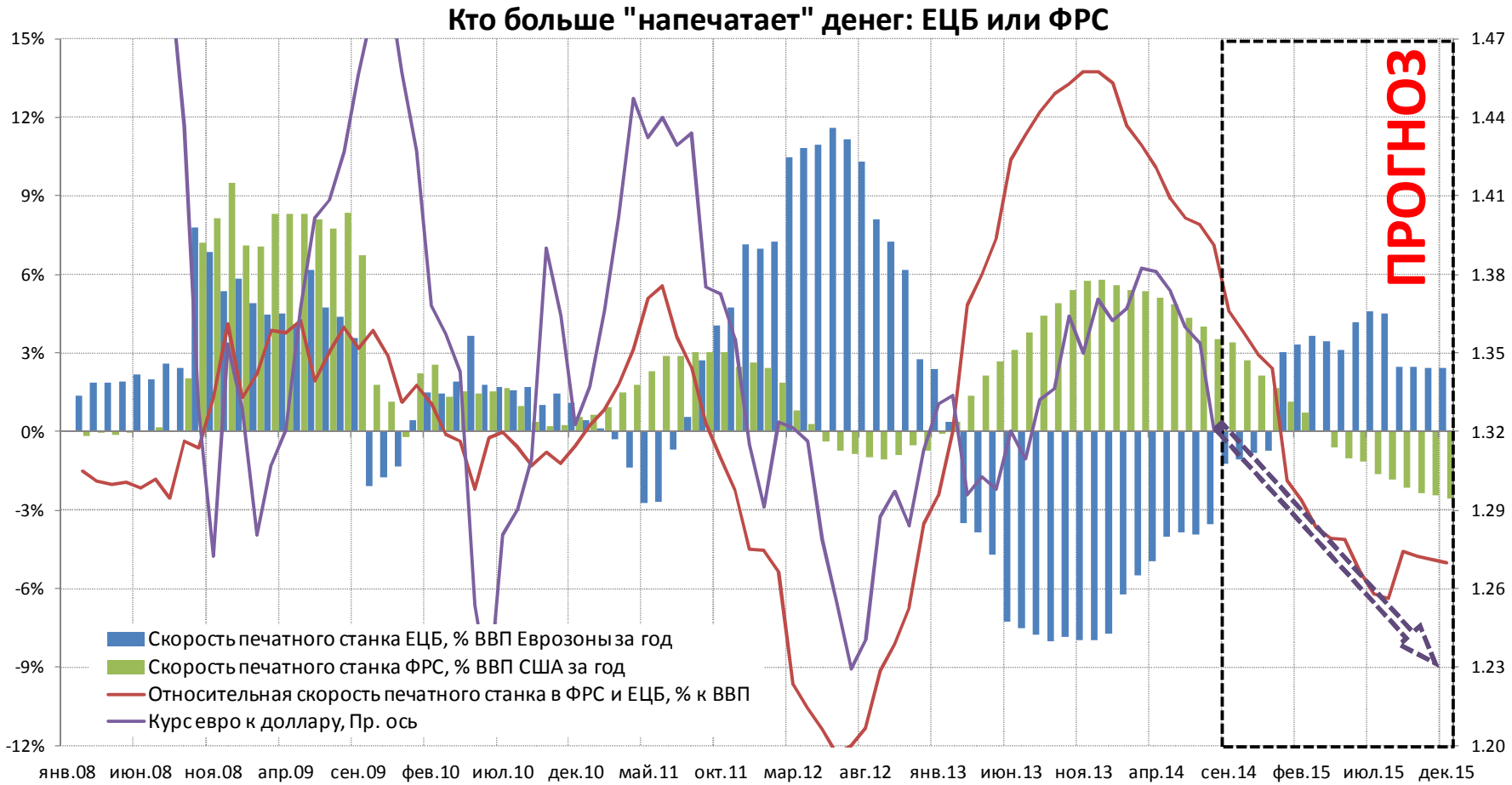
Объем заемных средств игроков на бирже Нью-Йорка бьет очередные рекорды



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

FOREX: доллар продолжит укрепляться, особенно к EUR и JPY

ФРС сворачивает QE в октябре и начинает обсуждение механизмов изъятия избыточной ликвидности и повышения ставок, тогда как ЕЦБ начинает новый виток программ долгосрочного рефинансирования своего банковского сектора – теперь через инструмент *targeted LTRO* (кредит от ЕЦБ взамен кредита реальному сектору), а также обсуждает вариант полноценного QE. В итоге, после краткосрочной остановки на $1.30 евро продолжит падение к $1.25 и ниже



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Завершилась ли коррекция золота? – скорее всего, да

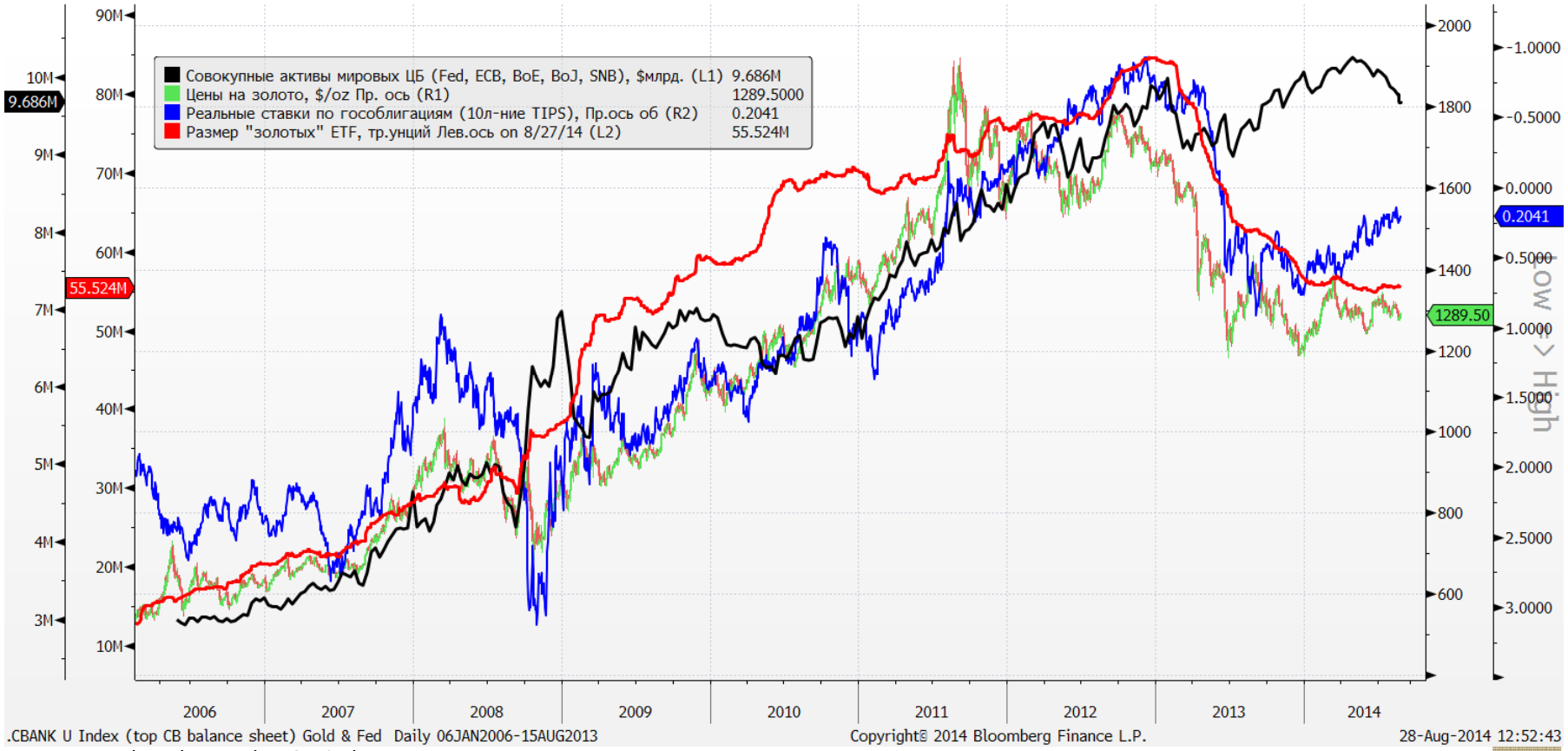
Золото может стать хорошим активом для диверсификации рисков за счет:

- ✓ Реального спроса в Китае и Индии (под «свадебный сезон» и повышение квот на импорт)
- ✓ Снижение уровня реальных ставок по кредитам и облигациям в США (см. след. слайд), текущий уровень которых предполагает цену золота в $1400-1500 за унцию.
- ✓ Сохранение геополитической напряженности во многих регионах мира (Россия/Украина, Таиланд, Ирак, Сирия, Ливия)
- ✓ Россия может переводить часть международных резервов в золото для нейтрализации риска «отключения» от долларовой валютной системы. Пример Ирана показал, что золото может являться эффективным инструментом расчетов
- ✓ Объем средств в «золотых» фондах (ETFs) достигли минимума с 2009 года и уже полгода находятся на стабильном уровне, т.е. все нервные инвесторы уже вышли, и они же побегут заходить обратно, как только пойдет рост цен выше 1400
- ✓ Забытые инфляционные риски хоть и не реализуются на горизонте 6-12 месяцев, но их возвращение в орбиту внимания инвесторов сократит реальные процентные ставки (уже само по себе хорошо для золота) и добавят спрос на за золото как *inflation hedge*
- ✓ Золоторудники начнут сокращать добычу, т.к. замороженные в 2013-2014 гг. проекты новой добычи не выйдут на рынок и не смогут компенсировать падение добычи и качества руды на старых месторождениях

МЫ РЕКОМЕНДУЕМ УВЕЛИЧИВАТЬ ДОЛЮ ЗОЛОТА И ЗОЛОТОРУДНЫХ КОМПАНИЙ (GDX) В ПОРТФЕЛЕ ПРИ ПАДЕНИИ ЦЕН К $1200-1240 ПО ЗОЛОТУ И $22-24 ПО GDX

«Печатный станок» ФРС - не главный фактор динамики цен на золото

На графике приведена связь котировок золота с балансами всех основных ЦБ (де-факто, это скорость печатного станка мировых валют), реальными ставками в США (по 10-летним защищенным от инфляции UST-bills) и инвестиционным спросом на золотые ETF, в которые вкладывают не только физики и мелкие институциональные инвесторы, но и большие хедж-фонды, например - Полсона и Сороса. Вопреки расхожему мнению, скорость печатного станка не так сильно влияет на котировки золота, как реальные ставки и приток/отток денег в ETF.

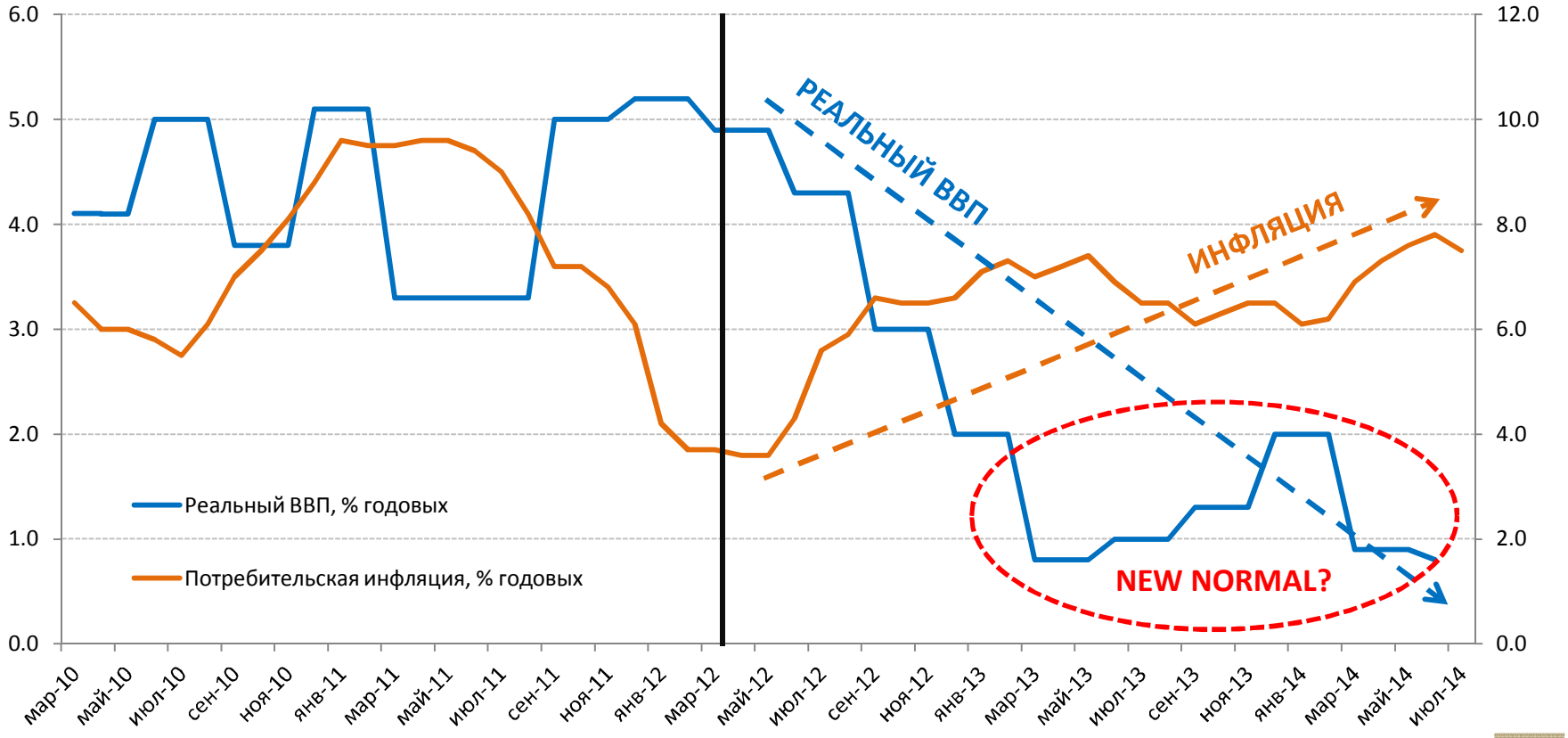


Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Российская экономика: сочетание низких темпов роста ВВП и растущей инфляции

Проблемы в российской экономике начались задолго до санкций и имеют более фундаментальный, нежели внешний шок, характер. Экономическое противостояние с Западом лишь усугубит ситуацию: внешнеторговые ограничения вместе с девальвацией рубля поддержат рост цен, а ужесточение фискальной политики в связи с необходимостью финансирования новых госрасходов окажет негативное влияние на темпы экономического роста. Но это уже «в цене» российских акций

Динамика реального ВВП и инфляция в России



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Российские еврооблигации: средняя доходность к погашению в корпоративном сегменте выросла до 6.5% годовых

Несмотря на рост экономических и политических рисков, еврооблигации российских компаний вновь – на интересных для покупок уровнях. Занимать длинные позиции лучше в облигациях наиболее качественных заемщиков (Альфа Банк-21, Лукойл-22, НОВАТЕК-22, Сбербанк-23, ВТБ-22) и в моменты ослабления конъюнктуры. Даже жесткие санкции «аля Иран» не создадут кризиса платежеспособности российской экономики, т.к. объем ЗВР и валютной ликвидности банков ($470млрд. + $87 млрд.) превышает размер «очищенного» внешнего долга ($350 млрд., по оценке CBonds). Но встает вопрос желания платить!

Инструмент	Доходность к погашению, %	Объем, млн. $	Купон, % годовых	Срок погашения
AK BARS Bank-22	9.22	600	8.00	13.07.2022
Alfa Bank-21	**7.41**	**1000**	**7.75**	**28.04.2021**
Alrosa-20	6.40	1000	7.75	03.11.2020
Bank Otkritie-19	10.53	300	10.00	17.12.2019
FESCO-18	17.67	550	8.00	02.05.2018
Gazprom Neft-23	6.40	1500	6.00	27.11.2023
Gazprom-18	4.67	1100	8.15	11.04.2018
Gazprom-34	7.01	1200	8.63	28.04.2034
Gazprombank-20	7.32	400	6.50	17.07.2020
Koks-16	11.51	319	7.75	23.06.2016
LUKOIL-22	**6.01**	**500**	**6.66**	**07.06.2022**
Metalloinvest-20	6.93	1000	5.63	17.04.2020
MTS-23	6.16	500	5.00	30.05.2023
Norilsk Nickel-20	5.43	1000	5.55	28.10.2020
NOVATEK-22	**6.40**	**1000**	**4.42**	**13.12.2022**
PhosAgro-18	5.26	500	4.20	13.02.2018
Rosneft-22	6.41	2000	4.20	06.03.2022
Rosselkhozbank-23	9.41	500	8.50	16.10.2023
Russian Railways-22	5.80	1400	5.70	05.04.2022
Sberbank-23	**7.29**	**1000**	**5.25**	**23.05.2023**
Severstal-22	6.15	750	5.90	17.10.2022
Sistema-19	6.68	500	6.95	17.05.2019
TMK-20	8.39	500	6.75	03.04.2020
Transneft-18	4.30	1050	8.70	07.08.2018
Uralkali-18	4.85	650	3.72	30.04.2018
VTB-22	**7.85**	**1500**	**6.95**	**17.10.2022**

Источник: Bloomberg

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.