



2012 ГОД: ШАНС ЗАРАБОТАТЬ ДЛЯ ТЕХ, КТО РАЗБИРАЕТСЯ В «МЕДВЕДЯХ»



19 января 2012 г.

Акции - лучшая инвестиция в 2012 г.

Алексей Голубович, Александр Орлов, Юлия Бушуева, Сергей Фундобный

Трудно ожидать роста от финансовых рынков в условиях, когда, помимо финансового кризиса в Европе, на цены все сильнее влияет иранский фактор - с ожиданиями перебоев в поставках нефти, да и в США не всё понятно с перспективами восстановления роста - то ли снова победят демократы с элементами популизма, то ли новый республиканский «патриот» с неясной экономической программой. Как заработать на ценных бумагах в условиях продолжающегося «бегства от риска» инвесторов во всем мире? Мы считаем, что акции станут лучшей инвестицией в 2012 г. - по той простой причине, что их доходность уже заметно привлекательнее всех других ликвидных инструментов. Правда, год будет не менее сложным, чем 2011-й, и ралли будут чередоваться с новыми падениями, когда кажется, что хорошо лишь «медведям». Тем не менее, «медведи» больше не будут определять долгосрочный тренд, особенно на американском и развивающихся рынках. Ключевые слова для рынков: «волатильность», а затем - «восстановление». Главные идеи: покупать производителей минеральных ресурсов по всему миру, а также технологов и самые перепроданные сектора американской экономики.

Не останавливаясь подробно на иранской теме (которую мы рассмотрим в отдельном исследовании), рассмотрим основные прогнозы на 2012 г.

Экономический рост в 2012 г. должен замедлиться в большинстве стран. Признаки этого заметны не только в странах ЕС (в Еврозоне рост ВВП не ожидается, и даже возможен спад на 0.8%; рост в Великобритании составит 0.7%) и в США (рост в пределах 1.7-2.1%).

Замедление в 2011 г. китайской экономики (на 1.5 п.п., до 9.1-9.2%), индийской (не менее чем на 1.5 п.п., до 7%) и, особенно - бразильской (с 7.5%, до 2.9-3.0%), уже сформировало условия для снижения как промышленного, так и потребительского спроса в странах BRIC. Темпы роста ВВП в 2012 г. снизятся (в КНР, возможно - еще на 1 п.п., в России - на 0.5 п.п., в Бразилии и Индии - незначительно), т.к. быстро восстановить рост без выхода из европейского финансового кризиса нельзя. А такой выход возможен только на основе сочетания значительных финансовых вливаний со стороны ЕЦБ и ФРС, и необходимых реформ в фискальной и бюджетной сферах, причем не только в Еврозоне, но и в большинстве развитых стран.

Наиболее вероятным сценарием экономического развития на 2012 г. представляется рост мирового ВВП не более чем на 3.2% за год (против оценочных 3.8% в 2011 г.). Такой рост возможен за счет американской экономики (+ 2-3%), а также - Китая (+ 8%) и других развивающихся рынков (+ 4-5%), что компенсирует тяжелое положение в Европе (отсутствие роста и даже спад на 1%). При этом в I полугодии рост ВВП в мире будет не более 3.0%, а во II полугодии он начнет ускоряться. Инфляция в мире снизится до 2.2% (оценка в 2011 г. - более 3.5%), т.к. финансовый кризис негативно повлияет на потребительский сектор и сырьевые цены во всем мире. Для финансовых рынков такая комбинация макроэкономических факторов означает следующее:

• Индексы

Мировые финансовые рынки, скорее всего, переживут значительное падение в I квартале, а затем начнут восстанавливаться, что приведет к быстрому росту цен на сильнее всего подешевевшие рискованные активы. **Фондовый рынок США при этом станет лидером роста на развитых рынках**, индекс S&P-500 может достигнуть к концу 2012 г. значения в 1370-1400 пунктов (в зависимости от того, где будет «дно» в I квартале/полугодии).

По нашему мнению, при отсутствии «иранских неожиданностей», при масштабной программе QE-3 и, главное - при возвращении в Белый Дом президента-республиканца, S&P-500 может достичь уровня 1430 после президентских выборов в США. Как и в большинстве предыдущих рецессий, минимальные значения фондовых индексов мы увидим примерно за 6 месяцев до начала роста реальной экономики.

• Ставки

Процентные ставки по правительственным облигациям всех развитых стран в 2012 г. останутся на том же уровне, что и в во II полугодии 2011 г. и увеличатся только с началом ралли на фондовом рынке (ориентир 2.5-2.7% по UST-10 для США и около 2.25% по 10-летним государственным облигациям Германии). Но в I квартале рынок кредитов и облигаций будет похож на последний квартал 2011 г. - низкая доходность госдолга крупных стран, высокая - слабых европейских экономик. В марте произойдет формальный дефолт Греции, что может вызвать «бурю» на рынке CDS, цены на которые могут вырасти.

При этом стоимость коммерческого кредита будет расти, а в Европе и на развивающихся рынках может подорожать кредитование недвижимости, т.к. желание банков брать на себя риски минимально. Лучшей характеристикой состояния банков Еврозоны стало размещение ими на overnight депозитах в ЕЦБ более 400 млрд. евро перед Новым Годом по ставке 0.25%. При этом всего неделей ранее ЕЦБ выдал европейским банкам 489 млрд. евро на 3 года под 1%, но эти деньги не пошли на покупку суверенных Еврооблигаций, что говорит о полном отсутствии у банков уверенности в рынке и кризисе доверия к правительствам.

• **Доллар США**

Доллар прекратит укрепляться в тот момент, когда ФРС запустит новую программу «количественного ослабления» QE-3 (даже если она будет называться иначе – например «Национальный ипотечный план» или «Программа занятости Обамы»). Кроме того, у инвесторов в мире должна появиться уверенность, что нижняя точка кризиса Еврозоны пройдена. Сигналом к этому должны стать события в Европе: как дополнительное выделение 500-700 млрд. евро на рефинансирование проблемных долгов, так и новость о выходе из зоны евро Греции, либо другой «проблемной страны». Но **продолжительное снижение доллара к основным валютам развитых и развивающихся рынков начнется не тогда, когда напечатают новый триллион долларов, а когда другие экономики мира начнут выходить из рецессии** (в ЕС, ориентировочно, восстановление пойдет с 2013 г., хотя рост ВВП там будет много ниже американского – около 1%) или ускорится рост Бразилии, прочих сырьевых стран, Индии и, особенно, КНР. Сегодня большинство экспертов ожидает рост валют BRIC к доллару со второй половины 2012 г., при этом рубль может восстановиться до уровня 30.0 за \$1, если на ситуацию не повлияет иранский фактор.

• **Евро**

Для удержания тренда на восстановление евро нужны конкретные решения лидеров ЕС о сроках и формах проведения фискальных и бюджетных реформ. Без них **евро снизится в I полугодии до \$1.20, а минимальное значение в случае панических распродаж может составить \$1.10**. Если реформаторские законопроекты будут приняты и начнут реализовываться, евро может вернуться в коридор от \$1.32 до \$1.40 с учетом масштабов QE-3 в США.

При худшем для ЕС сценарии рецессии евро продолжит понижательный тренд и во II полугодии 2012 г. По опыту предыдущих циклов доллар вырастал или снижался к евро (а ранее – к немецкой марке) на 35-50% за 8-9 лет. Технические аналитики и некоторые макроэкономисты видят в этом случае возможность снижения евро ниже паритета с долларом (до 92-95 центов) в течение пяти лет (это и будет около - 40% от максимума в 2008 г.). Мы разделяем такое мнение, но это уже выходит за рамки нашего базового прогноза.



Источник: Bloomberg

• Сырье

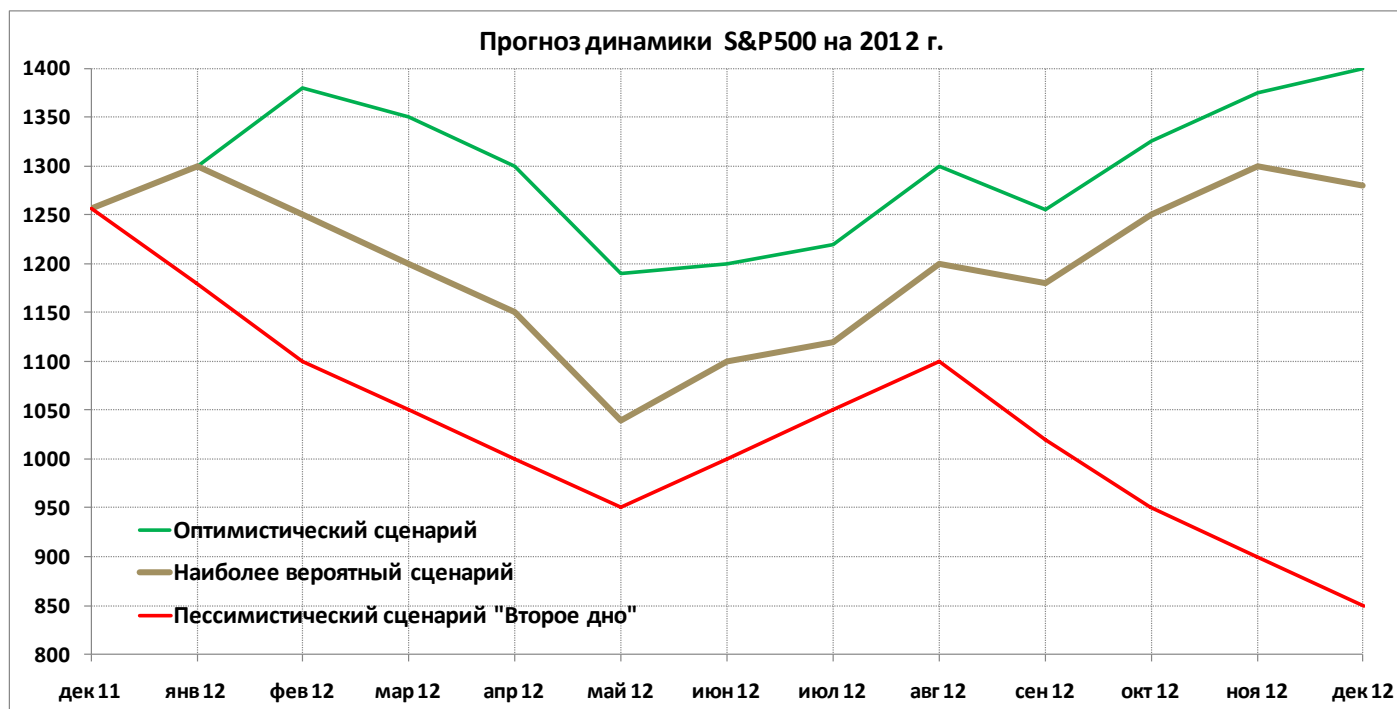
Цены на сырьевые товары смогут немного вырасти в самом начале года на улучшении ликвидности в Китае, но все равно останутся в падающем тренде и будут снижаться в I полугодии 2012 г. (сырьевые индексы снизятся не менее чем на 10%), что особенно сильно ударит по металлам. **Если война на Ближнем Востоке в течение года не начнется, то падение цен коснется и нефти, а если начнется, то нефть Brent подорожает на 20-25% на время боевых операций. Все остальное биржевое сырье в последнем случае существенно упадет в цене, за исключением сельскохозяйственных товаров и драгметаллов.**

В любом случае, при «мирном» сценарии 2012 г. во II полугодии сырьевые индексы вырастут примерно на 10% относительно начала 2012 г. (или на 20-25% от возможного «дна»). При «военном» сценарии также можно ожидать роста всех сырьевых товаров на 10-12% относительно уровней начала 2012 г. после того, как операция США в Иране закончится, а дополнительно эмитированные для военного бюджета доллары попадут на рынок. Но будет ли вообще какая-либо операция против Ирана, можно будет более уверенно судить не ранее конца февраля.

Основные прогнозы на 2012 г. придется радикально пересматривать в случае наступления и других важнейших событий. Помимо возможных бомбежек Ирана и военных действий в Ормузском проливе (которые могут начаться и вне плана - из-за «случайного» обстрела иранцами и американцами друг друга и т.п.), в I квартале нужно быть готовым к «самому плохому» сценарию развития кризиса в Еврозоне. Имеется в виду не греческий дефолт (который неизбежно случится в I полугодии и главным последствием которого станет активизация рынка CDS), а риск несвоевременности принятия антикризисных мер в Еврозоне. В случае неспособности ведущих «европолитиков» оперативно договориться по вопросу выделения денег (т.е. начать масштабную кредитную эмиссию), Меркель, Саркози и другим лидерам основных стран Еврозоны придется покинуть свои посты ввиду начала массовых неконтролируемых протестов и забастовок. Тогда, вместо медленного выхода ЕС из кризиса и подъема рынков, мы увидим провал индексов на 10-15% (**пессимистический сценарий – вероятность 10%**). Это меньше, чем в феврале-марте 2009 г., но все равно это могут быть годовые минимумы (индекс S&P-500 уже в январе-феврале может оказаться ниже 1220). Наконец, если во II полугодии в США, благодаря успехам в борьбе с Иранской ядерной угрозой, снова изберут «миротворца» Обаму, то перспективы роста для американской экономики станут весьма туманными. Очевидно, что у демократов нет серьезной программы, кроме сочетания повышения налогов и продолжения QE. Результатом этого станет неспособность финансовых рынков к восстановлению и длительный «медвежий» тренд.

Однако, если не произойдет ни одной из упомянутых неприятностей, ни иных катастроф, то на фондовом рынке можно ожидать рост, характерный для почти каждого года президентских выборов в США. В таком случае (наиболее вероятный **базовый сценарий – вероятность 60%**) в январе закончится рождественское ралли, а проблемы Еврозоны вновь выйдут на первое место (в феврале-марте – пик погашений Италии и Испании). Более того, по итогам отчетности корпораций за IV квартал 2011 года станет понятно, что завышенные ожидания аналитиков на 2012 год не совсем совпадают с мнением топ-менеджеров самих компаний, которые будут выдавать максимально осторожные прогнозы. Все это усугубится геополитическими рисками (Иран, Ближний Восток, Северная Корея) и отсутствием QE-3 от ФРС в начале 2012 г. **Падение закончится в мае, т. к., несмотря на классическую фразу «sell in May and go away», в этом году более сильным будет сезонный эффект президентского цикла в США** – в среднем, за прошлые циклы, лето выборного года в США оказывалось весьма позитивным для рынка акций. Это легко объяснить предвыборной активизацией президентской администрации и многочисленными обещаниями электорату. Да и весеннее падение рынка с неконтролируемым усилением доллара могут помочь «Бернанке и Ко» инициировать QE-3. Корпоративная отчетность будет не настолько слабой, чтобы сделать акции непривлекательными (спред с доходностью облигаций будет по-прежнему в рамках 1.5-2 СКО от исторических норм). После же выборов (в ноябре) наступит период консолидации рынка в коридоре 1250-1330.

Если к власти придут республиканцы и предложат не только налоговое стимулирование, но и существенные бюджетные реформы, то можно рассчитывать на **оптимистичный сценарий – вероятность 30%**, с ростом индекса в конце года до 1400 и выше (но пока это видится, скорее, как тема 2013 г.). В оптимистичном сценарии предполагается быстрая реакция европейских властей на экономические и финансовые вызовы долгового кризиса: инструменты ЕЦБ будут расширены до полномасштабного QE в размере порядка 0.8-1 трлн. евро, давление на банки будет снижено (а также запущен аналог американской программы рекапитализации банков, TARP), расширение участия МВФ с более четкими и честными процедурами банкротства проблемных стран. Более того экономика Китая получит достаточный фискальный стимул после съезда компартии в марте, что позволит ей не только избежать «тяжелой посадки», но и сохранить 9-10% темпы роста. Отсутствие войны в Иране и прихода к власти популистов в Германии, Франции и США также являются неотъемлемым требованием реализации этого сценария.



Источник: Арбат Капитал

Более детализированный график пессимистичного сценария на ближайшие месяцы: двухлетняя «голова с плечами» может привести к падению индекса S&P до уровня 850-900, если технически важный уровень в 1100 не будет удержан, причем, уже в I квартале.



Источник: Bloomberg

В рамках базового сценария мы предлагаем покупать акции американских компаний и глобальных производителей сырья при падении индекса S&P500 до уровня 1150 и ниже (предположительно в мае). На этих уровнях целесообразно будет иметь практически 100% уровень заполнения портфеля рискованных активов с целью закрытия первых 50% (лидеров рынка) при 1250, и оставшихся 50% (отставших на первом движении рынка) - около 1300. К тому же, по пути рынка вниз в феврале-мае можно осуществлять краткосрочные операции с индексными фондами и фьючерсами на S&P-500, DAX, Russell2000: от «шорта» с целью полу-

чения прибыли в 5%, от «лонга» - с целью в 3%.

Что касается выбора конкретных финансовых инструментов, то инвесторам необходимо обратить внимание, как минимум, на **следующие точки роста** и возможности для спекуляций в пределах ближайших 6-12 месяцев:

- (1) **Восстановление роста потребительского спроса в странах BRIC**, особенно, в Китае и Бразилии, в меньшей степени, в России и Индии. Сегодня потребительский сектор обеспечивает лишь 35% китайского ВВП (немного больше – в России, лучше – в Бразилии), а для BRIC этот показатель составляет 46% по сравнению с 71% в США. Через 8-10 лет для BRIC этот показатель составит 55-60%. Поэтому необходимо воспользоваться вероятным «дном» в ценах на акции как развивающихся, так и развитых рынков, чтобы инвестировать в азиатские, латиноамериканские и даже российские розничные сети, в местных производителей дешевых потребительских товаров, а также – в такие глобальные бренды, как General Motors, Nike, Toyota, Sony, Swatch, BMW, BAT, Diageo, LVMH и т.д., – этим компаниям будет не сложно нарастить объемы продаж в развивающихся странах. Также и банковский сектор этих стран получит все выгоды от роста потребительского рынка через рост объемов и качества кредитного портфеля. Указанные тренды будут носить долгосрочный характер, но наилучшие цены покупки акций этих компаний, скорее всего, можно будет увидеть весной 2012 г.
- (2) **Восстановление банковского сектора США** – тема, связанная с очень высокими рисками (Обама с его налогами, неопределенность с QE-3, застой в ипотечном кредитовании). В то же время крупные и средние региональные банки, не нуждающиеся в увеличении капитала, оценены близко к минимуму. Когда американский фондовый рынок дойдет до очередного локального «дна» в I полугодии, можно приобрести индексные фонды банковского сектора (ETF), в первую очередь, KBE и KRE, а также отдельные банки (Zion, FITB, FHN). Некоторые из региональных банков выглядят, как потенциальные объекты поглощений более крупными институтами, и их приобретение может обеспечить дополнительную премию инвесторам (например, Sun Trust, BB&T, Region Financial, Southern Missouri Bancorp).
- (3) **Горнодобывающие предприятия**, особенно ориентированные на экспорт в КНР, могут оказаться наиболее привлекательным сегментом среди производителей и экспортеров сырья. Прежде всего, речь идет о производителях меди, угля, железной руды. Кроме глобальных диверсифицированных компаний (Rio Tinto, BHP Billiton, Glencore, XTRATA) необходимо отметить региональных производителей в Австралии (Alumina, Lynas, Iluka, Atlas iron), Бразилии (VALE), России («Норникель», «Уралкалий», НЛМК), Казахстане (Kazakhmys) и США/Канаде (Freeport McMoRan, Walter Energy, Avalon, Timet, Allegheny).
- (4) **Дивидендные стратегии** помогут заработать как за счет роста акций, так и за счет получения не менее 4-5% дивидендов от компаний, которые устойчивы к кризису, прибыльны, но не инвестируют средства во время рецессии и поэтому повышают выплаты акционерам. В первую очередь, к ним относятся компании стран ЕС: Novartis, BASF, BAT, Bayer, Pearson, National Grid, Compass Group, Telenor, Telefonica, Vivendi (при этом инвесторам, возможно, понадобится хеджировать риск снижения валют, в которых номинированы эти акции, к доллару США). Кроме того, такие акции есть на развивающихся рынках, особенно – в России (ТНК-ВР, МТС, привилегированные акции «Сургутнефтегаза»).
- (5) **Китайские экспортеры промышленных товаров** укрепят свои позиции в мире, в первую очередь, – за счет европейских конкурентов, которых рецессия заставит сокращать производство. Это, в частности, касается производителей бытовой техники, телекоммуникационного и энергетического оборудования, судостроителей, производителей поездов. Некоторые производители (например, солнечных батарей) уже находятся на минимумах рыночной капитализации из-за китайской стратегии «удушения демпингом» конкурентов из развитых стран. Поскольку дальнейшие шаги китайского ЦБ в сторону смягчения монетарной политики имеют все шансы стать триггером для разворота падающего тренда на китайском локальном рынке акций (сейчас Shanghai Composite торгуется на уровнях марта 2009 г.), в I полугодии имеет смысл покупать акции таких китайских компаний. При этом продажа европейских промышленных производителей является неочевидным решением, т.к. в условиях рецессии и слабых финансовых рынков в Европе они станут хорошими целями для поглощения (полностью или по частям) со стороны китайского промышленного и финансового капитала.
- (6) **Российский рынок** – грядущие выборы помогут раскрыть стоимость одного из наиболее привлекательных развивающихся рынков. При этом российский фондовый рынок в I полугодии будет отставать от американского и, скорее всего, от большинства развивающихся рынков. До президентских выборов, возвращения в Кремль Владимира Путина и появления ясности с главой правительства, фактор неоп-

ределенности будет отпугивать, как большинство крупных иностранных спекулянтов, так и отечественных «оффшорных инвесторов», связанных с нынешней властью. Даже ближневосточный фактор дорогой нефти не поможет существенно поднять котировки ввиду своей краткосрочности. Наличие фундаментальных проблем российской transition есоному будет сдерживать возвращение портфельных инвесторов до момента, когда правительство заявит о готовности приступить к реформам (налоговым, бюджетным, судебным, административным). Если мы это увидим, то при условии реализации ожиданий по американскому рынку, к нам вернутся крупные западные фонды и индекс РТС вырастет на 20-25% от уровня начала года (30-40% от возможного «дна»). Наш выбор на российском рынке – госкомпании («Газпром», «Роснефть», Сбербанк), а также привлекательно оцененные бумаги с высокой beta («Магнит», НЛМК и «НоваТЭК»).

(7) Среди инвестиционных тем, сравнимых с акциями, упомянутыми в пп. (2), (3), (6) по потенциальной доходности, но и по уровню риска, можно отметить **компании технологического сектора США**, в таких областях, как:

- ▶ smartphone-tablet-related компании (QCOM, SNDK), в т.ч. – потенциальные объекты поглощений с интересными патентами (AVGO обладает технологией, ускоряющей передачу данных в смартфонах по Wi-Fi, у NUAN – технологией распознающая голос);
- ▶ «облачные технологии», которые пока покупать рано из-за их дороговизны, но ряд компаний можно купить при следующем провале рынка - EMC /VMware, CRM, в т.ч. с привязкой облачных технологий и software/internet security, например, Check Point;
- ▶ компании, чей бизнес связан LTE (4G) и массовым переходом Китая на 3G с 2G. Переход на 3G в Китае стимулируется и за счет снижения цен на смартфоны, которые все поддерживают 3G стандарт и ростом спроса в Китае. Зарабатывать на этом через операторов связи - не лучший способ, т. к. есть компании, которые также поставляют оборудование или технологии ускоряющие передачу данных.

Департамент по управлению ценными бумагами

Александр Орлов, CFA,
управляющий директор
(глобальные рынки, стратегии инвестирования, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 91-52)
Orlov@arbatcapital.ru

Аналитический департамент

Сергей Фундобный,
начальник аналитического департамента
(макроэкономика США, ЕС, Россия, Китай,
фондовые рынки, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 90-23)
Fundobny@arbatcapital.ru

Михаил Завараев,
ведущий аналитик
(финансовый сектор в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-54)
Zavaraev@arbatcapital.ru

Виталий Громадин,
старший аналитик
(нефтегазовая отрасль в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-50)
Gromadin@arbatcapital.ru

Инга Фокша,
старший аналитик
(сектор высоких технологий за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 92-22)
Foksha@arbatcapital.ru

Артем Бахтигозин,
аналитик
(металлургия, горнодобывающая,
трубная промышленность в РФ)
(495) 780 01 11 (доб. 90-20)
Bahtigozin@arbatcapital.ru

Управление активами

Михаил Бондарь
Bondar@arbatcapital.ru

Юрий Тришин
Trishin@arbatcapital.ru

Валерий Сигачев
Sigachev@arbatcapital.ru

Юрий Балута
Baluta@arbatcapital.ru

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены Арбат Капиталом и предназначены исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, Арбат Капитал не претендует на ее полноту. Содержащаяся в настоящем документе информация может быть изменена без предварительного уведомления. Арбат Капитал и любые из его представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях (включая производные инструменты) прямо или косвенно в предмете настоящей публикации. Ни Арбат Капитал, ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

При использовании информации из данного материала ссылка на Арбат Капитал обязательна.