

СТРАТЕГИЯ

# Стратегия

## Жизнь после ралли

### Во что инвестировать, когда ралли, кажется, закончилось?

Мировая рыночная конъюнктура начала «играть на руку» России. Цены на нефть отскочили от минимумов более чем на 60%. Среди глобальных ЦБ большинство придерживаются ультрамягкой денежно-кредитной политики: ЕЦБ и Банк Японии расширили объем своих программ выкупа активов, ФРС не спешит с повышением ставки, Национальный банк Китая по-прежнему девальвирует юань и делает все возможное для поддержки фондовых и долговых рынков страны. Российские площадки последние 12 месяцев показывали лучшую динамику: индекс ММВБ близок к историческому максимуму, рынки долгового капитала также на высоте благодаря укреплению рубля, улучшению макроэкономических прогнозов и возрождению интереса к развивающимся странам. И, как это обычно происходит, в мае может показаться, что ралли подходит к концу.

В данном отчете мы провели краткий сравнительный анализ дивидендной доходности и доходности российских рублевых облигаций, показателей доходности инвестиций в акции и облигации, а также представили список возможных драйверов роста российского рынка и наиболее перспективных, с нашей точки зрения, игроков на следующие несколько месяцев.

### Наши фавориты: качественные корпоративные облигации и рублевые акции

Приняв в расчет текущий прогноз по ключевой ставке и сравнив дивидендные доходности с доходностями рублевых облигаций, мы сосредоточили наше внимание на высококачественных корпоративных заемщиках первого эшелона, поскольку недавние размещения продемонстрировали огромный интерес инвесторов к качественному риску, спрос на который в несколько раз превышал предложение. Институциональные инвесторы предпочтут премию к ОФЗ и, учитывая ожидаемое понижение ключевой ставки, захотят зафиксировать относительно высокую доходность по корпоративным облигациям на следующие 3-5 лет. Мы ожидаем, что рост спроса на высококачественные рублевые облигации корпоративных эмитентов продолжится.

Касательно фондового рынка отметим, что компании, которые платят дивиденды, исторически показывают лучшую динамику котировок, чем те, которые этого не делают. При этом в рамках текущих макроэкономических прогнозов мы рекомендуем обратить внимание именно на рублевые бумаги. Наши фавориты – Московская биржа (финансовый сектор), МТС (телекомы), НОВАТЭК (нефтегазовый сектор). В электроэнергетике – отдаем предпочтение акциям ФСК, МОЭСК и Интер РАО, в потребительском секторе нам нравится Лента.

Тем не менее мы подчеркиваем, что в рамках первого эшелона в долгосрочной перспективе качественные корпоративные облигации предлагают более выгодную доходность, чем дивидендные бумаги. К тому же при сопоставимой доходности долгосрочные инвесторы могут предпочесть облигации акциям ввиду более высоких рисков последних.

### Ожидания понижения ключевой ставки могут подстегнуть спрос на качественные облигации

Мы не даем четкого долгосрочного прогноза по ставкам, но хотим отметить, что рыночный консенсус видит существенное понижение ставки ЦБ РФ — на 100-150 б.п. в 2016 г. Наш базовый сценарий предполагает понижение ключевой

**Алексей Демкин, CFA**

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

Alexander.Nazarov@gazprombank.ru

**Гульнара Хайдаршина, к.э.н.**

+7 (495) 983 17 25

Gulnara.Khaidarshina@gazprombank.ru

#### См. также:

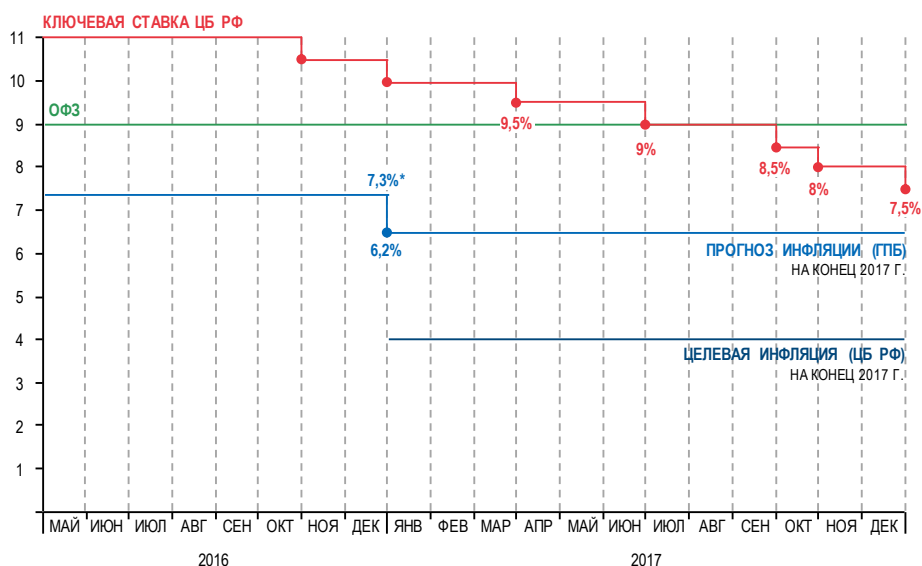
- ▶ [Ключевая ставка ЦБ РФ](#)
- ▶ [Инфляция и бюджет](#)
- ▶ [Стратегия: дивиденды-2016](#)

ставки на 100 б.п. к концу года, а затем еще на 250-300 б.п. в 2017 г., учитывая текущий курс ЦБ на умеренно жесткую ДКП и целевую инфляцию в 4%. Наш прогноз общей величины понижения ставки в 2016-2017 гг. составляет 350-400 б.п. (скорее всего, наиболее ожидаемое событие на развивающихся рынках) при условии умеренной волатильности финансовых рынков и в отсутствие внешних шоков. Данный прогноз коррелирует с ожидаемым замедлением инфляции — с 12,9% на конец 2015 г. до 7,3% на конец 2016 г. и 6,2% на конец 2017 г.

Так, текущие доходности ОФЗ — 9,10-9,50% на коротком отрезке — уже учли понижение ключевой ставки на 150 б.п., и если наш прогноз оправдается, целевая доходность может составить 7-8% в 2017 г.

Июнь может принести кардинальные перемены в части прогнозов инфляции и динамики ключевой ставки в России, тогда как возникший в феврале–марте рост номинальной заработной платы, вкупе с дефицитом бюджета и неопределенностью с ценами на нефть, по-прежнему оказывает негативное влияние на инфляционные риски.

*Прогноз ставок — потенциальные изменения ключевой ставки ЦБ РФ, инфляции, доходности ОФЗ*



\* НА КОНЕЦ 2016 Г.

Источник: расчеты Газпромбанка

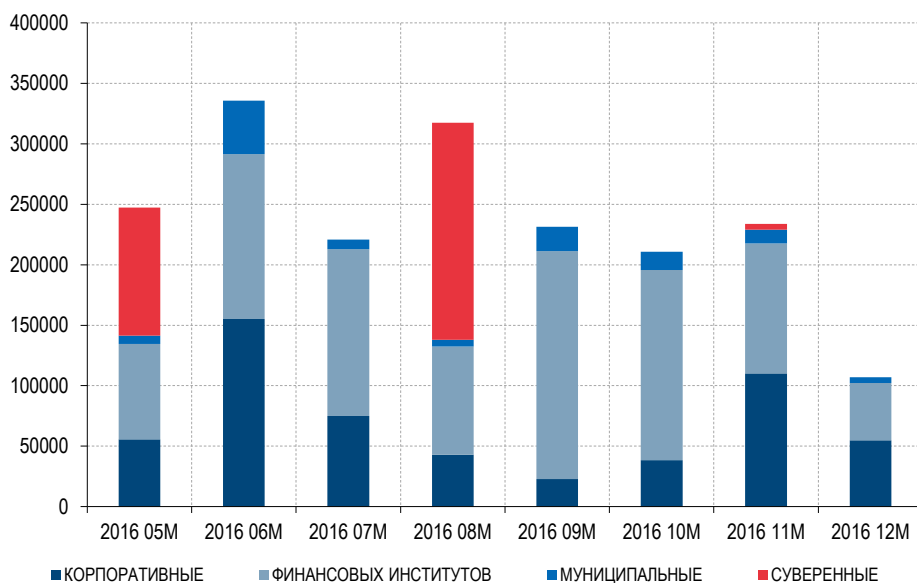
## Факторы роста для облигаций: ставки, инфляция, ослабление геополитических рисков

В течение последних нескольких месяцев мы обнаружили ряд факторов, способных в краткосрочном периоде подтолкнуть российские долговые бумаги к опережающему росту:

- ▶ снижение ключевой ставки ЦБ РФ. После затянувшегося перерыва Центральный банк может принять долгожданное решение о снижении ставки в начале 3К16 (подробнее см. наш [недавний отчет](#));
- ▶ замедление инфляции (подробнее см. [соответствующий отчет](#));
- ▶ ослабление геополитических рисков – ожидания пересмотра экономических санкций против России могут способствовать притоку «умных денег» на российский рынок;

- ▶ дальнейшее снижение ставок по банковским депозитам может стать причиной перераспределения средств институциональных инвесторов в пользу корпоративных облигаций;
- ▶ по нашим оценкам, к концу 2016 г. облигации общим объемом в 1,9 трлн руб. достигнут срока погашения или пройдут оферту – и этим средствам потребуются новое «место» размещения;
- ▶ рублевые денежные средства Резервного фонда будут высвобождены с целью финансирования дефицита бюджета.

*Рублевые облигации: погашения и оферты в мае-декабре 2016 г., млн руб.*



*Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка*

## Драйверы для рынка акций: нефть, налоги, дивиденды

**Отметим следующие факторы роста российских акций:**

- ▶ продолжающийся восходящий тренд по ценам на нефть и другие сырьевые товары. Как мы уже отмечали в [нашей стратегии](#) на 2К16, рост цен на нефть будет благоприятен не столько для акций представителей нефтегазового сектора, сколько для бумаг компаний, получающих значительную часть доходов в рублях. К ним относятся финансовые, телекоммуникационные и компании потребительского сектора;
- ▶ налогообложение также является важной движущей силой на российском рынке. В то время как в нефтяной отрасли налоговый вопрос остается фактором риска, в финансовой сфере (особенно в отношении инвестиционной активности) он становится стимулирующим фактором. Отметим также, что бюджет РФ на 2017–2019 г. будет рассмотрен правительством в 4К16, когда и могут быть приняты решения, касающиеся изменений в налогообложении;
- ▶ дивиденды. Последние изменения в дивидендной политике государственных и частных компаний раскрывают ряд интересных тенденций. Дивиденды завоевывают все более высокий приоритет для держателей акций как государственных, так и частных компаний. При этом российские компании оказываются в более выгодной по сравнению с зарубежными аналогами позиции (по крайней мере компании энергетического сектора), так как они повышают дивиденды, генерируя при этом достаточный объем денежных

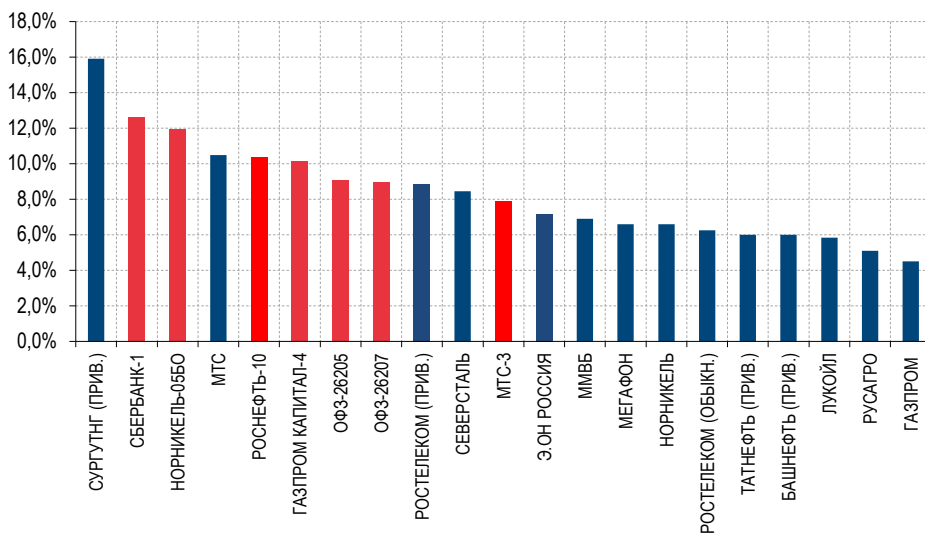
средств. В целом изменения в дивидендной политике предполагают более прозрачные принципы начисления дивидендов, предоставление более надежных гарантий выплаты, а также увеличение размера дивидендов. Отметим, что все так называемые «дивидендные истории» продолжают демонстрировать опережающие темпы роста, и мы по-прежнему включаем их в перечень [наших фаворитов](#):

- ▶ приватизация пакетов акций государственных компаний (определенного решения по вопросу пока нет) может привлечь больше внимания к российскому рынку, а также способствовать росту стоимости компаний.

### Дивидендные доходности — лишь некоторые из них превышают доходность облигаций

В целом ралли на фондовом рынке весьма негативно сказалось на прогнозе дивидендной доходности. Так, ожидаемая, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, дивидендная доходность индекса ММВБ за 12 месяцев упала ниже 4% с почти 5%. Более того, путем сопоставления мы можем заметить, что даже [самые высокие дивидендные доходности](#) акций российских компаний уступают доходности корпоративных рублевых облигаций. При этом тот факт, что привилегированным акциям Сургутнефтегаза удалось вырваться в лидеры по дивидендной доходности, является единичным случаем, обусловленным прибылью компании от курсовых разниц.

*Лучшие дивидендные доходности против доходностей отдельных рублевых облигаций, %*

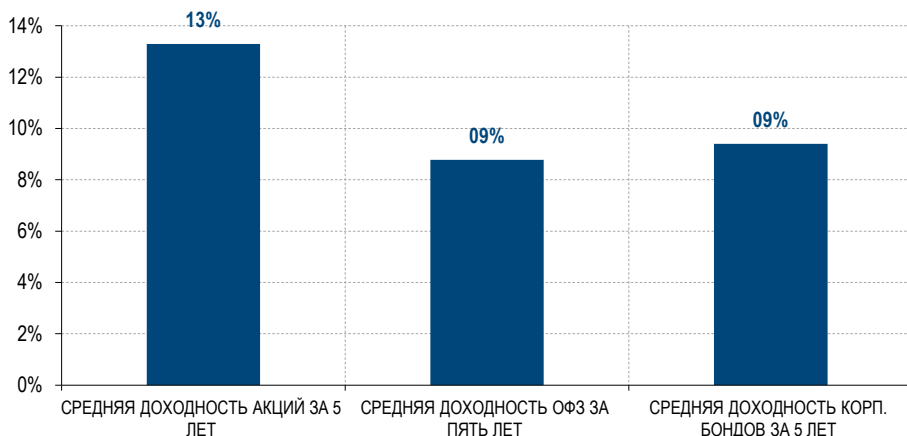


*Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка*

### Разница в совокупной доходности акций и облигаций в долгосрочной перспективе не очень велика

Вместе с тем мы видим, что разница между пятилетней совокупной доходностью акций и облигаций не столь велика. Даже после недавнего ралли фондовых бумаг, когда индекс ММВБ достиг исторического максимума за последние пять лет (с мая 2011 г. по май 2016 г.), общая доходность отдельных акций (см. перечень в Приложении) лишь на 4,2 п.п. опережает доходность ОФЗ и на 3,6 п.п. — доходность корпоративных бондов.

*Сопоставление средневзвешенной (по рыночной капитализации) совокупной доходности акций отдельных компаний за 5 лет с доходностью ОФЗ и корпоративных облигаций, %*

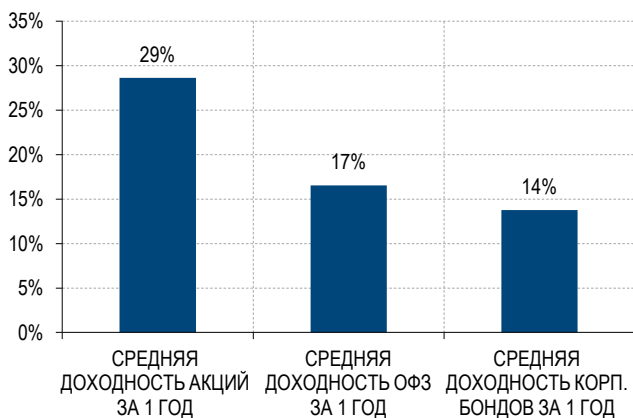


Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

### **В краткосрочной перспективе акции выглядят привлекательней**

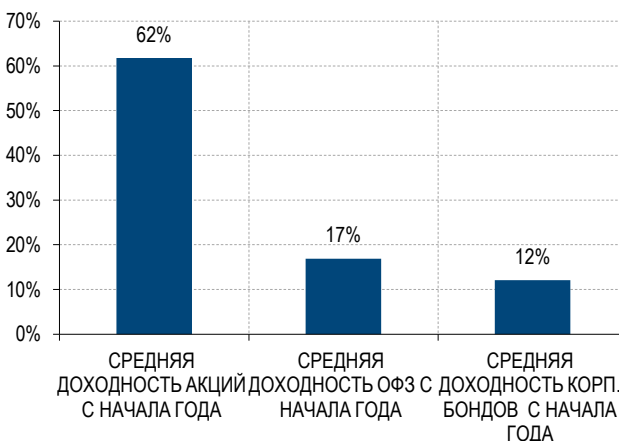
Таким образом, можно сказать, что в краткосрочной перспективе акции остаются более привлекательными для инвестиций, несмотря на высокие риски, связанные с волатильностью, так как возобновление роста цен на нефть и ослабление политической напряженности оказывают большее влияние на фондовый рынок, чем на долговой. Однако похоже, что в долгосрочной перспективе акции и облигации могут предложить практически одинаковую доходность, и мы полагаем, что в определенный момент (например, в ответ на введение корпоративных санкций) акции российских компаний могут показать негативную динамику в среднесрочной перспективе.

*Сопоставление средневзвешенной (по рыночной капитализации) совокупной доходности акций отдельных компаний за 1 год с доходностью ОФЗ и корпоративных облигаций, %*



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

*Сопоставление средневзвешенной (по рыночной капитализации) совокупной доходности акций отдельных компаний с начала года с доходностью ОФЗ и корпоративных облигаций, %*



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

## ПРИЛОЖЕНИЕ. СОВОКУПНАЯ ДОХОДНОСТЬ ОТДЕЛЬНЫХ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ В РУБЛЯХ

	ЗА 5 ЛЕТ	ЗА 1 ГОД	С НАЧАЛА ГОДА
GAZP RX	1,5%	15,2%	71,8%
ROSN RX	16,9%	41,6%	116,4%
LKOH RX	20,1%	11,0%	52,2%
NVTK RX	19,0%	26,6%	11,1%
GMKN RX	19,3%	11,6%	8,5%
SBER RX	5,7%	61,5%	66,4%
MOEX RX	33,6%	39,4%	35,5%
SNGSP RX	69,0%	34,4%	-15,2%
MTSS RX	8,1%	6,7%	61,8%
EONR RX	4,7%	-7,6%	-51,2%
OFZ 26207	9,0%	23,1%	25,1%
OFZ 26205	8,6%	18,2%	19,5%
OFZ 26204	8,8%	13,7%	13,2%
OFZ 26203	8,7%	11,1%	9,8%
ГазпрКап-4	8,4%	18,6%	7,9%
ГазпрКап -5	8,1%	11,9%	4,4%
Роснефть-07бо	7,2%	12,6%	9,3%
Роснефть-01бо	7,3%	9,6%	9,3%
Роснефть-06бо	8,6%	8,1%	7,9%
Роснефть-05бо	8,6%	8,1%	7,9%
Роснефть-10	7,6%	17,6%	15,0%
Роснефть-09	7,1%	15,0%	13,7%
Роснефть-06	7,3%	17,6%	19,0%
Роснефть-08	7,5%	13,8%	14,3%
Роснефть-07	7,8%	15,0%	15,0%
Роснефть-05	9,4%	11,2%	15,9%
Роснефть-04	9,3%	14,8%	15,4%
ГазпНефть-4	9,4%	18,0%	17,1%
ГазпНефть-10	10,6%	15,7%	12,9%
ГазпНефть-12	9,1%	16,0%	12,8%
ГазпНефть-2бо	15,5%	15,5%	15,5%
ГазпНефть-7бо	15,6%	15,6%	15,6%
Сбербанк-1	12,3%	12,3%	12,0%
Сбербанк-17бо	5,1%	5,1%	5,1%
МТС-3	11,6%	17,1%	23,1%
МТС-5	9,7%	13,2%	11,4%
МТС-7	10,4%	14,9%	10,6%
МТС-8	10,8%	12,6%	12,1%
МТС-1бо	8,4%	16,4%	-0,6%
НорНик-5бо	11,6%	11,6%	11,6%





**ГАЗПРОМБАНК**

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. Офис: ул. Коровий вал, 7

---

**Департамент анализа рыночной конъюнктуры**

---

**+7 (495) 983 18 00**

**ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**

+7 (495) 988 23 75

**ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

+7 (495) 983 41 82

**ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

+7 (495) 988 24 10

**ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

+7 (499) 271 91 04

---

**Copyright © 2003 – 2016. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.

---