

Инвестиционная стратегия на 2010 год

Allianz

РОСНО

Управление Активами

Основные идеи

- В 2010 году мы продолжим наблюдать постепенное восстановление мировой экономики, во многом за счет быстрорастущих экономик Китая и Индии. Это будет стимулировать спрос на сырьевые товары, что так важно для российского рынка.
- Основным риском 2010 года может стать растущая инфляция, которая потребует от центральных банков повышения процентных ставок. Однако понимая опасность подобных действий для восстанавливающейся после кризиса экономики, денежные власти предпочтут дождаться ее уверенного подъема.
- Российские акции остаются существенно недооцененными по сравнению с мировыми рынками. Высокий уровень ликвидности, низкие процентные ставки и продолжающееся восстановление экономической активности как в России, так и в других странах позволят сохранить позитивный тренд в динамике российского рынка акций, однако рост уже не будет таким значительным, как в 2009 году.
- Среди секторов, ориентированных на внутренний рост, мы выделяем финансовый, электроэнергетический, сектора мобильных телекоммуникаций и продуктового ритейла. Среди сырьевых отраслей, выигрывающих от улучшения ситуации на внешних рынках, мы отдаем предпочтение нефтяным, горнодобывающим компаниям и производителям минеральных удобрений.
- Мы полагаем, что Банк России будет и в дальнейшем придерживаться стимулирующего курса денежной политики. Данный фактор является благоприятным для рынка рублевого долга, однако значительное предложение новых выпусков и волатильность курса рубля не позволяют ожидать значительного снижения доходности рублевых облигаций. Мы планируем ограничить дюрацию облигационных портфелей, продолжая сохранять кредитное качество и ликвидность на высоком уровне.

Макроэкономика

В первой половине 2010 года мы продолжим наблюдать постепенное восстановление мировой экономики, начавшееся в середине 2009 года. Наибольший вклад в этот прирост будут вносить быстрорастущие экономики Китая и Индии. Кроме использования этими странами для выхода из кризиса стимулирования внутреннего потребления добавится возрождающийся спрос на товары длительного пользования со стороны развитых стран. Всё это будет стимулировать спрос на сырьевые товары (нефть, газ, металлы), благодаря чему цены на сырье продолжают оставаться на высоких уровнях даже в случае оттока спекулятивных денег с товарных рынков.

Мы ожидаем, что средний уровень цен на нефть марки Brent в 2010 году будет близок к 75\$ за баррель. Этого, по нашему мнению, вполне достаточно для удержания профицита торгового баланса России, стимулирующего приток капитала. Это в свою очередь позволит ЦБ РФ без особых проблем удерживать валютный курс в коридоре 35 – 39 рублей к корзине валют и сосредоточиться на своей главной задаче - снижении процентных ставок для стимулирования роста реального сектора экономики. При этом более быстрое восстановление экономики США по сравнению с экономикой ЕС может привести в среднесрочной перспективе к укреплению доллара по отношению к евро.

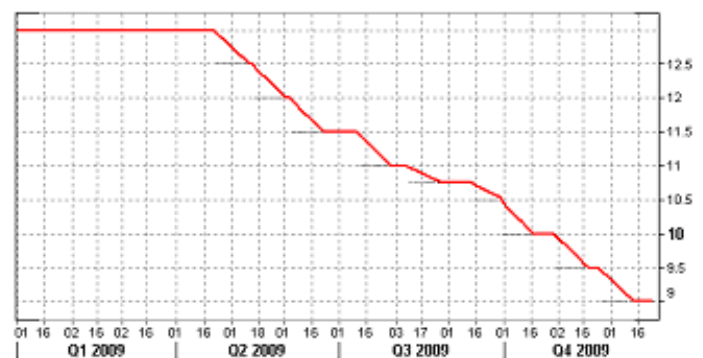
Во второй половине 2010 года мировая экономика может столкнуться с новой проблемой - растущей инфляцией, что может заставить центральные банки повышать базовые процентные ставки. Однако, мы

уверены, что регуляторы прекрасно понимают опасность подобных действий для восстанавливающейся после кризиса мировой экономики и до конца 2010 года постараются не прибегать к подобным мерам.

Российская экономика в 2010 году к уже имеющимся государственным расходам получит новые стимулы для роста - это постепенное восстановление потребительского кредитования в стране и начавшийся уже в 2009 году рост доходов населения. Это вкупе со стабилизацией рубля позволит вернуться к реализации идеи диверсификации российской экономики, а также ожидать роста российского ВВП в 2010 году на уровне 3,5% - 5,5%. При этом инфляция в России, несмотря на ожидаемое нами снижение базовых процентных ставок в 2010 ещё на 1% - 2%, удержится на относительно низком уровне 8,5% - 10,5%.

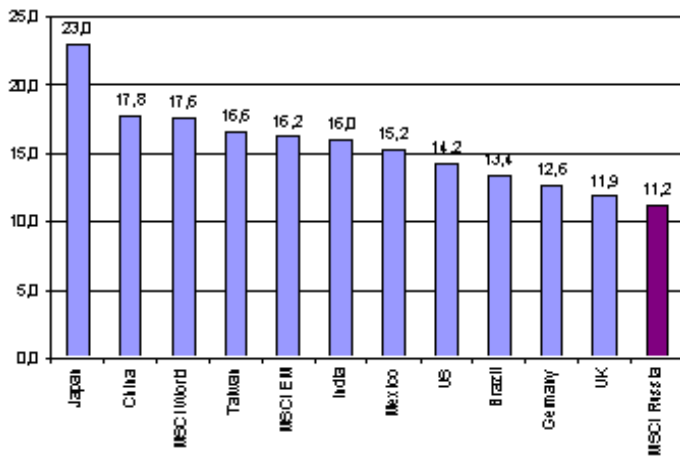
Мы считаем, что в ближайшее время не следует ожидать серьезного падения курса рубля, как и его серьезного укрепления. Сверху бивалютную корзину ограничивает «потолок» коридора Банка России, равный 41 руб., а снизу – совокупность факторов, основными из которых являются негативное воздействие «сильного» рубля на ключевые сектора российской экономики и продолжающиеся снижаться рублевые процентные ставки. Диапазон изменения курса бивалютной корзины в 2010г. находится, по нашему мнению, между 34 и 39 рублями. Однако, мы ожидаем повышенной волатильности на рынке российской валюты – колебания котировок в течение некоторых дней могут достигать 2-3%.

Прошедший год прошел под знаком значительного смягчения денежной политики российским Центробанком. Мы считаем, что такие меры, как поддержка российских банков и стимулы к дальнейшему снижению ставок кредитования реального сектора будут актуальны и в 2010г. Поэтому мы ожидаем снижения ключевых процентных ставок Банка России на 1-2 процентных пункта, а также дальнейшего расширения ломбардного списка.



Рынок акций

Несмотря на значительный рост в 2009 году, российский рынок акций остается существенно недооцененным по сравнению с основными развивающимися и развитыми рынками. Дисконт индекса MSCI Russia к индексу MSCI Emerging Markets на данный момент составляет 28%, в то время как за последние 4 года до кризиса среднее значение дисконта составляло 12%. Принимая во внимание более высокие ожидаемые темпы роста экономики в 2010 году и, как следствие, темпы восстановления прибылей компаний, столь существенный дисконт, на наш взгляд, не является оправданным как в исторической перспективе, так и по абсолютному значению.



По нашим оценкам, в следующем году на российском фондовом рынке сохранится позитивный тренд, хотя рост и не будет столь большим, каким был в 2009 году. Основную роль в данном случае по-прежнему будут играть высокий уровень ликвидности в системе, низкие процентные ставки и продолжающееся восстановление экономической активности как в России, так и в других странах. При этом важными факторами, влияющими на доходность отдельных секторов, будут постепенное восстановление внутреннего спроса, существенное улучшение ситуации на внешних рынках, ведущее к росту спроса на сырьевые товары, а также восстановление на долговом рынке и, как следствие, улучшение условий привлечения капитала. Эти тренды будут являться определяющими при выборе инвестиционной стратегии в 2010 году как на уровне секторной аллокации активов, так и при выборе акций отдельных компаний.

Из секторов, ориентированных на внутренний рост, стоит выделить финансовый сектор, где, по нашим оценкам, замедление темпов роста резервов под возможные потери по плохим кредитам приведет к существенному росту прибыльности банков. В этом секторе мы выделяем Сбербанк и Банк Возрождение, имеющие наилучшую ситуацию с плохими долгами и хорошие перспективы увеличения прибыльности и роста бизнеса.

Также нам нравятся сектора, ориентированные на рост внутреннего потребления, в частности продуктовый ритейл, где наиболее перспективными выглядят акции компаний Магнит и Дикси. Рынок остается сильно сегментированным, при этом на долю цивилизованного ритейла приходится довольно небольшая его часть. Это дает возможность наиболее эффективным компаниям существенно увеличивать свою долю на нем, как за счет расширения торговых площадей, так и за счет приобретения более мелких игроков.

В электроэнергетическом секторе мы также ожидаем динамику лучше рынка. Здесь можно выделить два основных сегмента. Первый - это генерирующие компании, среди которых мы выделяем наиболее эффективные ОГК-4 и Русгидро. Либерализация рынка электроэнергии продолжит оказывать позитивное влияние на финансовые результаты компаний, занимающихся генерацией электроэнергии. Второй - сетевые компании, где существенную поддержку котировкам компаний окажет продолжающийся переход на новую систему определения тарифов в рамках концепции RAB (Regulated Asset Base). Здесь мы выделяем компании ФСК и МРСК Холдинг как основных бенефициаров этого процесса.

В телекоммуникационном секторе мы продолжаем отдавать предпочтение акциям мобильных операторов (МТС, Вымпелком) по сравнению с их конкурентами, оказывающими услуги фиксированной связи. Помимо перспектив роста основного бизнеса, эти компании начали активное развитие альтернативных видов связи по всей России, что, в совокупности с укрепляющимся рублем позволяет ожидать значительного улучшения финансовых показателей компаний в 2010 году по сравнению с 2009 годом.

Среди секторов, выигрывающих от улучшения ситуации на внешних рынках, стоит выделить горнодобывающий сектор и, в первую очередь, угледобывающий. Компании этого сектора выигрывают от резкого роста производства стали в Китае, а также продолжающегося восстановления спроса на других экспортных рынках. В этом секторе наиболее привлекательными выглядят акции компаний Распадская и Мечел.

Улучшение ситуации на внешних рынках позитивно скажется на секторе производителей минеральных удобрений. В течение 2009 года в этом секторе наблюдались снижение объемов поставок и цен, что негативным образом влияло на котировки акций. В частности, объемы значительно снизились на фоне затягивания Китаем - крупнейшим в мире импортером этого вида сырья - подписания контракта на поставку калийных удобрений. Мы ожидаем, что подписание нового контракта состоится в начале 2010 года, что приведет к развороту ценового тренда, значительному росту объемов поставок и, как следствие, росту выручки. Это будет положительно сказываться на котировках акций компаний, среди которых мы отдаем предпочтение акциям Уралкалия.

В нефтегазовом секторе мы продолжаем отдавать предпочтение акциям компаний, занимающихся добычей нефти. Сохраняющиеся на текущих уровнях цены на нефть, а также значительное снижение издержек, как за счет их прямого сокращения, так и за счет более низкого курса рубля в 2009 году, будут оказывать существенное положительное влияние на рентабельность компаний. Мы отдаем предпочтение акциям компаний Роснефть и Лукойл. Первая получает значительную выгоду от снижения пошлин на нефть, добываемую в восточной Сибири, в то время как вторая фокусируется на увеличении свободных денежных потоков от текущих операций. В газовом секторе мы отдаем предпочтение акциям компании Новатэк, которая недавно существенно нарастила ресурсную базу за счет покупки доли в компании, владеющей лицензией на разработку Южно-Тамбейского газового месторождения. Помимо перспектив роста, Новатэк также отличается высоким уровнем профессионализма менеджмента, что позволяет ожидать выполнения заявленных планов по росту добычи.

Долговой рынок

Среди факторов, которые будут оказывать влияние на конъюнктуру рынка рублевых облигаций в 2010г., мы выделяем следующие:

- Во-первых, это ожидаемое дальнейшее снижение ставок Банка России;
- Во-вторых, - значительное предложение новых выпусков облигаций;
- И, в-третьих, - волатильность курса рубля.

Совокупность этих факторов не позволяет нам ожидать значительного снижения доходности рублевых облигаций первого эшелона, поэтому мы планируем ограничить дюрацию портфеля облигаций 2 годами.

На рынке внешнего долга также ожидается значительное предложение новых выпусков в 2010г., причем не только российских корпоративных еврооблигаций, но и, впервые с 2000г., суверенных еврооблигаций РФ. Поэтому мы не ожидаем значительного снижения доходностей еврооблигаций российских эмитентов в течение 2010г. По нашим оценкам, спред Россия-2030 к облигациям Казначейства США может сузиться на 10-30 пунктов в ближайший год.



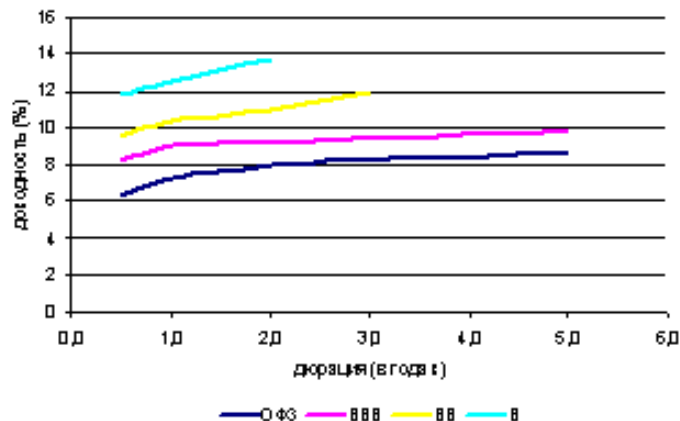
К концу 2009 года совокупный объем обращающихся корпоративных выпусков и субфедеральных бумаг достиг 1,5 трлн. руб., увеличившись с начала года в 1,3 раза. Объем государственных бумаг РФ составил 1,5 трлн. руб. Текущая отраслевая структура долгового рынка (исключая ОФЗ) характеризуется преобладанием в ней субфедеральных бумаг, финансового сектора, транспортных компаний и компаний связи.

По итогам года можно сказать, что рынок необеспеченного долга серьезно оздоровился. Около 50% совокупного объема корпоративного долга приходится на эмитентов с суверенным рейтингом. Доля нерейтингованных заемщиков сократилась до 18%. Мы видим в этом безу-

словный позитив, так как необеспеченное кредитование предполагает больший риск, чем кредитование под залог, и соответственно должно быть доступно преимущественно для высококачественных заемщиков. Именно так выглядит ситуация на рынке долга сейчас.

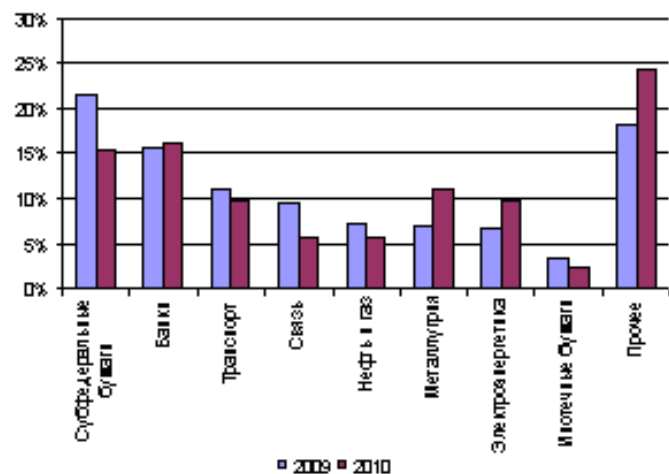
Доходности по облигациям первого эшелона (рейтинг BBB) находятся на уровне 7-9,5% в зависимости от дюрации, второй эшелон (рейтинг BB) торгуется на уровне 8-13,2%.

Кривые доходности



На 2010 год запланировано к размещению около 2 трлн. руб. корпоративных и субфедеральных облигаций. Наибольший объем планируют разместить банки (340 млрд. руб.) и металлургические компании (290 млрд. руб.). Масштабные заимствования объявили энергетические компании (249 млрд. руб.) и РЖД (185 млрд. руб.). Компании нефтяной отрасли предположительно займут на публичном рынке не более 100 млрд. руб. Лидером среди субфедеральных бумаг по объемам размещений облигаций будет Москва, планирующая занять на публичном рынке 225 млрд. руб.

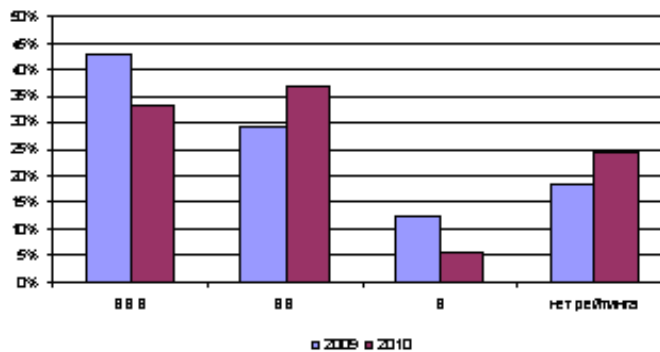
Структура рублевого рынка облигаций 2009/2010 (прогноз)



Таким образом, с учетом государственных бумаг РФ, совокупный объем обращающихся выпусков облигаций, к концу 2010 года, должен составить порядка 5-5,5 трлн. руб., что предполагает 50%-ый рост от текущих уровней. Более 55% от совокупного объема рублевого долга будет приходиться на бумаги с высшим кредитным рейтингом, 25% на бумаги хорошего кредитного качества с рейтингом (BB), около 10% выпусков на нерейтингованные бумаги.

В текущей ситуации мы планируем сохранять консервативную позицию в отношении кредитного риска и дюрации, поддерживая высокую ликвидность портфелей.

Рейтинговая структура рублевого долга



Венчурные фонды

Наша инвестиционная стратегия в области венчурных инвестиций заключается в выборе инвестиционных проектов, которые потенциально обеспечивают быстрый рост капитализации и ожидаемую доходность свыше 40% годовых при сравнительно высоком уровне риска, связанным с ранней стадией развития таких проектов.

Прежде всего, это проекты, связанные с внедрением и коммерциализацией новых технологий, таких как информационные технологии и новые материалы.

Мы прогнозируем, что темпы роста в таких направлениях, как интернет услуги, информационные технологии (программное и аппаратное обеспечение) будут существенно выше рынка в целом в среднесрочной перспективе.

Венчурные фонды под нашим управлением инвестируют в акции и доли компаний, реализующих подобные проекты на относительно длительный срок, обычно 3-7 лет. В течение этого времени мы ожидаем существенный рост капитализации компании в случае успешной коммерциализации технологии, и, соответственно, акции затем реализуются в ходе сделок M&A напрямую стратегическим покупателям или продаются через биржу, если компания стала публичной.

При выборе привлекательных инвестиционных проектов мы ориентируемся на следующие основные характеристики проекта:

- потенциально большой рынок для продукта или услуги, разрабатываемой в рамках проекта, возможность реализации на российском и международном рынках;
- наличие профессиональной команды разработчиков технологии и менеджеров, способных коммерциализировать технологию;
- наличие барьеров, способных защитить продукт или услугу от конкуренции в течение достаточного времени для получения значительной доли на рынке или для удержания высокой маржинальности продаж;
- новизна разрабатываемого продукта/услуги с точки зрения привлекательности для потребителей;
- наличие международных игроков на данном рынке, проявляющих активность в области приобретения технологичных компаний;
- возможность защитить интеллектуальную собственность, создаваемую в рамках проекта на основных рынках сбыта.

Инвестиции в недвижимость

В секторе недвижимости в настоящий момент наблюдается сравнительно низкая инвестиционная активность после существенного снижения цен, арендных ставок на коммерческую и жилую недвижимость с одновременным повышением ставок капитализации арендного дохода в коммерческой недвижимости, произошедшим за последние 12 месяцев с осени 2008 года.

Так, например, если ставки капитализации по лучшим офисным зданиям в Москве в середине 2008 года были на уровне 8-9%, на текущий момент они составляют 15-18% при незначительном числе инвестиционных сделок.