



УНИВЕР
капитал

2019

MID TERM OUTLOOK

STRATEGY

2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019
2019

НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ

Российский фондовый рынок – 2019

МОБИЛИЗАЦИЯ

Прошедший 2018 год начинался и заканчивался массированными распродажами на американском рынке акций, что очень хорошо характеризует ключевые нынешние настроения инвестиционного сообщества – перегретость и неуверенность.

Налоговая реформа в США, похоже, уже подарила экономике свой основной позитивный эффект и теперь корпорации оказались лицом к лицу с растущими ставками, накопленным долгом и риском стагнации потребительского спроса, скованного с одной стороны насыщением, с другой – растущей закредитованностью. Китай является главной жертвой атак США, а Европа остаётся пленницей внутренних проблем и развода с Великобританией, поэтому рассчитывать, что там зародится новая волна роста глобальной экономики трудно.

В целом рынок очень напоминает ситуацию 2007-начала 2008 года, так что стоит уделить повышенное внимание защитным активам и стратегиям, которым в наступающем году мы отводим ещё более важное место, чем год назад. В случае реализации неблагоприятного сценария ликвидность и надёжность будут главными факторами успеха. Среди акций мы делаем выбор в пользу качественного корпоративного управления, дивидендных историй и бумаг, в которых уже в значительной мере учтён негатив в экономике (например X5). Доля валютной компоненты портфеля может быть увеличена ещё более, но надо помнить, что в кризис в период нехватки ликвидности дешевет все акции, поэтому короткие рублёвые облигации как источник средств – тоже хорошее решение.

Структура среднесрочного портфеля

	Доля
Акции	15%
МТС	
Ростелеком	
ФСК ЕЭС	
РусГидро	
Энел Россия	
Детский мир	
Алроса	
ЛУКОЙЛ	
Газпром	
Яндекс	
Русал	
ВТБ	
Сбербанк	
МосБиржа	
Норильский Никель	
X5	
Рублёвый долг	45%
ОФЗ-29011	
ОФЗ-29010	
ОФЗ-52002	
ОФЗ-26215	
Валютный долг	40%
ROSNRM 4.199 03/06/22	
RUSSIA 12 3/4 06/24/28	
SBERRU 5.717 06/16/2021	
ALRSRU 7.75 11/03/2020	
GAZPRU 6.51 03/07/22	
PGILLN 5 5/8 04/29/20	
PGILLN 4.699 03/28/22	

Волатильность резко возросла, санкции и торговые войны становятся не только важнейшими, но и стандартными инструментами в международных отношениях

В сегменте акций вновь упор делается на дивидендные бумаги

Валютная часть портфеля увеличивается, отражая растущие политические риски





Общая макроэкономическая картина

Прошедший год стал во многом противоположностью предыдущего, сменив общий оптимизм настороженностью и опасениями, усиленными перегретостью рынка, приведшей к естественному росту волатильности.

Основной лейтмотив - краткосрочность позитива от налоговых реформ в США и вероятность расширения торговых войн, которые США начали не только с Китаем, но фактически со всеми основными партнёрами, пытаясь перевести экономическое взаимодействие с рельс построения всеобщих обязательных правил в формат исключительно двусторонних и притом конъюнктурных отношений.

Всё это дополняется расширением военных угроз. Естественно, что ожидания и бизнеса, и потребителей в таких условиях оказываются во власти пессимизма.

Факторы неопределённости

Среди основных факторов, которые могут привести к серьёзным продажам на рынках (в том числе специфические для России риски) в 2019 году мы относим:

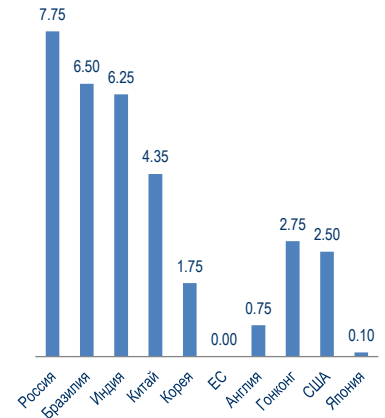
- ✓ Расширение торговых войн и отсутствие соглашения США с Китаем;
- ✓ Жёсткий Brexit без соглашения;
- ✓ Падением прибылей корпоративного сектора в США и ЕС на фоне роста стоимости фондирования и стагнации потребительского спроса;
- ✓ Новая волна санкций против России с ограничением на покупки нового госдолга со стороны США и Великобритании;
- ✓ Обострение военного противостояния на Ближнем Востоке и на Украине.

Благоприятные драйверы:

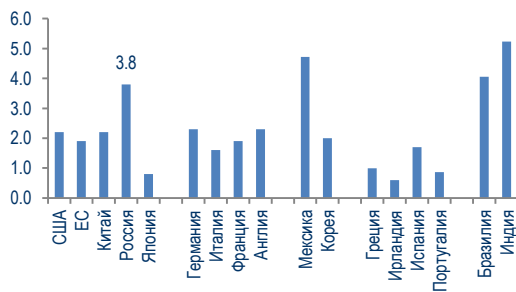
- ✓ Возобновление роста в США за счёт смягчения риторики ФРС;
- ✓ Временное торговое перемирие в отношениях США и Китая – вполне вероятное явление в рамках сохраняющегося долгосрочного конфликта;
- ✓ Подъём сырьевых рынков в рамках финальной стадии большого экономического цикла.

Мировые рынки на исторических максимумах, а ¼ глобального роста обеспечивается развивающимися экономиками

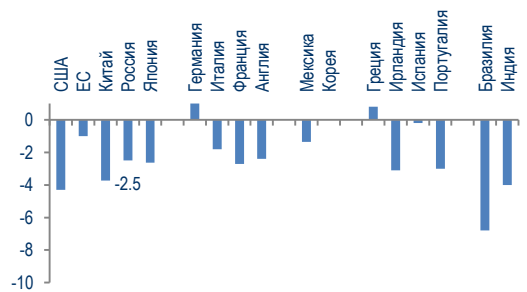
Текущие ключевые ставки крупнейших ЦБ



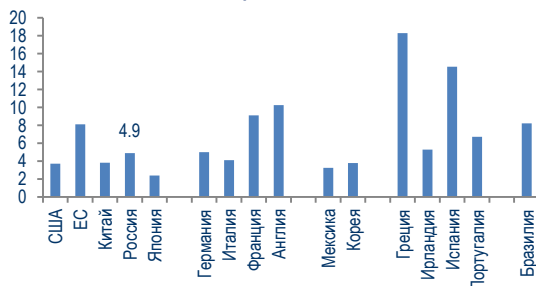
Инфляция, % (Y-o-Y)



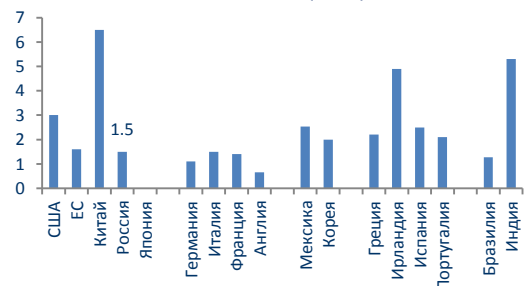
Дефицит бюджета, % ВВП



Безработица, %



Динамика ВВП, % (Y-o-Y)





Рост ставок в США очевидно стал трендом, но колебания в рамках этого тренда очень высоки из-за крупных перетоков капитала как с внешних рынков в США, так и с фондового рынка самих США на долговой. В результате доходность по UST-10, уже устремившаяся было выше 3,35, встречает конец года на отметке 2,7%..

Как мы писали год назад, налоговая реформа в США, пожалуй, единственная мера, способная оттянуть сжатие прибылей в условиях растущей закредитованности населения и бизнеса на фоне подъёма ставок, может оказаться не в силах пролонгировать свой эффект ещё и на весь 2019 год.

Кривая долга в США становится всё более плоской и уже сформировалась инверсия, причём не только на ближнем участке

Динамика доходностей 10- и 2-летних американских гособлигаций...

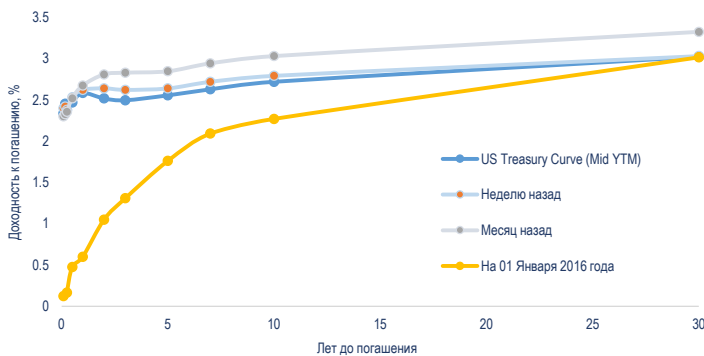


«35-летний монетарный цикл»: долгосрочная динамика доходности UST-10



Инверсия суверенной американской кривой сформировалась на двух отрезках, хотя в целом правильная форма пока сохраняется, но угол наклона снижается. Сочетание перехода к всё более плоской кривой на фоне роста коротких

Мы видим сочетание перехода к всё более плоской кривой на фоне роста покупок коротких бумаг – это признак «выхода в качество».



За три года кривая американского госдолга стала фактически плоской

Для глобальной экономики очевидна опасность роста ставок и именно она заставляет игроков пытаться отсиживаться в безопасных активах, поскольку менеджмент всех крупнейших компаний мира в основной своей массе не имеет опыта работы в условиях системно растущих ставок – этот период длинного цикла закончился в начале 80-х годов.

Валютные рынки: стабилизация

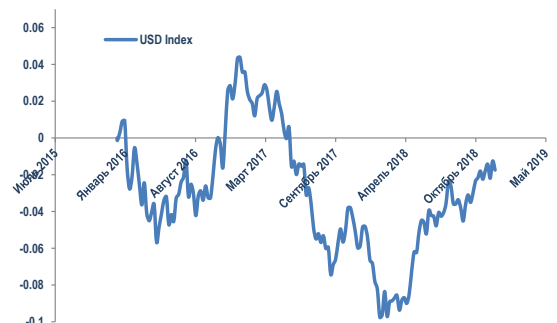
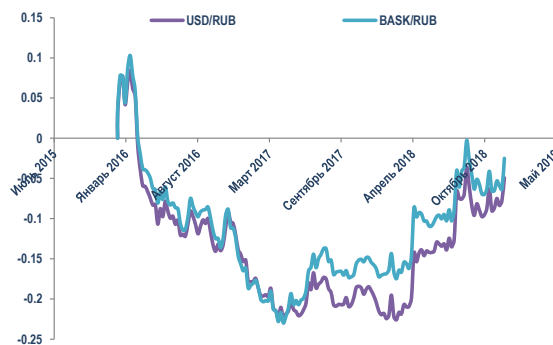
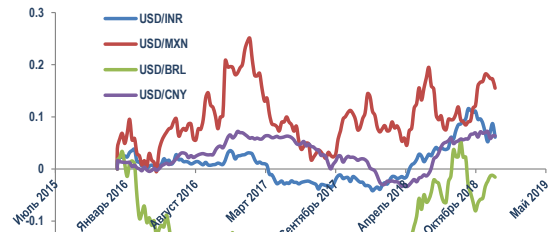
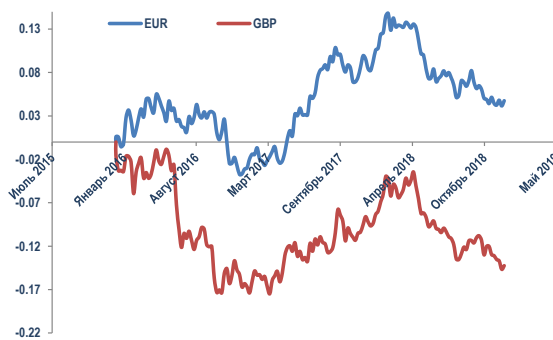
Основным ожиданием на предстоящие кварталы является укрепление евро против доллара до района 1,20 на фоне того, что ФРС будет вынужден завершать подъём ставки и смягчать риторику, а ЕЦБ завершит программу выкупа и наконец перейдёт к повышению ставки и случится всё это в середине 2019 года.

В Европе проблемой остаётся «Vrexit без соглашения», который окажется существенно более неблагоприятным для фунта.

Несмотря на кажущуюся специфичность, движение рубля в прошедшем году подвергалось общим для ЕМ закономерностям, в том числе и августовская девальвация. Новый удар может состояться уже в начале 2019 года, но массированным он будет не в том случае, если ограничится только санкционным давлением, а будет синхронизирован с общим оттоком средств с внешних рынков в США.

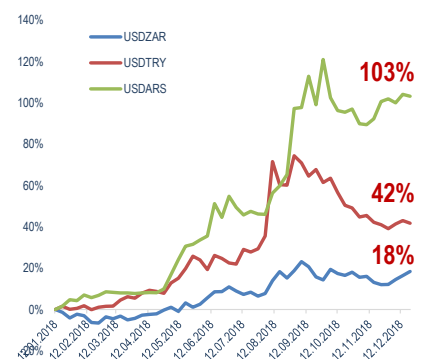
Рубль серьёзно снизил корреляцию с нефтью, что выглядит пока скорее как дополнительный фактор риска

Среди развивающихся валют основной удар испытали в прошедшем году турецкая лира, южноафриканский ранд и бразильский реал. Индекс доллара развернулся вверх, но остановка укрепления очень вероятна – если только не подтвердится глубокий медвежий тренд на глобальных рынках.



Действительно, с учётом высоких политических рисков, которым подвергся российский финансовый рынок в этом году, рубля оказался весьма крепким по сравнению с иными валютами, где господствовала чисто финансовая тема оттока капитала на фоне высокой долговой нагрузки (номиназированной в иностранной валюте) и отрицательного сальдо счёта платёжного баланса. При этом европейской банковской системе пока удалось избежать рисков, связанных с турецким долгом (а это более 130 млрд евро потенциально проблемных активов).

Суммируя все факторы, евро пока может являться наиболее интересным вариантом для девальвационного хеджа рубля.





Нефть: новая раскочка

Добыча в США осенью превысила исторические максимумы и помогла новому расширению спреда Brent/WTI до района 1,18, причём в следующем году он может стать ещё шире на фоне запуска нескольких крупных трубопроводов в США и роста внешних военно-политических рисков, которые поддержат небольшую военную премию для Brent.

Сокращение добычи со стороны ОПЕК+ на 1,2 млн баррелей в сутки оказалось чуть-чуть недостаточным для разворота рынка вверх, но возможность нового урезания квот в апреле будет сохранять интригу на протяжении всего 1К 2019 г.

Нефть подтверждает растущий тренд.
Целевой диапазон на 2019 год:
\$55-63 за баррель Brent

Динамика котировок нефти



Текущие цены находятся ниже прогнозного диапазона на следующий год и благоприятны для среднесрочной покупки.

Баланс на физическом рынке вновь восстановился, переспроса нет



Рост добычи со стороны ОПЕК весной и разгон добычи в США осенью привёл к балансу. С 1 января ситуация немного изменится в пользу роста цен

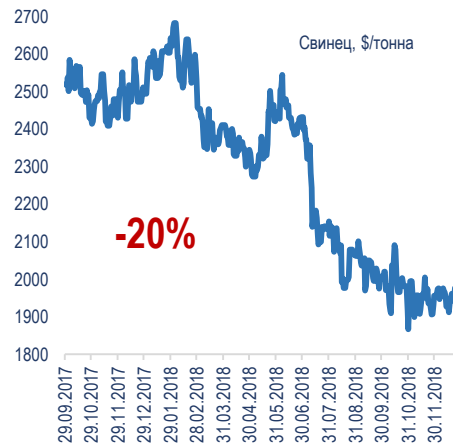


Промышленные металлы: плохой год

Запуск торговой войны между США и Китаем на фоне активных разговоров о торможении американской (из-за окончания эффекта налоговой реформы) и глобальной (из-за накопившихся противоречий и роста пошлин) экономик не смогли не повлиять на рынок промышленных металлов. Дальнейшая их судьба будет напрямую зависеть от динамики фондовых индексов, т.е. мы смещаемся в ситуация, аналогичную концу 2007-началу 2008 годов. Естественно, что торговые войны, динамика строительной и автомобильной отрасли будут ключевыми и с этой стороны есть дополнительные опасения.

Никель по-прежнему весьма дешёв по сравнению с другими металлами

Промышленные металлы после хорошей динамики в 2017 году не смогли игнорировать угрозу торговых войн. Техническая картина смешанная, продажи могут получить развитие



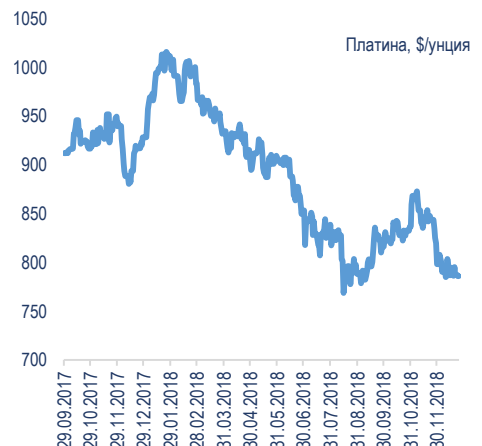
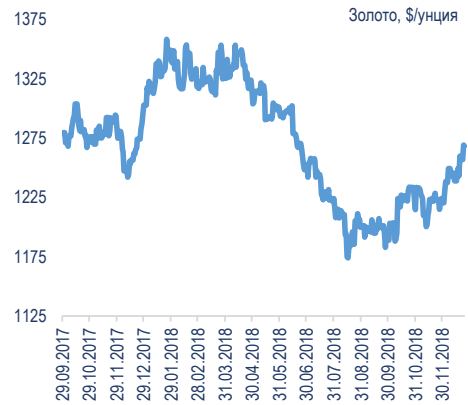
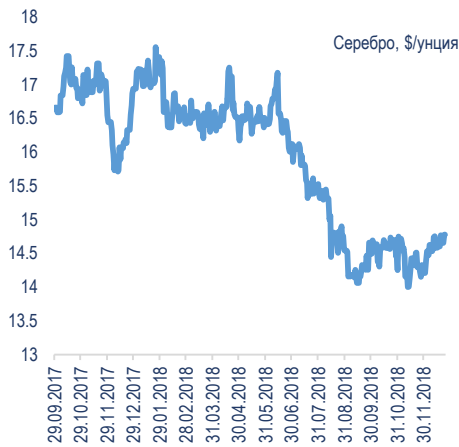
STRATEGY

Драгметаллы: боковой тренд

Палладий в этом году превзошёл все ожидания, хотя рост не выглядит адекватным ситуации на физическом рынке, т.е. в очередной раз мы стали свидетелями игры на активе, контролируемым крайне ограниченным числом ключевых производителей. Платина уже год назад была весьма дешёва, но спрос на неё продолжает падать.

Драгметаллы в широком боковике

Серебро к концу года поднялось выше \$15 за тройскую унцию, но всё равно остаётся дешёвым по отношению к золоту (соотношение на исторических максимумах возле 84:1).

Просадка в серебре и золоте завершается, палладий – герой второй половины года

Наступившее нестабильное время делает золото в любом случае интересным активом, тем более если рассматривать его как диверсификацию рублёвых активов – падение рублёвой цены ан золото возможно сейчас лишь в случае реализации довольно редкого сочетания нескольких факторов: снятие политической напряжённости, рост сырьевых цен и цен на нефть прежде всего, возврата капитала на развивающиеся рынки и роста реальной ставки по долларам. Представить это сложнее, нежели противоположный сценарий, поэтому доля золота в портфелях может быть увеличена. Серебро также выглядит привлекательным, но ретроспективный анализ показывает, что в периоды кризисов серебро всегда дешевет по отношению к золоту, поэтому такая покупка сейчас на самом деле не является оправданной.



Рублёвый долг: вновь целесообразно сокращение дюрации

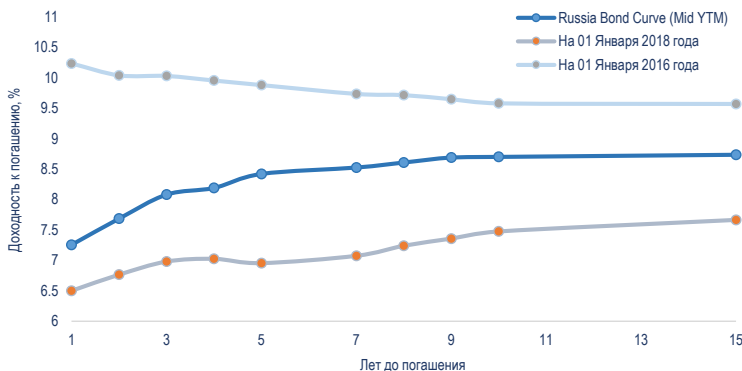
Наши ожидания по достижению минимума инфляции в середине 2018 года в целом вполне оправдались, а остановка снижения ставки сделала также верной ставку на сокращение дюрации портфеля. К сожалению, не приходится ожидать улучшения ситуации, поэтому покупки длинных бумаг рациональны только в случае глубоких резких просадок рынка (которые возможны, например, в случае введения внешних санкций на российский госдолг или на крупных экономических агентов).

По-прежнему остаётся целесообразным удержание позиций в коротких бумагах с фиксированным купоном, которые являются, помимо прочего, надёжным источником мгновенной ликвидности, а также флоатеры, привязанные к ставке RUONIA и ОФЗ-52001, а также -52002, номинал которых индексируется на инфляцию, а купон превышает её скользящий уровень на 2,5%.

После массивного оттока нерезидентов из ОФЗ, начавшегося весной прошедшего года, и приведшего к снижению доли иностранцев с 1/3 до 1/4, произошёл параллельный сдвиг кривой вверх примерно на 135-165 б.п. При этом на участке 4-7 лет, где, очевидно, и была сосредоточена основная масса этих игроков, движение было более серьёзным, в результате чего кривая в целом приобрела классическую форму.

Характерно, что для ближнего участка события последнего года были менее драматичными, что естественно, и основная динамика была обусловлена действиями ЦБ РФ по повышению ключевой ставки с минимумов лета на 7,25 % до 7,75% в декабре.

Динамика кривой ОФЗ с 2016 года по настоящий момент



Кривая приобрела правильную форму. Наиболее вероятный сценарий – её сохранение на этих же уровнях в течение года

ЦБ готов к дальнейшему повышению ставки в случае необходимости и риторика регулятора довольно жёсткая. При этом возобновление покупок валюты в интересах Минфина по бюджетному правилу может оказать давление на рубль, а это приведёт к новому снижению интереса к длинным бумагам с фиксированной доходностью, что может вынудить Минфин сместить основную тяжесть новых размещений на ближний и средний участок кривой, а значит, премии на первичном рынке увеличатся.

Сегмент высокодоходных корпоративных облигаций эмитентов малой капитализации, интересный для спекулятивных инвесторов, также имеет важнейшее преимущество – это короткая дюрация, которая в нестабильное время может стать ключевым фактором успеха торговой стратегии, даже более важным, чем привлекательная доходность.



Дивиденды: доходность остаётся выше депозитов

Исходя из доходностей на рынке ОФЗ и среди первоклассных заёмщиков, по прежнему, как и год назад, одни только дивиденды, без учёта потенциала роста курсовой стоимости акций, могут принести более высокие прибыли по сравнению с покупкой облигаций тех же компаний, в том числе с учётом роста ключевой ставки.

Интрига с госкомпаниями сохраняется и рассчитывать на приятные сюрпризы сложно. Наиболее стабильная история выплат у Алросы, РусГидро, Ростелекома, МТС, Юнипро, Энел России, ФСК ЕЭС и Газпрома (в последнем случае можно рассчитывать на выплаты более 10 рублей на акцию, хотя мы пока оставляем консервативный прогноз).

8-10% чистой дивидендной доходности могут принести в среднем наиболее интересные дивидендные акции в этом году

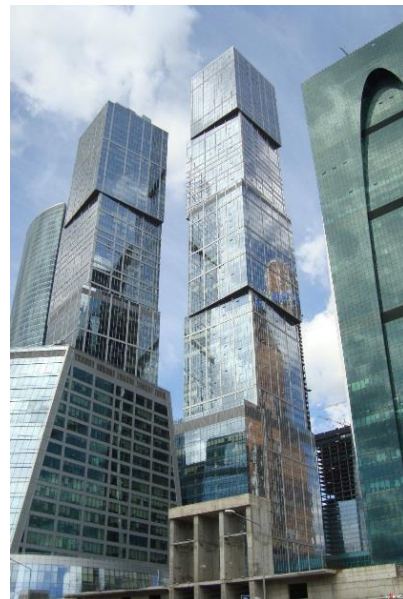
Наиболее интересные с точки зрения доходности и ликвидности дивидендные акции российского рынка

	Ожидаемая дата закрытия реестра	Прогнозный размер дивидендов, руб.	Последняя цена, руб.	Дивидендная доходность следующей выплаты	Прогнозная доходность в следующие 12 месяцев	Фактическая доходность за предыдущие 12 месяцев
Сбербанк	11.06.2019	16.42	199	8.3%	8.3%	6.0%
Сбербанк-п	18.04.2019	16.42	170.87	9.6%	9.6%	7.0%
МРСК Волги	13.6.2019	0.013	0.10	13.0%	13.0%	14.9%
МРСК Центра	13.6.2019	0.028	0.29	9.7%	9.7%	7.2%
Лукойл	22.04.2019	145	5125	2.8%	4.7%	4.4%
Мечел-п	18.7.2019	14.4	101.15	14.2%	14.2%	16.5%
ВСМПО-Ависма	6.6.2019	755.2	15680	4.8%	9.2%	9.6%
Черкизово	8.10.2019	52	1092	4.8%	4.8%	1.9%
Татнефть	29.04.2019	18.23	806.7	2.3%	6.2%	7.5%
Татнефть-п	29.04.2019	18.23	539.6	3.4%	9.2%	11.2%
Башнефть	22.05.2019	180	1990	9.0%	9.0%	8.0%
Башнефть-п	22.05.2019	180	1907.5	9.4%	9.4%	8.3%
Газпром	11.04.2019	8.04	156	5.2%	5.2%	5.2%
АФК Система	19.7.2019	0.51	8.21	6.2%	6.2%	2.7%
ГМК НН	23.04.2019	710	11641	6.1%	8.7%	13.3%
НЛМК	06.03.2019	4.42	157.42	2.8%	12.4%	12.9%
Северсталь	05.02.2019	35.3	1034.1	3.4%	13.5%	17.2%
ММК	22.04.2019	1.22	46.1	2.6%	10.9%	16.1%
ФСК ЕЭС	18.7.2019	0.016	0.156	10.3%	10.3%	9.5%
Протек	11.12.2018	3.80	79.3	4.8%	7.4%	7.2%
Россети-п	9.7.2019	0.12	1.35	8.9%	8.9%	3.2%
Юнипро	13.11.2018	0.111	2.79	4.0%	8.2%	8.0%
Акрон	20.12.2018	115	4534	2.5%	6.7%	0.9%
Фосагро	19.11.2018	27	2522	1.1%	4.5%	7.1%
Ростелеком	20.05.2019	5.39	70.54	7.6%	7.6%	7.2%
Ростелеком-п	20.05.2019	5.39	59.7	9.0%	9.0%	8.4%
МТС	17.04.2019	23	264.6	8.7%	10.7%	9.7%
Сургутнефтегаз-п	19.7.2019	6.90	38.13	18.1%	18.1%	3.6%
Московская Биржа	01.03.2019	8.1	91.40	8.9%	8.9%	5.1%
Группа ЛСР	28.05.2019	78	636.6	12.3%	12.3%	12.3%
Алроса	03.05.2019	5.47	103.27	5.3%	11.9%	10.8%
Аэрофлот	23.05.2019	13.5	100.06	13.5%	13.5%	12.8%
РусГидро	27.05.2019	0.050	0.54	9.2%	9.2%	4.8%
МРСК Центра и Приволжья	12.6.2019	0.036	0.27	13.4%	13.4%	15.0%
Энел Россия	22.6.2019	0.137	1.08	12.7%	12.7%	13.4%
Ленэнерго-п	19.6.2019	10.70	95.6	11.2%	11.2%	14.1%
Газпром нефть	28.12.2018	22.05	380.5	5.8%	5.8%	7.1%



ООО «УНИВЕР Капитал»

- ✓ Собственный капитал превышает 700 млн RUB;
- ✓ Входит в ТОП-5 операторов ПАО Московская Биржа;
- ✓ Торговый оборот на ПАО Московская Биржа по итогам 2017 г. – более 11,0 трлн RUB;
- ✓ Участник торгов ПАО Московская Биржа, ПАО Санкт-Петербургская биржа, АО Национальная Товарная Биржа, АО Казахстанская фондовая биржа (KASE).



Рейтинг



Аудитор



Crowe Horwath.

Центральный Офис

Адрес: 123112, г. Москва. Пресненская набережная, дом 8, строение 1, Помещение 1 N ("Башня Москва" Город Столиц комплекса "Москва-Сити"), 4 этаж

Телефон: (495) 792-55-50 (многоканальный)

Эл. почта: info@univer.ru

Сайт: www.univerc.ru

Контакты

Президент

Алексей Иванов, к.э.н.

тел.: (495)792-55-50 доб. 2277

e-mail: aivanov@univer.ru

Начальник отдела аналитических исследований

Тарасов Роман

тел.: (495) 792-55-50 доб. 4401

e-mail: rtarasov@univer.ru

Заместитель начальника
Управления продаж

Артем Клюкин

тел.: (495) 792-55-50 доб. 2272

e-mail: aklukin@univer.ru

Лицензии

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-12601-100000 от 09 октября 2009 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия – без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 045-12604-010000 от 09 октября 2009 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия – без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 045-12895-000100 от 02.02.2010 г., выдана Федеральной службой по финансовым рынкам, срок действия - бессрочная.

Заявление об ограничении ответственности

Данный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. ООО «УНИВЕР Капитал» не несет ответственности за убытки, которые могут быть получены в результате прочтения материала лицом (лицами) и совершения им (ими) последующих действий на его основании.

Данное сообщение не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном сообщении, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «УНИВЕР Капитал» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном сообщении.

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением, делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет. Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов. Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО «УНИВЕР Капитал». Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УНИВЕР Капитал» запрещено.