



НОРД КАПИТАЛ
СИСТЕМА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОТЕКЦИЙ

КВАРТАЛЬНАЯ СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013



123317, г. Москва,
Пресненская набережная, д.10,
Блок С, 38 этаж
Тел.: +7 (495) 544 41 87; 544 41 89
Факс: +7 (495) 544 41 88
e-mail: nc@ncapital.ru
www.ncapital.ru

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

СОДЕРЖАНИЕ

СТРАТЕГИЯ НА I КВАРТАЛ 2013 ГОДА	3
Предисловие	3
Мировая экономика	3
Глобальные долговые рынки	4
Глобальные сырьевые рынки	4
Глобальные фондовые рынки	4
Рынок облигаций РФ	5
МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА. США	6
«Фискальный обрыв»: Высок ли утёс и всем ли выдадут парашюты?	6
«Потолок» госдолга в США	11
Вероятный пересмотр суверенного рейтинга США	11
QE3 + QE4 Федрезерва через призму «Фискального обрыва»	12
КИТАЙ	15
ЕВРОЗОНА	16
ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ В РАЗЛИЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ В 2012 Г.	16
Нефть и золото	17
Промышленные металлы	21
Глобальные фондовые рынки	21
Доллар, евро и рубль	26
ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ГЛОБАЛЬНЫМ РЫНКАМ НА I КВ. 2013 Г.	29
РЫНКИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ	30
МИРОВОЙ РЫНОК ДОЛГА	30
Долговые рынки еврозоны	30
Евробонды российских эмитентов: главное сохранить, а не заработать	33
РУБЛЕВЫЙ РЫНОК ДОЛГА	35
Предновогодние подарки от инфляции	35
Процентные гайки могут не только не закрутить, но и ослабить	36
Отрезвляющие меры для банковского сектора	39
Ограниченное ликвидное пространство	42
Государственные бумаги	45
Корпоративный сектор	49
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВ. 2013 Г.	52
РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК	54
Главные события для фондовых рынков в IV кв.	54
Мировые фондовые индексы	55
Прогноз на I кв. 2013 г.	56
Сравнительные показатели	57
Отраслевой анализ	57
Нефтегазовый сектор	58
Металлургический сектор	63
Телекоммуникационный сектор	66
Банковский сектор	68
Сектор минеральных удобрений	69
Энергетический сектор	70
Потребительский сектор	72
НАШИ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ ЗА IV КВ.	74
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВ. 2013 Г. (ТОП 10)	75
КОНТАКТЫ	76
ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ	77



СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

Фондовые индексы

Индекс	На начало квартала	На конец квартала	Изменение, %
Российские фондовые индексы			
RTS	1513.81	1512.02	-0.1% ▼
MMVB	1490.21	1481.74	-0.6% ▼
Азиатские фондовые индексы			
Nikkei	8796.51	9923.01	12.8% ▲
Hang Seng	20888.28	22494.73	7.7% ▲
Shang.Comp.	2074.42	2162.46	4.2% ▲
Фондовые индексы Европы			
FTSE 100	5820.45	5934.82	2.0% ▲
CAC 40	3434.98	3638.27	5.9% ▲
DAX	7326.73	7639.71	4.3% ▲
Фондовые индексы США			
Dow Jones	13515.11	13235.39	-2.1% ▼
S&P500	1444.49	1430.36	-1.0% ▼
Nasdaq	3113.53	3010.60	-3.3% ▼

ГРАФИК 1. Сравнительная динамика российских индексов RTS и MMVB

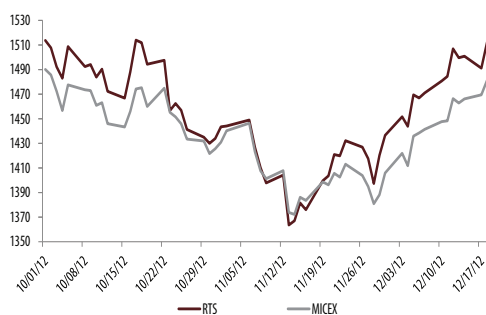
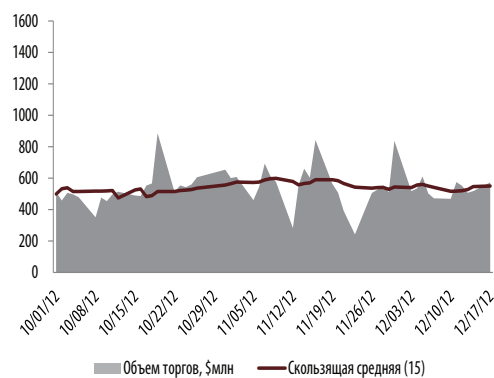


ГРАФИК 2. Динамика объемов торгов акциями, входящими в индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

В ближайшие месяцы рынок будет уделять гипертрофированное внимание проблеме «фискального обрыва» в США, по поводу которой глава ФРС Бен Бернанке сказал, что «...мы не можем нейтрализовать весь объем негативных последствий от «фискального обрыва», поскольку он – чрезвычайно велик». Похоже, рынки какое-то время будут слепо верить этой чересчур безыскусной и в некотором роде «политически мотивированной» риторике – пока не поймут, что самая массивная программа выкупа активов на баланс ФРС в его истории объемом более 1 трлн долларов в год является доминирующим фактором. Лишь после этого мы увидим существенную потерю интереса рынков к проблемам американских межпартийных споров и увидим настоящее ралли в фондовых индексах и широком диапазоне сырьевых фьючерсов в противовес слабющему доллару.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Большая часть 2013 года (за исключением 1-го квартала), по нашим ощущениям, будет гораздо более спокойной и размеренной по сравнению с двумя предшествовавшими ему годами, когда формировались новые стереотипы и парадигмы в мировой финансовой системе, которые сопровождались повышенными турбулентностями и волатильностью рынков. Похоже, основные новые взаимозависимости к настоящему времени «прошли по циклу во времени» дважды, а то и трижды. Это значит, что даже при отсутствии полного понимания всех взаимосвязей и причинно-следственных феноменов рынка, игроки теперь обладают по крайней мере одним бесценным орудием: возможностью сравнивать аналогии из прошлого, т.е. проводить продуктивный «бэктестинг». По крайней мере, с точки зрения трейдера-«алгоритмиста», это – поистине мощное подспорье в эпоху великих неопределённостей и потрясений.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Мы сами не заметили, как большинство интриг и неопределённостей в мировой экономике начали постепенно и безвозвратно рассеиваться. Прогноз на 2013 год характеризуется редкостным единодушием со стороны как некоммерческих исследовательских организаций (ОЕСД, МВФ, Мировой банк), так и – представителей заинтересованного финансового сектора. Еврозона, Великобритания и Япония, по-видимому, будут весь год балансировать на грани рецессии, тогда как США за счёт продолжения программ стимулирования смогут показать рост в пределах 1.5-1.8%, несмотря на весь спектр негативных последствий «фискального обрыва», о которых всем нам хорошо известно.

Таким образом, пожалуй, единственную интригу представляет собой Китай, который решил перестраховаться и поставил перед собой явно заниженную цель роста на 7.5%. Этот уровень выглядит довольно легко достижимым, даже если новое руководство Поднебесной будет «сидеть сложа руки», чего явно не ожидается, судя по энергичной инаугурационной речи нового лидера КНР Си Цзиньпина. Основным экономическим вызовом Китая в 2013 году будет его способность динамично развивать внутренний потребительский рынок и стимулировать рост процесса урбанизации страны, в особенности, за счёт переселения крестьян из бедных и неплодородных территорий Северо-запада страны. Ребалансировка спроса и предложения потребительских и ипотечных кредитов позволит сформировать умеренно-растущий спрос на сырьё, в первую очередь, хорошо известный перечень промышленных металлов, а также поддержит рынок биржевой сельхозпродукции.

Если все надежды на «экономический привод» глобальной экономики связаны со способностью Китая «повторить подвиг декаплинга 2008-2009 годов», то взоры финансовых рынков будут, бесспорно, в конце концов обращены на темпы и объёмы реализации программы QE4 Федеральным резервом США.

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

Сырьевые рынки

Наименование	На начало квартала	На конец квартала	Изменение, %
Нефть WTI	93.28	87.72	-6.0% ▼
Нефть Brent	110.13	108.36	-1.6% ▼
Золото	1775.30	1698.26	-4.3% ▼
Никель	18480	17555	-5.0% ▼
Медь	8301	8039	-3.2% ▼
Алюминий	2069	2164	4.6% ▲

Источник: Bloomberg

ГЛОБАЛЬНЫЕ ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ

Похоже, в 4 квартале 2012 года наступил психологический перелом управляющих облигационными портфелями, т.к. к эффективным отрицательным доходностям UST присовокупились на некоторое время столь же экзотические инвестпараметры германских Bunds. Инвесторам волей-неволей пришлось оглянуться по сторонам и по-новому взглянуть на реальность после успешного создания перманентного механизма евростабильности ESM, категорических заверений главы ЕЦБ Марио Драги о намерении «стоять до последнего» на страже фискальных интересов стран PIIGS, рутинного выделения Греции новых и новых траншей кредитов, несмотря на хроническое несоблюдение последней своих обязательств перед «Евротройкой», и наконец, наделения ЕЦБ правами единого финансового регулятора Европейского валютного союза. Мы склонны выдвинуть осторожное предположение, что времена жестоких спекуляций на рынке европейского госдолга постепенно уходят в прошлое.

ГЛОБАЛЬНЫЕ СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ

Для сырьевых рынков 2012 год выдался на редкость скучным, не считая краткосрочного спекулятивного всплеска цен на продовольственные фьючерсы в летне-осенние месяцы в связи с гибелью урожая кукурузы и соевых бобов на Среднем Западе США из-за сильнейшей за последние 80 лет засухи. В остальном, столь популярные прежде золото и нефть, несмотря на постоянные отчаянные попытки сформировать устойчивый восходящий тренд, каждый раз вновь оказывались на прежних уровнях, от которых, впрочем, совершали неустанные попытки роста. Мы полагаем, что 2013 год будет являть собой в этом смысле полную противоположность уходящему году. Основной причиной станет повышение уверенности сырьевых трейдеров в устойчивом характере восстановления экономики Китая после полугодичного замедления, которое, вопреки злым пророчествам скептиков, не усилилось, а наоборот, начало демонстрировать, судя по улучшающейся макростатистике КНР, признаки разворота.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

Фондовые рынки США, оставаясь «поводырем» глобальных рынков акций, сильно сдали по фундаментальным показателям: если в первые два квартала 2012 года прибыли американских компаний в подавляющих случаях легко превышали консенсус-прогнозы аналитиков Wall Street, то 3 кв. оказался для них неприятным во всех отношениях: не смогли дотянуть до заметно пониженных целевых EPS такие оплоты «большой тройки» индексов, как корпорации Apple, Google, Intel, AT&T, Amazon, а плачевные результаты CitiGroup вообще привели к отставке её CEO Викрама Пандита. Если ситуация не изменится, то даже эффект от нововведённой QE4 будет в большей мере благоприятствовать росту «твёрдых активов», нежели акций. Мы по-прежнему выделяем как приоритетные сектора здравоохранения и, частично, финансовый, который традиционно был, есть и будет главным бенефициаром программ «количественного смягчения», однако в 2013 году мы рекомендуем особо тщательный и взвешенный подход в выборе инвестиций в данный тип финансовых инструментов.

26.12.2012

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ РФ

Локальный долговой рынок завершил прошедший квартал на мажорной ноте, причем наибольшие бонусы вновь получили государственные облигации. Движимые идеей уже стучащейся в двери либерализации госбонды дали инвесторам наиболее существенную отдачу, их доходности в среднем потеряли за квартал 100 б.п. Для нерезидентов рынок будет открыт уже в начале следующего года, что может привести к дальнейшему улучшению динамики сектора. Однако надо помнить и о том, что спекуляции на тему либерализации уже принесли свои немалые плоды, а учитывая всё-таки не мизерную инфляцию в России, их дальнейший потенциал является ограниченным. К корпоративным бондам нерезиденты также должны получить доступ, но мы не ожидаем, что это выльется в ажиотажный спрос на данные бумаги. Пока весь интерес будет сосредоточен на более надежном госсекторе, эта тема ещё до конца не отыграна. Что же касается корпоративных облигаций, то они в прошедшем квартале показали довольно скромный результат. Часто палки в колеса вставляли рыночное напряжение и непростая ситуация с рублёвой ликвидностью. Однако часть проблем (в частности и европейских) удалось решить, в целом сектор имеет шансы на умеренный (но не более того) рост в предстоящем квартале. По нашим прогнозам банки не будут избалованы ликвидностью, что продолжит оказывать свое давление на сектор. Первичный рынок, вероятнее всего, также будет довольно активен, продолжив перетягивать на себя часть внимания с рынка вторичного.

26.12.2012

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА. США

«ФИСКАЛЬНЫЙ ОБРЫВ»: ВЫСОК ЛИ УТЁС И ВСЕМ ЛИ ВЫДАДУТ ПАРАШЮТЫ?

Хотя размах предстоящих бюджетных сокращений в США — потенциально грандиозен (об этом речь пойдёт ниже), а последствия — многогранны и плохо поддаются сравнительному анализу, мы изначально хотели бы расставить точки над «i» и начать этот параграф с нашего основного тезиса: фраза «фискальный обрыв» — не совсем корректна (а точнее, совсем не корректна) с точки зрения всей внешней по отношению к США мировой экономики. С позиции самих США это будет скорее **«фискальная санно-бобслейная трасса»**: на верхнем участке скорости низкие, и всегда можно «передумать» и вылезти из салазок, хотя за это «спортсмена» могут исключить из состязаний (читай: понизить суверенный рейтинг), но по мере того, как они движутся вперёд, скорости возрастают, и параллельно с этим возникает ощущение, что обратного хода уже нет. В результате, последствия преодоления «трассы» выглядят весьма растянутыми во времени, и уж во всяком случае, грядущий январь в этом смысле точно ничем особо не примечателен.

Даже при строгом соблюдении плана по сокращению бюджетных расходов, начало их запуска запланировано на тот же январь 2013 года, тогда как, по нашим расчётам, основной дефицит расходной части с точки зрения госучреждений США будет реально ощущаться не ранее конца весны-начала лета. Практические негативные последствия для потребительского рынка, включая рост нереализованных товарных запасов, а вместе с ними — и для ВВП США — начнут проявлять себя по-настоящему только к концу 1-го полугодия 2013 года при условии неукоснительного соблюдения всех статей государственного бюджетного секвестра. С точки зрения американских обывателей, наиболее болезненным этапом «фискального обрыва» будет единовременная экспирация налоговых льгот эпохи Буша-младшего, что, разумеется, сильно подорвёт их покупательскую способность (не стоит забывать, что в структуре ВВП США около 65% занимают именно потребительские расходы), однако в ответ на это ритейлеры начнут снижать розничные ценники.

Из наиболее весомых негативных последствий **для глобальных рынков** можно выделить три эпизода:

1. Экспирацию налогов, инициированных Бушем-младшим в 2007-2008 году с целью стимулирования внутреннего спроса в США. Смягчение последствий этого этапа возможно только в случае, если американские розничные банки повысят объёмы выдаваемых потребительских кредитов, или же правительство объявит ещё одну стимуляционную программу под общим лозунгом «покупай американское» («Buy American»);
2. Угрозу снижения долгосрочного суверенного рейтинга США со стороны мировых рейтинговых агентств в случае, если республиканцы и демократы предпочтут искусственно затягивать процесс принятия конкретных превентивных фискальных действий, а также законодательным путём отменить грядущее автосеквестирование федерального бюджета, чтобы «дать себе больше времени на раздумья и продуктивный торг»;
3. Негативное влияние, связанное с фактором Китая, т.е. вероятное снижение объёма российского экспорта в эту наиболее быстро развивающуюся экономику мира, по крайней мере, до тех пор, пока власти КНР не решатся на запуск программы внутреннего потребительского стимулирования по примеру той, которая была внедрена и доказала свою эффективность на пике глобального кризиса в 2008 году.

26.12.2012

Страхи нагнетаются во многом из-за скудного и противоречивого новостного покрытия этой важной темы, и дефицит сценариев и прогнозов наблюдается далеко не только у нас: в начале декабря СЕО крупнейшего производителя дорожной техники американской корпорации Caterpillar Даг Оберхельман посетовал, что его «заказчики испуганы до полусмерти» как самим фактом неизбежности «фискального обрыва», так и своей беспомощностью что-либо изменить в этом смысле.

Имея в виду, что объём внешней торговли России с США составляет менее 3% совокупного товарооборота первой, мы полностью дисконтируем какие-либо прямые негативные экономические последствия для российской экономики касательно американских фискальных неурядиц. Даже жёсткие сокращения бюджетных расходов в еврозоне последних двух лет не оказали непосредственного влияния на российскую экономику, хотя определённый ущерб в плане ускорения оттока капиталов и истощения международного банковско-кредитного взаимодействия ей был, безусловно, нанесён.

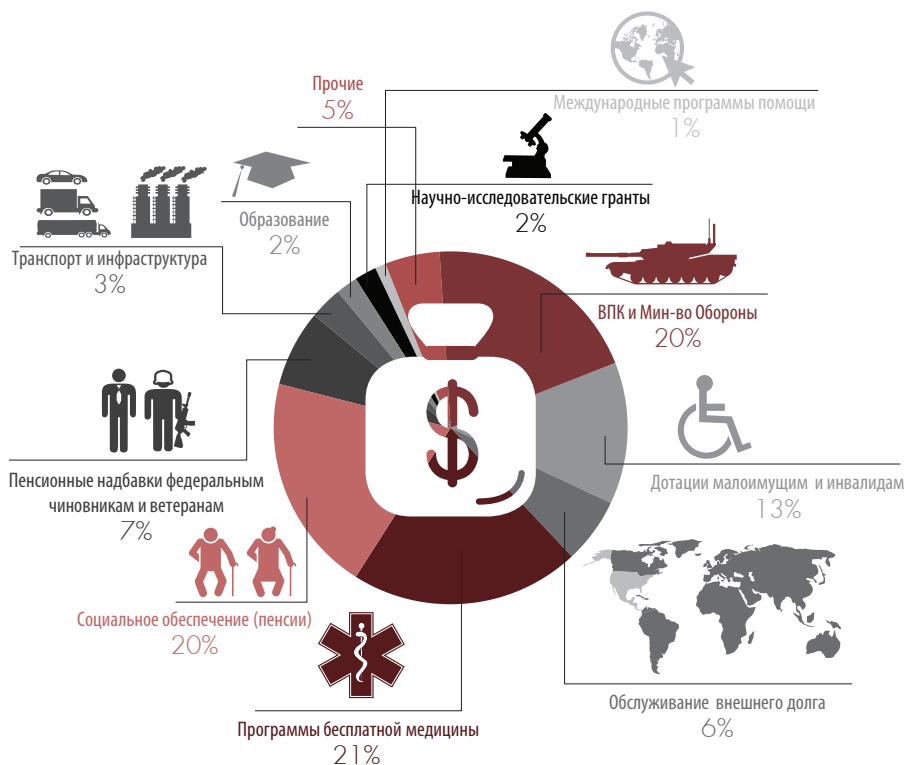
Наиболее малоизученным в разрезе «фискального обрыва», и потому — плохо предсказуемым, является всемогущий «фактор Китая». Для нас он ничуть не менее важен, чем первые два, поскольку от активности китайских импортёров будут зависеть как минимум мировые цены на промышленные металлы, а возможно, также во многом и цены на энергоносители. Об этом пойдёт речь в соответствующей части данного обзора.

Что касается развития событий в самих США, то поскольку к моменту публикации данного обзора большинству инвесторов и экономистов уже ясно, что ни по вопросу «фискального обрыва», ни по дышащему ему в спину акту повышения потолка госдолга США (по нашим оценкам — не позднее конца марта 2013 года) более или менее продуктивных консенсусных решений добиться не удаётся, то основной задачей становится максимально возможное нивелирование разнообразных негативных последствий данной «хронической патовой ситуации» (impasse) в Вашингтоне. Цена вопроса на самом деле велика, а именно сумма порядка 600 млрд долларов или около 4% ВВП США — причём, при отсутствии каких-то экстраординарных событий она автоматически «автосеквестрируется». Некоторые важные для осознания цифры в этой связи:

1. Согласно внепартийному исследовательскому центру Налоговой политики США, запланированные повышения налогов, в случае их реализации в полном объёме, принесут госказне поступления в размере 536 млрд долларов в течение 2013 финансового года. За десять лет эта сумма составит порядка 5 трлн долларов.
2. В случае развития событий по варианту автосеквестирования, общая сумма снижения бюджетных расходов, «отрезанных» практически в равных долях от социально-медицинских и военно-промышленных программ, за 10 лет составит около 1.2 трлн долларов.
3. Итоговый монополярный план Барака Обамы по «оптимизации» бюджетных доходов подразумевает, как ни странно, их увеличение как минимум на 1.6 трлн долларов в течение ближайших 10 лет (см. График 3; по последним данным, под давлением республиканцев он согласился уменьшить эту цифру до 1.4 трлн долларов). В настоящее время нам известно, что лидер республиканцев в конгрессе Джон Бейнер согласен на рост этого показателя не более чем на 800 млрд долларов.
4. Федеральное правительство США в настоящее время тратит порядка 23% всего совокупного экономического продукта, в то время как собирает лишь 16% от его объёма в виде бюджетных доходов. Результирующая разница представляет собой дефицит федерального бюджета США, который в последние 4 года упорно приближается к отметке 1 трлн долларов.

26.12.2012

ГРАФИК 3. Компонентная структура федеральных расходов в США в 2012 г.

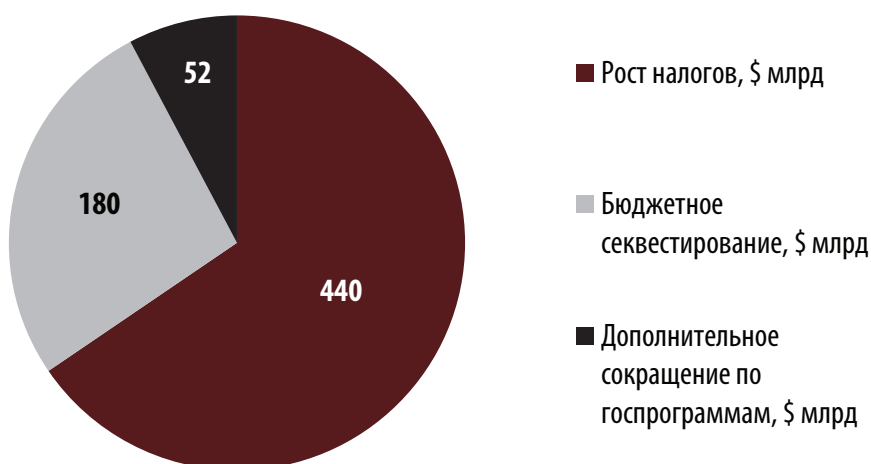


Источник: <http://crfb.org>

Нижеследующая круговая диаграмма иллюстрирует самое основное противоречие методики фискально-бюджетной оптимизации в США. Основная ставка в базовом сценарии делается не на сокращение расходов, а на рост налоговых доходов. До конца 2013 финансового года объём федеральных налогов должен увеличиться почти на 20%, тогда как государственные расходы сократятся всего на 0.25%. Именно это противоречие и вызвало очередной этап ожесточённых и непримиримых споров между конгрессменами-республиканцами и Белым домом. С точки зрения рейтинговых агентств, источники балансирования американского бюджета не принципиальны. В частности, Moody's хотят видеть снижение дефицита федерального бюджета США с нынешних 7.3% (по другим источникам — до 8.8%) от общего объёма ВВП до 4.0% в 2013-м и лишь 2.4% — в 2014 годах. Причина, по которой рейтинговые агентства установили такие поистине драконовские ориентиры, — проблема неконтролируемого роста внешнего долга США (об этом речь пойдёт ниже). Как известно, в последние годы источником покрытия американского бюджетного дефицита были и остаются доходы Фрезерва от продажи казначейских облигаций (т.е. стопроцентное долговое финансирование дефицита), поэтому, считают рейтинговые агентства, вторую проблему невозможно преодолеть без решения первой. С этим трудно поспорить.

26.12.2012

ГРАФИК 4. Консенсус-структура «фискального обрыва»



Источник: budget.house.gov

Таким образом, оценка финансового ущерба от «фискального обрыва», согласно последним результатам переговоров между конгрессменами-республиканцами и Обамой, а также исследованию Центра публичной достоверности (US Center of Public Integrity), будет включать в себя следующие непреодолимые компоненты (т.е. те позиции, которые не подлежат «торгу» и пересмотру):

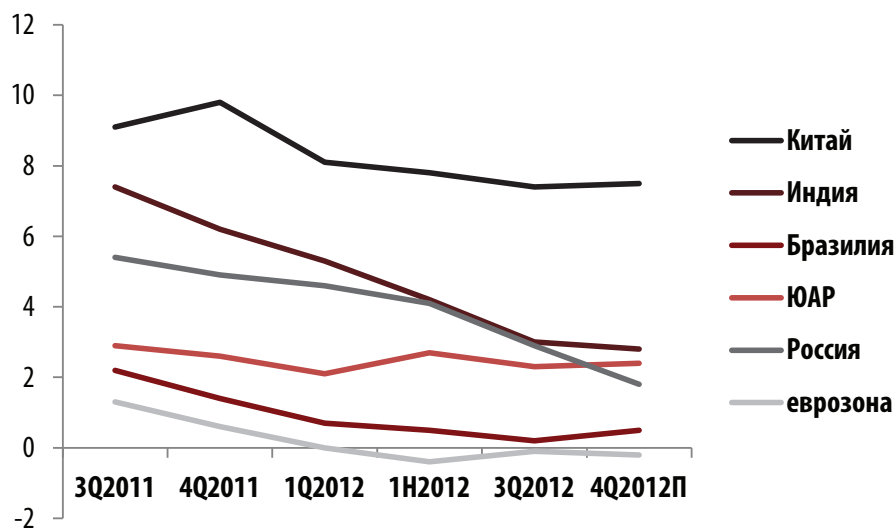
1. Налоговые льготы эпохи Буша-младшего, введённые в 2001 и 2003 годах и продлённые на два года в конце 2010 году, в конце концов синхронно прекращаются. Цена вопроса: 254 млрд долларов.
2. Срок временных налоговых послаблений, являвшихся частью программы стимулирования внутреннего спроса Барака Обамы, которые также были продлены в конце 2010 года, также одновременно с «бушевскими льготами» истекает. Цена вопроса: 27 млрд долларов.
3. Конгресс пока не вынес решения по краткосрочным налоговым льготам для малого и среднего бизнеса. Если в конце концов оно так и не будет принято, то цена вопроса будет ещё 75 млрд долларов.
4. Временные снижения американского «НДФЛ», принятые в 2011 году, также заканчивают свой отведённый срок действия. Цена вопроса: 115 млрд долларов.
5. Повышения налогов для «пациентов с высоким достатком» (3,8%-ный налог на аннуализированный (т.е. по факту не полностью полученный до окончания года), доход, 0,9%-ное увеличение налога на ДМС (Medicare) и т.п.), содержащиеся в законе о защите пациентов и доступном медицинском обслуживании, начнут действовать с января 2013 года. Цена вопроса: 24 млрд долларов.
6. Альтернативный минимальный пороговый налог, который был принят в 2001 году с целью гарантированного получения налога с наиболее обеспеченных американцев, с тех пор ни разу не индексировался с поправкой на инфляцию. Теперь конгресс обратил на эту проблему внимание и собирается её решить. По грубым оценкам, в эту категорию теперь попадут дополнительно 28 млн налогоплательщиков. Цена вопроса: 40 млрд долларов.

Как известно, если конгресс бездействует, то в январе произойдёт автосеквестирование, суть которого будет сводиться к вступлению в силу максимальной комбинации сокращения бюджетных расходов и увеличения налогов, которая по консенсус-оценкам приведёт к замедлению роста экономики США на 4 процентных пункта в течение первой половины 2013 года, что **к концу этого периода обеспечивает с вероятностью 90% вхождение Америки в фазу рецессии.**

26.12.2012

Что касается влияния «фискального обрыва» в США на другие крупные экономики мира, то здесь мы вновь сталкиваемся с массовыми попытками выдать «желаемое за действительное». Как и в 2008 году не утраждающие себя корреляционными расчетами экономисты-«популисты» вновь пугают инвесторов «синхронным падением всего и вся». Между тем, Китай на пике первой волны кризиса в 2008-2009 годов уже имел возможность продемонстрировать высокий уровень упругости своей экономической системы. В то время как еврозона и США постепенно погрузились в рецессию, темпы роста ВВП Поднебесной оставались практически неизменными: в 2008 году рост составил 9%, а в 2009 — всего на 0.3 п.п. ниже, 8.7%. Необходимо признать, что структура экономики Китая в этот период существенно изменилась: правительство запустило программу стимулирования внутреннего спроса и начало реализовывать долгое время откладывавшиеся инфраструктурные и строительные проекты, которые обеспечили высокую трудовую занятость населения (чего, к слову, не сделали в Штатах, несмотря на наличие на тот момент проанонсированных похожих планов). На нижеследующем графике представлена сравнительная динамика ВВП стран BRICS и еврозоны (мы видим, что наибольшими темпами роста и упругостью обладает экономика Китая, тогда как наибольшими резистентностями к внешним воздействиям отличаются экономики всё того же Китая, а также — ЮАР и Бразилии). Таким образом, вывод напрашивается следующий: **никакого синхронного замедления глобальной экономики в связи с переходом бюджета США через «фискальный обрыв» не будет**, хотя отрицательное влияние будет иметь место, и продолжительность, и глубина соответствующего ущерба будут пропорциональны резистентным свойствам той или иной мировой экономики.

ГРАФИК 5. Взаимная корреляция динамики ВВП стран BRICS и еврозоны



Источник: Bloomberg

26.12.2012

«ПОТОЛОК» ГОСДОЛГА В США

На конец декабря 2012 года суммарный объём госдолга США составлял около 16.291 трлн долларов при максимальной планке, существующей в настоящий момент, равной 16.394 трлн долларов. Учитывая новопринятые программы «количественного смягчения» ФРС США в суммарном объёме 85 млрд долларов в месяц, до достижения «долгового потолка» осталось номинально менее полутора месяцев. Учитывая, что ФРС не проводит аукционы по размещению казначейских облигаций в праздничную и послепраздничную недели, можно «надеяться», что цейтнота по данной проблеме не возникнет до середины февраля 2013 года, но до весны оттянуть её решение вряд ли получится.

Казалось бы, до последнего времени базовым сценарием прохождения американских ФРС и Минфина через этот очередной «чёртов рубеж» было принятие президентского предложения упразднить само понятие «максимальной планки» госдолга (существующее в американском законодательстве уже почти целое столетие: закон был принят в 1917 году), либо — в последней версии — избавить американских парламентариев от необходимости голосовать за него, сделав соответствующий президентский указ самостоятельным актом. Как мы знаем, обе палаты парламента США в ноябре с негодованием отвергли обе предложенные модификации данного закона, поэтому межпартийные «баталии» на манер тех, которые имели место летом 2011 года, нам практически гарантированы. Более того, вариант с единовременным значительным повышением «потолка» «про запас», как это сделала в декабре 2010 года, к примеру, Дания, повысив сразу более чем вдвое максимальную планку госдолга страны, в случае с США — практически не реализуем. Во-первых, оппоненты Барака Обамы — конгрессмены-республиканцы — эффективно используют проблему потолка госдолга как способ педалирования своих общественно-политических инициатив и законопроектов, и отказываться от такого блестящего инструмента они, конечно же, не станут. Во-вторых, двукратное увеличение «американского порога» не останется незамеченным, поскольку единомоментно озвученная сумма в 32.5 трлн долларов вызовет настоящий шок и негодование большинства торговых и финансовых контрагентов и партнёров США.

На наш взгляд, оба главных Дамокловых меча экономики США 1-го квартала 2013 года — «фискальный обрыв» и достижение пороговой планки госдолга — тесно взаимосвязаны между собой. В случае относительного успеха в нейтрализации «удара» первого «клинки», второй также получит более высокие шансы на минимальное причинение вреда, ведь обе проблемы зависят от успеха установления взаимопонимания и доверия между конгрессом и Белым домом! Впрочем, реалистичный сценарий указывает на вероятность переплетения во времени дебатов по обоим проблемам из-за инертности и чрезмерной догматичности американских законодателей. В таком случае, вероятно, как и в прошлом году, за несколько дней/часов до финансовой катастрофы в пожарном порядке будет принято положительное решение по минимальному «росту потолка» (скажем, на 250-300 млрд долларов), которое позволит «с чувством, толком и расстановкой» завершить дебаты по первой части «повестки дня» и комфортно приступить к обсуждению второй. Очевидно, что при подобном развитии событий рынки не получат желаемого облегчения: доллар будет ощутимо падать вместе с котировками «длинных» казначейских облигаций.

ВЕРОЯТНЫЙ ПЕРЕСМОТР СУВЕРЕННОГО РЕЙТИНГА США

Как уже упоминалось, понижение суверенного рейтинга США агентством Standard&Poor's в августе 2011 года привело к значительной дестабилизации глобальных фондовых рынков (падение индекса S&P 500 от максимальной до минимальной точки составило порядка 16%; многие другие глобальные фондовые индексы испытали ещё более отвесное падение). В этом смысле, нахождение компромиссного, устраивавшего бы всех решения пресловутой проблемы «фискального обрыва» важно для неамериканских инвесторов, прежде всего, шансом ухода от ещё одной зависимой

26.12.2012

проблемы — понижения рейтинга США двумя оставшимися крупнейшими рейтинговыми агентствами — Moody's и Fitch Ratings.

Больше всего нас тревожит позиция Moody's, которые в 2012 году в течение короткого промежутка времени дважды (!) — см. Таблицу 1 — выпускали рейтинговые релизы, настойчиво предупреждавшие о высокой вероятности понижения суверенного кредитного долгосрочного рейтинга США на одну ступень в случае отсутствия понятного решения по сокращению бюджетного дефицита этой страны. Мы полагаем, что агентство всё же не будет «пороть горячку», учитывая потенциально огромный резонанс от подобного действия, и дожждётся некоей стабилизации межпартийного диалога по данной теме, когда появится хотя бы минимальная ясность, в каком направлении развивается ситуация. В настоящее время такой ясности, несмотря на поджигающие сроки, нет и в помине.

ТАБЛИЦА 1. Даты и действия рейтинговых агентств в отношении суверенного рейтинга США

Агентство	Текущий долгосрочный суверенный рейтинг США	Дата предпоследнего пересмотра прогноза	Дата последнего пересмотра прогноза	Действия в отношении прогноза	Ожидаемая дата рейтинговых действий
Standard&Poor's	AA+	18 апреля 2011	5 августа 2011	негативный	-
Moody's Investors Service	Aaa	2 августа 2011	11 сентября 2011	негативный	март 2013
Fitch Rating	AAA	28 ноября 2011	10 июля 2012	негативный	май-июнь 2013

Источник: Bloomberg

QE3+QE4 ФЕДРЕЗЕРВА ЧЕРЕЗ ПРИЗМУ «ФИСКАЛЬНОГО ОБРЫВА»

Три раунда «количественного смягчения», проводимые ФРС США, довольно сильно отличались друг от друга: если во время QE1 Фед после прямых вливаний в объёме приблизительно 400 млрд долларов для стабилизации банковско-страховой системы скупил на 700 млрд долларов т.н. «токсичных активов» (в основном, «виновников кризиса» — CDO (секьюритизированных долговых обязательств) и MBS (облигаций, эмитированных ипотечными агентствами Fannie Mae и Freddie Mac), то во время QE2 в фокусе его внимания оказались непосредственно казначейские облигации, которые были выкуплены в объёме 600 млрд долларов, а теперь, после объявления QE3, его внимание переместилось в сторону MBS (обязательство выкупать с рынка ипотечных бумаг на общую сумму до 40 млрд долларов в месяц — до тех пор, пока либо уровень безработицы в США не упадёт до 7%, либо инфляция не превысит 3%). Как видно, в этот раз Федрезерв, уставший от «перманентной необычайной неопределённости» в американской экономике, решил начать игру ва-банк.

Тем не менее, на этот раз рынки не спешат «праздновать» новый поток денег от Федрезерва. Удивительно, но феномен «фискального обрыва» (видимо, ввиду его тотальной новизны и отсутствия сопоставимых примеров из прошлого) фактически затмил собой беспрецедентное увеличение денежной массы в долларовой зоне, которое в иных условиях в одночасье могло бы инспирировать недюжинное предновогоднее ралли. По словам одного телеведущего американского бизнес-канала, «... как только на экранах появляется спикер-республиканец нижней палаты конгресса Джон Бейнер, трейдеры уже держат палец наготове на «красной кнопке». Хотя очевидно, что определённого «закручивания гаек» на манер европейских событий 2011-2012 годов избежать не удастся, простейшая арифметика говорит в пользу отсутствия предпосылок к настоящей драме, каковой пытаются изобразить «фискальный обрыв» обладающие гиперболизированной фантазией работники деловых порталов и СМИ, мнение которых в

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

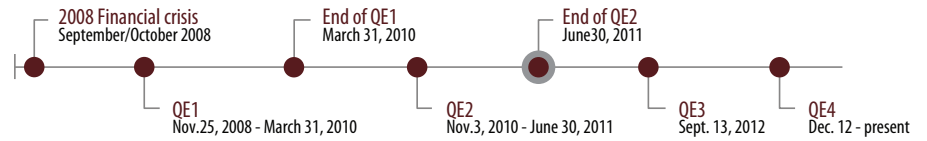
последнее время оказывает всё более заметное влияние на сбитое с толку инвестиционное сообщество. Посудите сами: анонсированная 12 декабря новая программа «количественного смягчения» ФРС объёмом 45 млрд долларов в месяц по логике плюсуется с уже действующей программой QE4 по выкупу ипотечных облигаций Fannie Mae и Freddie Mac (MBS) объёмом 40 млрд долларов в месяц. Итого, расширение баланса Федрезерва будет происходить на 85 млрд долларов в месяц или более 1 трлн долларов в год! Верно, последняя программа может быть в какой-то момент досрочно завершена, если один из двух таргетируемых Бенем Бернанке параметров — уровень национальной безработицы, либо рост потребительских цен — не достигнет их установленных пороговых значений. Справедливости ради заметим, что ввиду «бюджетной оптимизации», а также неотвратимых конгрессиональных дебатов по вопросу очередного повышения максимальной планки госдолга, которые произойдут в очень нелёгком для Штатов 2013 году, вероятность свёртывания «свежеобъявленных» монетарных программ Феда, на наш взгляд, ничтожна.

Тем не менее, отдавая дань скрупулезности, уменьшим ожидаемую продолжительность действия программ QE3 + QE4 (см. График 6) до среднеисторического периода действия подобных программ в прошлом, т.е. до 8.5 месяцев. Даже в этом случае получается, что суммарный вес двух объявленных программ в 2013 году тянет более чем на 720 млрд долларов, тогда как цена худшего сценария «фискального обрыва» — проход через него путём автосеквестирования федерального бюджета — чреват «вымыванием» из финансовой системы США всего около 640 млрд долларов. Одним словом, даже в самом худшем случае никаких катастрофических последствий «обрыва» для американской экономики не будет.

Согласно недавнему отчёту Бюро экономических исследований Конгресса, цена бюджетных расходов на пособия по нищете (welfare), будучи представленными в виде выплаченных сумм, составят примерно 167.65 доллара в сутки на домохозяйство, живущее ниже прожиточного минимума. Для сравнения, средний доход домохозяйства в США в 2011 году составлял 50,054 доллара и в пересчёте на суточное потребление равнялся 137.13 доллара в день. Помимо этого, т.н. базовые федеральные социальные расходы — опять же, если их перевести в более короткие интервалы времени, — будут вполне достаточными, чтобы обеспечивать нормальную зарплату в 30.60 доллара в час при 40-часовой рабочей неделе — причём их могут получать всё те же «домохозяйства с доходами ниже прожиточного минимума», при этом фактически даже не утруждая себя работой. По последним данным, средний общефедеральный почасовой доход в США в настоящий момент составляет 25.03 доллара. После вычета федеральных налогов, этот срединный почасовой доход составит «чистыми» сумму в диапазоне от 21.50 до 23.45 доллара. Муниципальные и региональные налоги дополнительно понизят эту сумму чуть ниже уровня 20 долларов в час. Примечательно при этом, что госдотации в США не облагаются никакими налогами. Более внимательное изучение т.н. «президентского плана» выявит потрясающую подробность: большинство семей с совокупным доходом до 300,000 долларов в год фактически не будут платить дополнительных «реформенных» налогов ввиду эффекта т.н. «двойного учёта совокупного семейного дохода». Так что описываемая «фискальная страшилка», из-за которой американские фондовые рынки лишились пред Рождеством ралли, — мягко говоря, сильно преувеличена. Если в расчёт принять то, с чего мы начали эту главу — объявленную программу QE4 — то американский «небосвод» становится вообще практически безоблачным. Даже отдельные выпадающие в результате реформы доходы можно будет без особых трудностей компенсировать на растущем фондовом и/или сырьевом рынке!

26.12.2012

ГРАФИК 6. Хронология мирового финансового кризиса и программ QE ФРС США



Источник: Investopedia

С точки зрения динамики роста твёрдых активов наиболее эффективной оказалась вторая программа, т.к. она прицельно «ударил» по доходности американских казначейских облигаций, сделав их, с одной стороны, менее затратными для обслуживания с точки зрения американского Минфина («фискальный обрыв»!), но в то же время — столь же менее привлекательными для многих инвесторов-нерезидентов, которые в поисках новой антиинфляционной защиты начали искать альтернативные объекты портфельных инвестиций, частично избавляясь от излишка долларов, тем самым, понижая курс американской валюты и, в противовес этому, невольно толкая вверх выраженную в тех же долларах биржевую стоимость практически всех твёрдых активов. Тем не менее, даже американские фонды в последнее время сильно «ностальгировали» по тем «счастливым временам», ибо американские фондовые индексы беспрестанно росли на протяжении почти целого года (возможно, этот рост был бы ещё более длительным, если бы не решение агентства Standard and Poor's в начале августа 2011 года понизить суверенный рейтинг США на одну ступень, что вызвало панику на глобальных рынках) и позволили большинству фондов акций и смешанных фондов показать отличную доходность для своих клиентов, ради которой было даже не жаль принести в жертву курсовую стоимость доллара. На самом деле, в условиях замедляющейся экономики, роста просрочек по ипотеке и, как и прежде, «замороженного» кредитного рынка — и при отсутствии внешнего воздействия на рынки со стороны финансового регулятора, разумеется, ни о каких двузначных процентах доходности на инвестиции речи идти не могло бы!

В этот раз, судя по росту волатильности и метанию сырьевых котировок из стороны в сторону в первые дни после объявления QE3 — у инвесторов уже нет былой уверенности в направленности денежных потоков в связи со сменой вида таргетируемых Федеральным резервом активов. Прямые интервенции на рынке госдолга (суть программы QE2) — операция далеко не тождественная выкупу ипотечных облигаций, судьба которых на самом деле мало кого интересует, кроме самой ФРС, и вряд ли кто-то из управляющих фондами в здравом уме сейчас примется создавать инвестиционные стратегии под «преданные анафеме» в 2008 году агентские ипотечные бумаги, следуя по стопам Феда. На самом деле, говоря о концепции выкупа MBS Федеральным резервом, имеет смысл в первую очередь напомнить, что ипотечные ставки в США сейчас находятся на исторических минимумах. Так, базовая розничная ставка по 30-летней фиксированной ипотеке сейчас составляет всего лишь 3.55%, что лишь на 60 б.п. выше эталонной 30-летней ставки, тогда как номинальные доходности 30-летних облигаций Fannie Mae и Freddie Mac практически сравнялись с доходностями по «трежерис», что, по нашему мнению, является nonsensом.

Мы полагаем, что доллар ни при одном из сценариев «трассы», с учётом дальнейшего расширения долларовой денежной массы при помощи новых программ ФРС, уже сильно укрепляться не будет, и вообще, валютный рынок в 2013 году предполагает быть скучным и безыдейным, т.к. количество отрицательных факторов в евро (а также соотношения риск/доходность по ключевым инструментам) составляет приблизительный паритет с отрицательными факторами в долларе. В итоге получается, что явного фаворита нет, и весь год мы будем видеть антисостязание на звание «абсолютного монетарного аутсайдера». Полагаем, получится довольно скучная игра.

26.12.2012

КИТАЙ:

Китай, скромно понизивший себе планку роста ВВП в следующем году до 7.5%, явно перестраховывался, имея в виду череду последних сильных данных по таким ключевым макроиндикаторам, как индекс деловой активности PMI, внешнеторговый баланс и розничные продажи. В декабре Всемирный банк повысил свой прогноз по росту экономик региона Юго-восточной Азии, включая Китай, которому экономисты известной организации прочат теперь прибавку ВВП на целых 8.4% (в октябре их прогноз составлял 8.1%). Мы согласны с мнением Всемирного банка, что Поднебесная, по-видимому, уже прошла свою низшую точку в экономическом замедлении и теперь вновь выходит на траекторию роста, крутизна которой будет зависеть от общей сбалансированности экономической и кредитно-денежной политики КНР, а также вероятного внедрения дополнительных стимулирующих программ в 2013 году. Для Восточно-азиатских развивающихся экономик Мировой банк прочит рост в среднем на уровне 7.6%, в частности, для Филиппин и Малайзии — +6.2% и +5.0% соответственно.

Новый 5-летний план компартии КНР акцентирован на новых приоритетах в социально-экономическом развитии Поднебесной, и новоизбранный генсек Компартии КНР Си Цзиньпин подчеркнул, что их достижение — задача абсолютная, которая не должна зависеть от каких бы то ни было внешних экономических факторов (смело, не правда ли?). Во-первых, минимальный целевой рост ВВП КНР на 2013 год «назначен» на уровне 7.5% (для Китая эта цифра, безусловно, комфортная, но остальной мир хотел бы видеть её как минимум на уровне 8%, чтобы избежать риска глобальной рецессии). Далее, во главу угла было поставлено ускорение урбанизации страны (особенно, из бедных неплодородных регионов Северо-запада Китая, где многие крестьяне по-прежнему живут менее чем на 3 доллара в день). Кроме того, товарищ Цзиньпин поставил задачу радикального уменьшения зависимости экономики Поднебесной от экспорта, роста цен на недвижимость и иностранных инвестиций, а также — полной трансформации существующей индустриальной структуры и общей инфраструктуры (пресловутые «мосты и дороги»). Вот так — ни много ни мало!

Если все эти предначертания будут исполняться как по нотам, то рынок труда в КНР, безусловно, испытает новый период бума, и (как это уже случилось в недалёком прошлом - в 2008-2009 годах) внешние неурядицы, вплоть до рецессии в еврозоне и США, не смогут остановить этот процесс. Основным остаётся вопрос, откуда придут деньги на столь амбициозные планы, ведь ввиду рецессии в еврозоне и «фискального обрыва» в США Китай в первую очередь столкнётся с падающими экспортными доходами и лишь затем сможет в той или иной мере нивелировать этот негативный эффект своими внутренними стимулирующими программами.

Ответ на этот вопрос лежит на поверхности, однако в силу чрезвычайной осторожности китайских лидеров, почему-то ими до сих пор всерьёз не обсуждался и не рассматривался: Суверенный фонд благосостояния Китая объёмом 482 млрд долларов или, в крайнем случае, — китайские ЗВР, разбухшие до 3.3 трлн долларов. Таким образом, если вдруг ситуация будет развиваться по неблагоприятному сценарию, то мы всё же видим в качестве предпочтительного сценарий, при котором Китай сможет повторить свой «подвиг» ноября 2008 года, когда путём вливания в экономику \$586-миллиардного «стимулуса» стране удалось пройти весь острый этап мирового кризиса всего лишь с едва заметными падениями темпов собственного роста.

26.12.2012

ЕВРОЗОНА:

Долговая интрига стран PIIGS во 2-м полугодии 2012 года «разваливалась» буквально у нас на глазах. Спекулянтам, привыкшим «ловить рыбку в мутной воде» на рынке годами лихорадившего евродолга, волей-неволей пришлось оглядеться по сторонам и по-новому взглянуть на реальность, после успешного создания перманентного механизма евростабильности ESM, агрессивно-безапелляционных заверений главы ЕЦБ Марио Драги о намерении «стоять до последнего» на страже фискальных интересов стран PIIGS, рутинного выделения Греции новых и новых траншей кредитов, несмотря на хроническое несоблюдение последней своих обязательств перед «Евротройкой» и, наконец, наделения ЕЦБ правами единого финансового регулятора Европейского валютного союза. Мы склонны выдвинуть осторожное предположение, что времена жестоких спекуляций на рынке европейского госдолга постепенно уходят в прошлое.

Будем откровенны: европейские «долговые страшилки» зачастую появлялись как гром среди ясного неба на фоне проблем (таких как, например, дебаты по вопросу повышения планки госдолга в США) в других частях света и служили тем самым громоотводом, который «необходим по технике безопасности» в подобных случаях. Учитывая вышесказанное, еврозоне окончательно и бесповоротно надоело исполнять эту роль и, судя по многомесячной стабилизации общей картины на рынках региона, даже несмотря на ожесточённые споры по поводу правомочности выделения очередного транша кредита Греции и активизировавшиеся демонстрации протеста против мер фискального ужесточения в некоторых странах, мы не видим в 2013 году предпосылок для новой серьёзной эскалации «евробязни» — по крайней мере, вплоть до осенних парламентских выборов в Германии.

ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ В РАЗЛИЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ В 2012 ГОДУ

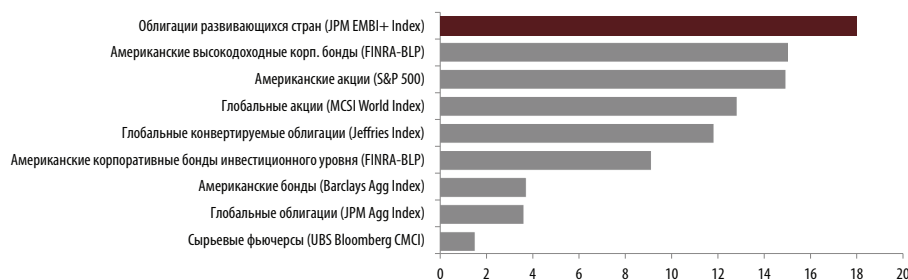
Прошедший год с точки зрения инвесторов оказался весьма нехарактерным по множеству причин. Ещё в его начале эксперты рынка предвещали, что центральной темой будет оставаться еврозона с её нерешаемыми долговыми проблемами, тогда как США и Китаю в целом прочили спокойный год умеренного восстановления экономики. Реальность, как это часто бывает, обманула всех, даже самых искушённых, «пророков». История с выходом Греции из еврозоны так и не получила своей логической развязки по причине невероятного упорства лидеров «Евротройки» и лично канцлера ФРГ Ангелы Меркель, которые неустанно повторяли словно заклинание фразу о том, что «... еврозона представляет собой неделимое целое, и сплетни о её скором распаде являются вымыслом и спекуляциями». В конце концов, рассерженный председатель ЕЦБ Марио Драги произнёс историческую фразу 26 июля о том, что «долговой рынок еврозоны будет стабилизирован любой ценой», и что для этого в его арсенале средств более чем достаточно. Этот день можно считать днём перелома прежней парадигмы рынков и возвращения центра тяжести рынков в Вашингтон и, отчасти, — Шанхай.

Хотя страны G-7 весьма охотно продолжали политику наводнения своих рынков дешёвыми деньгами, а ЕЦБ дважды понижал ключевую процентную ставку, их пример нельзя было назвать вдохновляющим для центробанков развивающихся стран (прежде всего, BRICS), главы которых в гораздо большей мере были озабочены инфляционными процессами (в особенности, после очередного неурожайного засушливого лета), нежели их коллеги из крупнейших мировых эмиссионных центров. В результате спреды в доходностях между первыми и вторыми медленно, но верно расширялись на фоне рутинного понижения суверенных рейтингов со стороны «большой тройки» и лишения таким образом безупречного инвестиционного качества облигаций всё большего числа стран «старого мира».

26.12.2012

В этой связи, некоторые результаты, представленные на нижеследующей диаграмме, выглядят вполне логичными: самыми доходными инвестициями вновь стали **инструменты с фиксированными доходностями «третьих стран»**, тогда как **глобальные акции** (средний рост мировой экономики в 2012 году оценивается в 3.2%) по доходности уступили американским (при росте ВВП США в 2012 году, прогнозируемом на уровне 1.8-1.9%). Однако самым большим сюрпризом стали поистине мизерные **доходности на инвестиции в сырьевые товары**, которые, базируясь на индексе т.н. «фьючерсов постоянной дюрации» (СМСИ), компилируемом UBS/Bloomberg, за год недотянули даже до 2%! Учитывая, что типичный возврат на инвестиции в сырьё (ROI) на основе многолетних наблюдений заключён в диапазоне 8-12% (основные компоненты роста — повышение глобального спроса ввиду роста населения планеты, конечность ископаемых ресурсов, а также — в последнее время — массивные программы «количественных смягчений», проводимые крупнейшими мировыми центробанками), налицо — недооценённость соответствующей инвестиционной категории по итогам прошедшего года и, как следствие, формирование сильных предпосылок для опережающего роста в 2013 году по сравнению с любыми другими классами инвестиционных активов.

ГРАФИК 7. Сравнительные доходности инвестиций в различные финансовые инструменты в 2012 г.



Источник: Bloomberg, собственные расчеты ИГ «Норг-Капитал»

НЕФТЬ И ЗОЛОТО

Мы намеренно объединили результаты анализа вышеуказанных базовых сырьевых активов, т.к. полагаем, что сценарии их динамики в 1 кв. 2013 года будут на 60-70% зависеть от одних и тех же факторов. Уровень монетизации роста этих активов (корреляция с расширением денежной массы в мире) в последние годы достигла беспрецедентного уровня и, если отвлечься от краткосрочных разнонаправленных колебаний их котировок, самый простой прогноз потенциалов их роста зависит от прогноза темпов реализации программ «количественного смягчения» в США, еврозоне и Японии.

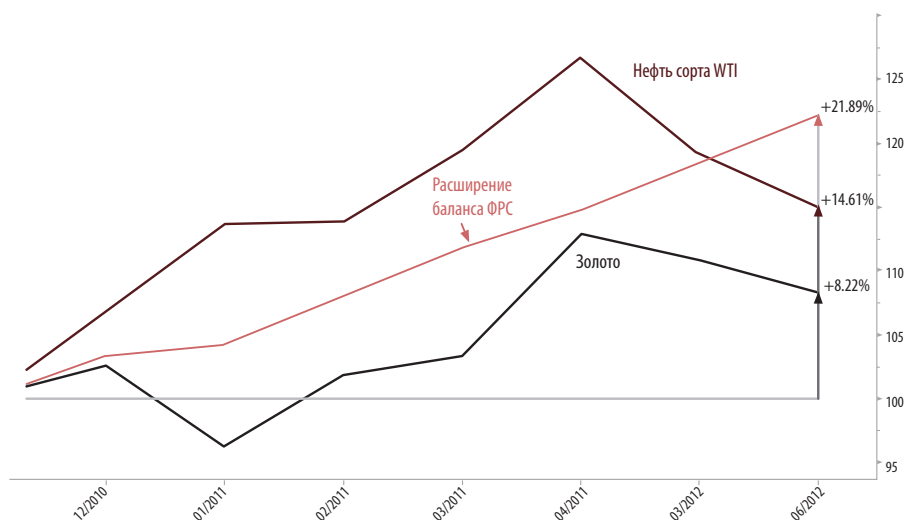
В одном из наших предыдущих стратегических исследований мы обратили внимание на тот факт, что котировки золота весьма точно отражают рост денежной массы в мире. Антиинфляционные свойства золота, как первопричина его столь стремительного восхождения в 2009-2010 годах, вряд ли вызывают сомнения. Использование «жёлтого металла» в ювелирном деле из года в год медленно снижается (в 2012 году снижение будет снова не менее 8% по сравнению с 2011 годом, причём, оно будет уже второй год подряд зарегистрировано даже в Индии (не менее 2%), где ювелирная индустрия традиционно очень сильна), в то время как золотые резервы центральных банков — в особенности, банков развивающихся стран — продолжают повышаться ввиду необходимости диверсифицироваться в сторону снижения доли фундаментально слабеющих резервных валют. До 4 квартала 2011 года золото вообще можно было считать идеальным «термометром» увеличения баланса ФРС США, однако затем у инвесторов начала про-

26.12.2012

являться определённая «усталость» от нескончаемой игры вверх, поскольку у золота обнаружился ряд существенных инвестиционных неудобств. В период «валютных войн», кульминация которого наступила в середине 2010 года, когда аналитики Fx предсказывали драматические колебания курсов основных мировых валют, золото для многих неамериканских фондов служило «убежищем последней инстанции» от прямого ущерба их инвестиционно-банковским активам. Альтернативы «жёлтому металлу» фактически не было, поэтому спрос хронически превышал скудное предложение, что обусловило период длительного восходящего тренда, самораскручивая этот «маховик» всё быстрее и быстрее. По мере того как эпоха «валютных войн» в виду своей очевидной контрпродуктивности ушла в прошлое, и валютные курсы стабилизировались, золото стало всё больше напоминать «лишнего посредника» в и без того сложной коммерческой сделке. Тем не менее, не в силу своих исключительных инвестиционных качеств, но по банальной причине перепроданности (для зазевавшихся можно напомнить, что ФРС США возобновила свои программы «количественного смягчения», и долларовая масса вновь поползла вверх!) мы полагаем, что для золота ниже 1700 долларов за тройскую унцию сформировались отличные базовые условия для открытия длинных позиций с горизонтом как минимум 1 год. По весьма схожим причинам, в течение последних лет прогнозы цен на нефть на предстоящие периоды оказывались рутинно заниженными. Причина такой недооценки потенциалов роста «чёрного золота» кроется в различных тенденциях восстановления мировой экономики в разных частях мира. Грубо говоря, международные исследовательские агентства и экономисты постоянно пребывали в состоянии ожидания охлаждения роста ВВП Китая, с которыми они оправданно связывали снижение спроса на топливо, но которые к настоящему времени так и не реализовались.

Позитивным переломным тоном в отношении «чёрного золота» отличился декабрьский прогноз Агентства энергетической информации США (EIA), повысивший оценку спроса на нефть в 2013 году, при этом цитировался как рост спроса как в Китае, так и его умеренное восстановление в Северной Америке. Мировой спрос, как ожидается, достигнет в следующем году 90.5 млн баррелей в сутки — это увеличение предыдущего прогноза на 110 тыс. баррелей в сутки ввиду повышения оценки роста ВВП Китая. В то же время, ОПЕК остаётся при своём мнении, что производство нефти странами-участницами картели должно оставаться на уровне 30 млн баррелей в сутки.

ГРАФИК 8. Сравнение динамики расширения баланса ФРС США в период действия программы QE2 и динамики котировок нефти сорта WTI и золота

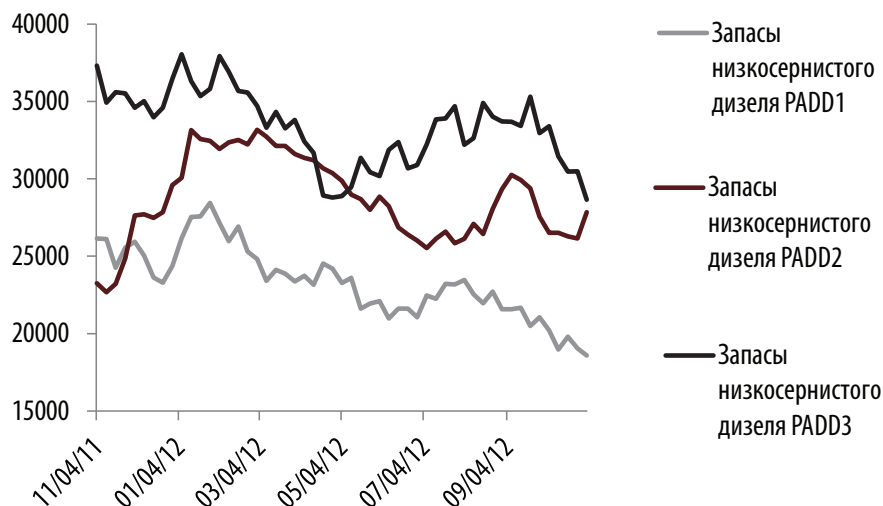


Источник: Bloomberg

26.12.2012

В начале ноября, следом за двумя разрушительными ураганами — Сэнди и Норстер, — пронесшимися над Восточным побережьем США, мэр Нью-Йорка Майкл Блумберг установил рацион в потреблении бензина на местных АЗС в связи с образованием его резкого дефицита: автомобили с чётными цифрами на госномерах могли заправляться по чётным дням, а машины с нечётными цифрами на табличках, соответственно, по нечётным дням. Подобная беспрецедентная мера была принята вслед за аналогичным распоряжением губернатора штата Нью-Джерси Кристофера Кристи. Мы здесь приводим эту, в общем-то, «дней минувших» историю неспроста. Дело в том, что цены на нефть находились под серьёзным (и, по нашему мнению, искусственным) давлением, несмотря на ряд фундаментальных факторов, которые должны были в иной ситуации служить подспорьем их роста, в первую очередь, благодаря отчётам по коммерческим запасам от Минэнерго США. Согласно этим релизам в период между праймериз и президентской гонкой в Штатах запасы «чёрного золота» неожиданно выросли до исторических максимумов, в то время как резервы продуктов нефтепереработки — дистиллятов и бензина — наоборот, достигли абсолютных минимумов (см. Граф. 9):

ГРАФИК 9. Падение запасов низкосернистого дизельного топлива в трёх ключевых хабах (PADD1 – Восточное побережье США; PADD3 – зона Мексиканского залива США) за год

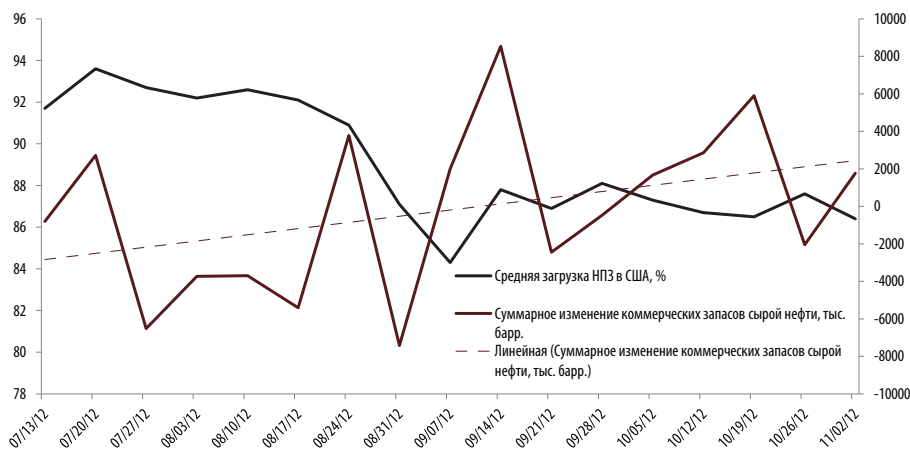


Источник: Bloomberg

При продолжительном поддержании подобного дисбаланса достаточно было произойти какому-то незапланированному «энергоинтенсивному» происшествию (например, вовлечению страны в тот или иной геополитический конфликт), чтобы он проявился со всей силой своего негативного влияния. Такой «переломившейся соломинкой» оказался на этот раз банальный погодный катаклизм, которого никто не ждал. Картина показного «перепроизводства» сырой нефти в одночасье рассыпалась как карточный домик. Вывод из строя двух НПЗ в штате Нью-Джерси с суммарной суточной выработкой около 300 тыс. баррелей (Гесс в Порт Ридинге, Нью-Джерси с номинальной выработкой 70 тыс. баррелей в сутки и Филлипс 66 в Линдене, Нью-Джерси, с дневным выпуском в 238 тыс. баррелей), а также продолжительное закрытие морских портов в Бостоне, Нью-Гэмпшире и Портленде (штат Мэйн) усугубили картину тотального дефицита горючего на Восточном побережье. В результате этого Минэнерго США не оставалось ничего другого, как срочно менять энергетическую тактику и начинать направлять колоссальные партии сырой нефти на как можно большее число американских НПЗ, загрузка которых за время «нефтяного изобилия» упала в среднем с 92% до 86% (см. Граф. 10):

26.12.2012

ГРАФИК 10. Увеличение коммерческих запасов сырой нефти по данным Минэнерго США на фоне падения средней загрузки НПЗ в США во 2-м полугодии 2012 г.



Источник: DOE, API

«Побочные эффекты» подобного, с позволения сказать, «энергетического эксперимента» простираются гораздо шире: по данным всё того же Минэнерго США (Администрации энергетической информации, EIA), средние тарифы на отопительное топливо нынешней зимой к востоку от Скалистых гор вырастут примерно на 2% (достаточно ощутимое повышение по меркам американской безынфляционной экономики) при прогнозируемом росте спроса до исторических максимумов (согласно последним данным, около 670 тыс. энергопотребителей остаются без полного восстановления электротеплоснабжения).

Таким образом, прогнозируя дальнейшую динамику цен на нефть в 2013 году, необходимо учитывать как внешние геополитические факторы (обострение военных конфликтов между Израилем и ХАМАС, гражданские войны и народные волнения в Сирии и Египте), так и действия ФРС (QE4, означающее расширение денежной массы и ослабление доллара), а также дальнейший план действий со стороны Минэнерго США в сложившейся экстремальной ситуации, который будет включать в себя значительное повышение загрузки американских НПЗ, а значит — и продолжение усредненного тренда на снижение коммерческих запасов сырой нефти (по крайней мере, в зимние месяцы).

Тем не менее, для полноценного стабильного разворота цен на «чёрное золото» потребуются гораздо больше времени из-за ещё полностью не исчерпавшего себя «эффекта бэквордации» нефтяных фьючерсов. Дело в том, что нефтетрейдерам невыгодно хранить значительные запасы «чёрного золота» в биржевых контрактах под будущие поставки, если фьючерсная цена оказывается стабильно ниже текущей. В декабре картина с фьючерсными кривыми как на сорт WTI, так и — чуть в меньшей степени на Brent, стала постепенно выпрямляться в сторону контанго, по крайней мере, до февральских контрактов 2014 года. Потребуется от одного до двух месяцев сохранения текущей картины для ощутимого повышения открытого интереса на двух-трёхмесячные нефтяные фьючерсы — если, конечно, за это время не произойдут какие-либо экстраординарные события в мире.

В заключение стоит отметить, что инвестиции в нефть — как и инвестиции в золото — остаются благодарным выбором для инвестфондов, поскольку и те, и другие с фундаментальной точки зрения практически не обладают никакими потенциалами снижения в среднесрочной перспективе.

26.12.2012

ПРОМЫШЛЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

Что касается металлов, то, с учётом нейтральных перспектив у доллара, первую скрипку будет играть макроэкономическая статистика из Китая. После замечательных цифр индекса деловой активности менеджеров PMI от HSBC в ноябре и декабре заинтересованные инвесторы и управляющие фондами в крайнем нетерпении ждут последующих цифр за январь 2013 года; попутно фонды прямых инвестиций в декабре вновь развернули свои финансовые потоки в сторону Китая, а эти организации всегда принимают только обдуманные решения. Если макроэкономические показатели КНР (основные индикаторы, на которые мы будем держать равнение, - это индексы деловой активности PMI, внешнеторговый баланс и розничные продажи) будут по-прежнему выходить высокими и лучше ожиданий, можно будет сделать осторожный вывод, что Китай действительно снова ускоряется. Если к тому же выйдут хорошие цифры по внешнеторговому балансу, металлы начнут живо подбираться на растущих объёмах и open interest. Помимо **меди**, в фавориты рынка ввиду явной перепроданности и хорошей технической картины можно записать **олово и цинк** (которые только за ноябрь прибавили +2.3% и +3.4% соответственно).

Очередной, двенадцатый пятилетний план коммунистической партии КНР предусматривает расширение кабельной инфраструктуры страны к 2015 году не менее чем на 250 тыс. километров, что при сохраняющихся темпах ВВП Китая потребует роста потребления меди как минимум среднегодовыми темпами в период с 2000 по 2010 годы. Наш эвристический анализ предполагает повышение котировок меди в 2013 году, по крайней мере, на 9% (пессимистический сценарий).

Среди прочих промышленных металлов, как и прежде, хорошими потенциалами роста будет обладать никель, который уже имел возможность продемонстрировать свои скрытые потенциалы, сполна отыграв новость о серьёзной аварии на крупной шахте в Финляндии, а также ввиду постепенно восстанавливающегося спроса на нержавеющую сталь, связанного, в первую очередь, с оживлением морских перевозок после периода замедления глобальных товаропотоков во 2-м и 3-м кварталах 2012 года. При сохраняющихся темпах роста ВВП Китая и других стран Азиатско-Тихоокеанского региона, цены на никель в 2013 году вырастут как минимум на 7.5%.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

Основные взаимосвязи и поведение представителей финансового сектора и инвесторов снова выглядят как в 2007-м, особенно, после нескольких месяцев полного выкупа ипотечных бондов Fannie Mae и Freddie Mac Федеральным Резервом США в рамках его предпоследней программы «количественного смягчения» - QE3. Более того, «опасные сходства» нехотя признал даже сам глава ФРС Бен Бернанке в одном из его публичных выступлений 20 ноября в Нью-Йорке. Рынок облигаций с высокой доходностью вместе с объёмом выданных коммерческих кредитов совокупно в Европе и США сейчас составляет приблизительно 600 млрд долларов — фактически ту же цифру, которая фигурировала в статистике 2007 года. Разница — в том, что около 30% из этого объёма — т.н. «мусорные» облигации, которые наращивают доходность и биржевые объёмы гораздо быстрее всех остальных видов активов. Говоря о структуре кредитного рынка, мы видим, что всё столь же неблагоприятно: кредиты, основной недекларируемой целью которых является создание механизма выплаты повышенных дивидендов собственникам составляют даже большую долю, чем в том же 2007-м. И, что самое примечательное, суммарная эмиссия обеспеченных ипотекой (т.е. **будущими** финансовыми потоками) в прошедшем году составила заметные 45 млрд долларов, что больше, чем суммарный объём выпущенных кредитов с аналогичными параметрами за предыдущие 4 года.

Особое внимание к себе привлекает нарождающаяся нездоровая тенденция среди крупнейших публичных компаний США: поскольку многие из них уже не могут удовлетворить акционеров темпами своего органического роста, их лояльность всё чаще и чаще приходится зарабатывать повышением уровня дивидендных выплат. «Дивидендная гонка» — вещь крайне опасная. В свою очередь, зачастую источниками последних становятся не только денежные средства в виде излишков нераспределённой прибыли (о чём речь пойдёт ниже), но (у тех компаний, у которых «дела со свободной наличностью» не так хороши) — кто бы мог подумать! — банковские кредиты (благо, с благословения супер-мягкой монетарной политики ФРС, резерва,

26.12.2012

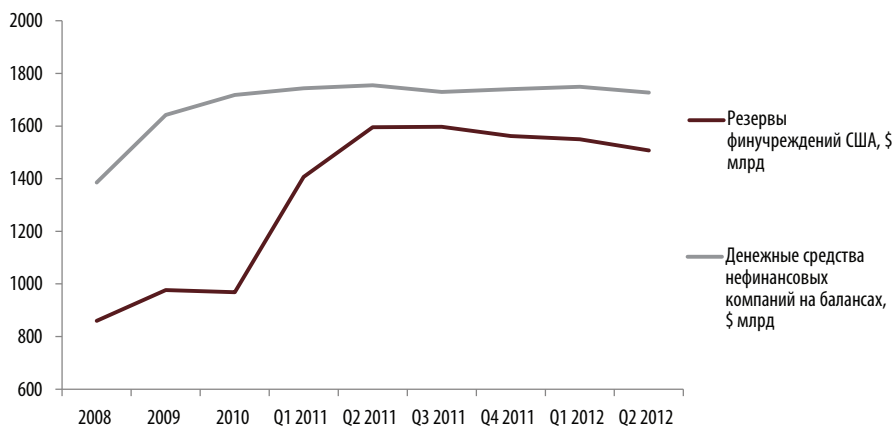
кредитные ставки остаются более чем приемлемыми). Вместе с тем, страхи корпоративного сектора США выглядят несколько преувеличенными: пассивные инвесторы всё чаще вынуждены изымать свои средства из консервативных пенсионных фондов, которые ввиду мизерных доходностей на инвестиции из-за всё той же супермягкой политики ФРС, не в состоянии обеспечить своим клиентам минимальный размер аннуитетных выплат, достаточный для их приемлемого жизнеобеспечения. Всё чаще американские пенсионеры вынуждены либо возвращаться на крайне конкурентный рынок труда, либо — что происходит всё чаще в последнее время — управлять активными инвестпортфелями на фондовых рынках, где цены уже давно «живут своей жизнью»: фондовый рынок практически удвоился от его минимумов в первой половине 2009 года, фактически приблизившись к его абсолютным максимумам 2007 года в пределах погрешностей $\pm 10\%$. Поверить в то, что инвесторы не осознают того факта, что американская экономика образца 2012 года по всем показателям выглядит существенно хуже её вида в 2007 году, было бы наивно. Именно поэтому единственным правдоподобным объяснением подобного «безоглядного оптимизма» является реакция рынка на монетарную политику Федерезерва. Иными словами, **рост фондового рынка за вышеуказанный период в ценах «твёрдых активов» (средневзвешенный индекс СИА) является крайне скромным.**

Ввиду нерешённости двух основных вопросов - «фискального обрыва» и очередного повышения потолка госдолга (последнее по драматизму ожидается ничуть не уступающим нынешним баталиям по первому вопросу) - один ответ очевиден: **рынок будет экстремально волатилен.** В этом смысле он будет малопригоден для индивидуального инвестора — причём, широкий торговый канал будет, вероятней всего, ниспадающим - с уровнем сопротивления в диапазоне 1320-1380 по индексу S&P 500. Сказать, что начиная с 3 квартала 2012 года основной причиной вхождения корпоративного сектора США в фазу стагнации стал растущий дефицит кредитного предложения на рынке — было бы в корне неверно. Согласно недавним проведённым исследованиям «круглого стола американского бизнеса», около 34% директоров корпораций в США в ближайшее время планируют проводить вполне традиционные, «каждодневные» мероприятия по повышению ROE, включая агрессивные снижения затрат — в частности, сокращения персонала — по сравнению с 20% из них, имевших соответствующие планы год назад. Вместе с тем, спрос на коммерческие кредиты продолжает снижаться: лишь 30% руководителей планируют в ближайшее время осуществлять капитальные инвестиции — опять же, по сравнению с прошлогодними 43%. Это, мягко говоря, не очень хорошая статистика с точки зрения перспектив рынка труда в США, столь ревностно опекаемого Федерезервом. Среди официально объявленных сокращений персонала в 3 квартале — анонсы от Ford, Dow Chemical, а также он-лайн разработчика электронных игр Zynga и «голубой фишки» DuPont. Во всех случаях речь идёт о тысячах упразднённых вакансий. Таким образом, только до конца 2012 года наиболее известные публичные компании и финансовые учреждения собираются совокупно сократить около 62,000 работников.

Впрочем, на фоне подобного федеральному секвестированию «обрезания» корпоративных расходов существует одно большое отличие общеэкономического «самочувствия» представителей большого бизнеса — и заключается оно в совокупном объёме наличности, скопившейся на балансах наиболее успешных его представителей, который продолжает увеличиваться. Речь идёт **о сумме более 3 трлн долларов — что четверо больше программы QE1** — которая уже не первый год лежит мёртвым грузом на их балансах по причине отсутствия достойных и понятных объектов её применения, включая как рынок ценных бумаг, так и инвестиции в собственное развитие (кто захочет расширять бизнес, уровень рентабельности которого весь 2012 год падал по причинам, не зависящим от самих компаний?) (см График 11). Индекс оптимизма руководителей крупнейших американских компаний упал в 3 квартале 2012 года до своего минимального значения с 3 кв. 2009 года, когда макростатистика указала на прохождение через самую глубокую точку в фазе рецессии США.

26.12.2012

ГРАФИК 11. Американские корпорации продолжают аккумулировать свободные денежные средства, одновременно сообщая о своих очередных планах сокращения персонала



Источник: <http://www.federalreserve.gov>

Недавнее исследование Федрезерва в рамках стресс-тестов выявило, что на балансах американских банков скопилась невероятная сумма «неоприходованных» средств — порядка 1.6 триллионов долларов! (и это несмотря на всеобщую уверенность, что банки — единственные представители корпоративного сектора США, кто умеет эффективно распоряжаться своими активами даже в периоды неопределённости!) Для сравнения, в 2007 году их совокупные резервы наличности составляли... всего 20 млрд долларов!

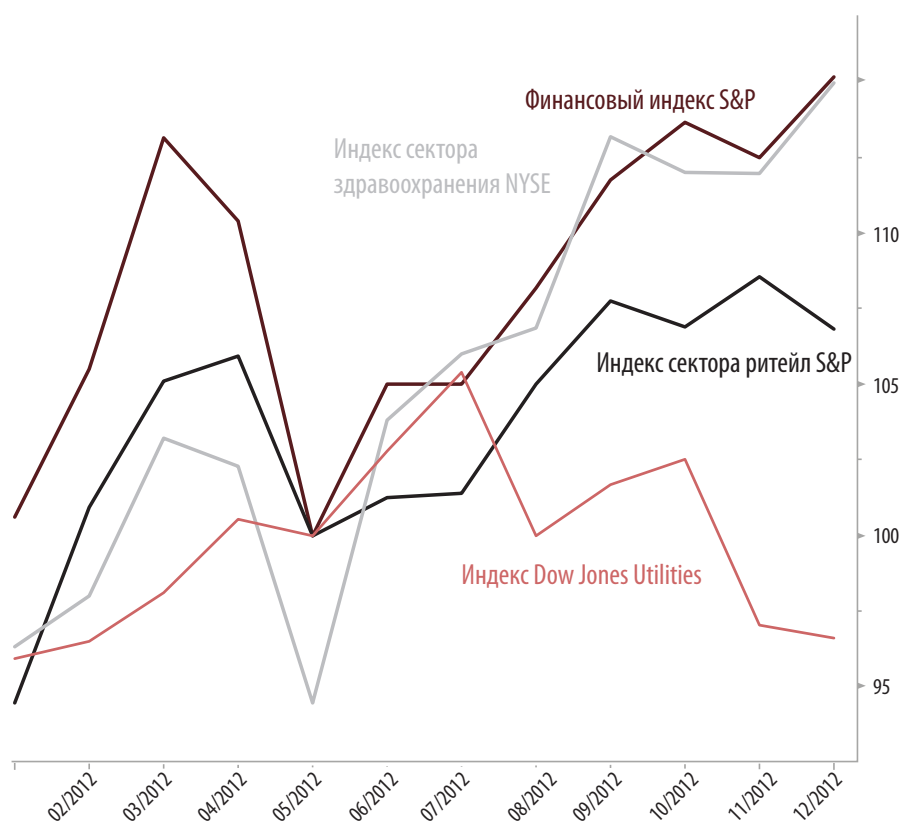
Если банки пребывают в растерянности относительно эффективного управления их активами, то что уж говорить о представителях нефинансового сектора! В ходе представления последней квартальной отчётности выявились серийные эпизоды, образно говоря, «нецелевого использования» своих денежных накоплений американскими корпорациями. Так, приобретение мега-поисковиком Google предбанкротного Motorola Mobility, принесло первому неоперационные убытки, снизившие объём его квартальной чистой прибыли на 20%. Самое невероятное в подобном действии Google — это общеизвестный факт, что устойчивый онлайн-бизнес традиционно обладает более высокой рентабельностью, чем оффлайновая коммерция. Похожая история приключилась и с крупнейшим онлайн-вендором Amazon.com, чей квартальный чистый убыток в размере 274 млн долларов, или 60 центов на акцию, был приписан приобретению в 2010 году 29%-ной доли в Дот-коме LivingSocial. Похоже, для Amazon, этот пример оказался недостаточным: в период последнего финансового релиза руководство компании объявило о намерении купить убыточное полупроводниковое подразделение компьютерной компании Texas Instruments. Очевидно, что причиной подобных корпоративных экспериментов является тот же самый дефицит классических инвестиций и сомнения в росте потребительского спроса, который толкает «мирных американских пенсионеров» в объятия интриг фондового рынка. Происходившее на протяжении большей части 2012 году падение потребительского спроса — в т.ч. и в относительно благополучной Юго-Восточной Азии — впервые с начала мирового кризиса заставило многие крупные американские компании понизить прогнозы своих продаж и прибыли в предстоящие периоды. Как следствие, возникла необходимость стимулировать лояльность существующих акционеров подобными нетривиальными решениями. Поскольку в большинстве случаев они не принесли ничего, кроме незапланированных убытков, возникла новая — «дивидендная» — парадигма фондовых рынков.

В разрезе привлекательности отдельных секторов американского фондового рынка в свете последних событий (снижение рентабельностей компаний, ориентированных на внутренний рынок, объявление Федрезервом программ QE3 и Q4, ухудшение собственных прогнозов менеджмента американских компаний (т.н. guidance) можно выделить финансовый сектор, традиционно выигрывающий от программ «количественного смягчения», а также — сектор здравоохранения, который переживает период экстенсивного органического роста, связанный с реализацией реформы президента Обамы (см. График 12).

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

ГРАФИК 12. Сравнительная динамика различных секторов фондового рынка США в 2012 г



Источник: Bloomberg

Всё вышесказанное можно суммировать нижеприведённой таблицей, которая иллюстрирует ожидаемую динамику американских акций в 1-м кв. 2013 года в разрезе отдельных секторов.

ТАБЛИЦА 2. Привлекательность отдельных секторов фондового рынка США с точки зрения перспектив их дальнейшей динамики

Сектор	4 квартал 2012	1 квартал 2013
Интернет-компании	▼	▲
Hi Tech	●	●
Финансовый сектор	▼	●
Транспорт, кроме авиа	▲	▼
Авиакомпании	▲	●
Добыча и производство нефти и газа	▼	▲
Производство потребительских товаров	●	▼
Розница	●	▲
Онлайн-розница	▲	▲
Ипотека и платёжные системы	●	▲
Фармацевтика и аптеки	●	●
Здравоохранение	▲	●

26.12.2012

Несмотря на все вышеупомянутые огрехи в корпоративном управлении, в частности, представителей интернет- и hi-tech-секторов, мы хотели бы отдельно выделить именно представителей **он- и оффлайн ритейла**, которые показали исторически высокие операционные результаты в нынешний сезон пред рождественских распродаж, стартовавших в «Чёрную пятницу» 23 ноября. Учитывая, что не за горами — их очередная квартальная (по сути, годовая) финотчётность, было бы логично предположить, что столь яркие операционные успехи трансформируются в реальные цифры продаж и прибыли этих компаний.

Согласно исследованиям нескольких независимых организаций — в частности, ComScore Inc. — глобальные интернет-продажи только в один из наиболее насыщенных с точки зрения покупок дней — т.н. «Киберпонедельник» — подскочили на 17% до 1.46 млрд долларов по сравнению с 1.25 млрд долларов год назад. В общей сложности объёмы e-коммерции в первые 26 дней сезона распродаж выросли на 16% год-к-году и достигли 16.4 млрд долларов. Вендоры приписывают этот позитивный всплеск дополнительной армии покупателей, которая в этом году совершала транзакции через свои мобильные устройства, смартфоны и планшеты.

Кто же основные фигуранты вышеуказанных тенденций? Потребители остаются весьма консервативными по своей сути, поэтому многочисленные новые онлайн-проекты далеко не всегда реализуются по намеченным планам (взять, к примеру, неудачи онлайн-купонного сервиса GroupOn, или снижение интереса потребителей к онлайн-кинотеатру Netflix ввиду частичного замещения аналогичного контента провайдерами высокоскоростного широкополосного интернета). Сами потребители говорят, что в их решении в пользу того или иного онлайн-шопа главными факторами остаются надёжность и высокая репутация, а также — простота осуществления покупок (в т.ч., и с помощью мобильных гаджетов). Более других в данном деле преуспели хорошо известные EBay (EBAY) и Amazon (AMZN). Продажи первого в вышеупомянутый «Киберпонедельник» подскочили на 55% год-к-году, а второго — на 42%, и это уже «не шутки». Даже признанный мировой гигант — сеть дискаунтеров WalMart — планирует еле-еле дотянуть объём параллельных онлайн-продаж в 2013 году до скромных 9 млрд долларов. «Онлайн-гранды» прочно держат этот рынок в своих руках и совершенно не намерены делиться своим «пирогом» с конкурентами «из реального мира».

Достаточно вспомнить, что результаты EBay по итогам 3 кв. 2012 года были поистине выдающимися. Компания сообщила о росте чистой прибыли на 22% в годовом выражении почти до 600 млн долларов, но ведь этот период отражал покупки в «низкий» сезон! Хотя акции EBay выросли в 2012 году более чем на 50%, компания по-прежнему по фундаментальным факторам выглядит интересней, чем её ближайший конкурент Amazon, чьи бумаги показали прирост за тот же период на 37%. Особенно впечатляющими выглядят успехи его дочерней платёжной системы PayPal, которая продолжает как интенсивный, так и экстенсивный рост, привлекая к себе всё большее число лояльных пользователей со всего мира. К слову, его рост за указанный период составил двухзначную цифру и достиг уровня продаж в 1.37 млрд долларов за 3 кв. 2012 года.

Довольно интересную историю может представить в своём очередном финансовом отчёте не очень хорошо известная в России, но набирающая популярность в США компания Overstock.com (OSTK), которая впервые отчиталась в 3-м квартале 2012 года с чистой прибылью 11 центов на акцию, завершив таким образом длительный период своей убыточности. Пикантности данной истории добавляет то обстоятельство, что OSTK торгуется с существенной премией к компаниям-аналогам (за исключением EV/EBITDA; см. Таблицу 5). Высокая бета к рынку и столь же выдающийся «фактор позитивного сюрприза» говорят в пользу больших надежд, возлагаемых инвесторами на эту бумагу.

26.12.2012

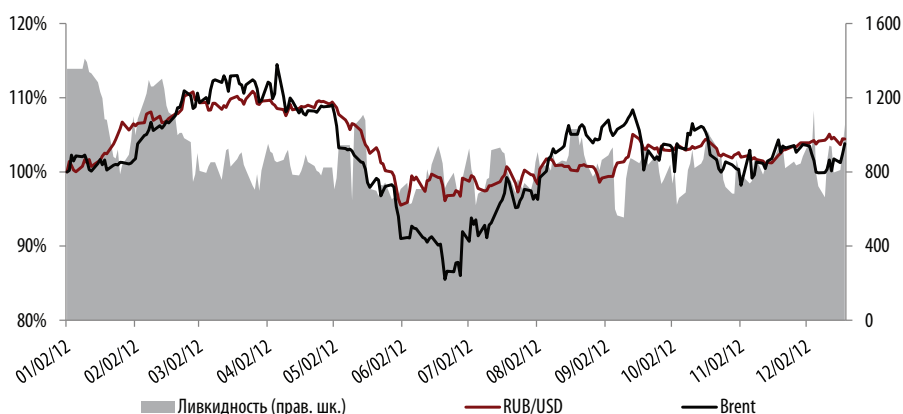
ТАБЛИЦА 3. Сравнительная оценка по мультипликаторам некоторых наиболее известных представителей онлайн- и офлайн-ритейла

Компания	Капитализация	Рост продаж за год, %	Рост EPS за год, %	P/E	ROE	EV/EBITDA
Медиана	28204.39	5.78	11.43	15.71	20.19	7.96
EBAY INC	67546.04	27.25	81.16	25.59	21.28	16.04
AMAZON.COM INC	113814.89	40.56	-46.12	474.09	0.52	46.30
OVERSTOCK.COM INC	361.09	-3.27	-	154.00	13.26	17.03
MACY'S INC	15545.40	5.61	48.00	12.14	23.65	5.93
NORDSTROM INC	10928.16	12.13	14.29	16.63	36.35	7.70
BEST BUY CO INC	4359.84	1.93	N/A	3.71	-31.27	2.17
WAL-MART STORES INC	238091.11	5.95	8.57	14.79	23.47	8.10
TARGET CORP	40863.38	3.67	6.95	14.11	19.10	7.82

ДОЛЛАР, ЕВРО И РУБЛЬ

В текущем году на дороге рубля были свои победы, однако не раз отечественная валюта спотыкалась и о возникающие на её пути кочки, тем самым, растрачивая ранее полученные бонусы. Во многом траектория движения задавалась нефтяной «зееброй» — от квартала к кварталу в жизни столь важного для российской экономики сырья наступали то светлые, то черные полосы. В четвертом же квартале нефтяные ценники хоть и были наделены умеренной волатильностью, однако при этом сохранялись на высоком уровне. Подобная нефтяная стабильность позволила и отечественной валюте избежать негативных атак со стороны спекулянтов. Также на ход рублёвой машины большое влияние оказывал и аппетит инвесторов к рисковому классу активов, который далеко не всегда был отменным, а порой портился блюдом под названием «еврозна». В четвертом квартале на этом фронте также не было негативных потрясений, более того, квартал ознаменовался увеличением уровня лояльности инвесторов к риску. Приходила поддержка и со стороны локальных факторов. Далеко не самая благоприятная ситуация с рублевой ликвидностью, отсутствие ее излишков, удерживали ставки на межбанковском рынке на высоком уровне. Недешёвая рублевая ликвидность сыграла свою посильную роль в валютной пьесе.

ГРАФИК 13. Основные корреляции (рубль, нефть, банковская ликвидность)



Источник: Bloomberg

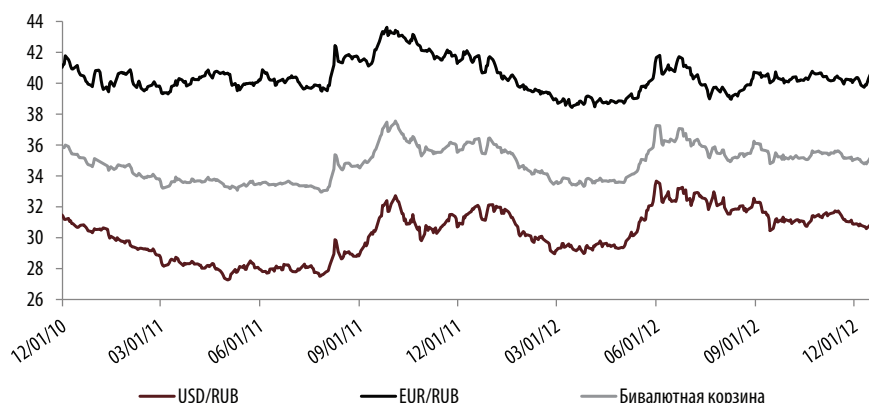
26.12.2012

На представленном выше графике нефтяная динамика сопоставляется с поведением пары рубль/доллар. Для удобства сравнения начало года взято за 100%, а динамика изменения курса валюты и нефтяных котировок представлены в индексном виде. Также на графике приводится совокупный объем банковской ликвидности (млрд руб.).

На текущий момент можно сказать о том, что рубль стоит столько, сколько должен стоять. Он сродни губке впитал в себя все возможные идеи, улучшения внешнего фона, однако новых стимулов к серьезному укреплению пока получить не может. На представленном ниже графике мы видим, что на валютном рынке в последние месяцы года торги выглядят достаточно сбалансированными, резких перепадов настроения не возникает. Что же ждет рубль в следующем квартале? Может ли он претендовать на что-то, или силы его скоро иссякнут? Кратко отвечая на этот вопрос, можно сказать о том, что рубль в следующем квартале может не только удержать свои позиции по отношению к доллару США, но и умеренно упрочнить их. Данную ребалансировку мы и закладываем в наш базовый сценарий. Дабы не быть голословными, перечислим наиболее сильные **факторы рублевой поддержки**:

- **Высокие нефтяные котировки.** Нефтяные ценники в 2012 году в целом смотрелись довольно уверенно. Пусть они и не смогли вновь порадовать инвесторов уровнями в 120 долларов/барр., однако, все равно, большую часть года были сильными. Следующий квартал также может быть для «чёрного золота» довольно неплохим. Поддержку будет оказывать фактор отопительного сезона в Штатах. В свете последних прокатившихся по территории страны ураганов возник дефицит топлива, который в скором времени может напомнить о себе участникам рынка. Также сохраняется и вероятность возникновения новых очагов возгорания на Ближнем Востоке. Палестино-израильский конфликт сейчас хоть и перешел в стадию затишья благодаря достигнутому перемирию, однако помня уровень накала страстей, сразу списать этот фактор со счетов чисто психологически не получится. Наиболее интересный момент в нефти - предпринятые по всему миру меры по расширению денежной массы. Штаты в конце года приняли решение о дополнительных объемах ликвидных вливаний. Часть этих денег вполне может перетечь в столь важное для экономики России сырье. Более подробно о нефти — см. параграф «Нефть и Золото» в 1-й части обзора.

ГРАФИК 14. Курс доллара и евро, бивалютная корзина:



Источник: Bloomberg

26.12.2012

- **Рост толерантности к риску.** Долговые евро-проблемы не раз пугали инвесторов в течение года, однако в итоге градус накала удалось сбить. В «лучших» традициях еврозоны все делалось долго и несогласованно, однако в итоге был получен долгожданный консенсус по Греции, которой удалось согласовать очередной транш финансовой помощи. Позитив здесь заключается в том, что пока один из возможных детонаторов взрывного механизма под названием «еврозона» обезврежен, что снимет с рынков часть напряжения. Гораздо стоворчивее стала и Испания, которая в итоге официально запросила помощь для своих банков. Крайне важным является тот факт, что мы видели очень лояльное отношение евро-лидеров к Греции, что ещё раз подтвердило нам всеобщую незаинтересованность в греческом коллапсе, который мог бы вызвать цепную реакцию в еврозоне. Если сильнее углубиться в подоплеку европейских приоритетов, то наш взгляд упадёт на наиболее авторитетного члена ЕС — Германию. Ни для кого не секрет, что её голос очень многое значит в принятии общих решений. Ангела Меркель официально заявляла о том, что будет переизбираться на пост канцлера ФРГ в сентябре 2013 года. Если евро-проблемы выйдут из-под контроля и возникнет прецедент выхода одной из стран-членов из состава ЕС, то лимит доверия к столь важной персоне будет бесследно утерян. Победить на выборах тогда вряд ли получится. Развал ЕС сейчас меньше всего нужен Германии. А за 4-й квартал 2012 года совместными усилиями удалось добиться немалых побед, в результате серьезно снизились столь перегретые доходности десятилетних облигаций проблемных европейских стран.
- **Дефицит банковской ликвидности.** Банки сейчас далеко не избалованы излишками банковской ликвидности. Мы видим сохраняющиеся на высоком уровне межбанковские ставки. Пока не появилось намеков на то, что ситуация кардинально улучшится в предстоящем квартале. Вот и Банк России в конце года озвучил прогноз о сохранении достаточно больших объемов дефицита средств у банков в первом квартале 2013 года. Заместитель председателя Банка России Сергей Швецов также напомнил о том, что задолженность банков сейчас составляет около 600-700 млрд рублей, значительный её объём будет перенесен через новогодний экватор. Другими словами, возможно, будет чуть попроще, однако банки все равно будут оперировать в сжатых ликвидных рамках.
- **Либерализация рублёвого рынка долга.** После новогодних праздников окончательно завертятся все шестерни механизма либерализации, который откроет нерезидентам беспрепятственный доступ к российским ОФЗ. В этом связи может возникнуть дополнительный спрос на рубли, которые потребуются для приобретения активов.

В качестве главного возможного **фактора ослабления** рубля можно выделить сохраняющееся рыночное напряжение ввиду того, что ряд важных глобальных вопросов пока так и остался до конца не решенным ввиду того, что найти мгновенные и всеобъемлющие ответы на них просто невозможно. Рецессионные настроения сохраняются в общемировом разрезе, что может давить на рынки и не давать им расправить крылья. Все же, позитивные моменты, по нашему мнению, возьмут свое, что даст рублю силы для продолжения упрочнения своих позиций.

ТАБЛИЦА 4. Валютный прогноз на квартал:

Курс на 29.03.2013	Базовый сценарий	Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий
Евро/доллар	1.325	1.340	1.280
Доллар/рубль	30.05	29.60	32.50
Евро/рубль	39.80	39.65	41.60

26.12.2012

ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ГЛОБАЛЬНЫМ РЫНКАМ НА I КВ. 2013 Г.

«ДЛИННЫЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- Акции американских ритейлеров под годовую финансовую отчётность в паре с хеджем на падение индекса S&P 500 >15% (апсайд до 10% с учётом стоимости опционов)
- Акции наиболее устойчивых компаний финансового сектора США (JPM, WFC, BK, V, MA) под годовую финансовую отчётность в паре с хеджем на падение индекса S&P 500 >15% (апсайд до 10% с учётом стоимости опционов)
- ETF на промышленные металлы (напр., AIGI.LN, FIND.LN и т.д.) в паре с хеджем на падение индекса S&P 500 >15% (апсайд 7-9% с учётом стоимости опционов)
- Нефть сорта Brent в паре с хеджем на падение индекса S&P 500 >15% (апсайд ~8% с учётом стоимости опционов)
- Палладий в паре с хеджем на падение индекса S&P 500 >15% (апсайд до 8% с учётом стоимости опционов)
- ETF на облигации emerging markets (напр., IEMB.LN, EMLC.US, EBND.US и т.д.) (апсайд 6-8%)

«КОРОТКИЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- Субфедеральные облигации США ("muni's" таких штатов как Калифорния, Невада, Нью-Джерси, Коннектикут, и т.д.) (апсайд 5-10%)
 - Казначейские облигации США длинных (20Y) дюраций (апсайд 5-6%)
 - Венгерский форинт/Евро (апсайд до 5%)
-

26.12.2012

РЫНКИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

МИРОВОЙ РЫНОК ДОЛГА

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ ЕВРОЗОНЫ

За прошедший квартал Европейский центральный банк не предпринимал решительных мер, ожидая результатов от принятой программы прямых монетарных операций («Outright Monetary Transactions»), необходимым условием для запуска которой требовалось обращение одной из стран за финансовой помощью к ЕС. Несмотря на то, что в течение квартала интервенций на открытых рынках со стороны регулятора так и не последовало, наличие подобной опции поддерживало рынок суверенных облигаций, предоставляя его участникам уверенность, что проблем с рефинансированием долга у суверенных заёмщиков не возникнет. Исключение здесь составляла только Греция, которая не попадает под Outright Monetary Transactions ввиду того, что взятые на себя обязательства по сокращению дефицита бюджета не соблюдаются. По этой же причине Греция была вынуждена в декабре пойти на повторную реструктуризацию.

ТАБЛИЦА 5. Макроэкономика и долговой рынок еврозоны

Показатель	Дата	Значение
Реальный прирост ВВП (YoY)	30.09.2012	-0.60%
Баланс бюджета к ВВП	30.06.2012	-2.9%
Счёт текущих операций к ВВП	30.09.2012	1.1%
Инфляция (YoY)	30.11.2012	2.2%
Ставка центрального банка	06.12.2012	0.75%
Доходность 10-летних облигаций Германии	13.12.2012	1.35%
Доходность 10-летних облигаций Франции	13.12.2012	1.97%
Доходность 10-летних облигаций Италии	13.12.2012	4.63%
Доходность 10-летних облигаций Испании	13.12.2012	5.37%
Доходность 10-летних облигаций Португалии	13.12.2012	7.07%
Государственный долг к ВВП	31.06.2012	90%

Источник: *Bloomberg*

С целью сокращения государственного долга был произведен обмен выпусков, размещённых в этом году также в рамках реструктуризации, по цене до 40% от номинала. Для этих целей были использованы векселя на 10 млрд евро, выделенные Европейским фондом финансовой стабильности (EFSF), которые были и предоставлены инвесторам в обмен на реструктуризируемые выпуски. Тем не менее, на все эти события не наблюдалось особой реакции на рынках ввиду того, что подобный прецедент уже был, а масштаб экономики Греции не тот, чтобы очередной дефолт мог оказать действительно существенное влияние на остальную часть еврозоны. В итоге Минфину удалось реструктуризировать обязательства на сумму 31.9 млрд евро при средней цене за выкупленные облигации 33.8% от номинала, что составляет более 10% от государственного долга.

На текущий момент благодаря реструктуризации греческого долга стоимость его обслуживания находится на вполне приемлемом уровне: в течение следующего года процентные платежи по государственным займам составят 3 237 млн евро или 1.66% от ВВП и это ниже, чем по еврозоне, где среднее значение этого показателя составляет 2.12%. Подобный парадокс вполне объясним с учётом того, что в последние 2 года стране всё большую часть своих долгов приходилось рефинансировать за счёт международных кредитов, а на открытых рынках была возможность заимствовать только через краткосрочные векселя. Тем не менее, текущий сохраняющийся дефицит бюджета Греции в 9.4% в совокупности с негативной кредитной историей по-прежнему будут препятствовать возможности рефинансироваться без помощи Единого стабилизационного механизма (ESM). В следующем году Греции предстоит

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

погасить 31.466 млн евро государственных облигаций, включая процентные платежи. Из этой EFSF будут предоставит 16.5 млрд евро в следующем году, из которых минимум 7.6 млрд евро придется затратить на рекапитализацию банков. В итоге, не менее 22.57 млрд евро Греции придется заимствовать из других источников таких, как кредиты МВФ (на сумму в 19.8 млрд евро до конца 2014 года) и заимствования на открытом рынке. В течение этого года размещение греческих государственных облигаций происходило со сроком не более полугода, т.к. ставки на более длительный срок были бы за пределами высокими ввиду низкого уровня доверия инвесторов к их кредитному качеству. Последнее размещение полугодовых векселей Греции в 2012 году прошло 11 декабря на сумму 1.625 млрд евро под 4.38% годовых при спросе в 1.54 выше предложения. Своего же максимума ставка по ним на аукционах достигала 12 июня, достигая значение 4.73%. Не исключено, что при дальнейшем наращивании объемов первичного предложения мы увидим обновление максимумов по их ставкам, что потребует очередной реструктуризации. Для участников рынка ставка по краткосрочным векселям в евро на уровне выше 4.5% кажется более, чем привлекательной с учетом, что доходность суверенных краткосрочных векселей эмитентов инвестиционного качества находится вблизи нуля. И тем не менее, в случае очередного бегства в качестве на первичных размещениях греческие векселя могут перестать пользоваться спросом, что неминуемо потребует очередной реструктуризации и/или дополнительных вливаний из EFSF. Всего же Греции уже было выделено 73.9 млрд евро в рамках ESM и, согласно данным EFSF, может быть выделено ещё 70.7 млрд евро, что в совокупности составляет 144.6 млрд евро. При этом активы самого фонда EFSF составляют на текущий момент 726 млрд евро вместо запланированных 779.78 млрд евро по той причине, что свои взносы не могут в него пока внести Греция, Португалия, Ирландия, являющиеся его реципиентами. Таким образом, на страну с долей ВВП в 2.05% и долей долга 3.98% от совокупного значения еврозоны придется затратить 18.54% средств Единого фонда финансовой стабильности. И если мы рассмотрим пессимистичный сценарий, при котором в течение следующего года процентные ставки по большинству суверенных облигаций в евро будут расти, то встанет вопрос о том, во что тогда может вылиться помощь Испании, у которой такой же дефицит бюджета в 9.4%, как и у Греции, но при этом объем долга выше в 2.8 раза.

ТАБЛИЦА 6. Структура ВВП и долга еврозоны по странам

	ВВП страны/ ВВП еврозоны	Долг, млн eur	Долг страны/ Долг еврозоны	Ожидаемые процентные платежи по долгу в 2013 г. (млн eur)	Процентные платежи по долгу/ ВВП	Баланс бюджета/ ВВП
Еврозона		6 486 154		201 679	2.12%	-4.10%
Германия	27.84%	1 116 000	17.21%	31 322	1.18%	-0.80%
Франция	21.40%	1 376 780	21.23%	41 074	2.02%	-5.20%
Италия	16.48%	1 645 162	25.36%	55 212	3.53%	-3.90%
Испания	11.05%	730 630	11.26%	27 645	2.63%	-9.40%
Нидерланды	6.41%	327 681	5.05%	9 558	1.57%	-4.50%
Бельгия	3.97%	338 828	5.22%	12 415	3.29%	-3.70%
Австрия	3.25%	202 715	3.13%	7 713	2.49%	-2.50%
Греция	2.05%	258 052	3.98%	3 237	1.66%	-9.40%
Финляндия	2.05%	84 679	1.31%	2 486	1.28%	-0.60%
Португалия	1.75%	181 941	2.81%	4 327	2.60%	-4.40%
Ирландия	1.71%	142 047	2.19%	4 275	2.63%	-13.40%
Словакия	0.77%	45 504	0.70%	1 128	1.55%	-4.90%
Люксембург	0.46%	5 000	0.08%	165	0.38%	-0.30%
Словения	0.38%	16 877	0.26%	638	1.79%	-6.40%
Кипр	0.19%	9 880	0.15%	292	1.64%	-6.30%
Эстония	0.18%	171	0.00%	0	0.00%	1.10%
Мальта	0.07%	4 207	0.06%	192	2.82%	-2.70%

Источник: Bloomberg, расчеты ИГ «Норд-Капитал»

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

Те страны, которые уже обратились за помощью к ЕС, объединяет относительно высокий дефицит бюджета. Ориентироваться на достаточно жёсткие Маастрихтские критерии, согласно которым бюджетный дефицит не должен превышать 3%, так как на критическую отметку полагаться не стоит, учитывая, что в целом по еврозоне он составляет 4.1%. На практике оказывается, что достижение дефицита бюджета в 9% и, более, становится той отметкой, когда для страны становится затруднительным рефинансировать свои долги.

И в этом смысле за последний год у наиболее уязвимых суверенных заёмщиков наблюдается заметный прогресс. Так, если у Португалии дефицит бюджета в 2010 году составлял 9.8%, то к концу этого года он ожидается 5%. У Ирландии по итогам года бюджетный разрыв может снизиться с 13.4% (а в 2010 году его значение составляло 30.9%) до 8.5%. У Италии, доходность 10-летних облигаций которой в конце прошлого года обновляла 15-летние максимумы, превысив отметку в 6.5%, что в итоге могло вынудить страну также обратиться за поддержкой к ЕС, к концу года ожидается дефицит всего в 3.9%, а доходность 10-леток в итоге снизилась до приемлемых 3.7% годовых. У Испании ожидается сокращение дефицита по итогам 2012 года с 9.44% до 7.55%, у Греции — с 9.4% до 8%, что располагает к сохранению позитивных настроений на долговых рынках еврозоны.

ТАБЛИЦА 7. Объемы финансирования стран еврозоны из фондов EFSF/ESM

	Объем гарантий в EFSF стран еврозоны (€ млн)	Объем гарантий в EFSF стран еврозоны (%)	Объем гарантий в EFSF без реципиентов (€ млн)	Объем гарантий в EFSF без реципиентов (%)	Предоставленная финансовая помощь от EFSF (€ млн)	Планируемая финансовая помощь от EFSF/ ESM (€ млн)
Австрия	21 639	2.78%	21 639	2.98%		
Бельгия	27 032	3.47%	27 032	3.72%		
Кипр	1 526	0.20%	1 526	0.21%		
Эстония	1 995	0.26%	1 995	0.27%		
Финляндия	13 974	1.79%	13 974	1.92%		
Франция	158 488	20.32%	158 488	21.83%		
Германия	211 046	27.06%	211 046	29.07%		
Греция	21 898	2.81%		0.00%	73 900	70 700
Ирландия	12 378	1.59%		0.00%	12 000	5 700
Италия	139 268	17.86%	139 268	19.18%		
Люксембург	1 947	0.25%	1 947	0.27%		
Мальта	704	0.09%	704	0.10%		
Нидерланды	44 446	5.70%	44 446	6.12%		
Португалия	19 507	2.50%		0.00%	18 200	7 800
Словакия	7 728	0.99%	7 728	1.06%		
Словения	3 664	0.47%	3 664	0.50%		
Испания	92 544	11.87%	92 544	12.75%	39 468	100 000
Всего	779 783	100%	726 000	100%		

Источник: EFSF, ESM

26.12.2012

ЕВРОБОНДЫ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ: ГЛАВНОЕ СОХРАНИТЬ, А НЕ ЗАРАБОТАТЬ

В прошлой квартальной стратегии в части рекомендаций по евробондам российских эмитентов мы рекомендовали сосредоточиться на выпусках высокого кредитного качества в американском долларе, а для этого вполне могли подойти суверенные евробонды. ФРС США сдерживали доходности US Treasuries от роста за счёт операции Twist, которая в части уменьшения доходности облигаций работает эффективнее, чем количественное смягчение. Без дополнительных вливаний ликвидности привлекательность US Treasuries увеличивается за счёт сильного доллара. У нас также не было оснований ожидать, что по России будет в ближайшее время пересмотр её кредитного качества в худшую сторону. В совокупности, всё это давало великолепную возможность надеяться на дальнейшее снижение спреда российских суверенных облигаций к US Treasuries и заработать на рыночном риске, несмотря на то, что цены выпусков Russia обновляли исторические максимумы с начала года. В пользу длинных выпусков выступала и достаточно крутая кривая доходности евробондов России, где по коротким выпускам спред к казначейским облигациям США составлял 150 б.п., а по длинным - 200 б.п. В то же время корпоративные бонды на нашем рынке в целом смотрятся менее привлекательно, т.к. российская экономика выгодно отличается от большинства других стран относительно небольшим размером государственного внешнего долга, однако объём заимствований вовне со стороны корпораций превышает его значение более, чем в 10 раз.

ТАБЛИЦА 8. Внешний долг РФ

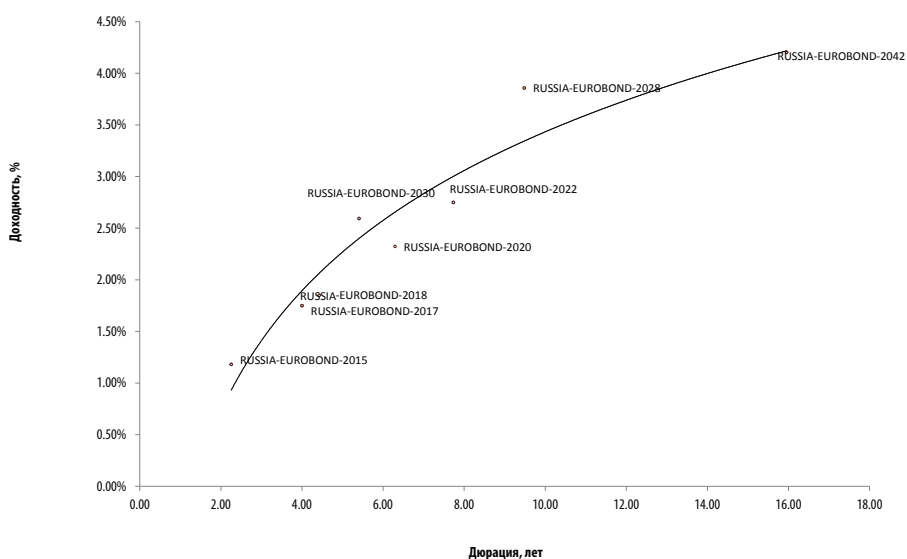
Внешний долг РФ, млн USD	01.01.2012	01.04.2012	01.07.2012	01.10.2012 (оценка)	Структура
Всего	545 387	565 274	572 667	597 651	100.00%
Органы государственного управления	34 688	36 344	41 133	41 260	6.90%
Органы денежно-кредитного регулирования	11 210	11 529	11 232	12 841	2.15%
Банки	162 833	169 283	175 411	185 161	30.98%
Прочие секторы	336 656	348 118	344 891	358 387	59.97%

Источник: ЦБ РФ

Так, выпуск Russia 2028, на который мы особенно обращали внимание в рекомендациях, т.к. он необоснованно торговался выше по доходности относительно своей дюрации к текущему моменту, (21.12.2012 года) с начала квартала упал в доходности с 4.349% до 3.836% годовых. В результате этого цена выросла со 194.959% до 203.395% от номинала, что эквивалентно доходности только от ценовой переоценки в 20.75% годовых. Добавим к этому купон по данному выпуску в 12.75% и получим итоговую доходность в долларах 33.5% годовых. В настоящий момент восходящий тренд по суверенным российским суверенным еврооблигациям продолжается, и последняя цена, зафиксированная по Russia 2028 на момент написания данного текста (203.395%), является также и историческим максимумом. Соответственно, сопоставимо растут и другие длинные выпуски. И в то же время, несмотря на столь сильный восходящий тренд, мы не считаем оправданным в предстоящем квартале сохранять позиции в длинных выпусках, надеясь на продолжение ралли. Ориентируясь, опять же, на выпуск Russia 2028 с купоном 12.75%, который наиболее близок по модифицированной дюрации к 10-летним US Treasuries, спред российских евробондов к американским казначейским облигациям составляет 209 б.п. В среднесрочной перспективе при беспрецедентных объёмах накачки экономики ликвидности со стороны ФРС, притом что часть денег будут идти на рынок через ипотечные облигации, а не US Treasuries. Скорее стоит ждать по ним роста доходности, и в этом случае при достаточном узком спреде с учетом кредитного качества мы увидим коррекцию и в российских евробондах. В этих условиях, возможно, рублёвые выпуски будут более интересны, однако тем инвесторам, которых интересует прежде всего доходность в долларах, можно посоветовать короткие выпуски корпораций приемлемого кредитного качества.

26.12.2012

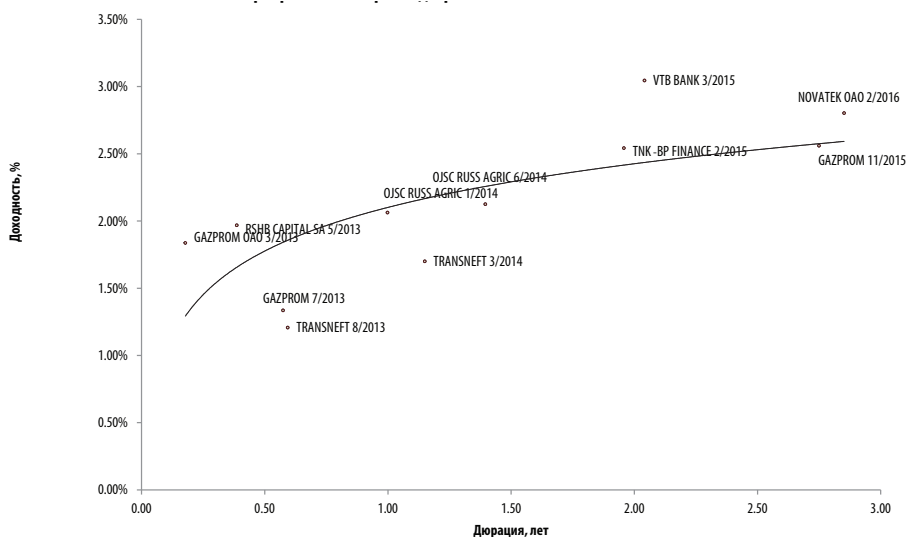
ГРАФИК 15. Евробонды России в USD



Источник: Bloomberg, расчеты ИГ «Норг-Капитал»

Если ориентироваться на корпоративные выпуски исключительно инвестиционного качества (с рейтингом не ниже BBB-), то доходность по ним будет иметь незначительную премию к государственным выпускам, однако хорошее кредитное качество и относительно короткая дюрация позволит избежать существенных просадок в случае разворота тренда, что на наш взгляд является более приоритетным.

ГРАФИК 16. Корпоративные евробонды российских эмитентов в USD



Источник: Bloomberg, расчеты ИГ «Норг-Капитал»

26.12.2012

ТАБЛИЦА 9. Наши рекомендации по корпоративным евробондам в USD

Short Name	Coupon	Maturity	Currency	Bid Price	Bid Yield To Convention	Bid Macaulay Duration
GAZPROM OAO	9.625	3/1/2013	USD	101.37	1.84	0.18
RSHB CAPITAL SA	7.175	5/16/2013	USD	101.989	1.97	0.39
TNK-BP FINANCE	6.25	2/2/2015	USD	107.523	2.54	1.96
VTB BANK	6.465	3/4/2015	USD	107.173	3.05	2.04
NOVATEK OAO	5.326	2/3/2016	USD	107.438	2.80	2.85

Источник: Bloomberg, расчеты ИГ «Норг-Капитал»

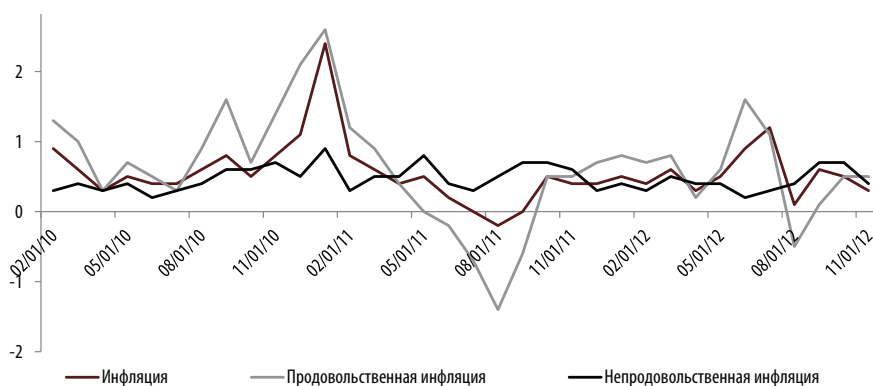
РУБЛЕВЫЙ РЫНОК ДОЛГА

ПРЕДНОВОГОДНИЕ ПОДАРКИ ОТ ИНФЛЯЦИИ

Инфляция в текущем году потрепала немало нервов как регуляторам, так и рядовым инвесторам. За темпами ценового роста рынок следил с замиранием сердца, ожидая дальнейшего ужесточения монетарной политики Банком России в случае ухудшения инфляционной картины. Однако **темпы роста цен в 4-м квартале 2012 года замедлились**, и на текущий момент всё уже выглядит далеко не так ужасающе, как многие ожидали.

Как мы помним, в апреле-мае инфляция в годовом выражении находилась на минимальных отметках, в июне-сентябре произошёл её резкий скачок ввиду повышения тарифов и фактора урожайности. В сентябре была ещё одна дополнительная порция индексации тарифов, что также негативно сказалось на ценах. В октябре-декабре данный фактор уже не подбрасывал камней в инфляционный огород. В последнюю неделю октября инфляция внезапно замедлилась до нулевой, а в последующие недели цены, как правило, росли крайне умеренно — по 0.1% в неделю. Согласно последним, имеющимся на 17 декабря данным, инфляция с начала года составила 6.3%.

ГРАФИК 17. Инфляция в России (м/м, %)



Источник: Bloomberg

26.12.2012

Как мы видим, **результат этот выглядит не столь удручающе, каким он мог бы быть** в случае продолжения разгула цен. Не так плохо он смотрится и в видоизмененных рамках регуляторов/министерств. Банк России изначально ставил своей целью всеми силами удержать инфляцию в интервале 5-6%, однако потом повысил границы данного диапазона. Те же самые манипуляции производило и Минэкономразвития. Благодаря подобному пересмотру инфляционных ожиданий отечественный Центробанк сам создал для себя менее жесткие условия игры. Регулятор прогнозирует итоговый рост цен в 2012 году в пределах 6.5-6.7%, Минэкономразвития стало относиться к данной теме еще более лояльно — уточненный прогноз составляет 6.5%. А рынок ждет роста цен на уровне 6.8% по сравнению с прошлогодними 6.1% (согласно ноябрьскому консенсус-прогнозу Интерфакса).

Представители Банка России в начале второй декады декабря высказались о том, что, **возможно, пик инфляционного давления уже пройден**, ввиду наблюдаемого снижения темпов ценового роста и отсутствия факторов для их значительного ускорения. Зампред ЦБ РФ Сергей Швецов сказал также и о том, что если данное мнение подтвердится, то стоит ожидать одной политики, если нет — другой. Важно принимать мнение главного генератора процентных ставок во внимание, так как они помогают лучше понять психологию его дальнейших действий.

Как бы там ни было, годовую инфляцию пока прогнозировать достаточно сложно, так как многое будет зависеть, в частности, и от фактора урожайности, выпадающего на летний период. Смотри на более короткий отрезок (1-й квартал 2013 года), можно констатировать тот факт, что излишнего инфляционного давления в этот период удастся избежать. **Темпы роста цен, вероятнее всего, будут достаточно умеренными.** Дело в том, что в 2013 году власти решили пойти по проторенной в 2012 году дорожке — индексация тарифов на услуги естественных монополий вновь будет проведена в начале лета. А между тем ежегодная индексация регулируемых тарифов на 10-15% вносит солидную лепту в инфляционную кубышку, добавляя в нее в среднем 1.5-2.0 п.п. Однако определенное ускорение инфляции в 1-м квартале, все же, будет ввиду другой индексации — индексации акцизов.

ПРОЦЕНТНЫЕ ГАЙКИ МОГУТ НЕ ТОЛЬКО НЕ ЗАКРУТИТЬ, НО И ОСЛАБИТЬ

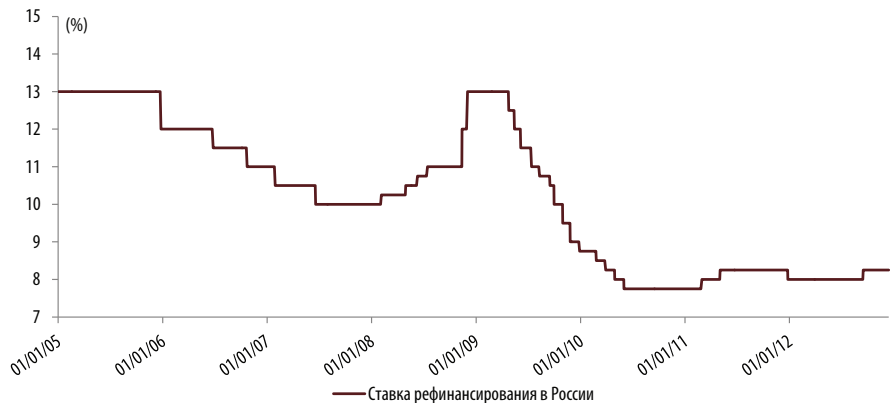
Опираясь на текущие инфляционные метрики, можно сказать о том, что отечественный Центробанк в 1-м квартале 2013 года **вряд ли будет ужесточать свою монетарную политику**, что позволит банковскому сектору избежать излишнего стресса со стороны процентных ставок. Как все мы прекрасно помним, регулятор 13 сентября вышел из тени, совершив свой первый в 2012 году монетарный прыжок, повысив наиболее значимые ставки на 0.25 п.п.: ставку рефинансирования — до 8.25% годовых, ставку однодневного аукционного РЕПО — до 5.50% годовых, ставку по депозитным операциям «овернайт» — до 4.25% годовых.

В 2012 году Банк России до своего сентябрьского решения ещё ни разу не притрагивался к ключевым процентным ставкам, занимая выжидательную позицию. Регулятор всё больше смещался в инфляционную плоскость, сделав инфляционные риски своим основным аргументом при принятии решений по ставкам. Попытки к понижению ставок с целью дополнительного стимулирования отечественной экономики Банк России не предпринимал на фоне ухудшения инфляционной картины, но и поспешных действий в виде повышения ставок также не производил, так как темпы ускорения роста цен были еще недостаточно понятны. В качестве пикового момента, заложившего фундамент для ужесточения монетарной политики, можно назвать предшествующее сентябрьскому августовское заседание Банка России, подкинувшее инвесторам немало пищи для ума. 10 августа хоть и было принято решение о сохранении ключевых ставок на прежнем уровне, однако регулятор впервые за последние месяцы убрал из своей речи **информацию об их приемлемости**, в этот раз сохранив абсолютное молчание. Ранее мы слышали высказывания о том, что они «приемлемы на ближайшие месяцы/время». Такой поворот событий довольно

26.12.2012

сильно озадачил инвесторов, повысив вероятность пересмотра процентных ставок, и небезосновательно. В августе регулятор еще предпочел подождать свежих данных по инфляции (уже находясь в низком старте), урожаю и ряду других индикаторов, но к сожалению, они вышли далеко не обнадеживающими, что и заставило совершить подобный монетарный прыжок. **Центробанку все сложнее и сложнее было лавировать** на грани экономического и политического давления, в итоге это и привело к ужесточению монетарной политики.

ГРАФИК 18. Динамика ставки рефинансирования с 2005 года

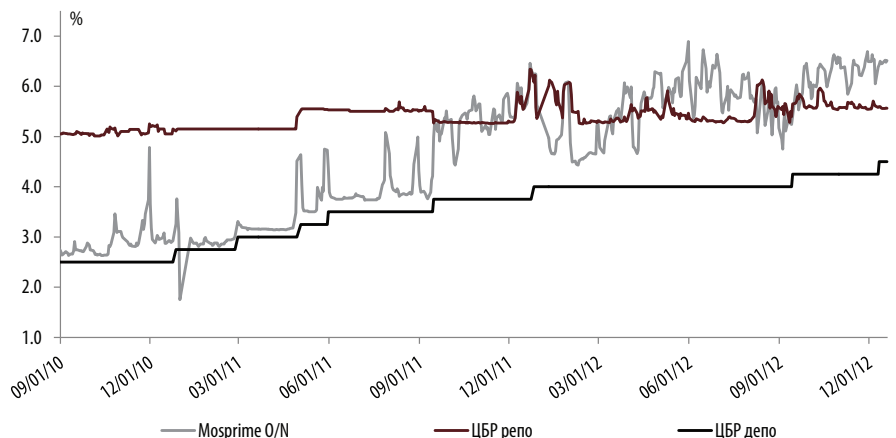


Источник: Банк России

В 4-м квартале **наиболее значимые для рынка верстовые столбы (ставка рефинансирования, РЕПО) так и остались незыблемыми**, регулятор в декабре ограничился лишь повышением на 0.25 п.п. депозитной ставки, теперь она, соответственно, равняется 4.50% годовых. Данные видоизменения не окажут существенного влияния на ликвидную обстановку. Первостепенные ставки Банк России трогать не стал, повышение же ставки по депозитам кардинально ничего не изменит. Индикативная ставка межбанковского рынка Mosprime O/N сейчас находится выше верхней границы **коридора «ставка ДЕПО-ставка РЕПО»**, так что о перспективах понижения волатильности благодаря пересмотру депозитной ставки говорить пока не приходится. Банки сейчас не избалованы излишками ликвидности, так что ключевое значение для них имеют непосредственно ставки, под которые они могут привлекать средства (в частности, ставка прямого аукционного РЕПО).

В случае комфортной рыночной конъюнктуры ставка Mosprime O/N движется в коридоре «ставка ДЕПО – ставка РЕПО», больше тяготея к его нижней границе (например, период «сентябрь 2010 – сентябрь 2011»). Текущее же повышенное её значение говорит о недостаточно комфортной ситуации с ликвидностью (эту тему мы рассмотрим в дальнейших параграфах стратегии).

ГРАФИК 19. Динамика ставок межбанковского рынка (Mosprime O/N, ЦБР депозит, ЦБР репо)



Источник: Банк России

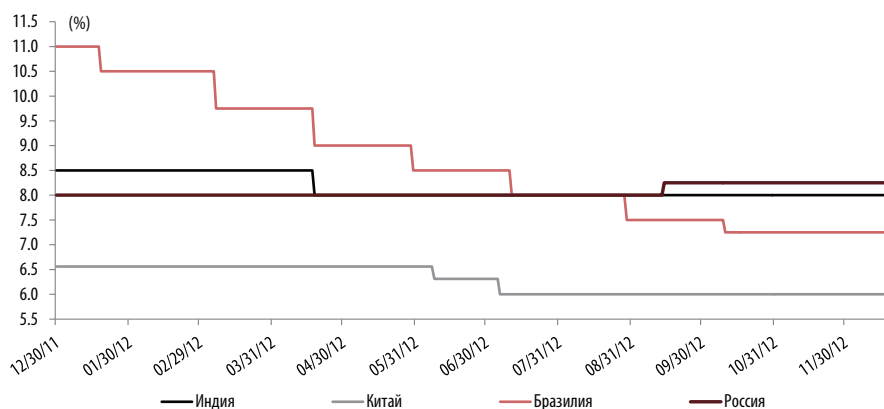
26.12.2012

На представленном выше графике отчетливо виден ключевой для банков коридор «ставка ДЕПО – ставка РЕПО», в качестве верхней границы для большей информативности взята не фиксированная ставка Банка России, а ставка, формируемая банками по результатам проводимых ЦБ РФ аукционов прямого однодневного РЕПО (не менее таргета ЦБ РФ - 5.50% годовых).

Последнее **декабрьское (10 декабря) заседание несло в себе гораздо более важную, смысловую нагрузку.** По его итогам мы увидели, что отечественный **регулятор уже не так нервничает из-за инфляции**, видя положительные сдвиги на данном фронте. Крайне важным является и тот момент, что из уст представителей Банка России вновь **прозвучала фраза о приемлемости** уровня процентных ставок на ближайшее время. Бросая взгляд в прошлое, мы увидим, что в июле Банк России заменил свою более четкую формулировку «приемлемы на ближайшие месяцы» на фразу «приемлемы на ближайшее время», а в августе-ноябре вообще исключил подобные слова о приемлемости из своего лексикона. Уверенности в завтрашнем дне, безусловно, стало побольше, однако Банк России не будет сводить с инфляции своих глаз, она останется под его пристальным надзором.

В целом, сейчас на рынке **сформировалось больше предпосылок к понижению (хотя бы на 0.25 п.п.) ставки рефинансирования** в 2013 году. Исходя из текущей инфляционной картины в их повышении пока нет никакой необходимости. Опасаясь чрезмерного роста цен, Банк России пытался сбить с них спесь путём повышения ставок, сделав это своим основным приоритетом. С подобной монетарной политикой отечественный Центробанк оказался **«белой вороной»** среди регуляторов крупнейших экономик, напротив, смягчающих свои монетарные политики. Ближайшие коллеги по цеху BRIC (Бразилия, Индия, Китай) в текущем году лишь снижали ключевые процентные ставки, дабы поддержать местные слабеющие экономики, причём делали это, как правило, неоднократно (соответствующая динамика приведена на графике снизу).

ГРАФИК 20. Ключевые процентные ставки центробанков стран BRIC



Источник: Bloomberg

Лидером в стимулировании оказались Бразильцы, успевшие с начала года понизить свою ключевую ставку Selic целых 7 раз — до 7.25 с 11.0 % годовых (последнее снижение на 0.25 п.п. было в октябре). Второе место отдаём китайскому регулятору с его двухразовым понижением ставки — до 6.00 с 6.56% годовых (последнее снижение — июль на 0.31 п.п.). Бронзу получает Индия, которая произвела однократное снижение ставки (в апреле) на 0.50 п.п. - до 8.0 с 8.5 % годовых.

Последние **данные по экономике России говорят нам о том, что темпы её роста замедляются.** ВВП России в 3-м квартале 2012 года вырос на 2.9% в сравнении с аналогичным периодом прошлого года (прогноз Минэкономразвития находился на уровне 2.8%). В первом полугодии картина была более радужной: во 2-м квартале индикатор вырос на 4%, в 1-м - на 4.9%. В 4-м квартале Минэкономразвития прогнозирует рост ВВП на уровне 2.6-2.7%, а по итогам всего 2012 года в размере 3.5%. Раз уж российская экономика пока смотрится не так уверенно, а **инфляционные риски могут быть не так страшны**, то почему бы не вернуть всё на круги своя, понизив ставку рефинансирования до 8% годовых? В новом году мы также **не ожидаем от экономики РФ ошеломляющего роста**, вероятнее всего, он будет находиться на уровне 3 с небольшим процентов на конец 2013 года.

26.12.2012

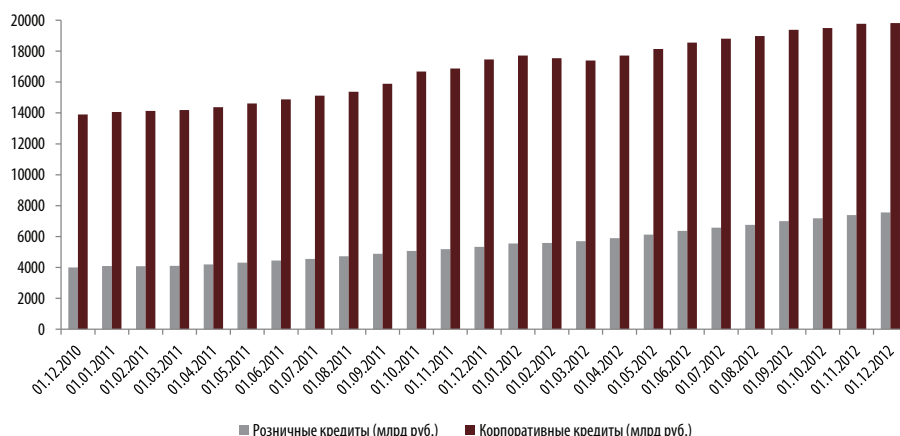
Смотря на совокупность факторов, оказывающих влияние на решения Банка России по ставкам, можно сказать о том, что сейчас большинство из них говорит за возвращение ставки рефинансирования к её пред-сентябрьским метрикам — 8% годовых. Зимой (январь-февраль) принимать какие-либо решения по ставке было бы не очень эффективным мероприятием, так как нужно ещё посмотреть на поведение цен, экономический рост и т.п. Вероятность пересмотра ставки в последнем месяце 1-го квартала выше. Возможно, Банк России пока решит и не трогать ставки, взяв больший тайм-аут на раздумья. Однако, всё же **оптимизм пока перевешивает: в большей степени можно рассчитывать на отсутствие ухудшений, при этом надеясь на улучшения.** В целом, это неплохие условия для существования. В любом случае, бдительность терять не стоит: намеки на снижение инфляционной нагрузки присутствуют, но им надо дать настояться, как хорошему вину.

В сдерживании кредитного бума в рядах розничных банков сейчас также уже нет столь острой необходимости. Банк России уже реализовал ряд превентивных мер, большая же их часть будет применена как раз в 2013 году. У регулятора в обиходе имеется довольно широкий спектр механизмов точечного воздействия, которые можно эффективно использовать, не заикливаясь исключительно на ставке рефинансирования. Но это уже совсем другая история, о которой и пойдет речь в следующем параграфе стратегии.

ОТРЕЗВЛЯЮЩИЕ МЕРЫ ДЛЯ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Отечественный **банковский сектор не на шутку оживился** в текущем году, в результате чего мы видели настоящий кредитный бум на российской финансовой арене. Развития острых кризисных настроений среди населения удалось избежать (во многом благодаря восстановлению глобальных рынков), ситуация с занятостью в России также выглядит довольно неплохо, что и создает **благоприятную среду для банковской деятельности.** Как говорится, спрос на услуги есть, а уж за предложением со стороны банков дело не станет. Последние прекрасно понимают рыночные настроения и активно ими пользуются, часто бросаясь грудью на амбразуру и **существенно наращивая свои кредитные пулы.**

ГРАФИК 21. Динамика размеров портфелей корпоративных и розничных кредитов



Источник: Банк России

В итоге, на 1 декабря 2012 года совокупный размер **розничного кредитного** портфеля с начала года (за 11 месяцев) вырос на 2013 млрд руб. (+ 36.3%) — до 7564 млрд руб., а **кредитного** на 2107 млрд руб. — до 19823 млрд руб. (+ 11.9%). Как мы видим, розничные кредиты по темпам роста сильно опережают (почти в 3 раза) своих корпоративных коллег.

Наиболее ожесточенная битва идёт как раз за такой лакомый кусок, как розничное кредитование. Сейчас на рынке присутствует широкий спектр розничных банков, деятельность которых сопряжена с повышенным риском, особенно, когда речь заходит о таких относительных новшествах, как **экспресс-кредитование, POS-кредитование** и т.п. В результате чего мы, равно как и отечественные регуляторы,

26.12.2012

наблюдали существенный и, самое главное, **слабо контролируемый рост розничного кредитования**. Банк России довольно долго наблюдал за кредитными бегами, однако в итоге все же решился встать со зрительской трибуны и перейти в стан активных игроков. И играть регулятор в текущих условиях, ясное дело, будет в противоборствующей банковскому сектору команде.

В последнее время мы видим всё **новые превентивные меры**, направленные на охлаждение пыла кредитных организаций. Банк России делает своего рода «прививки» банковскому сектору уже сейчас, дабы в дальнейшем избежать перегрева атмосферы и **минимизировать риски возникновения коллапса**. Текущая борьба не сводится лишь к банальному повышению ставки рефинансирования (которое в сентябре также было проведено), регулятор достает из своего арсенала и **более утонченные инструменты**, с помощью которых эффективно можно воздействовать на банки. Уделим свое внимание наиболее интересным из них.

В качестве первой меры, являющейся ярким примером ужесточения финансовой политики, можно выделить **изменение Банком России с 1 октября методики расчёта средней максимальной процентной ставки по розничным депозитам крупнейших банков**. Теперь при расчете индикатора не берутся во внимание комбинированные депозитные продукты, включающие в себя специальные предложения (например, когда клиент приобретает паи ПИФов при открытии вкладов, страховку и т.п.). Ставка по таким комбинированным продуктам всегда выше, чем по обыкновенным вкладам, соответственно, исключение данного блока приводит к **снижению средней максимальной ставки по топ-10 банков**, а за лидерами вынуждены подтягиваться и менее солидные банковские игроки. А как мы знаем, основной принцип банковской деятельности — активное привлечение вкладов (средств на депозиты) и выдача их же в виде кредитов, но под более высокие проценты. Таким образом, ЦБ РФ хотел с помощью давления на первоисточник — депозиты — поумерить кредитный пыл банков за счёт уменьшения их привлекательности для вкладчиков. Многие **розничные банки в погоне за рынком играют «на грани фола»**, устанавливая проценты по своим вкладам на максимально допустимом уровне. Дабы не быть голословными, посмотрим, насколько видоизменились ставки по депозитам после введения новой методики расчета. В сентябре средняя максимальная ставка по розничным депозитам составляла 10.53% годовых, а согласно новой методике расчета она составила бы более скромные 9.35% годовых, что меньше на 1.18% (согласно расчетам самого Банка России). Надо брать во внимание и еще 1 важный параметр: ставки ранее не должны были превышать вышеописанный «бэнчмарк» на 1.5%, теперь же это 2% (здесь требования чуть смягчили). Путём простого суммирования получаем следующие потолки по ставкам: старый метод - 12.03% годовых (10.53% + 1.5%); новый метод — 11.35% годовых (9.35% + 2.0%). На представленном ниже графике отчетливо видно, как видоизменилась средняя максимальная ставка по депозитам после ужесточения правил игры.

ГРАФИК 22. Максимальная процентная ставка по рублевым вкладам десяти крупнейших банков (подекадные данные)



Источник: Банк России

26.12.2012

Однако ужесточение методики расчёта средней максимальной ставки по розничным депозитам — лишь вершина айсберга. На 2013 год Банк России запланировал целую палитру мер, которые будут направлены на остужение банковского пыла и создание более жестких условий игры. Из наиболее пугающих банки новшеств можно выделить планы **по повышению в 2 раза минимальных размеров резервов на возможные потери по необеспеченным кредитам**, предоставленным физлицам после 1 января 2013 года. Сроки внедрения данной банковской «страшилки» пока ещё не ясны, но не исключено, что она дойдет до рынка уже в 1-м квартале 2012 года. В случае реализации данного концепта **банкам придётся достаточно серьёзно раскошелиться**: по обычным кредитам им нужно будет начислять резервы в размере 2% вместо текущего 1%, по займам с минимальной просрочкой - 6% вместо 3%. Кроме того, регулятор планирует ввести новую минимальную планку резервирования по кредитам, просроченным более чем на год, - 100% (сейчас - 75% по кредитам, просроченным на полгода). **Подобные меры не смогут не ударить по капиталу банков**. В качестве защитной реакции со стороны банковского сообщества мы можем увидеть значительный рост ставок по таким популярным (и при этом наиболее рискованным) у населения продуктам, как займы в торговых сетях (POS-кредитование), ссуды наличными и т.п.

Пугаются банки и планов по **повышению коэффициентов риска по потребительским кредитам в зависимости от процентных ставок по ним**. Данные коэффициенты учитываются при расчете показателя достаточности капитала банков (должен быть не меньше 10%). Чем коэффициенты эти выше, тем более болезненно отражается на показателе достаточности капитала активность банка в выдаче тех или иных видов услуг. Первоначально Банк России планировал установить более жесткие условия игры, предлагая следующий перечень коэффициентов риска: по потребительским кредитам со ставкой 25-30% годовых - 1.1; со ставками 30-35% годовых — 1.3; при 50-60% годовых — 2; более 60% годовых — 2.5. Однако в начале ноября первые лица банков-лидеров в секторе потребительского кредитования (таких как: «ТКС Банк», «ОТП Банк», «ХКФ Банк», «Русский стандарт», «Ренессанс кредит») официально обратились к главе ЦБ РФ Сергею Игнатьеву **с просьбой о смягчении регулирования** столь милого их сердцу сектора. Подобное **«письмо турецкому султану»** в итоге возымело свой эффект. Во-первых, регулятор согласился на четыре месяца отсрочить вступление в силу данных мер - с 1 марта до 1 июля 2013 года. **Данная временная фора поможет банкам подготовиться к новым реалиям**, они смогут заблаговременно разработать альтернативные линейки продуктов и при необходимости произвести докапитализацию. Безусловно, за одним допущением — «смогут, если захотят». Очень часто банки, загодя знают о новых требованиях, однако по наступлении финальной даты их активации становятся застигнутыми врасплох. Также регулятор согласился сделать поправки и по коэффициентам, которые с их учетом смотрятся помягче: ставка 25-35% годовых — коэффициент 1.1; 35-45% - 1.4; 45-60% - 1.7; более 60% - 2.

Как мы видим, под опалу снова попадают розничные банки, и неспроста. Такое рискованное «клеймо» они получили, в частности, и от проведенных в сентябре ЦБ РФ стресс-тестов, результаты которых для данной группы банков были самые неблагоприятные. Также было сказано и о том, что весомая доля розничных банков будет испытывать проблемы в случае ухудшения макроэкономических показателей. Подобное удвоение резервов может привести к логичному росту ставок по необеспеченным кредитам.

В целом, давая оценку поведению Банка России, **мы солидарны с позицией регулятора**. Безусловно, банки не сильно-то обрадованы новым барьерам, однако надо понимать разницу между «чёрной меткой» и «прививкой от кризиса». **Для ужесточения финансовой политики есть все основания**, но и создавать крайне невыносимые условия для деятельности банков никто не собирается. Безо всяких «стресс-тестов» понятно, что окрылённые своими успехами банки могут в какой-то момент перетрудиться, а в случае резкого ухудшения внешнего фона и вовсе не справиться со своими обязательствами. Пусть лучше обороты банковского сектора на время снизятся, но это позволит избежать перегрева. Как бы там ни было, банки будут вынуждены по свистку ЦБ РФ бежать не только за количеством, но и за качеством.

Учитывая текущий окрас политики Банка России, меры, которые планируется воплотить в жизнь в новом году, экономические метрики и ряд других моментов, **мы прогнозируем замедление темпов роста розничного кредитования в 2013 году**

26.12.2012

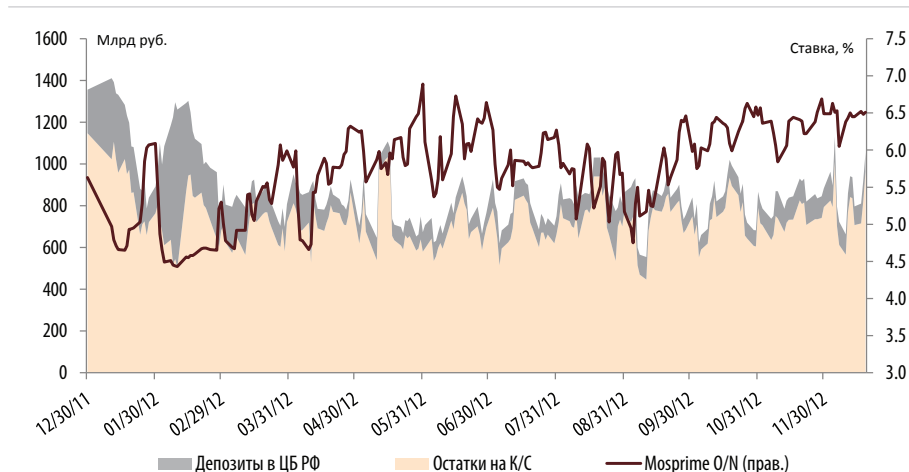
с нынешних почти 40% до 20-25%. Основная борьба сейчас ведётся как раз с розничными кредитами, так что они и должны попасть под наибольшую «раздачу». Как правило, доля их в совокупных банковских портфелях меньше корпоративных кредитов. Однако регулятор не хочет дожидаться перегрева, заранее делая рынку прививки. Однако темпы роста хоть и замедлятся, но все равно останутся на высоком уровне. Лучше всех в текущей рыночной среде будут чувствовать себя банки, имеющие солидные капитальные запасы.

ОГРАНИЧЕННОЕ ЛИКВИДНОЕ ПРОСТРАНСТВО

Как и кварталом ранее, **ликвидности в банковской системе сейчас по-прежнему не в переизбытке**. Существенных сдвигов здесь не произошло, что полностью совпало с нашими прогнозами. Мы видим, что больших излишков средств у банков не наблюдается, о чем свидетельствует структура ликвидности: львиная доля средств сосредоточена на корсчетах, а до депозитов они фактически не доходят. То есть у банков есть средства, чтобы в моменте покрывать свои срочные нужды (налоговые платежи и т.п.) и делать определённые инвестиции, но средства их ограничены. Так, если в 3-м квартале средненеделной совокупный объём банковской ликвидности (сумма средств на корсчетах и депозитах банков в ЦБ РФ) составил 824.4 млрд рублей, то в 4-м квартале он был незначительно выше данной цифры. Попроще банкам было лишь в конце года, когда активизировался Центробанк, существенно нарастивший объёмы предоставляемых на аукционах прямого РЕПО средств.

Ликвидности удавалось перевалить через триллионный рубеж лишь несколько раз, в то время, как для комфортного и более-менее безбедного существования банкам нужна сумма не ниже данного уровня. Что касается индикативной ставки Mosprime по кредитам «овернайт», то её среднее значение составило 6.32% годовых в сравнении с 5.72% годовых 3-го квартала. **Рынку приходилось оперировать в более жестких условиях**, так как повышение ключевых ставок Банком России произошло лишь в сентябре — конце предыдущего квартала — не сильно видоизменив в нём картину, а весь 4-й квартал рынок играл уже непосредственно по более жёстким правилам.

ГРАФИК 23. Совокупный объём банковской ликвидности



Источник: Банк России

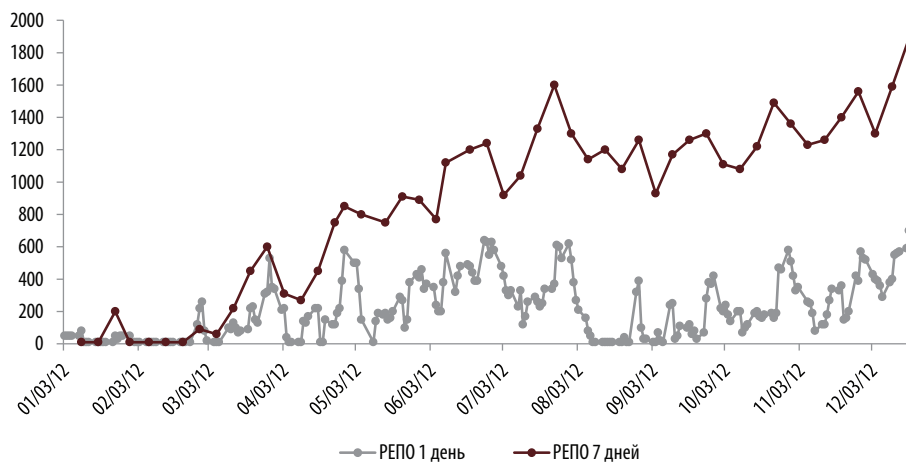
Сложившаяся конъюнктура продолжает оказывать сдерживающее воздействие на рынок рублёвых бондов, понижая активность покупателей. Рублёвые облигации сильно завязаны на кубышку ликвидности, налоговые периоды часто иссушают её, не давая рынку отыгрывать внешний позитив. Причём касается это в большей степени рынка непосредственно корпоративных бондов. Рынок госдолга более ликвиден и подвижен, а в свете грядущей либерализации сектора будет иметь под собой свое альтернативное ликвидное подспорье в виде средств нерезидентов (либерализация корпоративного сегмента также планируется, но пока фактически весь интерес нерезидентов сосредоточен на более надежных суверенных бондах).

26.12.2012

Говоря о перспективах 1 кв. 2013 года, **мы не видим на горизонте предпосылок к осязаемому улучшению ликвидной атмосферы**. В начале квартала ситуация может быть несколько менее напряжённой ввиду традиционного притока бюджетных средств в систему в конце года, однако впоследствии **поговорка «долг платежом красен» станет более чем актуальной**. К сожалению, вероятнее всего, и 1-й квартал 2013 года пройдёт под знаком дефицита ликвидности. Такого мнения придерживается и отечественный регулятор, который в декабре озвучил прогноз о сохранении достаточно больших объёмов дефицита средств у банков данный временной период. Заместитель председателя Банка России Сергей Швецов в декабре напомнил о том, что **задолженность банков составляет около 600-700 млрд рублей**, значительный её объём будет перенесён через новогодний экватор. Вероятнее всего, возникнет ситуация, при которой **бюджетные вливания не смогут перевесить скопившийся у банков дефицит**. Минфину солидная часть его кровных средств может потребоваться уже в январе, в связи с чем ещё раз пролонгировать свои депозиты на февраль он тогда не сможет.

Анализируя шаги Банка России, можно сделать вывод и о том, что **проявлять излишнюю щедрость, раздавая средства направо и налево, регулятор в предстоящем квартале особо не собирается**. Вероятнее всего, всё по обыкновению будет сведено к искусной игре лимитами по операциям РЕПО. В чём-чём, а в этом ремесле ЦБ РФ является мастером. На представленном ниже графике приводится динамика лимитов по однодневным и недельным операциям РЕПО. Мы видим, что на своих аукционах однодневного прямого РЕПО регулятор был довольно щедр, при необходимости наращивал объёмы предложения со своей стороны. Банки активно данными средствами пользовались, показывая наибольший интерес в конце месяца, когда налоговые платежи все сильнее давали о себе знать.

ГРАФИК 24. Объем лимитов по одно- и семидневным аукционам прямого РЕПО ЦБ РФ



Источник: Банк России

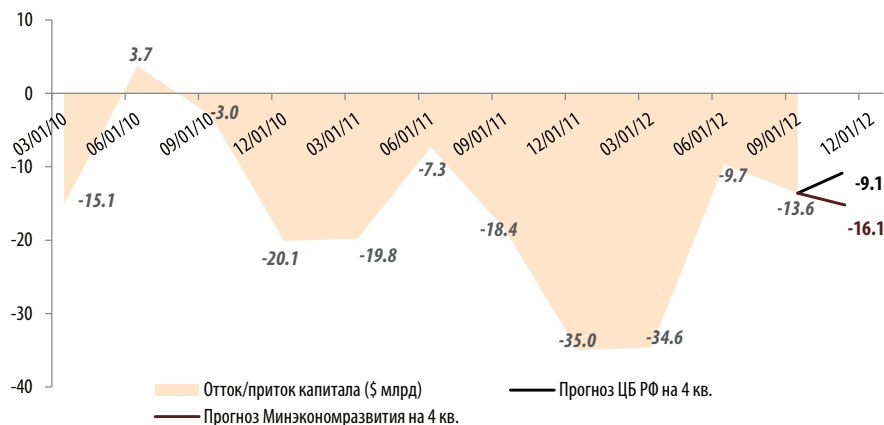
Крайне **показательна динамика лимитов по недельным операциям** данного типа. Мы видим, что Банк России не только не понижает, но даже **наращивает объёмы предоставляемых на недельных аукционах средств**. Таким образом регулятор, по всей видимости, приучает банковский сектор к новому будущему — отмене однодневного аукционного РЕПО. И стоит отметить, что кредитные организации довольно охотно этими средствами пользуются. А **перебалансировка рынка РЕПО может произойти уже в 2013 году**, о чём нам ещё раз напомнили в конце ноября. Однако рубить с плеча Центробанк не собирается, говоря также о том, что в случае неготовности банков может отсрочить отмену однодневного РЕПО. То, что банки окажутся к этому не готовы в предстоящем квартале, сомнений не возникает: они довольно часто просят о переносе сроков, когда дело заходит о том или ином нововведении. Так что резкого исчезновения столь излюбленного и популярного инструмента ждать было бы не логично. Как бы там ни было, **регулятор будет всё больше склоняться к предоставлению основного объёма рефинансирования посредством схемы недельного РЕПО**. Кстати говоря, 19 декабря Банк России побил все свои прошлые рекорды, установив лимит, немногим не дотягивающий до 2-триллионной отметки.

26.12.2012

Говорить же о том, что банки в предстоящем квартале получат доступ к долгожданной долгосрочной ликвидности пока не приходится, о чем самолично заявил Банк России. Представители крупнейших рыночных игроков (ОАО «Сбербанк», Группа ВТБ) обращались к нему с просьбой ввести новые инструменты предоставления ликвидности, в частности указывая и на необходимость предоставления «длинных» трёхлетних займов, как это реализовано Европейским центробанком. На что регулятор ещё раз сказал свое «нет». Пока подобные инициативы не находят поддержки. ЦБ РФ имеет планы лишь по переходу на кредитование сроком до 1 года по плавающим ставкам.

Нельзя не упомянуть и о таком опостылевшем явлении, как **отток капитала из России**, который, по нашей оценке, **продолжит оказывать свое негативное влияние на ликвидную обстановку**. Сперва обратимся к официальным цифрам. Так, согласно оценке ЦБ РФ из отечественной экономики в первом квартале утекло 34.6 млрд долларов, во втором — 9.7 млрд долларов, в третьем — 13.6 млрд долларов, а всего за январь-октябрь был выведен 61 млрд долларов средств. Прогнозируя же суммарный отток по итогам 2012 года, регулятор дает уточненную (ноябрьскую) оценку «не более 67 млрд долларов». Минэкономразвития в этом плане более пессимистично, прогнозируя уровень в 73-75 млрд рублей. Оба ведомства смотрели раньше на данную проблему оптимистичнее (например, говоря о притоке в пост-выборный период), однако со временем задора у них поубавилось. Методом простого вычитания из данных годовых оценок суммы оттока за три квартала, мы получим следующие прогнозы на 4-й квартал: ЦБ РФ — 9.1 млрд долларов; Минэкономразвития — 15.1-17.1 млрд долларов.

ГРАФИК 25. Приток/отток капитала в России (поквартальные данные)



Источник: Минфин, ЦБ РФ

Как мы видим, ни в какой чистый приток второе полугодие в итоге не вылилось, **средства продолжают утекать за рубеж**. Ведомства явно **недооценили масштабность данного явления**, которое имеет под собой довольно сложную подоплеку. В целом, конечно, **можно констатировать факт замедления оттока**, чему поспособствовало снятие выборного напряжения. Именно в период, предшествующий президентским выборам отток был наиболее масштабным, что прекрасно прослеживается на графике. Однако прошедшие **выборы вкупе с формированием нового правительства не смогли окончательно решить проблему оттока**, хотя на это надеялось большинство властных структур. Не будем забывать про высокую степень коррумпированности отечественной экономики, далеко не самый благоприятный бизнес-климат, да и не до конца утихшие протестные настроения. **России нужны качественно новые институциональные преобразования**, которые смогли бы изменить отношение к ней в лучшую сторону и повысить уровень доверия со стороны инвесторов. Помимо этого, оттоку способствуют и хоть немного поутихшие, но все равно сохраняющиеся рецессионные настроения в мире (особенно в Европе). В текущий момент долгового евро-коллапса удалось избежать, но это не отменяет существующих структурных проблем. Также ни для кого не секрет, что российская экономика носит ярко-выраженный сырьевой окрас, что несёт в себе немалые риски. В дальнейшей модели развития как раз планируется понижать степень сырьевой зависимости, но на это,

26.12.2012

опять-таки, потребуется немалое время. Пока же нефтяные котировки движутся в относительно узком диапазоне, не подкидывая иностранным инвесторам позитивной пищи для ума. Учитывая вышеприведенные факторы, **мы прогнозируем чистый отток капитала в 2013 году**. Безусловно, часть рыночного/политического и иного напряжения снялось с рынков, поэтому темпы оттока относительно текущего года должны замедлиться. **Мы ожидаем в 2013 году оттока в размере 40-45 млрд долларов**. Минэкономразвития дает более оптимистичный прогноз: нулевое сальдо или отток на уровне 10 млрд долларов.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ БУМАГИ

Текущий год проходит под эгидой облигаций федерального займа, которые получили «**знак качества**» в виде **грядущей либерализации рынка**. Эта спекулятивная идея в прошедшем квартале как раз наиболее активно отыгрывалась участниками торгов (так как до начала окончательного запуска всех шестерней либерализационного механизма оставалось уже совсем недолго). Ажиотажный спрос со стороны инвесторов в итоге привел к **осязаемому снижению доходностей госбондов и росту объёмов торгов**. Корпоративные рублёвые бонды пока не так прытки, первичный рынок по-прежнему перетягивает на себя основное внимание с рынка вторичного. Что касается последнего, то мы видим расширение спредов между госбумагами и корпоративными выпусками. Идея либерализации пока приносит свои плоды исключительно суверенным бондам, не доходя до корпоративного сегмента.

Безусловно, **не стоит наделять всеми регалиями исключительно либерализацию долгового рынка как таковую**, она является своего рода ключником от врат зарубежного капитала. Были бы в мире сейчас острые кризисные настроения, никакие Euroclear и Clearstream не спасли бы отечественные ОФЗ от снижения. В текущий момент ситуация, напротив, относительно неплоха: цены на нефть удерживаются на высоких отметках, да и в целом отношение инвесторов к риску сейчас продолжает улучшаться, что обусловлено частичным разрешением евро-проблем. Данные факторы подстегивают спрос на российские активы, к коим можно отнести и улучшивший свою динамику за последнее время рубль.

ТАБЛИЦА 10. Срез доходностей ОФЗ

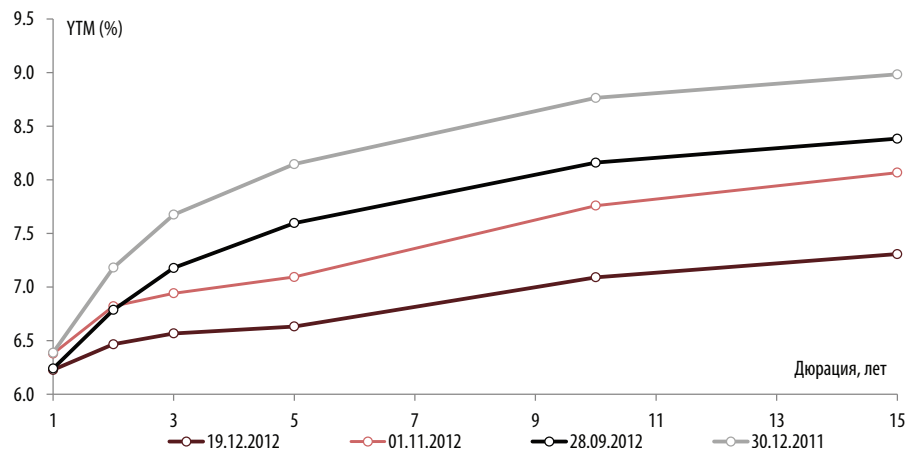
Срок (лет)	1	2	3	5	10	15	20	25
28.09.2012	6.24	6.79	7.18	7.60	8.16	8.38	8.49	8.56
01.11.2012	6.38	6.82	6.94	7.09	7.76	8.07	8.23	8.33
19.12.2012	6.23	6.47	6.57	6.63	7.09	7.31	7.42	7.49
Дельта за квартал (б.п.):	-1	-32	-61	-96	-107	-108	-107	-107
Дельта с начала ноября (б.п.):	-15	-35	-37	-46	-67	-76	-81	-84

Источник: Bloomberg

А **доходности ОФЗ трансформировались за прошедший квартал, действительно, очень серьёзно**. На представленном ниже графике прекрасно прослеживаются все победы рынка. Мы видим, насколько сильно за последние три месяца сместилась вниз кривая бескупонной доходности ОФЗ, причем **львиная доля прироста выпадет непосредственно на пост-ноябрьский период**. К примеру, если в целом за 4-й квартал 2012 года доходность пятнадцатилетних бумаг снизилась на 108 б.п. (впечатляет, не правда ли?), то на пост-ноябрьский период пришлось более 70% данных побед (76 б.п.).

26.12.2012

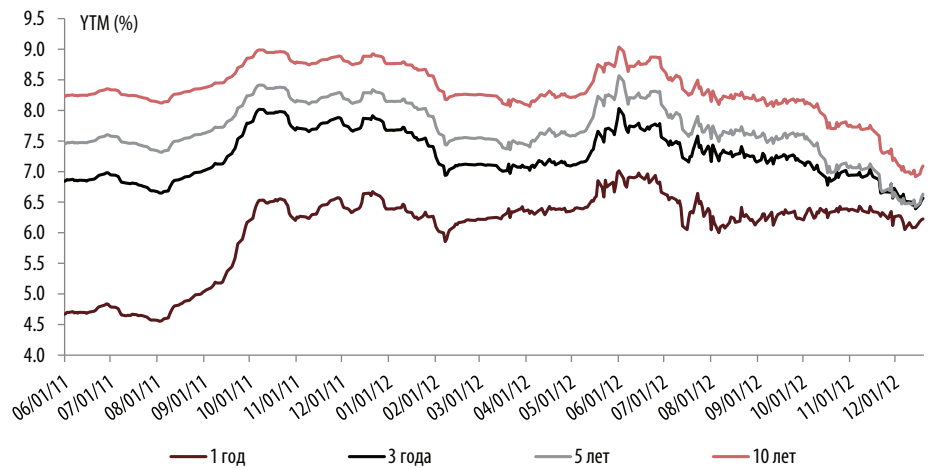
ГРАФИК 26. Кривая бескупонной доходности по ОФЗ



Источник: Bloomberg

Смотря на рынок отечественного госдолга через призму кривых и доходностей, также полезно будет взглянуть на срочную структуру процентных ставок при помощи изотермных рядов. Последние показывают динамику доходностей ОФЗ во времени. Кривые бескупонных доходностей, собственно, оперируют теми же данными, но представляют собой некие срезы доходностей на определенные даты, которые отстраиваются в виде кривой.

ГРАФИК 27. Изотермные ряды по ОФЗ



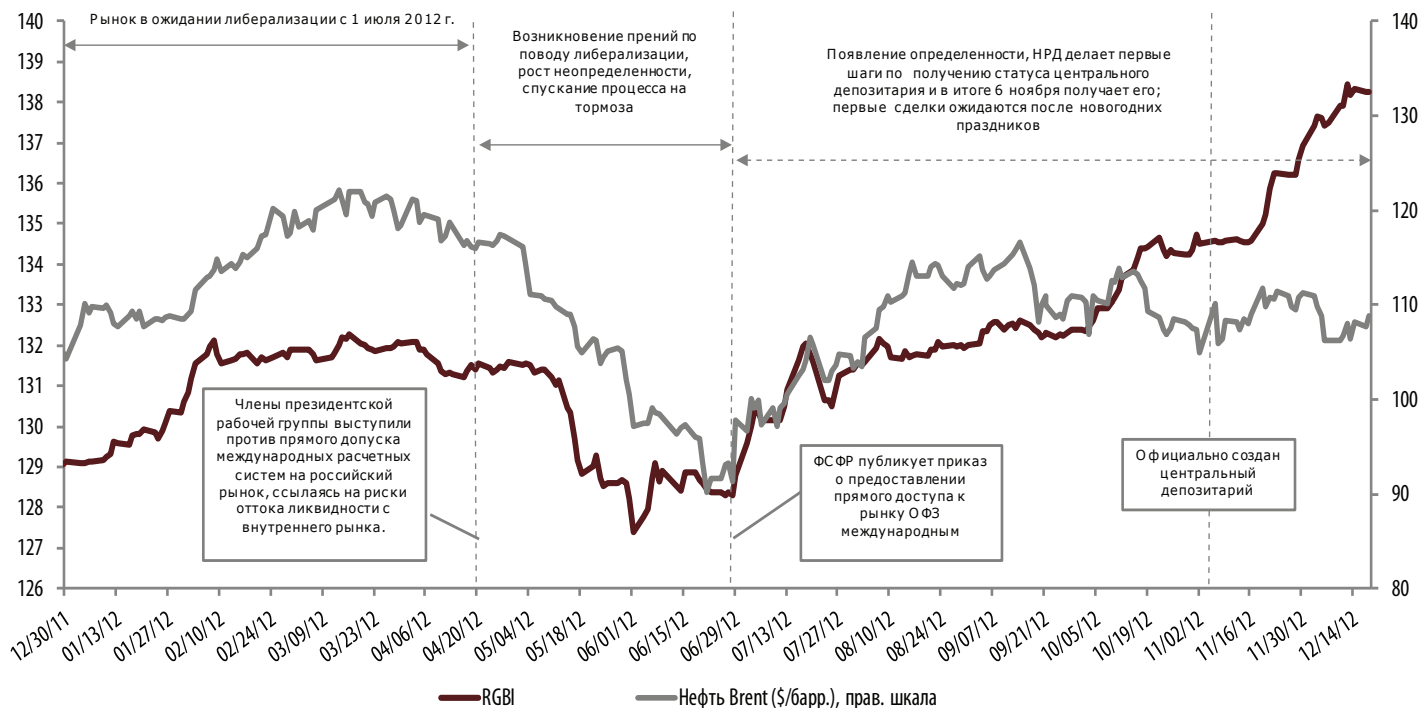
Источник: Bloomberg

На графиках четко прослеживается и то, что свои **наибольшие бонусы по доходности получили непосредственно более длинные ОФЗ**, а их короткие собратья (с дюрацией до 5 лет) смотрелись куда скромнее. Объясняется это довольно просто: для спекулятивных целей длинные бумаги подходят больше всего, так как в силу такой дюрации их цена гораздо чувствительней к изменению доходности, тем самым они приносят большую отдачу своим владельцам. Безусловно, в случае резкого ухудшения настроений, подобные бумаги приносят и более солидные убытки, так что **«играть» с подобными бондами нужно чётко взвешивать возможные риски.**

Не будем вдаваться в детали тернистого пути либерализации, главное, что **рынок в итоге дождался столь желанной конкретики и отлаженного процесса сборки** данного непростого механизма. Все бюрократические процедуры по созданию Центрального депозитария уже пройдены, в начале все того же великолепного ноября он был официально рожден (на базе НРД). Первые же операции с ОФЗ через Euroclear ожидаются после новогодних праздников. Так что процесс либерализации идет сейчас как надо, без осложнений.

26.12.2012

ГРАФИК 28. Индекс государственных облигаций RGBI в сравнении с нефтяной динамикой; процесс либерализации



Источник: Московская биржа, Bloomberg

Какие же бонусы сможет получить сектор госбумаг после окончательного запуска механизма либерализации и сможет ли вообще их получить? Перспективы здесь, бесспорно, присутствуют, возможная положительная отдача выходит далеко за рамки банальной спекуляции. На наш взгляд, российская сторона останется только в выигрыше от подобных мер, мы не разделяем пессимистического настроения по поводу негативного влияния запуска расчетов через Euroclear Bank SA на ликвидность внутреннего рынка. Исторически подобные допуски, напротив, приводят к росту объемов торгов, делая их более ликвидными и диверсифицированными, что было бы совсем не лишним для локальных бондов.

Однако, с беспрепятственным допуском нерезидентов к локальным торгам, вероятнее всего, **придет и международная волатильность**. После интеграции отечественного рынка в международное пространство, он станет более восприимчивым к глобальным событиям и процессам.

Неправильно бы было говорить и о том, что все крупные игроки, хотевшие купить российские ОФЗ, уже сделали это. Данное высказывание опровергается словами самих участников торгов. Так, ещё в начале февраля представители Deutsche Bank в своём интервью сообщили о том, что уже нарастили свои вложения в ОФЗ в начале 2012 года, а также планируют увеличивать их и дальше, но уже после окончательного старта расчётов через Euroclear Bank SA.

Возникает следующий логичный вопрос: **«На какую прибавку сектор госдолга может рассчитывать?»** По оценкам самого Euroclear Bank SA, в результате подобной либерализации доля иностранных держателей ОФЗ может вырасти до 40%, в результате чего рынок получит бонус в виде притока на него дополнительных инвестиций в объеме до 35 млрд долларов. В целом, данный прогноз выглядит реалистичным, так как он в большей степени опирается на конкретный исторический опыт ряда стран, уже переживших подобную либерализацию. Не помешает снятие отпугивающих барьеров в виде необходимости открытия иностранными инвесторами брокерских счетов в РФ для совершения сделок с локальными бумагами и в нашей стране, тем более что в данном развитии мы сильно отстаём от своих коллег по цеху: мексиканские государственные обязательства торгуются через Euroclear Bank SA еще с далекого 1995 года. Сейчас обозначенный выше барьер является довольно существенным анти-драйвером для всех российских ценных бумаг, а в случае либерализации рынка

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

рублёвых облигаций доступ хотя бы на этот участок будет существенно облегчён. Конечно, одномоментно все средства из-за рубежа сюда не придут, это будет происходить постепенно.

Однако **впадать в эйфорию по поводу либерализации мы бы не советовали**, так как отечественные ОФЗ и так уже очень хорошо заработали в текущем году на спекуляциях на эту тему. Кривая госбондов не только существенно съехала вниз, но и стала более пологой. **Основной камень преткновения сейчас – инфляция**, которая в России далеко не мизерная. ОФЗ, конечно, могут переместиться в зону реальных отрицательных доходностей, но потенциал здесь будет ограничен. Учитывая уже свершившиеся победы, а также принимая во внимание самочувствие основных драйверов рынка (высокие нефтяные ценники, лояльное отношение инвесторов к риску), логично было бы рассчитывать на **снижение доходностей в 1-м квартале 2013 года в пределах 35-45 б.п., но не более того**. Во всём должно быть своё чувство меры. Либерализация не может выступать в качестве бездонного колодца позитива для отечественных бумаг.

Для полноты картины посмотрим и на **аукционные успехи Минфина** в прошедшем 4-м квартале, в котором он сумел «переплюнуть» по объёму привлеченных средств даже результат 3-го квартала.

ТАБЛИЦА 11. Результаты аукционов по размещению ОФЗ с начала 2012 г.

Дата аукциона	Выпуск	Дата погашения	Bid to cover ratio	Объем эмиссии (млн руб.)	Объем спроса по номиналу (млн руб.)	Объем размещения (млн руб.)	Выполнено плана по размещению (%)	Средневзвеш. цена (% от номинала)	Доходность по средневзвеш. цене (% годовых)
I квартал Всего было проведено 10 аукционов.									
Итого:				249 304	596 911	175 889			
II квартал Всего было проведено 9 аукционов, 1-ин из которых оказался полностью провальным; 2 аукциона были вовсе отменены.									
Итого:				284 788	159 144	93 675			
III квартал Всего было проведено 19 аукционов.									
Итого:				332 000	614 777	228 182			
IV квартал									
03.10.2012	Россия 26207	03.02.2027	2.24	25 000	41 509	18 564	74.26%	100.75	8.22
10.10.2012	Россия 26209	20.07.2022	1.85	35 000	63 154	34 230	97.80%	99.69	7.79
17.10.2012	Россия 25080	19.04.2017	2.01	20 000	38 444	19 099	95.50%	102.04	6.98
17.10.2012	Россия 26207	03.02.2027	6.05	20 000	118 842	19 635	98.18%	103.41	7.90
31.10.2012	Россия 26208	27.02.2019	1.75	30 000	52 221	29 798	99.33%	102.03	7.22
07.11.2012	Россия 26209	20.07.2022	2.84	35 000	94 818	33 405	95.44%	102.14	7.42
14.11.2012	Россия 26207	03.02.2027	2.27	25 000	20 485	9 027	36.11%	104.94	7.72
21.11.2012	Россия 26208	27.02.2019	5.86	35 000	190 806	32 544	92.98%	102.77	7.07
28.11.2012	Россия 25080	19.04.2017	5.16	15 000	69 702	13 499	89.99%	102.66	6.80
05.12.2012	Россия 26207	03.02.2027	2.48	25 000	22 549	9 091	36.36%	111.47	6.99
12.12.2012	Россия 25080	19.04.2017	4.93	19 989	98 483	19 991	100.01%	103.83	6.48
12.12.2012	Россия 26209	20.07.2022	5.74	30 000	172 896	30 132	100.44%	106.34	6.81
19.12.2012	Россия 26210	11.12.2019	1.00	30 000	21 439	21 439	71.46%	101.66	6.61
19.12.2012	Россия 26207	03.02.2027	1.00	16 480	6 564	6 564	39.83%	111.06	7.03
Итого:				361 469	1 011 914	297 018			
Всего за 2012 г.:				1 227 561	2 382 746	794 765			

Источник: Министерство Финансов РФ, Банк России

26.12.2012

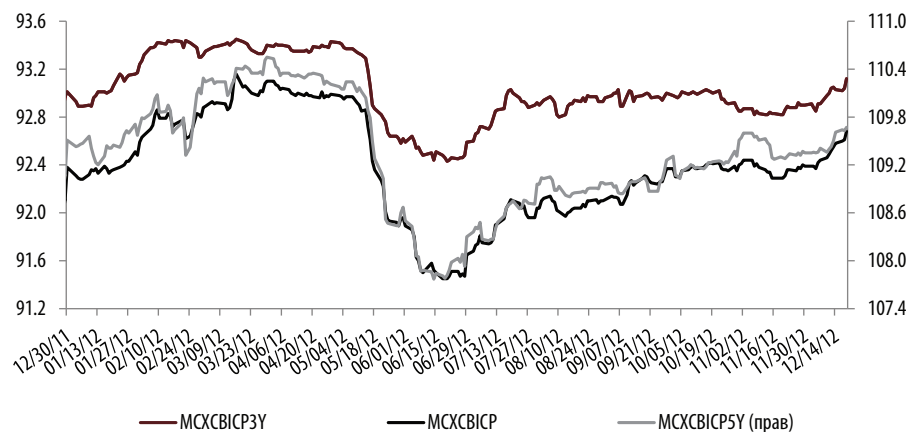
Сделаем небольшой исторический экскурс. Как все мы прекрасно помним, что 2-й квартал 2012 года прошёл далеко не под знаком Минфина, не позволив сбыться и половине его довольно амбициозных планов, в итоге удалось привлечь с рынка всего 93.7 млрд руб. при цели в 284.8 млрд. Май вообще оказался из ряда вон выходящим и прошёл совсем мимо министерства, лишив его потенциальных 90 млрд руб. Все три аукциона не принесли своих плодов (один аукцион не состоялся в силу отсутствия спроса, два были вовсе отменены). Палки в колёса вставлял рыночный негатив: мы наблюдали стремительное снижение нефтяных котировок (что наносило удар по рублю и номинированным в нём активам), еврозона вгоняла инвесторов в сильную апатию, воцарилась неразбериха касаясь либерализации рынка с возможностью её полного срыва. В 3-м квартале ситуация начала выправляться (ожива нефть, тема либерализации сдвинулась с мёртвой точки), что сформировало для Минфина благоприятную среду для размещения ОФЗ, чем он с радостью и воспользовался. В итоге с рынка удалось забрать 228.2 млрд руб. средств.

4-й квартал был в итоге наиболее успешным, позволив Минфину пополнить ликвидную кубышку ещё на **297 млрд рублей при плане в 361.5 млрд рублей**. Ведомство активно играло на струнах либерализации, а также ряде иных факторов, также частично прибегая к практике проведения двух аукционов кряду в дни размещений. В 100-процентном объёме план, конечно, удавалось выполнить не каждый раз, но в большей части случаев процент выполнения плана находился на высоком уровне. Бывало и такое, что спрос со стороны инвесторов на некоторое время затухал (особенно когда глобальные рынки испытывали хандру), однако в целом он находился на очень выразительном уровне — чуть более 1 трлн руб., что соответствует почти половине всего годового спроса. **Полагаем, что и в следующем квартале Минфин будет выступать в качестве активного заемщика, пытаясь максимально использовать пока еще открытое благоприятное окно для размещения.**

КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР

Сектор корпоративных рублёвых облигаций в 4-м квартале также **зафиксировал положительную динамику, но она была куда более скромной**, нежели у его старшего брата — госсектора. Если ценовой индекс корпоративных бондов МСХСВІСР, рассчитываемый Московской биржей, в предшествующем квартале смог заработать 0.79%, но сейчас мы имеем результат, немногим превышающий 0.3%.

ГРАФИК 29. Ценовые индексы корпоративных облигаций



Источник: Московская биржа

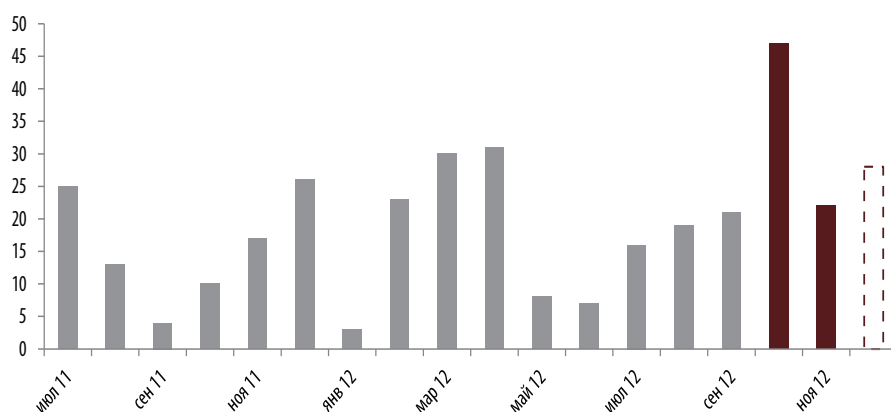
26.12.2012

Часто мы видели довольно вялую динамику, а порой **завоёванные рубежи столь же быстро сдавались** после очередного притока негативных настроений извне. Вот, например, в начале октября ценники корпоративных бондов зафиксировали умеренное снижение, после чего скорректировались вверх, однако в последнюю декаду месяца вновь переместились на «красную территорию». Отрицательные переоценки перетекали и на первые две декады ноября, после чего смогли встать на лыжню восстановления, компенсировав предшествующие затраты. В целом, на протяжении квартала палки в бондовые колеса вставляли **нестабильная внешняя конъюнктура вкупе с ограниченной ликвидностью**. Инвесторы по всему миру переживали за судьбу Греции, опасаясь возможного дефолта страны-страдальца. Да и без этого у них было достаточно поводов для беспокойства. Однако **впоследствии солидная доля рыночного напряжения была снята**, в частности и ввиду разрешения греческой дилеммы (что повысило аппетит инвесторов к рисковым классам активов), более оптимистичного взгляда инвесторов на проблему фискального обрыва в США. Коллапса «здесь и сейчас» не случилось, что и приободрило рынки.

Мы видим, что **свои наибольшие бонусы облигации получили в период «конец ноября - декабрь месяц»**, где помимо снятия части напряжения с глобальных рынков, позитивное воздействие оказал еще один ключевой фактор. Банк России, видя непростую ситуацию на денежно-кредитном рынке (в частности, и удерживающиеся на высоком уровне межбанковские ставки) **существенно нарастил объём предложения средств** на своих аукционах прямого РЕПО, оказав банковскому сектору достойную и столь важную поддержку. Также не будем забывать и про традиционный **рост бюджетных расходов в конце года**. Часть данной ликвидности перетекала в долговые инструменты.

Продолжал «воровать» ликвидность у вторичного рынка первичный сектор, который был в прошедшем квартале более чем активен. Представители как финансового, так и нефинансового сектора спешили воспользоваться пока ещё не закрывшимся, **благоприятным для размещения бондов окном**. Данное окно так и не было **захлопнуто**, так как коллапса на финансовых рынках удалось избежать, многие опасения инвесторов не материализовались. Однако стоит отметить, что риски мировой экономики подчас и подстегивали к поспешным действиям, побуждая руководствоваться принципом «бери, пока дают».

ГРАФИК 30. Количество размещенных выпусков (штук)



Источник: www.rusbonds.ru

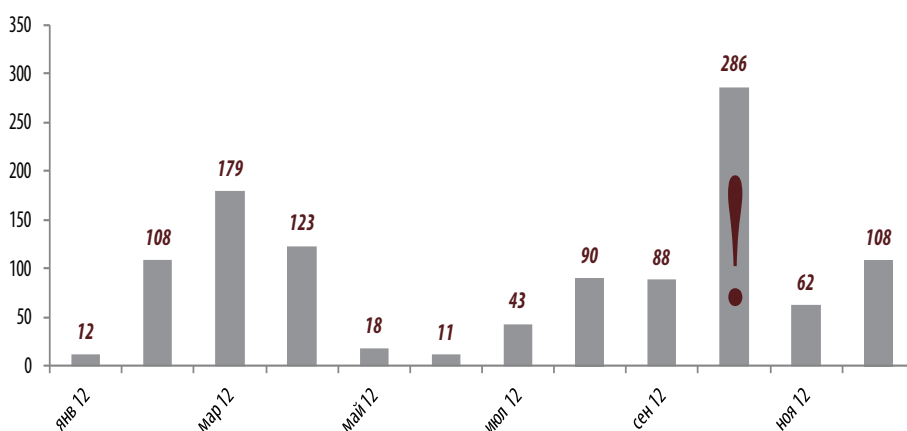
Одно из мнений, блуждающих по рынку, заключается в том, что если бы ситуация с процентными ставками была более комфортной, то мы увидели бы ещё большую активность от корпоративных заёмщиков. Логика в подобных рассуждениях, действительно, есть, однако не надо забывать и о том, что **многих заёмщиков на выпуск собственных бондов толкает как раз напряженная ситуация с ликвидностью**. Ввиду отсутствия у банков доступа к другим источникам более-менее длинного рефинансирования, они спешат пополнить свои запасы, выходя со своими предложениями на рынок. То есть, если бы процентные ставки были более комфортными, не факт что у банков был бы подобный дефицит ликвидности.

26.12.2012

А тем временем, первый месяц 4-го квартала явился **самым активным месяцем для первичного рынка долга за всю историю его существования**: в сравнении с сентябрём активность выросла почти в три раза. В октябре организациям удалось привлечь рекордную сумму в размере **286 млрд руб.**, а всего было размещено 47 выпусков бондов. В качестве самых активных участников (читаем «лидеров по объемам») данного процесса можно выделить следующих:

- **Газпромбанк** с его 4-мя размещениями в совокупности на 40 млрд руб.
- **ОАО «ФСК ЕЭС»** с результатом в 35 млрд руб., привлеченных посредством продажи трех выпусков бондов.
- **Банк ВТБ**, успешно разместивший 2 выпуска облигаций на 30 млрд рублей.

ГРАФИК 31. Суммарная выручка при размещении облигаций, млрд руб.



Источник: www.rusbonds.ru

В ноябре первичный сектор вел себя поспокойнее, количество предложений снизилось в два с лишним раза, да и сами по себе они уже не были столь объёмными. В итоге, суммарная выручка составила лишь пятую часть от октябрьского объема — 62 млрд руб. Наибольшую лепту внесли такие компании, как **ОАО «Ростелеком»** и **АК «АЛРОСА»**, их вклады в общий котел составили по 10 млрд рублей. В декабре же отечественные организации вновь активизировались и продолжили облигационную бомбардировку, за первые две декады месяца они уже успели разместить 28 выпусков на 108 млрд рублей. По итогам года результат будет ещё более солидный.

Говоря о **перспективах корпоративных рублёвых бондов в 1-м квартале 2013 года**, мы придерживаемся **умеренно-оптимистичной позиции**. Стабилизация внешнего фона вкупе со снятием части рыночного напряжения может поспособствовать росту ценников бондов. В последнее время мы наблюдаем и рост толерантности к рисковому активу у инвесторов, нефтяные цены удерживаются на высоких отметках, **снижается инфляционное давление в России** (что фактически сводит на нет вероятность очередного закручивания гаек регулятором). В следующем квартале рублёвые бонды могут быть **лишены части столь мешающих им негативных факторов**. С другой стороны, сдерживающее влияние будет оказывать дефицитная по нынешним временам банковская ликвидность. По нашим прогнозам **существенного улучшения ликвидной картины не произойдет** и в следующем квартале. Что же касается темы либерализации рынка, то мы бы не стали ждать и от неё существенных подарков. К корпоративным бондам нерезиденты также должны получить доступ, но вряд ли это выльется в ажиотажный спрос на данные бумаги, во всяком случае на первых порах. Пока основной интерес будет сосредоточен на более надёжном государственном секторе, эта тема ещё до конца не отыграна. Что касается первичного рынка, то он, по всей видимости, не потеряет своего затора, активность будет сохраняться на высоком уровне. Естественно, январь, в силу своего праздничного характера, скорее всего, не будет гиперактивным, а вот в оставшиеся два месяца квартала заёмщики вряд ли будут сидеть на месте.

26.12.2012

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВ. 2013 Г.

Предлагаемый нами модельный портфель включает в себя облигации, даты оферт/погашений которых не выходят за рамки одного года, его Вы можете увидеть в представленной ниже таблице. Все предлагаемые нами бумаги обладают хорошей ликвидностью, что является далеко не самым последним параметром при формировании качественного бондового портфеля.

Что касается структуры портфеля в секторальном разрезе, то мы, в целях дополнительной минимизации рисков, предлагаем 50% от него наполнить бумагами нефинансового сектора, а оставшуюся половину заполнить представителями финансового сектора (банками). Подобная диверсификация позволяет нам получить дополнительный запас прочности. Представители нефинансового сегмента также рассредоточены по отраслям.

Отметим, что все из предлагаемых эмитентов имеют рейтинг хотя бы одного из международных рейтинговых агентств (Moody's, Standard & Poor's, Fitch), а у многих из них он находится на достаточно хорошем уровне. Удельная доля конкретного заёмщика в общем составе портфеля определяется, исходя из его надежности (это и рейтинг, и финансовые показатели, операционные результаты и т.п.).

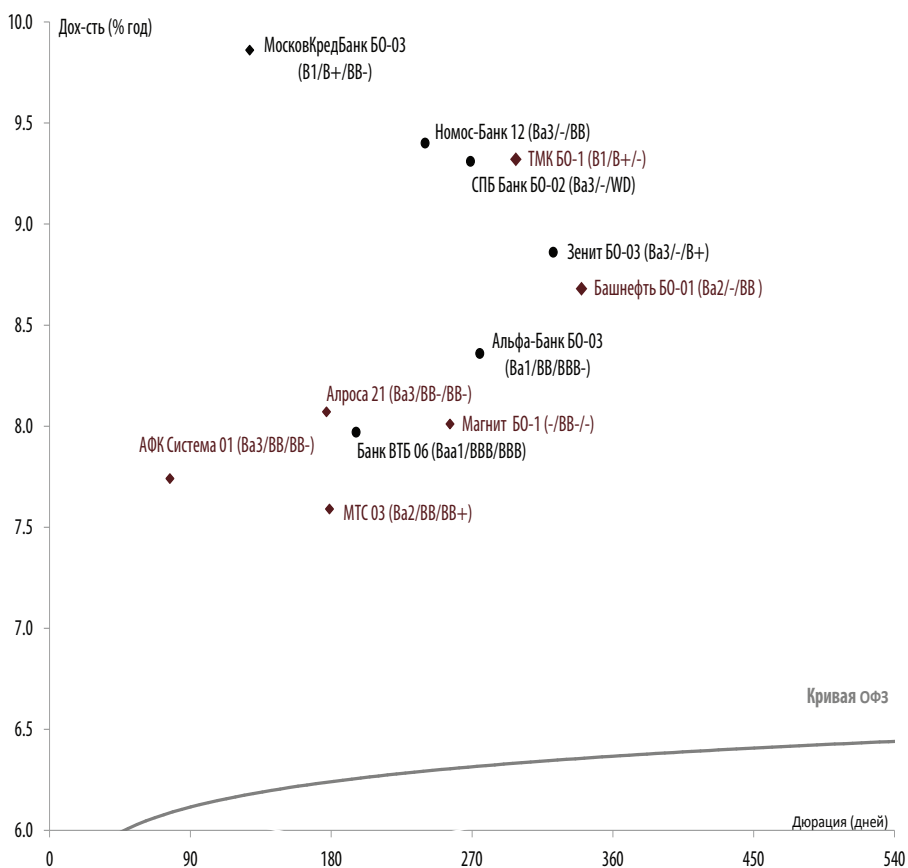
ТАБЛИЦА 12. Модельный портфель на I-й квартал 2013 г.

№	Выпуск	Рейтинги Эмитента M/S&P/F	Объем выпуска (млрд руб.)	Дюрац. (дн.)	Дох-ть эфф., % год.	Цена, % ном./чист.	Текущ. купон (%)	Оферта	Погашение	Доля в портфеле
Нефинансовые организации										
1	МТС 03	Ba2/BB/BB+	10	179	7.59	100.26	8.00	18.06.2013	12.06.2018	12%
2	Башнефть БО-01	Ba2/—/BB	10	340	8.68	100.76	9.35	03.12.2013	02.12.2014	12%
3	АФК Система 01	Ba3/BB/BB-	6	77	7.74	100.42	9.75	нет	07.03.2013	8%
4	Алроса 21	Ba3/BB-/BB-	8	177	8.07	100.2	8.25	20.06.2013	18.06.2015	8%
5	Магнит БО-1	—/BB-/—	1	256	8.01	100.25	8.25	нет	09.09.2013	5%
6	ТМК БО-1	B1/B+/-	5	298	9.32	99.77	8.85	нет	22.10.2013	5%
Итого:										50%
Финансовые организации										
7	Банк ВТБ 06	Baa1/BBB/BBB	15	196	7.97	100.43	8.55	10.07.2013	06.07.2016	13%
8	Альфа-Банк БО-03	Ba1/BB/BBB-	10	275	8.36	100.17	8.45	28.09.2013	28.09.2015	11%
9	Номос-Банк 12	Ba3/—/BB	5	240	9.40	99.54	8.50	25.08.2013	28.08.2017	7%
10	Зенит БО-03	Ba3/—/B+	3	322	8.86	100.35	9.1	15.11.2013	15.11.2014	7%
11	СПБ Банк БО-02	Ba3/—/WD	5	269	9.31	99.9	9.00	нет	23.09.2013	7%
12	МосковКредБанк БО-03	B1/B+/BB-	4	128	9.86	99.85	9.25	27.04.2013	27.04.2015	5%
Итого:										50%
ВЕСЬ ПОРТФЕЛЬ:										100%

Для удобства восприятия предлагаем карту нашего модельного портфеля, которая отражает его состав, соотносит доходную и временную составляющие.

26.12.2012

ГРАФИК 32. Карта рынка по рекомендуемым облигациям



26.12.2012

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

ГЛАВНЫЕ СОБЫТИЯ ДЛЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ В IV КВ.

Динамику рынков в 4 квартале можно охарактеризовать как широкий «боковик» на уровнях 1380 – 1480 пунктов по индексу ММВБ. По итогу трёх прошедших месяца российские индексы остались на прежних уровнях – ближе к верхней границе обозначенного торгового диапазона. При этом рост российского рынка наблюдался в декабре (+7% - можно считать его предновогодним ралли), но сопротивление 1480 пунктов было непреодолимым.

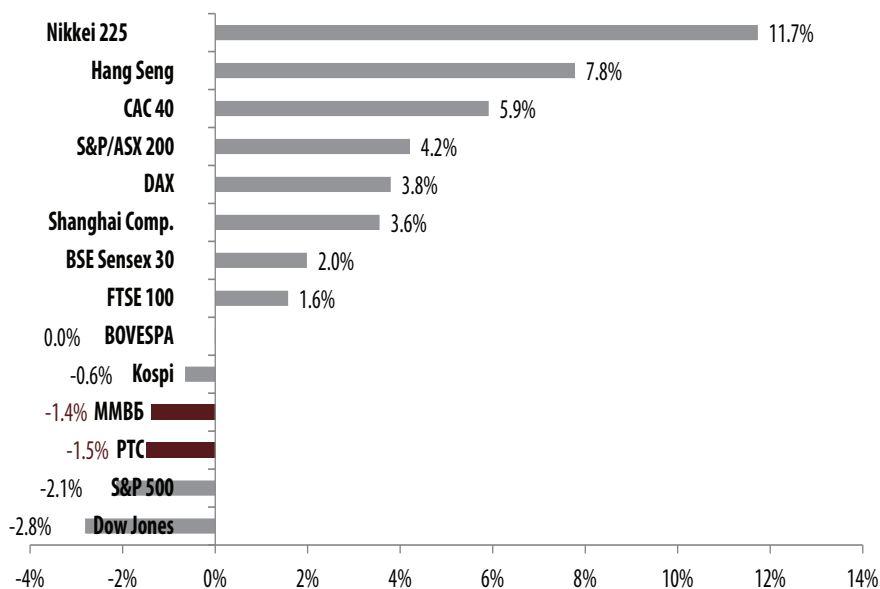
По данным Emerging Portfolio Fond Research (EPFR) из фондов, ориентированных на Россию, продолжился отток средств (за квартал он составил порядка 1 млрд долларов), несмотря на наблюдавшийся приток средств в фонды развивающихся стран (в основном, китайские). Похоже, скоро свои средства из России выведут все западные фонды, кроме индексных (они формируют свои портфели в соответствии с составом индексов MSCI или FTSE, в которых на Россию приходится вес порядка 1%). Это негативный сигнал – инвесторы избегают Россию, несмотря на анонсированное создание в Москве международного финансового центра и ежегодно проводимые форумы «Россия» с участием ведущих представителей власти и бизнеса. Масло в огонь регулярно подливают зарубежные СМИ, Financial Times и Wall Street Journal, которые пишут уничижительные статьи о финансовом климате в России. Примечательно, что ликвидность с ММВБ потихоньку перетекает в Лондон – уже более 50% ликвидности по российским акциям обеспечивает LSE. После проведённого в середине сентября СПО «Сбербанка» программа приватизации российского правительства вновь забуксовала. Конъюнктура рынков не благоприятствовала – и планировавшаяся приватизация НМТП и «АЛРОСА» были перенесены на следующий год. Из состоявшихся в 4 квартале сделок отметим приватизацию портов Ванино и ММТП - 73.3% акций порта Ванино за 15.5 млрд рублей купил на аукционе «Мечел», а 25.5% акций ММТП за 2.2 млрд рублей приобрели СУЭК и «Альфа-капитал». За 2012 год программа приватизации российского правительства была выполнена лишь на 15%. В 2013-2014 годах планируется продать доли в ВТБ, «Роснефти», «ИНТЕР РАО», «РусГидро», «АЛРОСА», РЖД, «Транснефти», «Роснано», «Совкомфлоте», аэропорте Шереметьево, «Зарубежнефти», ОЗК, «Россельхозбанке», «Росагролизинге» и ряде других компаний. Однако сохраняющаяся напряжённая ситуация в мировой экономике может не позволить реализовать эти планы.

На наш взгляд, главным событием 4 квартала стало заявление «Роснефти» о планах покупки ТНК-ВР. Если сделка в итоге состоится, «Роснефть» станет крупнейшей в мире публичной нефтяной компанией (уровень добычи - более 200 млн тонн нефть – ти в год), фактически аналогом «Газпрома» в нефтяном секторе. Анонсированная цена - 61 млрд долларов – по порядку сравнима с общим объёмом приватизации правительства. «Роснефть» - государственная компания, и если не считать переключений «из кармана в карман», можно сказать, что государство продаёт «разношёрстные активы», а полученные средства направляются на покупку ТНК-ВР. В результате этих сделок Россия станет ещё более зависимой от «нефтяной иглы». В последнее время нефтяные цены держатся на высоком уровне благодаря напряжённости на Ближнем Востоке, однако есть опасность их отката вниз. Показательно, что текущие биржевые цены на газ находятся на исторических минимумах. Это связано как с новыми разработками (СПГ, сланцевый газ), так и с общим замедлением темпов роста мировой экономики. Исходя из этого, снижение нефтяных цен в следующем году не исключено.

26.12.2012

МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

ГРАФИК 33. Динамика основных страновых индексов за IV квартал 2012 года

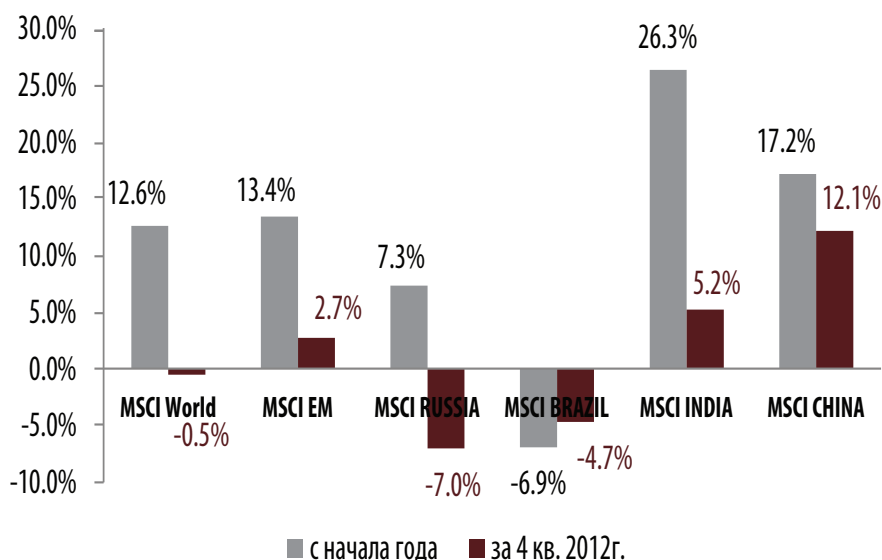


Источник: Bloomberg

На большинстве фондовых площадок в 4 квартале наблюдался «боковик». Исключением стали азиатские рынки — японский Nikkei 225 прибавил почти 12%, а китайский Hang Seng 8%. Рост японского рынка объясняется принятыми Банком Японии стимулирующими мерами, а китайского — его перепроданностью и наблюдавшимся притоком средств в фонды, ориентированные на Поднебесную (приток составил порядка 10 млрд долларов). Индексы США и европейских стран по итогам 4 квартала остались на прежних уровнях — их изменения укладываются в «статистическую погрешность» 2-3%. Слабее остальных смотрелись российские индексы (-1.5% по индексам ММВБ и РТС).

Аналогичная динамика была и в индексах, рассчитываемых MSCI - наибольший рост в 4 квартале показали страновые индексы Китая и Индии, наибольшее снижение — индексы России и Бразилии.

ГРАФИК 34. Динамика основных сводных мировых индексов за IV квартал 2012 года



Источник: Bloomberg

26.12.2012

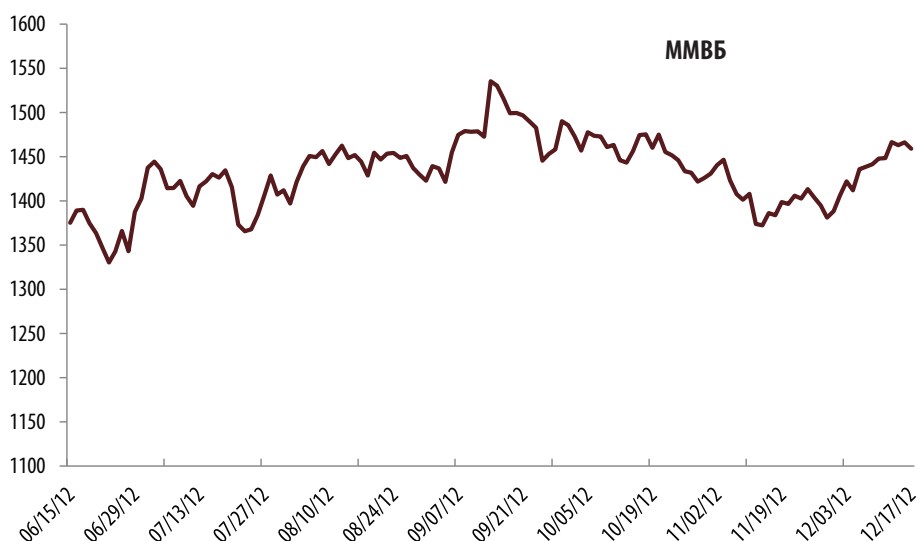
ПРОГНОЗ НА I КВ. 2013 Г.

Сейчас уже можно констатировать, что в 2012 году посткризисные проблемы мировой экономики («фискальный обрыв» в США, долговые проблемы европейских стран и замедление темпов роста ведущих экономик мира - подробнее читайте в первом разделе данной Стратегии) продолжили существовать, а их разрешение перенесено до лучших времён. На наш взгляд, в I квартале 2013 года, вероятно, будет разрешена проблема «фискального обрыва» в США, в остальном всё останется по-прежнему — необходимое «хирургическое вмешательство» в мировую финансовую систему будет откладываться, а возникающие дыры будут «заделываться» локально.

Такое положение дел сохранит нервозность на фондовых рынках — сильного роста в ближайшие месяцы мы не ждём. Восстановления рынков можно ожидать, когда мировая экономика начнёт показывать признаки оживления (фондовые рынки традиционно первыми реагируют на признаки восстановления), либо центробанки ведущих стран увеличат размеры программ стимулирования экономики (в этой связи упомянем даты заседаний ФРС США в I квартале 2013 года - 29-30 января и 19-20 марта). Вместе с тем, благодаря сохраняющейся напряжённости на Ближнем Востоке, мы ожидаем в I квартале высоких цен на нефть, что поддержит отечественный фондовый рынок (Brent продолжит торговаться выше 100 долларов за баррель). Дополнительными факторами поддержки наших индексов могут стать смягчение политики ЦБ РФ (не исключено продолжение снижения учётной ставки) и наметившийся приток средств на развивающиеся рынки.

Вместе с тем, в случае обострения долговых проблем европейских стран российские индексы ждёт двойной удар — на них будет давить снижение индексов развитых стран и падение нефтяных цен. В таких условиях российский фондовый рынок может стать лидером падения, индексы могут упасть на 10-20%. Исходя из этих условий, мы рекомендуем избирательно подходить к выбору акций для вложения средств. В I квартале при благоприятной конъюнктуре на рынках правительство России продолжит проведение программы приватизации. Наиболее вероятным видится размещение акций ВТБ (банк анонсировал планы IPO на 2-3 млрд долларов) — банк постарается повторить сентябрьский успех «Сбербанка». Кроме того, планы провести размещение в начале следующего года имеет ещё одна финансовая организация — «Московская Биржа».

ГРАФИК 35. Индекс ММВБ



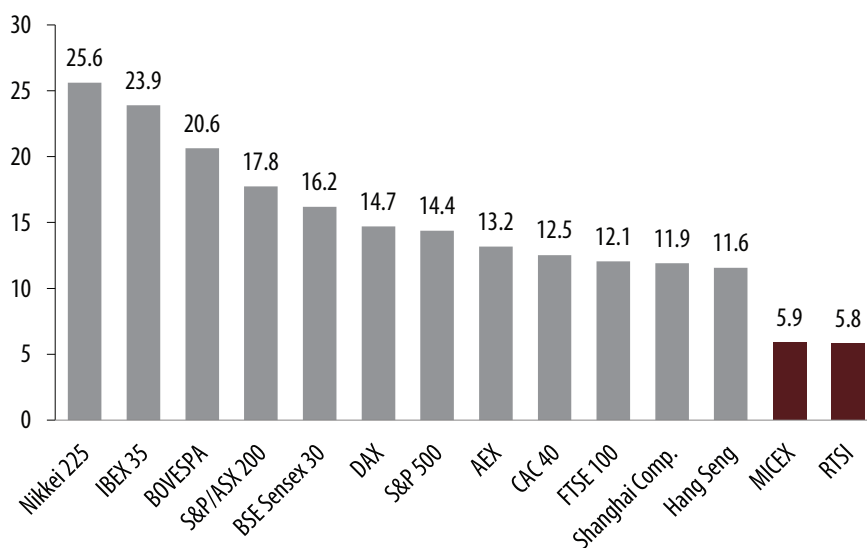
Источник: ММВБ

26.12.2012

СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Российский фондовый рынок продолжает оставаться одним из самых недооценённых — он заметно дешевле зарубежных аналогов. В текущий момент показатель «Цена/Прибыль» (P/E) российского рынка составляет менее чем 6. В то же время бразильский и индийский рынок оценены в 3 раза дороже, а китайский — более чем в 2 раза. Безусловно, потенциал российского рынка огромен. В то же время пока не ясно, когда этот потенциал начнёт отыгрываться.

ГРАФИК 36. Текущее соотношение Цена/Прибыль основных государственных индексов

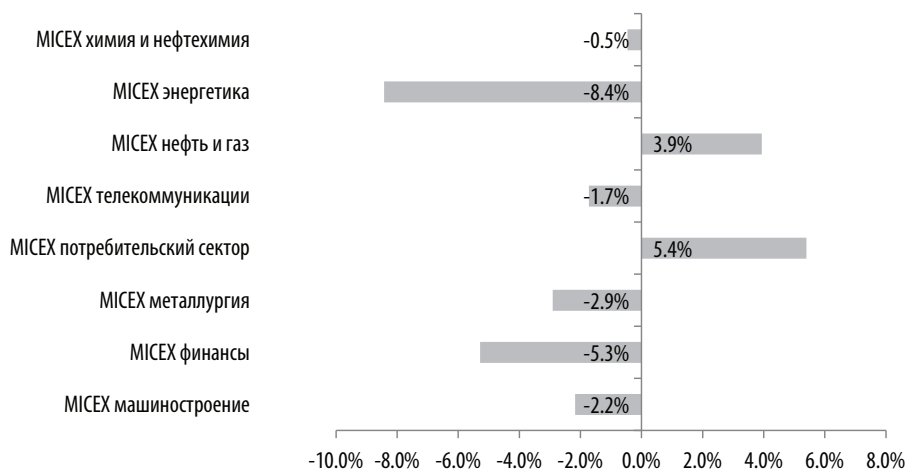


Источник: Bloomberg

ОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ

В 4 квартале отраслевые сектора показали неоднородную динамику. Индексы энергетического MICEX PWR и финансового секторов MICEX FNL снизились на 8.4% и 5.3% соответственно. Небольшое снижение было также в металлургическом и машиностроительном секторах (-2.9% и -2.2%). Динамику лучше рынка показали нефтегазовый и потребительский сектора — их секторальные индексы выросли на 4% и 5.4% соответственно.

ГРАФИК 37. Динамика секторальных индексов ММВБ за IV квартал 2012 года



Источник: Bloomberg

26.12.2012

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 13. Динамика акций нефтегазового сектора в IV кв. 2012 г.

Компания	На начало квартала, 1.10.2012	На конец квартала, 17.12.2012	Изменение, %	
ЛУКОЙЛ	1 957.7	2 011.3	3%	▲
РОСНЕФТЬ	213.1	261.2	23%	▲
Газпром	160.9	139.9	-13%	▼
Газпромнефть	154.5	147.7	-4%	▼
Башнефть	1 902.2	1 790.1	-6%	▼
Сургутнефтегаз (прив)	21.5	20.5	-5%	▼
Татнефть	207.2	212.4	2%	▲
НОВАТЭК	363.7	343.6	-6%	▼

Источник: ММВБ

На продолжении всего 2012 года цены на нефть держались на высоком уровне. Этому способствовала высокая напряжённость на Ближнем Востоке — Турция стянула войска к границе с Сирией, а Израиль — к сектору Газа, начав обстрел этих территорий. Такая ситуация повышает риски сбоя поставок энергоносителей из региона.

Исходя из высоких цен, российские ВИНК покажут рекордные показатели по выручке по итогам года. Впрочем, результаты по прибыли возрастут не сильно — большая часть маржи за «чёрное золото» уходит государству в качестве налогов, прибыль компаний же практически стабильна.

В 2013 году Минэкономразвития ожидает снижения добычи нефти — выпадающие объёмы, добываемые в Западной Сибири пока нечем заменить. При этом цены на нефть по прогнозам Всемирного банка будут держаться на стабильном уровне. Главные опасения у нас вызывают низкие цены на газ, что связано с эффектом замещения его сланцевым газом в США и Европе.

Главным событием 4 квартала в секторе стала новость о планах покупки «Роснефтью» ТНК-ВР — третьей по размерам нефтяной компании России. При этом «Роснефть» планирует выкупить доли обоих нынешних акционеров за 61 млрд долларов (с ними заключены юридически обязывающие соглашения). После присоединения ТНК-ВР «Роснефть» будет добывать почти 50% российской нефти (более 200 млн тонн нефти в год). Усилятся позиции компании на мировом рынке — «Роснефть» станет крупнейшей публичной нефтяной компанией (за скобками тут остаются национальные нефтяные компании, например Saudi Aramco в Саудовской Аравии) по уровню запасов и добычи. Соответственно, увеличится и её влияние на мировых рынках (вероятно, поэтому сделку поддержали российские власти). Главный вопрос — где «Роснефть» возьмёт средства на столь масштабную сделку. На 30 сентября на балансе «Роснефти» в строке «Денежные средства» значилось 8 млрд долларов, ещё 3 млрд долларов было привлечено за счёт размещения евробондов в ноябре, 10-15 млрд долларов компания может привлечь у своих дочерних компаний, а также контрагентов-нефтяных трейдеров (Shell, Total, Glencore и Vitol) в счёт будущих поставок нефти. Но в любом случае компания будет вынуждена привлекать банковские кредиты. Зарубежные банки вряд ли согласятся выделить средства под эту сделку (во многих странах есть лимиты по выделению средств по каждой стране), так что, вероятно, «Роснефти» придётся использовать своё лобби, дабы кредит выделил какой-либо из государственных банков (ВЭБ, «Сбербанк»). Учитывая высокие дивидендные выплаты ТНК-ВР (компания генерирует свободный поток в несколько

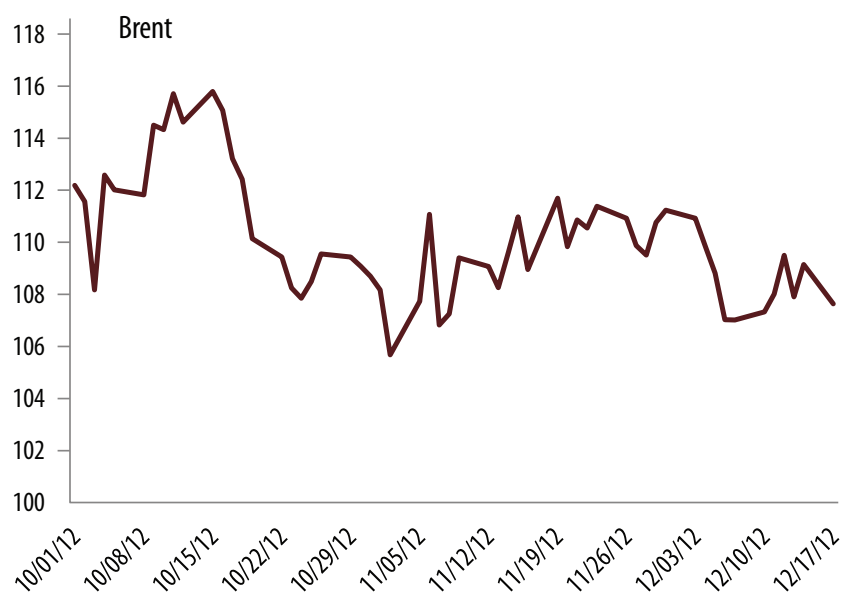
СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

миллиардов долларов в год), эта инвестиция окупится примерно за 10 лет. Однако, отметим, что «Роснефть» взяла на себя риск снижения нефтяных цен на этот период – ведь покупка ТНК-ВР проводится исходя из текущих высоких цен на «чёрное золото», однако нет никаких гарантий, что нынешние цены продержатся ближайшие несколько лет и стоимость покупаемого актива не снизится.

После сделки в два раза возрастёт долговая нагрузка «Роснефти». За вычетом долгового риска акции «Роснефти» являются нашими фаворитом в нефтегазовом секторе. Компания демонстрирует стабильно высокие финансовые показатели и является одной из самых эффективных в нефтегазовом секторе компаний по расходам. В ближайшие годы «Роснефть» может стать ключевой компанией для освоения месторождений на арктическом шельфе в партнёрстве с зарубежными компаниями, что повысит привлекательность акций «Роснефти» в глазах зарубежных инвесторов.

ГРАФИК 38. Стоимость барреля нефти Brent в IV квартале



Источник: Bloomberg

По базовым мультипликаторам российские нефтегазовые компании дешевле зарубежных аналогов, что увеличивает инвестиционную привлекательность сектора.

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

ТАБЛИЦА 14. Сравнительные показатели российских и мировых нефтегазовых компаний

Компания	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Россия			
Газпром	3.2	2.6	1.0
Роснефть	6.5	5.6	1.2
ЛУКОЙЛ	5.1	3.2	0.5
TNK-BP	3.9	2.3	0.5
Сургутнефтегаз	4.4	1.8	0.6
Газпром Нефть	3.9	3.4	0.7
Татнефть	5.9	4.6	0.8
Башнефть	5.4	4.9	0.9
Среднее	4.8	3.5	0.76
Развитые страны			
Statoil	5.4	1.8	0.6
Exxon Mobil	11.2	4.7	0.9
Shell	8.1	4.0	0.5
Chevron	9.2	3.6	0.8
Total	8.3	3.3	0.6
BP	7.4	4.2	0.5
CopocoPhillips	8.6	3.9	0.9
ENI	9.0	3.0	0.8
Среднее	8.4	3.6	0.70
Развивающиеся страны			
MOL	13.2	5.1	0.6
ONGC	7.8	3.8	1.3
PetroChina	13.9	6.2	0.9
CNOOC	9.5	4.3	2.3
BG GROUP	14.6	6.0	3.0
Petrobras	14.0	6.5	1.4
Occidental Petroleum	10.5	4.6	2.7
Repsol	9.0	5.3	0.6
Среднее	11.6	5.2	1.48

Источник: Bloomberg

К примеру, отношение P/E для «Газпрома» составляет 2.6. «Газпром» оценён меньше чем в три годовые прибыли — самый низкий среди российских «голубых фишек» показатель. Это связано с негативным взглядом на компанию западных инвесторов — им не нравится, что прибыль «Газпрома» не доходит до миноритарных акционеров, а расходуется на бонусы менеджеров и капитальные затраты. При росте капитальных затрат «Газпром» планирует направлять на дивидендные выплаты не менее 25% чистой прибыли — на наш взгляд, трудно реализуемые планы.

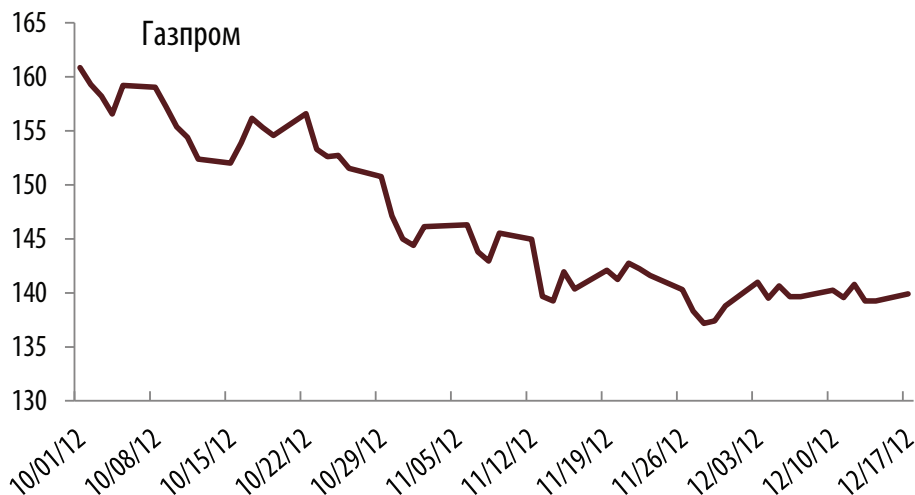
В этом году «Газпром» столкнулся с новым вызовом — продажи газа в Европе упали на 10%, а этот рынок обеспечивает 2/3 экспорта газа. Европейцы начинают переходить на сланцевый газ и СПГ. Впрочем, нынешняя зима прогнозируется холодной, так что без российского газа Европе не обойтись. Вероятно, нас ждут новые споры о ценообразовании контрактных цен на газ — «Газпром» настаивает на привязке цен на нефть (цены на газ сейчас на невысоком уровне, в отличие от нефтяных). Евросоюз инициировал против «Газпрома» антимонопольное расследование по вопросу завышения цен. Ответ газового монополиста

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

последовал на государственном уровне — Владимир Путин подчеркнул стратегический статус «Газпрома» и его базирование вне юрисдикции ЕС. Определённые сложности «Газпром» испытывает и на внутреннем рынке — ряд энергетических компаний («Э.ОН Россия», «Фортум») заключил контракты на поставку газа с независимыми поставщиками газа — «НОВАТЭКом» и другими, проявляющими большую гибкость в переговорах о цене. Это может привести к снижению добычи «Газпрома» на 500 млрд метров³.

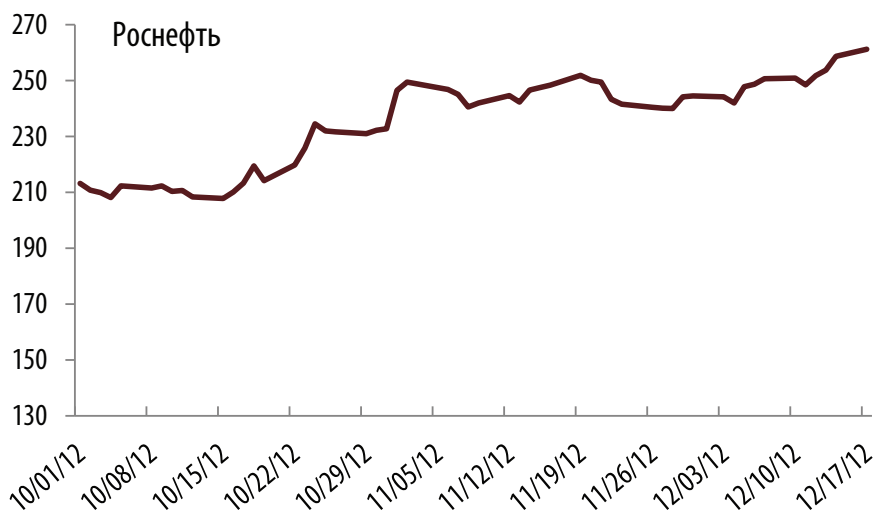
ГРАФИК 39. Результаты торгов акциями Газпром в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

Непростая ситуация и в «НОВАТЭКе» — «ИНТЕР РАО» заключило 25-летний контракт на поставку газа с «Роснефтью» на 14-15 млрд куб. м. газа ежегодно. «ИНТЕР РАО» — крупнейший покупатель «НОВАТЭКа» (25% сбыта). Кроме того, «Газпром» не исключил, что откажется от закупок газа у независимых производителей. В этой ситуации «НОВАТЭКу» придётся находить покупателей на выпадающий объём, что несколько ударяет по позициям активно развивающейся компании. В остальном мы позитивно смотрим на перспективы «НОВАТЭКа» — с 2013 года компания планирует выплачивать высокие дивиденды, а правительство поддерживает проект компании «Ямал-СПГ». Также позитивно мы смотрим на недавнюю покупку «НОВАТЭКом» 49% акций Nortgas за 1.4 млрд долларов.

ГРАФИК 40. Результаты торгов акциями «Роснефти» в IV квартале 2012 года



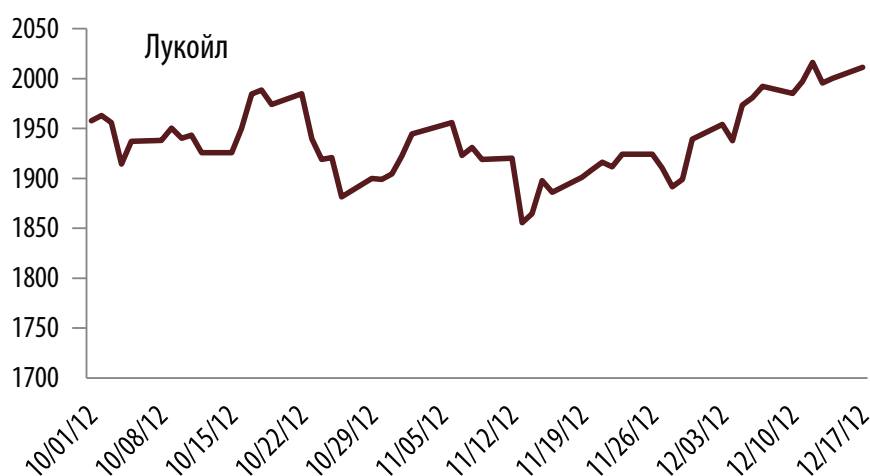
Источник: ММВБ

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

Умеренно-позитивно мы смотрим на перспективы «ЛУКОЙЛа» – единственной крупной частной нефтяной компании в России. «ЛУКОЙЛ» опубликовал неплохую отчетность за 3 квартал (чистая прибыль выросла на 245% к/к до 3.5 млрд долларов, а EBITDA - на 57% до 5.4 млрд долларов), компания планирует увеличить дивиденды и продолжать выкупать акции с рынка. Минусы компании также известны – отсутствие сильного лобби на государственном уровне и падение добычи на месторождениях Западной Сибири на 5% ежегодно, а эффекта от зарубежных проектов (Казахстан, Узбекистан и Ирак) пока нет. По сравнительным показателям он торгуется дешево – P/E составляет 5, на наш взгляд, уровень привлекательный для покупки.

ГРАФИК 41. Результаты торгов акциями «ЛУКОЙЛа» в IV квартале 2012 года



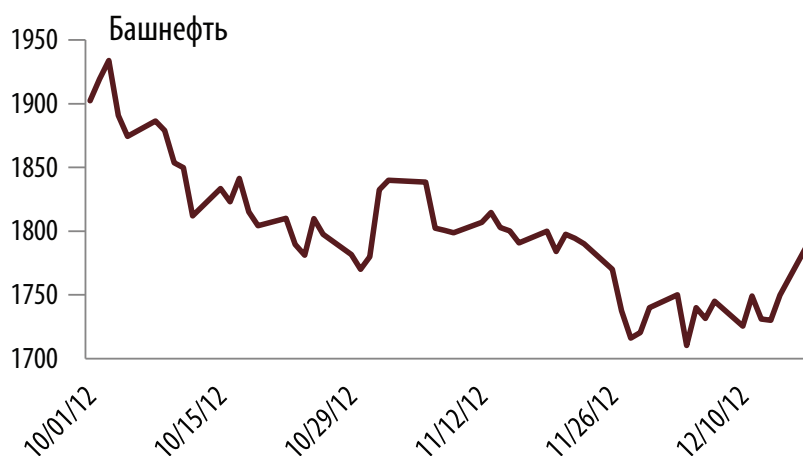
Источник: ММВБ

Умеренно-позитивно мы смотрим и на перспективы «Транснефти» - с 1 октября 2012 года экспортная пошлина на российскую нефть увеличена до 418.9 доллара за тонну, что позитивно скажется на финансовых результатах компании.

В конце 1 квартала вероятен повышенный интерес к бумагам с высокими дивидендными выплатами - привилегированным акциям «Сургутнефтегаза», «Татнефти», «Башнефти». Учитывая высокие денежные потоки в 2012 году, по этим бумагам вероятно высокая дивидендная доходность - 8-12% стоимости. Большинство госкомпаний («Газпром», «Роснефть», «Сбербанк» и др.) в этом году также заплатит высокие дивиденды (не менее 25% от чистой прибыли), выполняя директиву российского правительства. На наш взгляд компании, бумаги с высокими дивидендами («префы» «Сургутнефтегаза», «Татнефти», «Башнефти») покажут неплохую динамику в 1 квартале. Наш фаворит - «Башнефть» - продолжает наращивать ресурсную базу (напомним, получение лицензии на месторождение Требса-Титова) и владеет крупными перерабатывающими активами, что обеспечивает высокую интегрированность бизнеса. Компания показывает хорошие финансовые результаты и планирует провести SPO в Лондоне.

26.12.2012

ГРАФИК 42. Результаты торгов акциями Башнефти в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 15. Динамика акций металлургического сектора в IV кв. 2012 года

Компания	На начало квартала, 1.10.2012	На конец квартала, 17.12.2012	Изменение, %	
Норильский Никель	5037.0	5573.0	11%	▲
ММК	11.5	10.5	-9%	▼
НЛМК	64.7	62.0	-4%	▼
Распадская	84.9	61.3	-28%	▼
Мечел	226.0	209.4	-7%	▼
Северсталь	400.3	354.5	-11%	▼
Полюс Золото	1035.7	914.1	-12%	▼

Источник: ММВБ

В 4 квартале положение компаний «чёрной металлургии» ухудшилось. На фоне напряжённой ситуации в мировой экономике спрос на металлопрокат и уголь снизился. Металлургическая отрасль традиционно наиболее чувствительна к замедлению экономики (т.к. в периоды кризиса спрос на их продукцию падает сильнее всего), поэтому нынешнее положение вещей вызывает определённые опасения. В случае если мировой спрос на металлопрокат не восстановится, компании сектора могут испытать заметные проблемы.

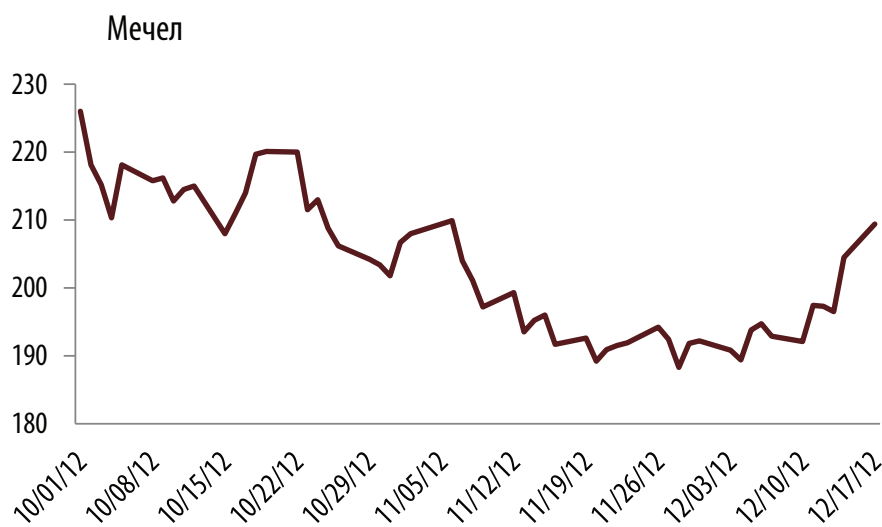
В 4 квартале «Мечел» вынужденно остановил свои производства в Румынии и на Украине, а НЛМК — в Бельгии из-за низкого спроса на продукцию в Европе. Не исключено, что в следующем году компании прибегнут к остановке домн, как это было в 2008 году (это радикальный сценарий, т.к. запуск остановленной домны — дорогостоящий процесс). Наиболее сильно при таком сценарии пострадают компании с повышенной долговой нагрузкой — «Мечел», Evraz, «РУСАЛ». Так, у «Мечела» чистый Долг/ЕБИТДА вырос до 5.5 — это очень высокий показатель (9.5 млрд долларов чистого долга при ЕБИТДА 1.5 млрд долларов) — компании тяжело обслуживать такой долг. Текущее соотношение Долг/ЕБИТДА не укладывается в договорённости с банками-кредиторами. На данный момент «Мечел» ведёт с ними переговоры, чтобы банки не применяли к нему санкций. Аналогичные переговоры ведёт Evraz Group — Evraz допустил превышение чистый Долг/ЕБИТДА уровня 3.5 (чистый долг превысил 6 млрд долларов), а «РУСАЛ» уже договорился

26.12.2012

с кредиторами о продлении «кованантных каникул» по кредиту на 4.75 млрд долларов до конца 2013 года.

Наиболее тревожная ситуация у «Мечела» — против компании играет снижение цен на уголь, и она вынужденно пересмотрела а стратегию развития и выставила на продажу ряд активов, а совет директоров рекомендовал оценить возможность продажи стратегическому партнеру миноритарного пакета горнодобывающей «дочки» «Мечел-Майнинг».

ГРАФИК 43. Результаты торгов акциями Мечела в III квартале 2012 года



Источник: ММВБ

Из событий квартала отметим продажу акций «Распадской», принадлежащих менеджменту компании «Евразу». «Распадская» до сих пор не восстановила свою главную шахту после аварии в мае 2010 года (вероятно, для восстановления нужны масштабные вложения, или это вообще невозможно). «Евразу» так и не удалось найти покупателя на этот актив (переговоры велись с «Северсталью», НЛМК и другими «металлургами» - не сходились в цене актива). По всей видимости, «Евраз» принял решение самостоятельно заняться восстановлением шахты. Затраты на восстановление «Распадской» оцениваются в 150-250 млн долларов (в случае необходимости восстановления только оборудования и инфраструктуры) до 600-700 млн долларов (в случае необходимости строить шахту заново). Возможно, после этого «Распадская» вновь будет выставлена на продажу. «Евраз» не стал выставлять оферту на выкуп акций «Распадской» миноритариям, что негативно сказалось на её котировках. Намного лучше в 4 квартале чувствовали себя компании «цветной металлургии». По всей видимости, стимулирующие меры властей в Китае — крупнейшем потребителе цветных металлов (40% мирового потребления никеля и меди) — возымели своё действие. Спрос на никель, медь, палладий возрос.

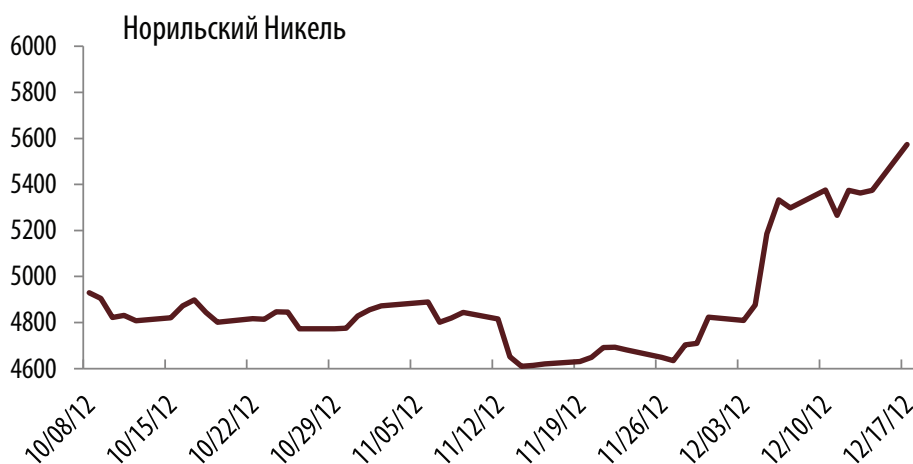
Наилучшую динамику среди бумаг сектора показал ГМК «Норильский Никель» (+ 12%). Акции компании поддержали достигнутые договорённости между мажоритариями - «РУСАЛом» и «Интерросом». Напомним, между Потаниным и Дерипаской долгое время существовал конфликт, недовольство которым выражало даже руководство страны (Путин и Медведев). «Арбитром» для разрешения спора был призван Роман Абрамович - бизнесмен, пользующимся у сторон уважением и знающим российский бизнес и лично Дерипаску и Потанина. При этом Абрамовичу был продан 7,3% пакет квазиказначейских акций (вероятно по цене не выше 2 млрд долларов, дабы Абрамович получил экономическую выгоду от участия в процессе). По результатам соглашения генеральным директором ГМК «Норильский Никель» стал Владимир Потанин, а на следующем собрании акционеров (11 марта 2013 года) будет изменён состав совета директоров - в него войдёт равное количество представителей «Интерроса» и «РУСАЛа», 2-3 представителя Millhouse и 3 независимых директора, а. Главная интрига — как изменится дивидендная политика компании. Олег Дерипаска, вероятно, будет настаивать

26.12.2012

на увеличении дивидендов. На текущий момент ГК «Норильский никель» отправляет на дивиденды 25% чистой прибыли, если это число увеличится до 50%, то получаемыми от ГК дивидендами Дерипаска сможет полностью обслуживать долговую нагрузку «РУСАЛа». Впрочем, возможно, дивиденды будут сохранены на текущем уровне — на наш взгляд, такой вариант всех устроит.

Рынок позитивно воспринял прогресс в переговорах между Потаниным и Дерипаской — этот фактор долгое время не давал расти акциям компании. ГК «Норникель» — уникальный актив — один из крупнейших мировых производителей никеля, меди и палладия, обладающий рудами с высоким содержанием этих металлов, при этом с высоким показателем рентабельности. На текущий момент компания заметно недооценена по сравнению с аналогами (например, австралийскими ВНР Billiton и Rio Tinto). Впрочем, рынок, возможно, поспешил отыграть разрешение конфликта — опыт показывает, что и Потанин и Дерипаска привыкли управленчески контролировать свои активы и принимать решения самостоятельно. «Двум медведям в одной берлоге ужиться сложно» — возможно, конфликты (теперь уже между тремя сторонами — к числу акционеров присоединился Абрамович) будут продолжены. Тем более, что лондонские слушания между Потаниным и Дерипаской пока лишь были перенесены с декабря на февраль. На наш взгляд, разрешением конфликта можно будет считать лишь продажу одной из долей — «РУСАЛа» и «Интерроса» — всё остальное является лишь временными соглашениями. В ноябре на руку акциям ГК сыграл 15% рост цен на палладий (ГК — крупнейший мировой производитель этого металла), но в начале года мы не исключаем небольшого отката акций ГК вниз.

ГРАФИК 44. Результаты торгов акциями ГК Норильский Никель в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

Достаточно стабильно в 4 квартале торговались акции «Полюс Золото» — слухи о продаже своей доли в Polyus Gold Михаила Прохорова (37.8%) другому крупному акционеру компании — Сулейману Керимову — не нашли своего подтверждения. Соответственно, исчез и основной драйвер роста этих бумаг. Цены на золото в 4 квартале торговались в узком боковике 1650-1750 долларов за тройскую унцию, с этой стороны также влияния на котировки «Полюс Золото» не было.

Резюмируя, в 1 квартале мы ожидаем, что сохранится динамика представителей цветной металлургии лучше акций чёрной металлургии. Для последних многое будет зависеть от ситуации в мировой экономике. Если спрос не восстановится, компании столкнутся с серьёзными проблемами. Если же нынешнее состояние мировой экономики — лишь локальная просадка, то в ближайшее время мы увидим восстановление металлургического сектора. В некоторой степени, российских металлургов должен поддерживать внутренний спрос — темпы инфраструктурного строительства сохраняются на высоком уровне благодаря подготовке к проведению Олимпиады-2014 в Сочи и Чемпионату Мира по футболу-2018. На наш взгляд, из компаний сектора внимание стоит обратить на «Северсталь» и ММК — компании имеют низкую долговую нагрузку и ориентированы на внутренний рынок.

26.12.2012

Менее оптимистично мы смотрим на перспективы Лукойла. Добыча компании на месторождениях Западной Сибири падает на 5% ежегодно. Одна из целей компании - восстановление ресурсной базы. Новые проекты в России компания давно не получала (можно отметить лишь увеличение доли в Нарьянморнефтегаз, добывающей порядка 7 млн тонн нефти в год и совместную с Башнефтью разработку месторождения Требса и Титова) и планирует развиваться за счёт зарубежных проектов (основные направления – Казахстан, Узбекистан и Ирак).

Из компаний второго эшелона мы выделяем Башнефть. Компания активно наращивает ресурсную базу и владеет крупными перерабатывающими активами, что обеспечивает высокую интегрированность бизнеса. Компания показывает хорошие финансовые результаты. Также немаловажно, что компания платит высокие дивиденды (дивидендная доходность по ним за последние годы составляла 10-15%), также как и у ещё одного представителя нефтегазового сектора – Татнефти, которая заметно дешевле по сравнению с аналогами, а её акции выглядят привлекательно для вложения средств.

ТЕЛЕКОМУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 16. Динамика акций телекоммуникационного сектора в IV кв. 2012 года

Компания	На начало квартала, 1.10.2012	На конец квартала, 17.12.2012	Изменение, %	
Ростелеком	138.61	116.70	-16%	▼
МТС	231.25	241.58	4%	▲

Источник: ММВБ

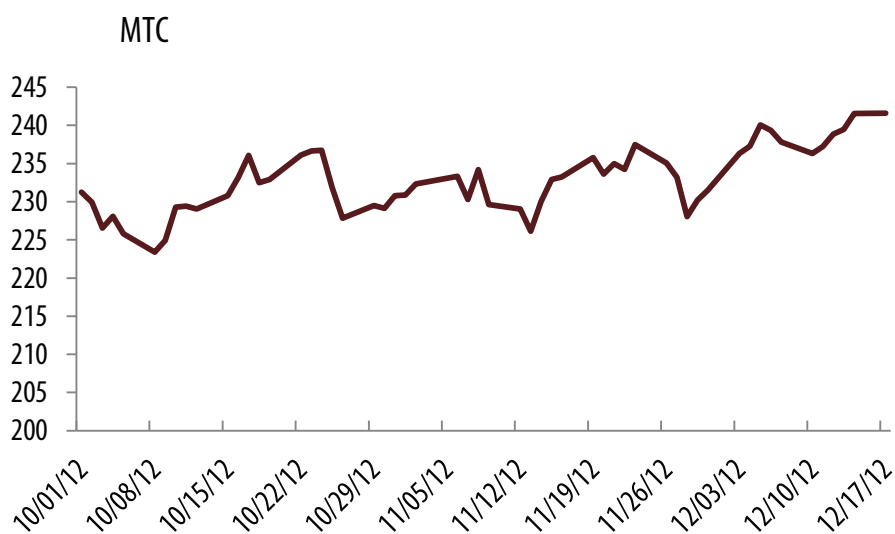
В 4 квартале для телекоммуникационного сектора отметим одну плохую новость (для «Ростелекома») и одну хорошую (для «МегаФона»). Начнём с хорошей. 28 ноября «МегаФон» провёл успешное размещение акций на LSE по нижней границе ценового диапазона (20 долларов). Перед IPO «МегаФон» опубликовал хорошую отчётность за 9 месяцев, а также согласовал с ФАС покупку 50% «Евросети» за 1,33 млрд долларов. Последнее позволило компании к 3.75 тыс. своих и партнёрских салонов добавить 5.5 тыс. салонов «Евросети». Инвесторы проявили заметный спрос на акции «МегаФона» – книга заявок была переподписана в полтора раза. Рынок легко «проглотил» объём 1,7 млрд долларов – а ведь это треть от SPO «Сбербанка». «МегаФон» - один из лидеров российского телекоммуникационного сектора, при этом у компании неплохо развита сеть 3G, мобильный интернет, высокая рентабельность и компания готова платить высокие дивиденды. При размещении «МегаФон» был оценён по мультипликаторам в 4.7x EV/EBITDA и 24x P/E – аналогично сейчас рынки оценивают и его ближайших конкурентов – МТС и «ВымпелКом». После размещения агентство MSCI объявило о включении акций «МегаФона» в расчёт индексы MSCI Russia, что обеспечило им дополнительный спрос. Акции «Ростелекома» в ноябре-декабре упали более чем на 10% на фоне новости о следственно-оперативных мероприятиях в офисе фонда Marshall Capital (крупнейшего миноритария «Ростелекома»), а также по месту жительства главы компании «Ростелеком» Александра Провоторова (с 2005 до 2009 года он был гендиректором Marshall Capital) и главы Marshall Capital Константина Малофеева. Обыски проводились по уголовному делу о хищении 200 млн долларов у банка ВТБ. Основанием для обысков был «молочный бизнес» фонда Marshall Capital, и к деятельности «Ростелекома» он не имел отношение. Претензии МВД к руководству Marshall Capital не повлияли на деятельность «Ростелекома» – ни в стратегическом, ни в операционном плане. Тем не менее, уголовные дела могут повлиять на кадровые перестановки в компании, в том числе, к отставке нынешнего президента Провоторова. Российский фондовый рынок в очередной раз подтвердил, что не любит политические интриги, отреагировав на новости распродажами акций «Ростелекома». В какой-то момент распродажи усилились – возможно, это связано со срабатыванием стоп-ордеров ряда участников рынка.

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

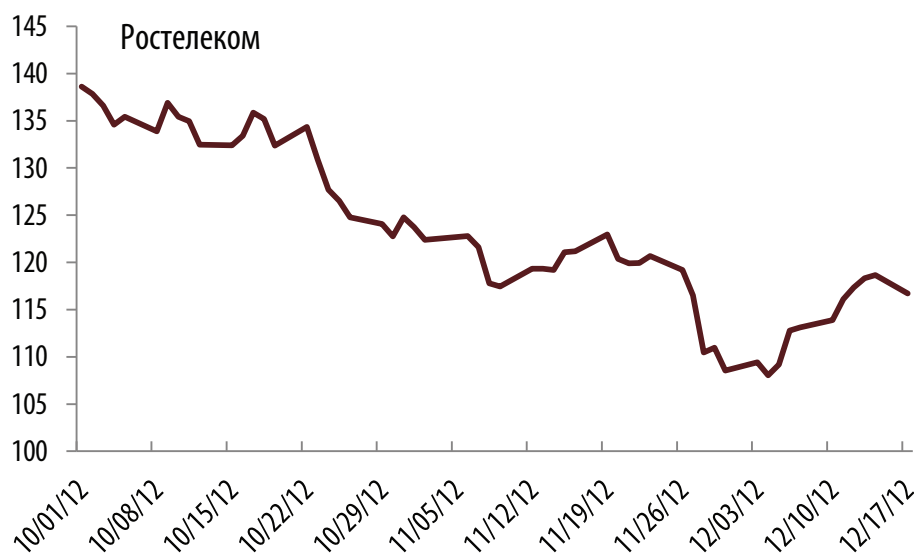
В 1 квартале 2013 года мы ждём от телекоммуникационного сектора динамики лучше рынка. Компании сектора показывают стабильный рост финансовых и операционных показателей, а уровень проникновения мобильной связи в РФ достаточно высокий (140-160%). Большинство компаний сектора планирует выплатить высокие дивиденды за 2012 год, что поддержит спрос. Кроме того, телекоммуникационный сектор считается защитным на случай мирового кризиса, т.к. спрос на его услуги стабилен. На наш взгляд, текущие уровни «Ростелекома» выглядят привлекательными для покупки. Драйверами роста могут стать изменение дивидендной политики компании (она до сих пор не утверждена) или размещение в Лондоне. В перспективе «Ростелеком» может стать «голубой фишкой» российского фондового рынка, представляющий российский телекоммуникационный сектор.

ГРАФИК 45. Результаты торгов акциями МТС в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

ГРАФИК 46. Результаты торгов акциями Ростелеком в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

26.12.2012

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

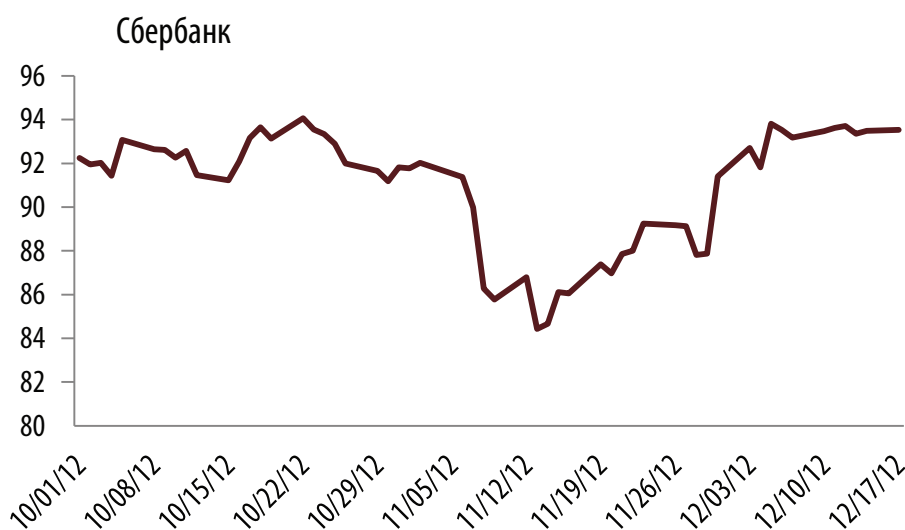
ТАБЛИЦА 17. Динамика акций банковского сектора в IV кв. 2012 года

Компания	На начало квартала, 1.10.2012	На конец квартала, 17.12.2012	Изменение, %	
Сбербанк	92.3	93.5	1%	▲
ВТБ	0.0538	0.0540	0%	▲
Банк Санкт-Петербург	65.6	52.1	-21%	▼
Банк Возрождение	615.5	565.4	-8%	▼

Источник: ММВБ

В 4 квартале ситуация на мировых рынках была достаточно стабильной. Несмотря на сохраняющиеся риски (долговые проблемы европейских стран, «фискальный обрыв» в США) серьёзных потрясений не было. Однако отметим, что «кредитный бум» в России пошёл на спад — корпорации стали брать меньше кредитов, да и потребительское кредитование на данный момент имеет ограниченный потенциал роста (да и его доля в общем проценте кредитов не велика). Сами банки признают это - «Сбербанк» прогнозирует снижение темпов роста потребительского и корпоративного кредитования в следующем году и предупреждает, что это может негативно сказаться на финансовых показателях банка.

ГРАФИК 47. Результаты торгов акциями «Сбербанка» в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

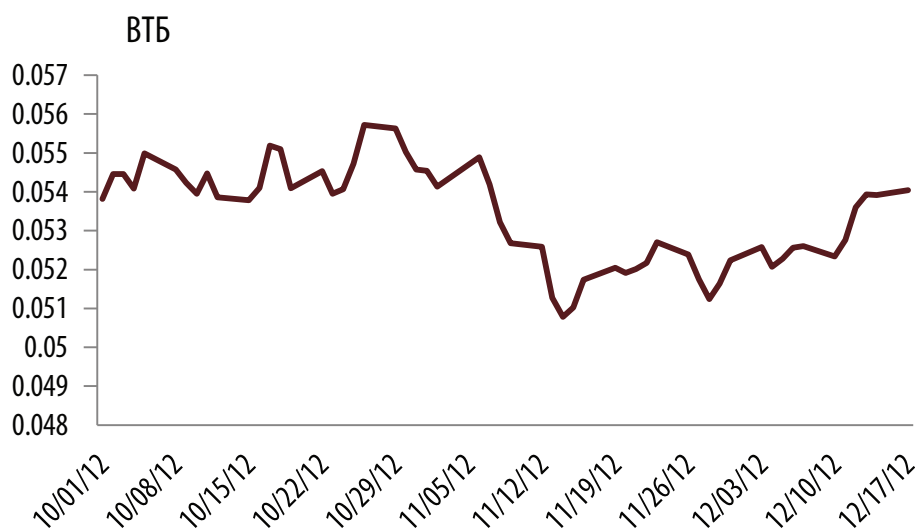
После SPO «Сбербанка» в середине сентября, в октябре размещение акций попытался провести «Промсвязьбанк» (по цене ниже уставного капитала), но IPO было перенесено на более поздний срок — не было достаточного спроса. В начале следующего года SPO на 2-3 млрд долларов планирует провести ВТБ. Успех размещения будет определяться общей конъюнктурой на финансовых рынках.

«Сбербанк» остаётся нашим фаворитом в финансовом секторе — банк демонстрирует стабильный рост финансовых показателей, а также расширяется географически (за последний год были приобретены австрийский Volksbank International и турецкий Denizbank AS). Акции ВТБ, на наш взгляд, представляют меньшую привлекательность — председателю совета директоров банковской группы Костину, по нашему мнению, до сих не удалось на его базе создать инвестиционный банк международного уровня.

26.12.2012

Мы не рекомендуем для вложений акции российских банков из второго эшелона («НОМОС-банк», «Возрождение», «Росбанк») — риски для них в случае ухудшения ситуации в мировой экономике слишком велики. В отличие от государственных «Сбербанка» и ВТБ, они не могут рассчитывать на государственную поддержку по предоставлению дополнительного фондирования. Интересным может быть только вложение в привилегированные акции банка Санкт-Петербург — их дивидендная доходность может составить 10-15%, а реестр акционеров традиционно закрывается в марте.

ГРАФИК 48. Результаты торгов акциями «ВТБ» в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

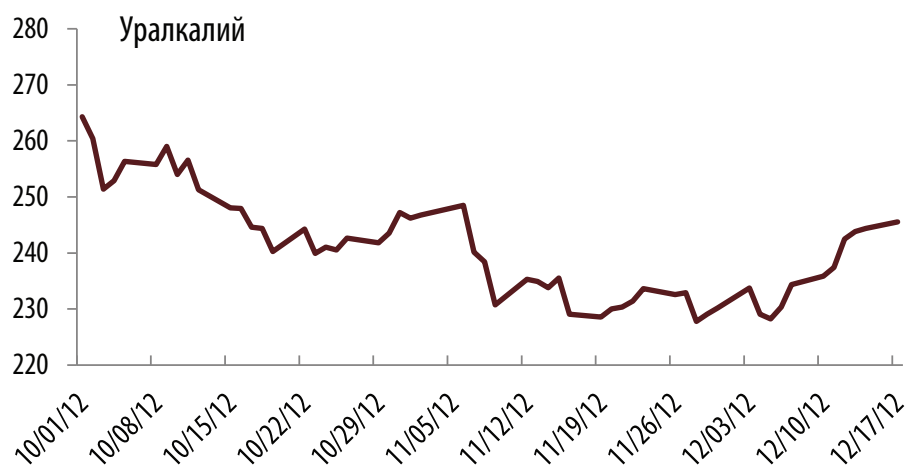
СЕКТОР МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ

На наш взгляд, в 2013 год спрос на минеральные удобрения будет на высоком уровне — после низкого урожая 2012 года фермеры повысят объём закупки удобрений. Кроме того, «Уралкалий», вероятно, заключит годовые контракты на поставку хлористого калия с крупнейшими потребителями - Китаем, Индией и Бразилией. В прошлом году на складах этих стран сохранялся высокий уровень запасов поташа (к примеру, в Китае он соответствовал двухгодичному потреблению), но в этом году эти страны будут вынуждены производить закупки. По словам генерального директора «Уралкалия» Баумгертнера, соглашение о поставках в Индию планируется заключить в начале 2013 года, а с китайскими потребителями — в течение 1 квартала следующего года. Дополнительный позитив для акций «Уралкалия» — вступление России в ВТО (это обеспечит ему усиление позиций на мировых рынках) и продолжение программы скупки акций с рынка (на 1.64 млрд долларов), однако потенциал этих бумаг ограничен в связи с сокращением своих позиций основными акционерами.

Мы позитивно смотрим на перспективы «ФосАгро» — акции компании обладают перспективой роста благодаря высоким дивидендам и либерализации апатитового рынка (дающей возможность поставлять на экспорт апатитовый концентрат с премией к внутренним ценам). Неплохими перспективами обладает и «Акрон» — в этом году на промышленные объёмы выйдет Олений Ручей, который обеспечит компанию апатитом для собственных нужд.

26.12.2012

ГРАФИК 49. Результаты торгов акциями «Уралкалий» в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 18. Динамика акций энергетического сектора в IV кв. 2012 года

Компания	На начало квартала, 1.10.2012	На конец квартала, 17.12.2012	Изменение, %	
Холдинг МРСК	2.449	1.995	-19%	▼
ФСК	0.24	0.21	-11%	▼
Интер РАО	0.0273	0.0251	-8%	▼
РусГидро	0.87	0.74	-15%	▼
ОГК-2	0.4014	0.3482	-13%	▼
Е.ОН Россия	2.79	2.58	-8%	▼
ОГК-5	1.854	1.58	-15%	▼
МОЭСК	1.24	1.48	19%	▲
МРСК Центр	0.63	0.53	-16%	▼
МРСК ЦП	0.17	0.17	3%	▲
МРСК Волги	0.07538	0.07056	-6%	▼
МРСК Урала	0.17	0.21	24%	▲
МРСК Сибири	0.0938	0.091	-3%	▼
ТГК-1	0.0070	0.0062	-12%	▼
Мосэнерго	1.4668	1.3455	-8%	▼

Источник: ММВБ

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

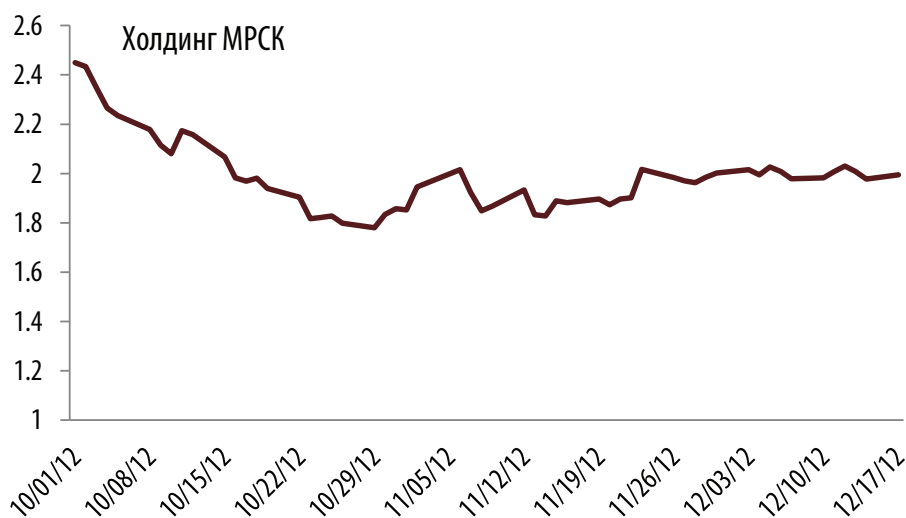
26.12.2012

В последние кварталы энергетический сектор находился под давлением. Не стал исключением и 4 квартал — акции сектора были одними из лидеров снижения (отраслевой индекс снизился на 8.4 %). Основные негативные факторы — сдерживание роста тарифов со стороны администрации в 2011-2012 избирательные годы, а также сохраняющаяся неопределённость вокруг объединения ключевых активов - «ФСК ЕЭС», «Холдинга МРСК», «ИНТЕР РАО», «РусГидро» (см. наши предыдущие Стратегии). Игорь Сечин, отвечающий за ТЭК в команде Владимира Путина, и зампред Аркадий Дворкович, курирующий ТЭК в правительстве, имеют разные взгляды на развитие энергетического сектора. Первый настаивает на объединении активов на базе холдинга «Роснефтегаз». По задумке, объединение повысит эффективность управления, снизит расходы компаний за счёт синергии и позволит реализовать программу развития Единой энергосистемы на 2012-2018 годы. Дворкович, в свою очередь, ставит вопрос о целесообразности участия нового госхолдинга в приватизации энергокомпаний. Основные опасения - «Роснефтегаз» будет контролировать денежные потоки компаний, что поставит сектор в прямую зависимость от компаний нефтегазовой отрасли. Пока ситуация находится в подвешенном состоянии. Вероятно, этот спор разрешится в начале следующего года. Нынешняя борьба за контроль в ведущих компаниях сектора не сулит ничего хорошего — в таких условиях обычно вопросы эффективности и оптимизации затрат отходят на второй план. Под вопросом и будущее инвестиционных программ. Ведь до сих пор активный ввод новых мощностей так и не начался (согласно планам, в 2011 году был запланирован ввод порядка 6.4 ГВт новых мощностей, а в 2012 году — 7.8 ГВт). До 2020 года объёмы финансирования программы модернизации электроэнергетики предусмотрены в размере 8.2 трлн рублей (5 трлн рублей на модернизацию энергетических мощностей и 3.2 трлн рублей на энергетические сети).

Негативом служит и указ президента РФ, по которому «ФСК ЕЭС», «РусГидро» и «МРСК-Холдинга» исключены из программы приватизации, что снижает вероятность их высокой оценки рынком. Мы надеемся, что в начале следующего года вопрос схемы объединения компаний электроэнергетического сектора будет решён. Это снизит неопределённость и повысит интерес инвесторов.

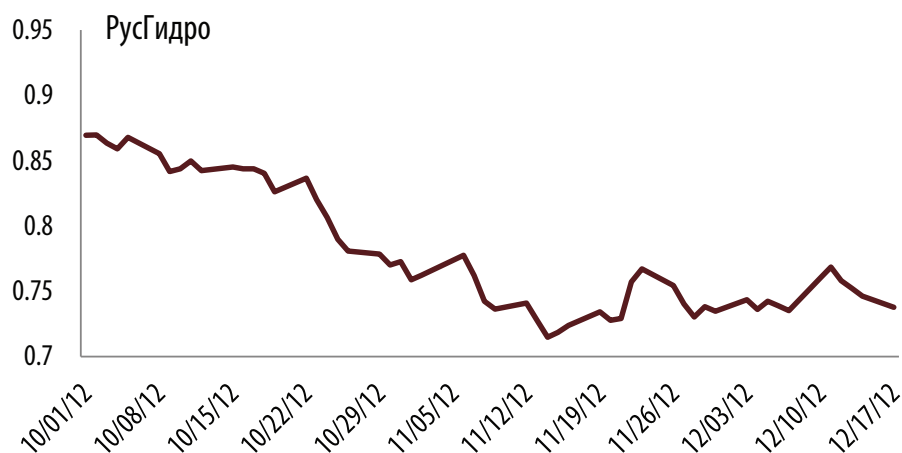
Мы ожидаем роста акций энергетического сектора — на данный момент они перепроданы. Позитивно на финансовых показателях компании скажется рост тарифов и завершение либерализации оптового рынка электроэнергии. Наши фавориты в генерирующем сегменте — «Э.ОН Россия» и «Энел ОГК-5». Эти компании характеризуются высоким уровнем корпоративного управления и обладают неплохими активами, а «Э.ОН Россия» уже начала выплачивать дивиденды своим акционерам. На государственные энергогенерирующие компании давит необходимость реализовывать масштабные программы по вводу новых мощностей.

ГРАФИК 50. Результаты торгов акциями «Холдинга МРСК» в IV квартале 2012 года



26.12.2012

ГРАФИК 51. Результаты торгов акциями «РусГидро» в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 19. Динамика акций потребительского сектора в IV кв. 2012 года

Компания	На начало квартала, 1.10.2012	На конец квартала, 17.12.2012	Изменение, %	
X5 (GDR)	21.9	17.6	-20%	▼
Магнит	4 255.1	4 735.2	11%	▲
Дикси	337.3	375.0	11%	▲
Мвидео	261.0	245.3	-6%	▼
Фармстандарт	1 433.3	1 638.1	14%	▲
Верофарм	854.1	864.3	1%	▲
Черкизово	532.4	539.7	1%	▲
Разгуляй	15.0	13.5	-10%	▼
Синергия	459.5	446.2	-3%	▼
ЛСР	593.3	571.3	-4%	▼
ПИК	71.6	60.6	-15%	▼

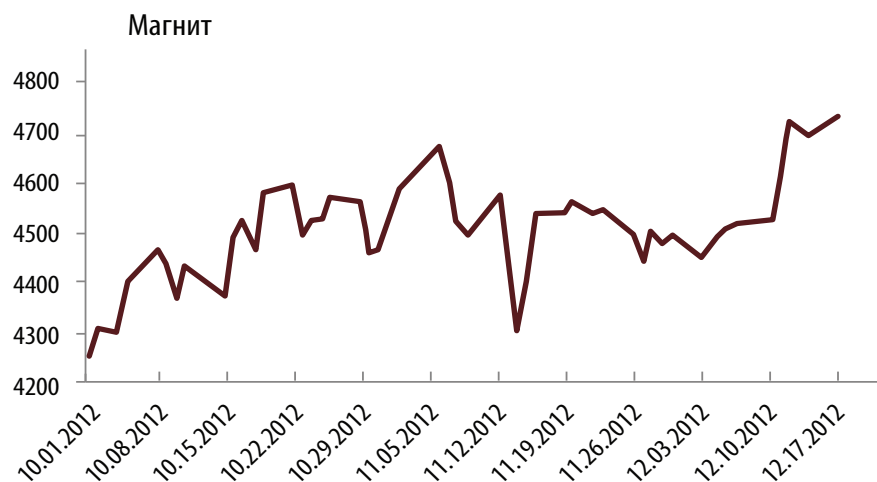
Источник: ММВБ

В 4 квартале индекс потребительского сектора Мисех CGS был лидером роста среди отраслевых индексов (+5.4%). На наш взгляд, сектор обладает заметными перспективами - Россия значительно отстаёт от развитых стран по показателю среднедушевого розничного товарооборота и количеству магазинов. Кроме того, компании сектора не обременены высокими долгами, так что не будут испытывать финансовых проблем даже в случае обострения ситуации в мировой экономике.

Наш фаворит в потребительском секторе — «Магнит». Компания продолжает экспансивное развитие (согласно отчётности за 9 месяцев выручка выросла на 33% г/г, а прибыль на 140.6%), при этом продолжается рост торговых площадей. Однако акции «Магнита» сейчас уже довольно высоко оценены рынками - его капитализация сравнима с капитализацией французского ритейлера Carrefour, компании заметно большей по размерам. «Магнит», безусловно, лидер отрасли, но покупателям его акций стоит поставить вопрос, не слишком ли дорого они оценены сейчас.

26.12.2012

ГРАФИК 52. Результаты торгов акциями «Магнит» в IV квартале 2012 года



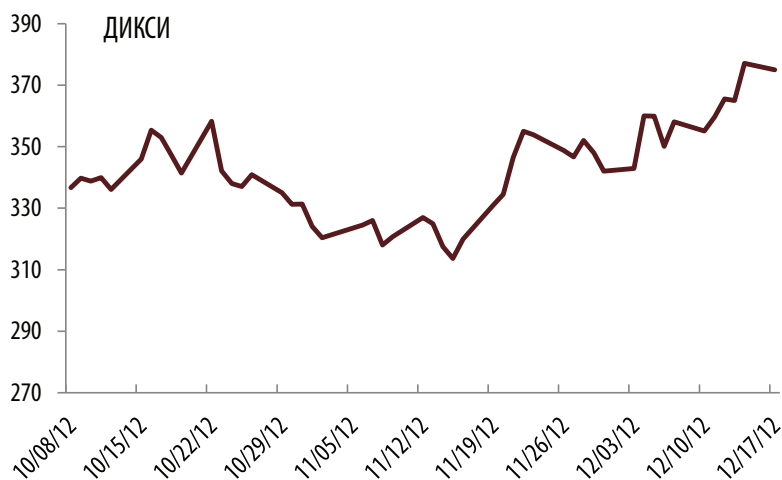
Источник: ММВБ

На наш взгляд, по ценовым уровням привлекательнее выглядят акции «Дикси», также динамично развивающейся компании - за 9 месяцев выручка выросла на 56%, а торговые площади выросли на 23% (начал проявляться синергетический эффект от присоединения «Виктории», более явно он будет заметен в следующем году). Сдерживающим фактором для акций «Дикси» служит их невысокая ликвидность и отсутствие GDR — из-за последнего их не включают в свои портфели западные инвесторы.

«По ценнику» привлекательно смотрятся и акции X5 Retail, но к компании сохраняются вопросы по управленческим вопросам: при росте торговых площадей (за 9 месяцев было открыто 470 магазинов) сопоставимые продажи снизились на 1.9%. Замедление операционных показателей на фоне общего развития ритейл-сектора навевает вопросы об управленческом кризисе в компании.

На наш взгляд, привлекательны для вложений акции «М.видео» — компания занимается розничными продажами электроники и бытовой техники (этот сектор характеризуется высокой оборачиваемостью товаров и защищенным спросом). Демонстрирует высокие темпы роста и имеет продуманную систему развития, предусматривающую рост продаж, как в магазинах, так и через интернет.

ГРАФИК 53. Результаты торгов акциями «Дикси» в IV квартале 2012 года



Источник: ММВБ

В производителях продуктов питания мы выделяем «Синергию» (производителей премиальной водки — стабильный спрос и высокая рентабельность) и группу «Черкизово». Компании демонстрируют стабильный рост финансовых показателей — так, у «Черкизово» за 9 месяцев прибыль выросла на 64%, а выручка — на 15%. Негативно на акциях «Черкизово» сказывается вступление России в ВТО (с сентября в восемь раз были снижены пошлины на импорт свинины), а на «Синергии» — повышение акцизов на водку с начала нового года.

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

Отметим также продолжающиеся в секторе M&A сделки — в 4 квартале АФК «Система» выкупила «Верофарм» у «Аптечной сети 36.6». На наш взгляд, выгоду получили все - «Аптечная сеть 36.6» сможет снизить свою долговую нагрузку, а «Верофарм» войдёт в состав фармакологического бизнеса АФК «Системы», в последнее время активно развивающийся.

НАШИ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ ЗА IV КВ.

Наши инвестиционные идеи за 3 квартал проявили себя неплохо. Нас несколько «подвели» акции «Ростелекома» (-16%), снизившиеся после проведённых в офисе компании обысках. Такие события сложно предсказать — они являются одним из главных рисков вложения в акции. В любом случае, результат портфеля(-0.3%) оказался выше, чем индекс ММВБ(-1.4%). Наилучшим образом проявили себя акции «Роснефти» (+ 22%) и «Дикси» (+ 11%). Последняя, на наш взгляд, сохраняет заметный потенциал роста, и мы включили её в список рекомендаций на 1 квартал 2013 года.

Компания	Цена на 1.10.2012, руб.	Цена на 17.12.2012, руб.	Доходность, %	
Роснефть	213.13	261.2	22.6%	▲
Ростелеком	138.61	116.70	-15.8%	▼
Мостотрест	189.08	183.41	-3.0%	▼
Роснефть	213.13	261.20	22.6%	▲
Башнефть	1902.2	1790.1	-5.9%	▼
НОВАТЭК	363.7	343.6	-5.5%	▼
Мвидео	261.0	245.3	-6.0%	▼
Дикси	337.3	375.0	11.2%	▲
Аэрофлот	43.7	43.5	-0.6%	▼
Татнефть	104.99	105.71	0.7%	▲
Средневзвешенная доходность портфеля			2.0%	▲

Источник: ММВБ

Выделим также акции российского фондового рынка, показавшие наилучшую и наихудшую динамику в квартале.

ЛИДЕРЫ РОСТА И ПАДЕНИЯ ЗА III-Й КВАРТАЛ

Компания	Цена на 1.10.2012, руб.	Цена на 17.12.2012, руб.	Доходность, %	
Роснефть	213.13	261.2	22.6%	▲
Газпром	160.85	139.90	-13.0%	▼
Распадская	138.61	116.70	-15.8%	▼
Транснефть(прив)	58491	68828	17.7%	▲
Мечел	229.06	210.16	-8.3%	▼
ТНК-ВР	77.89	82.02	5.3%	▲

Источник: ММВБ

Наилучшую динамику в 3 квартале показали акции «Роснефти» и «Транснефти». Первая отыгрывала возможную синергию от объединения с ТНК-ВР, а «Транснефть» (к слову обладающей заметным потенциалом) — увеличение пошлины на транспортировку нефти и планы правительства по приватизации компании в ближайшие годы. Хуже рынка по недоброй традиции были «Газпром» (не любят его западные инвесторы) и «Распадская» («Евраз» расстался с идеей продать кому-нибудь этот актив и будет восстанавливать шахту самостоятельно).

26.12.2012

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВ. (ТОР 10)

Для инвестиций в 1 квартале 2012 года мы рекомендуем сбалансированную инвестиционную стратегию, включающую наиболее ликвидные бумаги компаний первого эшелона, бумаги с высокими дивидендными выплатами и акции фундаментально недооцененных компаний перспективных секторов (на наш взгляд — это потребительский и телекоммуникационный сектора).

1. **«Газпром»** На наш взгляд, акции газового монополиста заметно перепроданы. Учитывая нынешнюю холодную зиму в Европе и России (поставки газа находятся на исторических максимумах), а также планы компании сократить капитальные затраты, у участников рынка может вернуться интерес к этой «голубой фишке»
2. **«Ростелеком»** Акции компании были перепроданы в ноябре 2012 года. Драйверами для роста бумаг может стать изменение дивидендной политики компании и размещение в Лондоне. В перспективе «Ростелеком» может стать «голубой фишкой» российского фондового рынка, представляющей телекоммуникационный сектор, а зарубежные фонды будут докупать бумагу в свои портфели
3. **«Сургутнефтегаз»** (привилегированные акции). «Префы» «Сургутнефтегаза» недооценены по сравнению с обыкновенными акциями. В феврале-марте на рынках начинает просыпаться интерес к бумагам с высокой дивидендной доходностью. Напомним, в 1 квартале 2012 «префы» «Сургутнефтегаза» выросли на 25%.
4. **«Татнефть»** (привилегированные акции). Учитывая высокие нефтяные цены, вероятны высокие дивиденды за 2012 год. Компания сравнительно дешева по сравнению с аналогами.
5. **«Башнефть»** (привилегированные акции). Компания активно наращивает ресурсную базу и владеет крупными перерабатывающими активами, что обеспечивает высокую интегрированность бизнеса. Компания показывает хорошие финансовые результаты, планирует провести SPO в Лондоне и выплачивает высокие дивиденды.
6. **МТС** Компания представляет «защитный» телекоммуникационный сектор и планирует выплатить высокие дивиденды за 2012 год.
7. **«МегаФон»** «МегаФон» лишь месяц назад провёл размещение и уже анонсировал планы выплачивать высокие дивиденды — это может подстегнуть интерес инвесторов к этой перспективной компании.
8. **«М.видео»** Динамично развивающаяся компания, занимающаяся розничными продажами электроники и бытовой техники (этот сектор характеризуется высокой оборачиваемостью товаров и защищенным спросом). Компания имеет продуманную систему развития, предусматривающую рост продаж, как в магазинах, так и через интернет.
9. **«Дикси»** Акции «Дикси» обладают заметным потенциалом роста по отношению со своим ближайшим аналогом — акциями «Магнита». Вместе с тем, компания продолжает динамично развиваться, а в ближайшие кварталы мы ожидаем увидеть синергетический эффект от присоединения «Виктории».
10. **Cash** Не исключено, что из-за накопившихся проблем в мировой экономике в 1 квартале мы увидим снижение фондовых рынков. В этом случае лучшей позицией будет отсутствие позиций.

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2013

26.12.2012

КОНТАКТЫ

Департамент управления активами

Дмитрий Суханов	Sukhanov@ncapital.ru	директор Департамента
Владимир Гайтанов	Gaytanov@ncapital.ru	управляющий активами
Алексей Фролов	AFrolov@ncapital.ru	управляющий активами
Владислав Григорьев	Grigoryev@ncapital.ru	управляющий активами

Департамент клиентского обслуживания

Лариса Сафонова	Safonova@ncapital.ru	директор по развитию частного клиентского бизнеса
Кирилл Юркевич	Yurkevich@ncapital.ru	директор по развитию бизнеса
Сергей Павлюк	Pavlyuk@ncapital.ru	вице-президент
Степан Бойко	Boyko@ncapital.ru	вице-президент

Аналитический департамент

Владимир Рожанковский, LIFA	Rojankovski@ncapital.ru	директор Департамента
Максим Зайцев	Zaitsevm@ncapital.ru	старший аналитик
Роман Ткачук	Tkachuk@ncapital.ru	старший аналитик
Сергей Алин	Alin@ncapital.ru	старший аналитик
Виталий Манжос	Manzhos@ncapital.ru	аналитик
Юлия Руденко	Rudenko@ncapital.ru	ассистент

Департамент управления рисками

Евгений Угловский	Uglovsky@ncapital.ru	исполняющий обязанности директора Департамента
Светлана Ткаля	STkalya@ncapital.ru	риск-менеджер
Чигарихина Юлия	Chigarikhina@ncapital.ru	риск-менеджер

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Александр Темников	Temnikov@ncapital.ru	директор Департамента
Антонина Дмитриева	Dmitrieva@ncapital.ru	директор Отдела долгового финансирования

Департамент ведения счетов (NORDAccount@ncapital.ru)

Василий Романовский	Romanovsky@ncapital.ru	директор Департамента
Евгения Косова	Kosova@ncapital.ru	менеджер

Департамент PR и маркетинга

Илона Шиллер	IShiller@ncapital.ru	директор Департамента
Марина Кольванова	Kolyvanova@ncapital.ru	пресс-секретарь
Анастасия Перминова	Perminova@ncapital.ru	менеджер по работе со СМИ
Любовь Рыбакова	Rybakova@ncapital.ru	ведущий дизайнер



26.12.2012

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный документ опубликован компанией NORD CAPITAL FINANCIAL SERVICES, Bermuda и компанией «Норд Капитал АГ» (Nord Capital AG), Швейцария (далее совместно «Норд Капитал») только в информационных целях и ни при каких обстоятельствах не должен быть истолкован в качестве предложения о продаже или призыва к выдвижению предложений о приобретении поручительства либо других финансовых инструментов. Ни данный документ, ни факт его распространения не является основанием для формирования таких инструментов и заключения договоров. Этот документ не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению и потребностям каждого конкретного субъекта. «Норд Капитал» и/или связанные с ней лица могут, время от времени заключать сделки с какими-либо ценными бумагами упомянутыми в данном документе, а также предоставлять финансовые услуги эмитентам таких ценных бумаг. Информация, содержащаяся в настоящем документе, основывается на материалах и источниках, которые, по нашему мнению, являются надежными, однако, «Норд Капитал» не дает никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых, в отношении точности, полноты и достоверности информации, содержащейся в настоящем документе. Изложенная в данном документе точка зрения является действительной только по состоянию на дату публикации документа. Изложенная здесь информация может изменяться без предварительного уведомления и «Норд Капитал» не несет ответственности за обновление данных, содержащихся в данном документе. «Норд Капитал», ее филиалы и сотрудники не несут ответственности за любые косвенные потери или ущерб, связанный с использованием информации, изложенной в данном документе.

Данный документ предназначен только для (i) лиц, действующих вне пределов Великобритании, (ii) лиц, имеющих профессиональный опыт в вопросах, связанных с инвестициями, которые подпадают под определение «специалистов по инвестициям» в статье 19(5) Закона о финансовых услугах и рынках 2000 года (Финансовое стимулирование) в редакции 2005 года; либо (iii) предприятий с крупным собственным капиталом, неакционерных ассоциаций и партнерств, доверенных лиц крупных трастовых компаний, как указано в Статье 49 (2) Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое стимулирование) Приказ 2005.

Лицам, получившим данное сообщение, действующим в пределах Соединенного Королевства (кроме лиц, упомянутых в пунктах (ii) и (iii)) не следует руководствоваться или действовать в соответствии с данным сообщением при реализации инвестиций или инвестиционной деятельности, связанной с этим документом.

Инвестиции связаны с определенной степенью риска, включая риск потери капитала. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, упомянутые в этом документе, могут быть недоступны и не являться приемлемыми для всех инвесторов. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, исходя из собственных финансовых целей и ресурсов, а, в случае сомнений, искать независимой консультации у эксперта по инвестициям. Предыдущие показатели не являются индикативными в прогнозе текущих результатов. Хотя компания прилагает максимум усилий для достижения оптимального дохода на инвестированный капитал, Инвестор, при определенном стечении обстоятельств, может получить убыток на вложенные средства.

«Норд Капитал» и/или ее дочерние компании могут, время от времени, предоставлять инвестиционные советы или иные услуги, или требовать предоставления таких услуг от любого из эмитентов, упомянутых в настоящем обзоре. Таким образом, некоторая информация, не отраженная в данном обзоре, может оказаться в распоряжении «Норд Капитал», не будучи отраженной в данном обзоре, и «Норд Капитал» оставляет за собой право предпринимать действия по факту получения такой информации.

Кроме того, «Норд Капитал», ее руководители, сотрудники и/или связанные с ней лица могут иметь персональный интерес в ценных бумагах, гарантиях, фьючерсах, опционах, деривативах или иных финансовых инструментах любой из компаний, упомянутых в данном документе, и могут, время от времени, покупать или продавать данные ценные бумаги. Ни данный материал в целом, ни какая-либо его часть не подлежит копированию в любой форме и любым способом. Данный материал также не может быть перенаправлен или кому-либо представлен без предварительного согласия «Норд Капитал».

