



НОРД КАПИТАЛ
СИСТЕМА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОТЕКЦИЙ

КВАРТАЛЬНАЯ СТРАТЕГИЯ IV 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 IV КВАРТАЛ 2013



16.10.2013

СОДЕРЖАНИЕ

СТРАТЕГИЯ НА IV КВ. 2013 ГОДА	3
Предисловие	3
Мировая экономика	3
Глобальные долговые рынки	4
Глобальные сырьевые рынки	4
Глобальные фондовые рынки	4
Рынок облигаций РФ	4
МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА	6
«Дышать» стало немного легче, но говорить «out of the woods» рано	6
США: «НУЛЕВОЙ ВАРИАНТ» ФЕДРЕЗЕРВА И «КТО НА НОВЕНЬКОГО?»	11
«Нулевой вариант»	11
«Кто на новенького»	13
США: во главе угла — не бюджетное противостояние, а «потолок» госдолга	14
ЯПОНИЯ: ПЕРСПЕКТИВЫ «АБЭНОМИКИ». ГЛАВА ВТОРАЯ: ОТ «МЕГАСТИМУЛА» – К «НАЛОГОВОЙ КУВАЛДЕ»	18
КИТАЙ: ОТ ВНЕШНЕГО УГОДНИЧЕСТВА К ВНУТРЕННЕЙ САМОДОСТАТОЧНОСТИ	20
ЕВРОЗОНА: ТИШЕ ЕДЕШЬ – ДАЛЬШЕ БУДЕШЬ	23
Нефть	27
Драгоценные металлы	29
Промышленные металлы	32
Глобальные фондовые рынки	33
Рубль, доллар и евро	37
ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ГЛОБАЛЬНЫМ РЫНКАМ НА IV-Й КВ. 2013 Г.	40
МИРОВОЙ РЫНОК ДОЛГА	41
Долговые рынки еврозоны	41
Евробонды российских эмитентов	44
РЫНКИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ	45
Монетарная «ловушка» или невероятные приключения Банка в России	45
Экономические дебри	45
Генеральная уборка в стенах Центробанка	47
Ситуация с ликвидностью	49
РУБЛЁВЫЙ РЫНОК ДОЛГА	52
Государственные бумаги: в условиях неустойчивого спроса	52
Корпоративный сектор	55
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА IV КВАРТАЛ 2013 ГОДА	58
РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК	60
Главные события для фондовых рынков в III квартале	60
Мировые фондовые индексы (сравнительные анализ)	63
Прогноз на IV квартал 2013 года	64
Сравнительные показатели	65
Отраслевой анализ	66
Нефтегазовый сектор	66
Металлургический сектор	72
Телекоммуникационный сектор	74
Банковский сектор	76
Сектор минеральных удобрений	78
Энергетический сектор	79
Потребительский сектор	81
НАШИ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ ЗА III КВ. 2013 ГОДА	84
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА IV КВ. 2013 ГОДА	85
КОНТАКТЫ	86
ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ	87

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2013

16.10.2013

Фондовые индексы

Индекс	На начало квартала	На конец квартала	Изменение, %	
Российские фондовые индексы				
RTS	1276.85	1422.49	11.4%	▲
MMVB	1336.17	1462.82	9.5%	▲
Азиатские фондовые индексы*				
Nikkei	13852.50	14455.80	4.4%	▲
Hang Seng	20658.65	22859.86	10.7%	▲
Shang.Comp	1995.24	2174.67	9.0%	▲
Фондовые индексы Европы				
FTSE 100	6307.78	6462.22	2.4%	▲
CAC 40	3767.48	4143.44	10.0%	▲
DAX	7983.92	8594.40	7.6%	▲
Фондовые индексы США				
Dow Jones	14974.96	15129.67	1.0%	▲
S&P500	1614.96	1681.55	4.1%	▲
Nasdaq	3434.49	3771.48	9.8%	▲

ГРАФИК 1. Динамика российских индексов

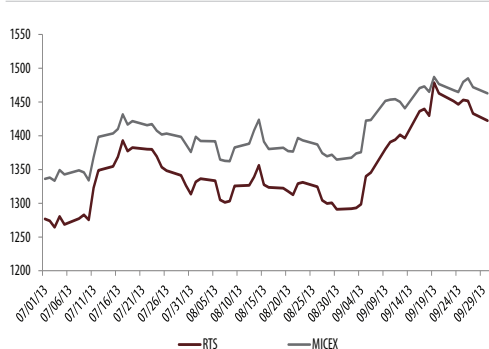
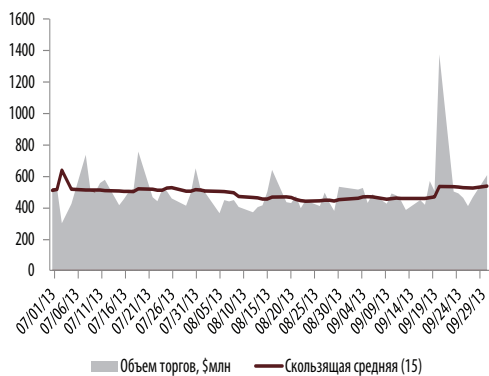


ГРАФИК 2. Динамика объемов торгов акциями, входящими в индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

Инвестиционная энтропия на глобальных рынках в 4-м квартале достигнет своей кульминации, поскольку из всех ключевых неопределенностей, терзающих инвесторов в последние месяцы, лишь одна – итоги выборов в Германии – разрешилась однозначно и в позитивном для целостности еврозоны и курса евро ключе. Американская политическая и экономическая компоненты волатильности в сентябре-октябре достигнут своего пика на фоне ожиданий сворачивания программ QE ФРС США, неизбежных драм дебатов по вопросу потолка госдолга и секвестра бюджета в Конгрессе США, а также, вероятно, не слишком сильного очередного сезона корпоративной отчетности на фоне скандалов в финансовом секторе и постепенно «теряющего обороты» технологического сектора. На этом фоне «мода» на активы развивающихся рынков, вероятно, испытает полноценный ренессанс.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

В третьем квартале доминировали две основных макроэкономических темы – ожидание сворачивания программ QE ФРС США и военно-политическая ситуация вокруг Сирии. Поскольку они носили взаимоуравновешивающий характер – первая работала на укрепление доллара и снижение цен на рыночные активы, вторая – наоборот, подстегивала вверх цены на нефть, которые окончательно «поселились» выше \$100 за баррель по сорту WTI, то рынки сильно лихорадило, хотя – как и прежде – на фоне общей сумятицы американские индексы вновь выглядели явно лучше других, но деловые СМИ и интернет не испытывали недостатка в пророчествах «скорого конца роста непотопляемого S&P 500». Кроме того, прошедший квартал был отмечен рядом сюрпризов сугубо экономического характера: еврозона неожиданно начала демонстрировать признаки восстановления на фоне фиксированно низкой инфляции, а Британия впервые за долгое время стабильно показывала рост промпроизводства и потребительских расходов, что заставило нового главу Банка Англии Марка Карни поставить под сомнение целесообразность сохранения прежних высоких темпов выкупа гособлигаций.

В конце отчетного периода еврозона ещё больше укрепила свою фундаментальную позицию вследствие победы на выборах в Германии Ангелы Меркель, которая все кризисные годы была гарантом целостности еврозоны и постоянства финансовой помощи проблемным странам PIIGS. В перспективе это событие на фоне ожидаемой политико-экономической турбулентности в Штатах, связанной с дебатами по госдолгу и принятию секвестрированного федерального бюджета на 2014 год, способно поддержать как евро и европейские фондовые индексы, так и облигации стран PIIGS.

Китай осторожничают – в том плане, что выходящая макростатистика всё больше указывает на прохождение нижней точки роста (как и в Европе), однако доказанный факт злоупотреблений в кредитной сфере, которые имели место с 2010 по 2012 гг., заставляет руководителей Компартии потакать негативу от МВФ и Всемирного Банка и ограничиваться лучшей прогнозной оценкой роста ВВП до конца 2013 г. в 7.5%, на которую и ориентируются рынки.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ

Самая обсуждаемая тенденция прошедшего квартала – неожиданное начало роста доходностей казначейских облигаций США, который принял характер тренда, который, по нашему мнению, сохранится и в 4-м квартале. Основная причина – в «медленном, но верном» исходе из «безопасной гавани» нерезидентов – иностранных центробанков и институционалов – как следствие неизбежности (рано или поздно) начала сворачивания программ QE Федер резерва. Процесс этот носит самораскручивающийся характер: поскольку ФРС не может сейчас увеличивать объёмы выкупа «трежерис», то падение их доходностей приводит к

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2013



16.10.2013

Сырьевые рынки

Наименование	На начало квартала	На конец квартала	Изменение, %
Нефть WTI	96.23	102.33	6.3% ▲
Нефть Brent	101.56	108.37	6.7% ▲
Золото	1252.55	1328.94	6.1% ▲
Никель	13835	13860	0.2% ▲
Медь	6981	7290	4.4% ▲
Алюминий	1754	1803	2.8% ▲

Источник: Bloomberg

усилению давления иностранных продавцов, живущих в высокоинфляционных экономиках и требующих премию над инфляцией.

Что касается европейского долгового рынка, то здесь с переВыборами Ангелы Меркель ситуация зримо стабилизируется, поскольку все понимают преемственность политики единой еврозоны и помощи финансово слабым её членам. Мы ожидаем, что доходности облигаций стран PIIGS, независимо от их реальных успехов в экономике, будут плавно снижаться в 4-м квартале, а курс евро, соответственно, преимущественно укрепляться.

Где-то посередине между США и еврозоной в плане привлекательности и потенциалов роста будут находиться долговые рынки развивающихся стран, причём инвесторы в данном случае по-видимому предпочтут существенно более высокодоходный сектор C-Bonds, а не суверенные бонды.

ГЛОБАЛЬНЫЕ СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ

Подразумеваемая «нулевым решением» Федрезерва продолжительная слабость доллара должна, по логике вещей, привести к соответствующему росту долларденоминированных активов, прежде всего, сырья. Здесь, правда, необходимо существенное уточнение – «при условии улучшающихся макроэкономических показателей стран BRICS, особенно Китая». С самого начала 2013 года монетизация, т.е. зависимость сырьевых цен (не считая нефть, сильно реагирующую на геополитические факторы) от курса доллара, достигла беспрецедентной величины. По этой причине выделить какие-либо перспективные сырьевые активы или хотя бы их группы будет всё более сложной задачей.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

По сложившейся в последние годы традиции наиболее интересный период для фондовых рынков – сезон корпоративной отчётности в США и еврозоне, поскольку в «межсезонье» индексы если и растут, то весьма вяло и нервно: основной их темой остаются слухи и домыслы относительно объёма и сроков начала сворачивания программ QE ФРС США. Так было в прошедшем квартале, и мы не видим причин не полагать, что и в этот раз всё будет именно так. Фактически, с начала года все мировые фондовые рынки плетутся в хвосте у индексов S&P 500 и Dow Jones, рост которых подпитывается денежной массой программ «количественного смягчения» Федрезерва. Было бы наивно думать, что если на очередном заседании FOMC в конце октября будет объявлено о пресловутом сворачивании, наступит некая раскорреляция американских и глобальных индексов в пользу последних. Как говорится, «росли мы порознь, но падать будем синхронно». Впрочем, велика вероятность, что ФРС действительно сможет предложить инвесторам некое «регулируемое» сокращение, и если рынки начнут падать слишком откровенно, темпы первого будут скорректированы в меньшую сторону.

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ РФ

В прошедшем квартале рублёвые бонды (и государственные, и корпоративные) держались достойно, хорошо отражая внешние шоки. В итоге и те, и другие смогли закрыть квартал в плюсе. Безусловно, спрос на российские ОФЗ был неустойчив, однако в непростом для рискованных активов августе данные бумаги пострадали куда меньше государственных облигаций прочих развивающихся стран. Сентябрь ознаменовался ростом толерантности инвесторов к риску, поскольку главные страхи мировых инвесторов (сворачивание QE, война в Сирии и ряд других) так и не материализовались. Это, в свою очередь, позволило рискованным активам отыграть часть своих предшествующих растрат. Говоря о перспективах рублёвых бондов в следующем квартале, мы видим их не самыми плохими, ожидая роста цен. Во-первых, мы ещё раз получили подтверждение тому,

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2013



16.10.2013

что сильные мира сего по-прежнему выступают за общемировую стабильность, купируя существующие проблемы (это касается как ФРС США, так и ЕЦБ). Касаясь локальных факторов, прежде всего, выделим фактор «конца года». Обычно ближе к новогодним каникулам на рынок приходят бюджетные деньги, тем самым, давая банкам дополнительный глоток ликвидности. Стараются как можно лучше закрыть год и профессиональные участники торгов, повышая к концу года свою активность. Однако в целом большую часть квартала рынок, вероятнее всего, будет находиться в условиях умеренного дефицита ликвидности, что будет являться сдерживающим фактором. Щедрых стимулов от Центробанка РФ мы не ожидаем. Ключевые ставки, если и будут снижены, то не более чем на 25 б.п., хотя в текущих условиях вероятность даже этого события не очень большая. В самом начале октября представители регулятора заявили о том, что он будет использовать инструменты монетарного стимулирования лишь при низкой инфляции и большом разрыве выпуска. Однако их возникновения, в свою очередь, в основном прогнозе экономического развития не предвидится. Инфляция по-прежнему не спешит замедляться, да и на Банк России насаждают уже не так сильно (со сменой «главного кормчего» его уже не подают в качестве основного виновника экономических бед).



16.10.2013

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

«ДЫШАТЬ» СТАЛО НЕМНОГО ЛЕГЧЕ, НО ГОВОРИТЬ «OUT OF THE WOODS» РАНО

По мере того, как в течение большей части истекшего квартала инвесторы с упованием обсуждали лишь одну тему — шансы на начало сворачивания программ QE Федеральным Резервом США после сентябрьского заседания 17-18 числа, которые визуально повышались как следствие «зомбирующей» риторики представителей ФРС, которой с готовностью вторили деловые СМИ — что, как мы знаем, впоследствии не оправдалось, падение котировок казначейских облигаций США (в особенности, в интервале дюраций 2-7 лет) заметно усилилось. Судя по сводкам аукционов по размещению «трежерис», соотношение спроса к предложению (bid-to-cover ratio) медленно дрейфовало вниз от значений, близких к 3, к цифре 2 с небольшим. Отчёт ФРС о движении капиталов в американских ценных бумагах, хоть и с традиционным для него опозданием, но явно указывал на рост тенденции постепенного ухода нерезидентов с этого рынка. В противовес этому по мере окончания неприглядной истории с «золотыми ETF» и завершения их раскредитования (делевеиджа), драгметаллы получили неожиданное «второе дыхание». Робкие покупки физического металла китайскими и индийскими ювелирными фирмами и банками трансформировались в полноценный тренд на фоне роста геополитической напряжённости сначала в Египте, а затем — в Сирии. Ситуация для «казначеек» ухудшилась с началом роста доходности по ипотечным кредитам: так, только за истекший август, перед некоторого подобия стабилизации на этом рынке, стандартная ставка по фиксированной 30-летней ипотеке от Fannie Mae выросла более чем на 80 б.п. до 4.85% годовых, что послужило эффективным тормозом очередного опасного ажиотажа на рынке американской недвижимости.

Впрочем, проблемы американских казначейских облигаций меркли в сравнении с последствиями резко ухудшавшихся день ото дня настроений инвесторов в отношении развивающихся стран. Крайне противоречивая гипотеза о том, что именно эти страны наиболее существенно пострадают от сворачивания Федеральным Резервом программ монетарного стимулирования, привели к синхронному падению их валют и фондовых индексов. Наиболее сильно пострадали индийская и индонезийская рупии, курсовая стоимость которых с начала года по первую декаду сентября рухнула на 18-20%, а также турецкая лира (-4.5% за август), бразильский реал (-3.5% за тот же период) и тайландский бат (-3%). Рубль также находился под колоссальным давлением, и его не спасало даже нефтяное ралли, начавшееся на рынке в начале сентября в связи с планами США осуществить воздушный удар по Сирии в ответ на вменявшиеся Асаду факты использования запрещённого международной конвенцией химического оружия. Ежедневные (с редкими «передышками») потери к бивалютной корзине постепенно возродили почти забытые слухи о «плановой девальвации» российской валюты.

Очевидно, что после многодневной забастовки в Турции на площади Таксим, которая странным образом перекликалась и усиливалась актом свержения экс-президента Египта Мохаммеда Мурси, «Арабская весна» получила «второе дыхание». Ещё до химической атаки в Сирии под Дамаском котировки нефти и золота «проснулись» после затянувшейся спячки и, казалось, были готовы в любой момент «воспламениться» от любой искры. Этой искрой и стали события в Сирии и последовавшая за ними негативно-обличительная реакция Запада.

Пожалуй, единственным светлым пятном для глобальных рынков в августе стали признаки восстановления экономики еврозоны, которые всё более явно просматривались после каждой новой ключевой макроэкономической публикации, начиная данными по промышленному производству и заканчивая индексами делового оптимизма и потребительского доверия от ZEW и GfK.

16.10.2013

Впрочем, в зоне риска по-прежнему оставались раздираемые внутривнутриполитическими конфликтами Италия, Португалия и Греция, которые на общем фоне выглядели откровенно слабо.

На фоне проблемной переломной во многих аспектах осени ясность общей картины дополнительно затуманивают противоречивые прогнозы ведущих глобальных исследовательских организаций (thinktanks) – Всемирного Банка, МВФ и OECD. Так, по мнению президента Всемирного банка Джима Ён Кима (Jim Yong Kim), Китай должен достичь целевого показателя роста ВВП в 7.5% в этом году. Однако чиновник также отметил, что рост процентных ставок на развивающихся рынках вследствие намерения монетарных властей США сократить программу количественного смягчения, сохраняет определённые риски. По словам Кима, мировая экономика преодолела самый трудный этап развития, однако правительствам стран следует сохранять бдительность, удерживая контроль над темпами роста экономик и уровнем занятости.

Позитивные ожидания поддержали зримо улучшающиеся статданные по динамике деловой активности и росте экономики КНР в августе. Так, промышленное производство в Китае росло самыми быстрыми темпами в истекшем месяце за последние 17 месяцев, а индексы деловой активности PMI впервые за долгое время существенно оторвались от уровня «водораздела», отметки 50, - причём, это зафиксировало на Национальное статистическое агентство, так и независимые исследования от банка HSBC.

Данное утверждение было высказано вразрез с доминирующим мнением экспертов Организации экономического сотрудничества и развития, которые в последнем августовском обзоре отмечали, что темпы роста экономики США и Китая замедляются, тогда как в других развитых странах G7 наблюдаются признаки ускорения экономического роста после нескольких лет стагнации. В ОЭСР ожидают роста ВВП США в 2013 году на уровне 1.7%, тогда как ранее прогноз находился на уровне 1.9%. Также был снижен прогноз по росту экономики Китая с 7.8% до 7.4%.

Наконец, в последней декаде сентября рейтинговое агентство Fitch, которое в последние месяцы зримо активизировалось на поприще макроэкономических прогнозов, также снизило прогноз роста мирового ВВП на 2013-2014 гг. По мнению Fitch, в этом году мировая экономика в среднем вырастет только на 2.3% против ожидавшихся 2.4%, в 2014 г. — на 2.9% вместо 3.1%. В частности, согласно данному исследованию, экономика Китая в следующем году будет расти медленнее, чем следует из официальных комментариев китайского руководства — на 7% вместо декларируемых 7.5%. Прогноз был понижен и для других стран BRICS, в том числе, и для России - с 3 до 2.8%.

Впрочем, власти КНР, как в начале сентября заявил премьер Госсовета Китая Ли Кэцян, выступая на Всемирном экономическом форуме в Даляне, предпринимают меры, чтобы стабилизировать рост, и страна смогла достичь цели повышения ВВП на 7.5% по итогам текущего года. В то же время, он отметил, что фундаментальные факторы, которые способствовали возобновлению прежней динамики роста экономики КНР, пока еще не укрепились в достаточной мере. Мы склонны к мнению, что Китай всё-таки добьётся выполнения своей программы-минимум, но повышенная нервность глобальных рынков ввиду октябрьских фискальных драм в США не позволит соразмерно отыграть долгожданный китайский позитив.

Ещё задолго до пресловутого закрытия американского правительства, МВФ в рамках своего очередного обзора по США, опубликованного в середине июня, призвал США умерить сильное сокращение федерального бюджета, поскольку это может стать серьезным тормозом для экономического роста в этом году. В своем ежегодном отчете о состоянии американской экономики МВФ прогнозирует, что экономический рост будет вялым на уровне не выше 1.9% до конца 2013 года. Финансовое

16.10.2013

ведомство считает, что рост мог бы составить на 1.75 п.п. выше, если бы не произошло сокращения дефицита бюджета правительства. МВФ также снизил прогноз экономического роста в 2014 году до 2.7%, что ниже первоначальной оценки в 3%, которая была опубликована в апреле. Фонд заявил, что американский валовой госдолг достигнет пиковых значений в 110% ВВП, а затем начнет снижаться в 2015 году. Однако финансовая стабильность правительства США стоит перед лицом многочисленных вызовов времени — в частности, из-за старения населения и увеличения расходов на здравоохранение. Вместе с тем, МВФ заявил, что раскручивание спирали политики дешевых денег, скорее всего, создаст проблемы. Он также обозначил свою позицию, что длительный период сверхнизких процентных ставок может привести к нежелательным последствиям в будущем, поскольку может стать причиной нарастающей финансовой уязвимости американской экономики.

Президент Обама накануне очередного июньского заседания Комитета по открытым рынкам США, заявил в интервью Bloomberg TV, что глава ФРС Бен Бернанке «...находится на своём посту дольше, чем он бы этого хотел, хотя его заслуги неоспоримы», что прозвучало как недвусмысленный сигнал того, что третьего срока для нынешнего главного американского финансиста не будет. На самом деле, несмотря на все титанические усилия маэстро и стойкое противодействие скептикам, на фоне возросшего баланса ФРС с \$877 млрд в августе 2007 года до нынешних \$3.67 трлн, надо признать, что по крайней мере одна из двух ключевых миссий ФРС остаётся невыполненной. Рынок труда в США на протяжении вот уже пяти лет находится в подавленном состоянии — безработица в этом году повысилась на 0.1 п.п. до 7.6% (и это на фоне сокращения армии трудовых соискателей как минимум на 4%!), тогда как второй предмет его заботы — инфляция — хотя и не вызывает особых тревог на нынешнем её уровне, но мало-помалу доросла до 0.7% в годовом выражении. Надо иметь в виду, что данная цифра возросла почти втрое за последние два года, что, как ни крути, указывает на наличие определённой соответствующей тенденции. Во всяком случае, приоритетным сценарием после подобных откровений становится отсутствие каких-либо существенных изменений в монетарной политике американского центробанка, а это значит, что рынкам волей-неволей придётся постепенно переориентироваться на внутренние драйверы роста, если, конечно, таковые будут как и прежде изобиловать.

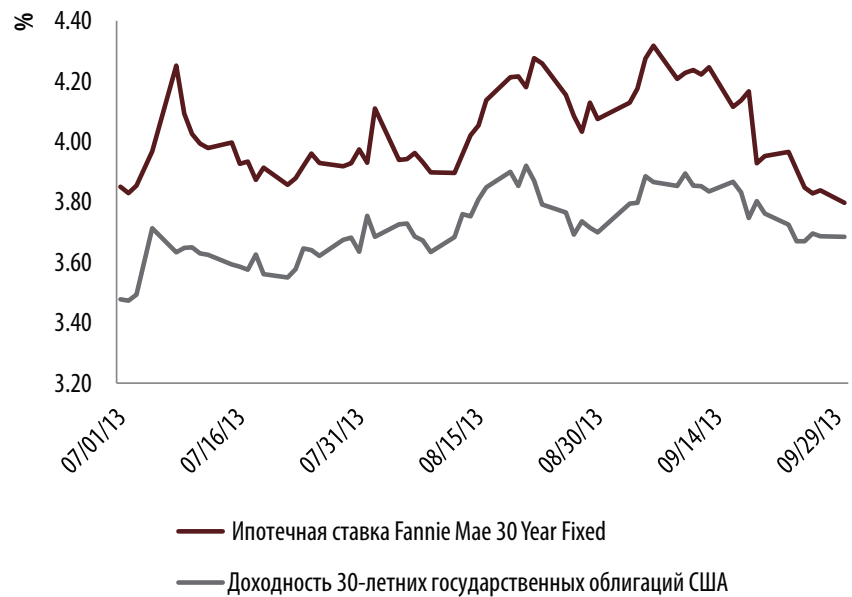
По сути, в 4-м квартале из серьёзных прогнозируемых событий, которые почти наверняка существенно повлияют на поведение рынков, стоит упомянуть лишь три: а) эффективность и результаты дебатов в американском Конгрессе по вопросу очередного повышения планки госдолга (мы намеренно приуменьшаем рыночную значимость нынешних сбоев в работе правительства США); б) вектор динамики основных экономических индикаторов Китая, который окажет самое существенное влияние на мировые рынки металлов; и, наконец, в) «японский сюрприз», суть которого может заключаться в продолжении копирования поведения ФРС США и установления собственного ориентира инфляции с целью доведения до логического завершения полномасштабной программы «количественного смягчения» по-японски (появления первых долгожданных японских «ростков инфляции»). Мы ещё раз акцентируем внимание на намеренном дисконтировании важности успехов дебатов в Конгрессе США по утверждению федерального бюджета на 2014 финансовый год, из которого при лучшем сценарии могут быть частично вычеркнуты расходы на продолжение реформы здравоохранения Барака Обамы («Obamacare»), а в худшем — простой может затянуться вплоть до Нового года, хотя мы практически не сомневаемся, что при таком раскладе будет впопыхах принят некий временный, ни к чему не обязывающий ни одну из сторон, бюджет. Причина нашего относительного спокойствия проста: ещё со времён Билла Клинтон бюджетные споры время от времени приводили к вынужденным «каникулам» госструктур по причине отсутствия утверждённого объёма финансирования. Инвестсообщество, похоже, смирилось с этой «приевшейся» драмой, которая ещё ни разу не наносила рынкам существенного вреда и ограничивалась лишь ролью излюбленного беспроигрышного контента для международных СМИ.

16.10.2013

Наконец, ещё одна немаловажная тема, которая имеет чрезвычайно высокий потенциал воздействия на фондовые индексы, однако по-прежнему по большей части остающаяся в тени — это степень устойчивости ипотечного рынка и цен на дома в США. Не секрет, что в последнее время Федеральное резервное управление США при каждом подходящем случае намекало, что ожидает прорастания «зелёных ростков» экономического выздоровления именно на этом поле. Вместе с тем, средние ставки по наиболее популярной ипотеке в США — 30 Year fixed rate — после методичного поступательного в первом полугодии, в середине мая неожиданно подскочили синхронно с ростом доходностей по казначейским облигациям, и в настоящее время продолжают рост, перешагнув отметку 4.5% для 30-летнего ипотечного кредита с фиксированной ставкой, что продолжает негативно сказываться на темпах спроса на ипотечные кредиты.

Единственной надеждой американских финансистов — и то, исключительно благодаря усилиям Федерального резерва, — вновь становится сектор ипотеки и недвижимости. Скупка ФРС на свой баланс ипотечных облигаций Fannie Mae и Freddie Mac в объёме \$40 млрд в месяц (см. График 3) «развязала руки» последним и пустила живительный ручей денежной ликвидности, которые они начали охотно конвертировать в новые ипотечные кредиты. Следствием этого стало, во-первых, снижение ставок по 30-летней фиксированной ипотеке и сужение её спреда к казначейским облигациям UST30:

ГРАФИК 3. Сравнение 30-летней фиксированной ипотечной ставки и доходности UST30 с начала года

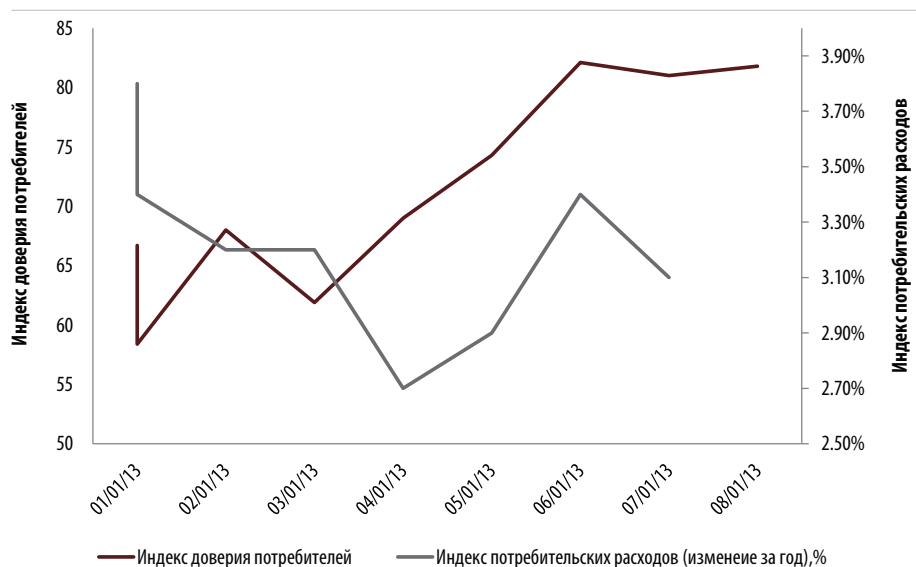


Источник: Bloomberg

16.10.2013

Во-вторых, сформировалась довольно нетривиальная закономерность: на фоне перманентно стагнирующей динамики потребительских расходов индекс доверия тех же потребителей (причём, эта тенденция прослеживалась не только в версии Conference Board, но и, к примеру, университета Штата Мичиган) – упорно «смотрел вверх» (см. График 4):

ГРАФИК 4. Сравнение индекса доверия потребителей от Conference Board и динамики потребительских расходов в США



Источник: Bloomberg

Объяснения этому феномену у нас нет, хотя общий вывод напрашивается сам собой: американские респонденты (и инвесторы в их числе) в целом оценивают дальнейшие перспективы гораздо более оптимистично, чем к этому имеются реальные предпосылки. Если подобный тезис верен, то обнаруживается весьма простое объяснение продолжающегося роста американских фондовых индексов, несмотря на угрозы дефолта и сокращения стимулирующих программ.

В частности, сейчас трудно сказать, насколько долго продержится оживление в секторе недвижимости США: ажиотажного спроса на ипотечные кредиты уже нет и в помине. Соискатели научились самостоятельно трезво оценивать свои возможности продолжительного обслуживания этой значительной части их личных семейных бюджетов. В подавляющем большинстве случаев уверенность напрямую связана не только с «финансовой подъёмностью» (affordability) ипотеки, но и со стабильностью работы или прочих ежемесячных доходов соискателя, которыми далеко не многие могут похвастаться.

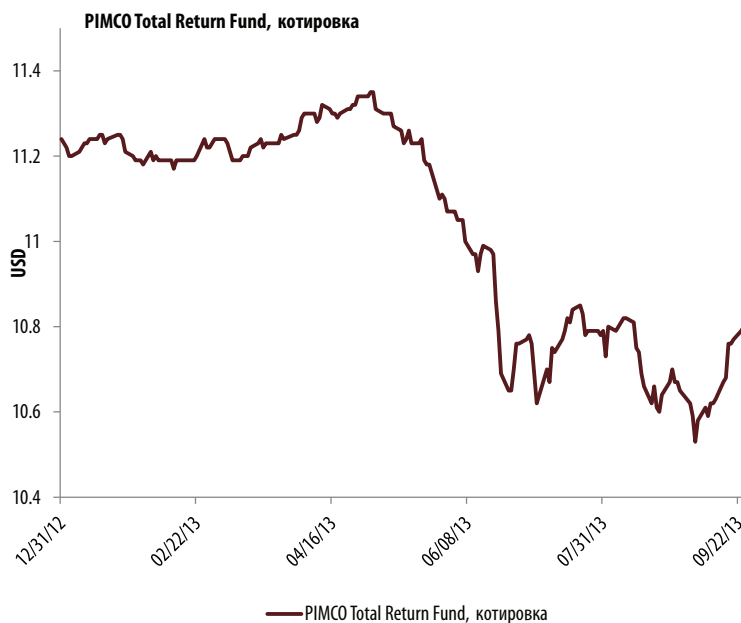
16.10.2013

США: «НУЛЕВОЙ ВАРИАНТ» ФЕДРЕЗЕРВА И «КТО НА НОВЕНЬКОГО?» «НУЛЕВОЙ ВАРИАНТ»

Признавая исключительную сенсационность «нулевого варианта» Федрезерва в отношении сворачивания программ QE3 и QE4 и тот факт, что первые страсти улеглись на удивление быстро: после бурного роста в день объявления данного решения американские фондовые индексы ощутимо скорректировались уже в последующие два дня — 19 и 20 сентября, - подобная встряска была полезной для рынков хотя бы с точки зрения содержащегося в ней превосходного теста эластичности различных классов рыночных активов, который весьма трудно смоделировать в обычных условиях. Причин, по которым мог произойти подобный стремительный эмоциональный срыв, — множество. Мы придерживаемся версии о том, что инвесторы были разочарованы не столько самим неожиданным решением ФРС, сколько явной непоследовательностью Бернанке, связанной с противоречием между его тезисом о том, что «...ФРС верит в действенность продолжительных мер монетарного стимулирования применительно к реальной экономике, а не только фондовому и прочим финансовым рынкам» и существенно ухудшенным прогнозам по ВВП США и прочим ключевым макроэкономическим показателям.

В ответ на нерешительность Феда, тренд на рост доходностей казначейских облигаций зримо укрепился, сохранив при этом некоторую «подобающую» волатильностью. Необходимо отметить, что не только частные инвесторы продавали американские ценные бумаги. По состоянию на конец июля с.г. (последняя доступная статистика) зарубежные фонды также избавились от долгосрочных долговых бумаг США на общую сумму \$23.7 млрд, фактически дополнив картину самого значительного оттока капитала с ноября 2008 года. Зарубежные правительства особенно активно продавали краткосрочные векселя и ноты Казначейства США, понимая, что им в первую очередь грозит потенциальная реструктуризация в случае проблем с «потолком» госдолга. Чистые продажи краткосрочных казначейских векселей и других квази-государственных долговых бумаг составили к вышеуказанному времени более \$30 млрд.

ГРАФИК 5. США: Иллюстрация циклического падения рынков «безопасных гаваней» – падение котировок крупнейшего облигационного фонда PIMCO Total Return



Источник: Bloomberg

16.10.2013

Косвенно о продолжении вышеуказанных тенденций свидетельствуют собственные данные проведенных аукционов по размещению инструментов госдолга США, представленные ниже.

ТАБЛИЦА 1. Ключевые параметры летних аукционов по размещению казначейских облигаций США

Аукционы по 10-летним казначейским облигациям			
Даты аукционов	Зафиксированная средняя доходность, %	"Непрямые" покупатели, % от общих	Соотношение Bid-to-Cover (покрытию)
12 июня 2013 г.	2.168	51.63%	2.53
10 июля 2013 г.	2.637	38.53%	2.57
07 августа 2013 г.	2.589	46.21%	2.45
Аукционы по 30-летним казначейским облигациям			
Даты аукционов	Зафиксированная средняя доходность, %	"Непрямые" покупатели, % от общих	Соотношение Bid-to-Cover (покрытию)
13 июня 2013 г.	2.168	40.23%	2.47
11 июля 2013 г.	3.619	40.19%	2.26
08 августа 2013 г.	3.599	40.15%	2.11
Аукционы по 5-летним казначейским облигациям			
Даты аукционов	Зафиксированная средняя доходность, %	"Непрямые" покупатели, % от общих	Соотношение Bid-to-Cover (покрытию)
26 июня 2013 г.	1.429	52.92%	2.45
24 июля 2013 г.	1.373	53.82%	2.46
28 августа 2013 г.	1.587	40.28%	2.38
Аукционы по 2-летним казначейским нотам			
Даты аукционов	Зафиксированная средняя доходность, %	"Непрямые" покупатели, % от общих	Соотношение Bid-to-Cover (покрытию)
25 июня 2013 г.	0.404	35.58%	3.05
23 июля 2013 г.	0.315	30.15%	3.08
28 августа 2013 г.	0.372	19.17%	3.21
Аукционы по годичным казначейским векселям			
Даты аукционов	Зафиксированная средняя доходность, %	"Непрямые" покупатели, % от общих	Соотношение Bid-to-Cover (покрытию)
25 июня 2013 г.	0.155	26.70%	4.1
23 июля 2013 г.	0.11	20.11%	4.65
20 августа 2013 г.	0.125	20.94%	4.67

Источник: The Federal Reserve (federalreserve.gov)

16.10.2013

«КТО НА НОВЕНЬКОГО»

Фигура нового председателя ФРС имеет чрезвычайно высокую важность для рынков, поскольку все понимают неизбежность — рано или поздно — начала сворачивания программ «количественного смягчения», однако роль личности главного финансиста крупнейшей экономики мира может довольно прямолинейно ответить на сакраментальный вопрос о том, как быстро это произойдет. Безусловно, формально политику Федрезерва определяет Комитет по открытым рынкам США, однако уже давно вес фигуры её председателя настолько значителен, что при наступлении непримиримых разногласий — вещи всё чаще встречающейся во внутренней политике США в последнее время — последнее решение остаётся де-факто за ним (за ней). Из всех кандидатов, после самоотвода Лоуренса Саммерса, соратника Обамы и бывшего Министра финансов при президенте Клинтоне, в настоящее время общественное мнение склоняется к кандидатуре «правой руки» Бена Бернанке Джанет Йеллен. Впрочем, ни она, ни — тем более — прочие кандидаты из представленного ниже списка, в последнее время никак не комментировали своё возможное назначение на должность главного банкира страны, а это — с большой вероятностью — в значительной мере свидетельствует об их не слишком большой заинтересованности в этой номинации, причины чего лежат на поверхности.

Мы считаем приоритетным сценарий не назначения Йеллен, а вариант, при котором на фоне непрекращающихся фискальных драм 4-го квартала, Бену Бернанке будут вынуждены продлить срок — скажем, до лета 2014 г., как это было сделано с неожиданной частичной отсрочкой пресловутого «фискального обрыва» — в течение которого Белый Дом постарается найти человека, которому было бы действительно комфортно сидеть в этом кресле и параллельно медленно пилотировать пресловутый «вертолёт Бернанке» на посадку. Подобный сценарий в целом был бы благоприятным для рынков в краткосрочной перспективе.

Итак, остановимся на нескольких наиболее подходящих претендентах на пост Председателя Федерального Резерва США по состоянию на начало октября 2013 года:

- 1. Джанет Йеллен (Janet Yellen).** Американская профессор-экономист и вице-председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы (Board of Governors of the Federal Reserve System). Ранее успела поработать президентом и исполнительным директором Федерального резервного банка Сан-Франциско (Federal Reserve Bank of San Francisco), членом Совета экономических консультантов Белого дома (White House Council of Economic Advisers) при президенте Клинтоне (Bill Clinton). С 2009-го Джанет Йеллен заседает с правом голоса в Комитете федерального открытого рынка (Federal Open Market Committee). В июле 2009-го Йеллен впервые назвали возможным преемником Бена Бернанке на посту председателя ФРС; в дальнейшем, впрочем, Бернанке было решено оставить на занимаемой должности. Сейчас о ней снова вспомнили как о его преемнице. Теперь, когда Лоренс Саммерс выбыл из гонки на пост главы ФРС, фокус направлен именно на Джанет Йеллен. Если назначение Йеллен будет утверждено, рынки, по-видимому, заложат в цены явное продолжение нынешнего режима политики Бернанке, что предполагает менее агрессивный подход к идее «tapering». Объяснение этому — не только в том обстоятельстве, что Йеллен была долгие годы правой рукой Бернанке, но и в её хрестоматийной фразе о том, что системообразующим американским корпорациям категории «Too Big To Fail» должна была оказываться более масштабная помощь в период начала кризиса, нежели это имело место в реальности.
- 2. Дональд Кон (Donald Kohn).** Вице-президент Федеральной резервной системы США Дональд Кон, 40 лет прослуживший в американском Центробанке, оставил свой пост в конце июня 2010 г. Незадолго до этого события,

16.10.2013

он выразил запомнившуюся мысль, что «американская экономика должна меньше полагаться на государственные заимствования для финансирования потребления и больше — на сбережения». Уход Кона был весьма болезненной потерей для ФРС, поскольку он, как никто другой, умел устанавливать связи с общественностью: это крайне важно именно сейчас, когда Федрезерву надо неустанно доказывать американцам, что он четко представляет себе пути сворачивания масштабных и потенциально бесконечных антикризисных программ. Кон также известен как специалист и ответственный за методологию и реализацию банковских «стресс-тестов». Таким образом, Кон вполне заслуживает того, чтобы стать главным контролером банковской сферы страны.

3. **Генри Полсон (Henry Paulson).** Хотя большинство прагматиков не верят в возвращение «Большого Хэнка» в государственные финансы, логика такого назначения всем была бы предельно ясна: кто, как не человек, стоявший у истоков спасения банковской системы США в кульминации кризиса 2008-2009 годов и разработки первой программы «количественного смягчения» (QE1), знает, что конкретно можно было бы сделать в текущей ситуации, чтобы «и волки (читай: «монетарные ястребы») были сыты, и овцы («голуби») — целы». Возможно, возвращение Полсона могла бы в том или ином виде пролоббировать американская инвестбанковская элита, недовольная рядом принятых за последние годы жёстких законов, ограничивающих их прежнюю свободу действий, - в частности, закон Додда-Франка и правило Волкера.
4. **Роджер Фергюсон (Roger Fergusson).** Фергюсон, 61, как и Джанет Йеллен, работал вице-председателем совета управляющих Федеральной резервной системы в период с 1999 по 2006 гг. и одновременно был членом Президентского экспертного совета по экономическому восстановлению (President's Economic Recovery Advisory Board). В настоящее время он является президентом и главным исполнительным директором одного из крупнейших в стране пенсионных фондов Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF).

США: ВО ГЛАВЕ УГЛА – НЕ БЮДЖЕТНОЕ ПРОТИВОСТОЯНИЕ, А «ПОТОЛОК» ГОСДОЛГА

Никогда ранее мы не ощущали такого сильного прессинга новостного фона как в сентябре-октябре нынешнего года. Мы понимаем, что события на Капитолийском Холме в США вносят настолько существенные и мощные «шумы» в фундаментальную и техническую картину рынков, что игнорировать их невозможно, на каких площадках и какими инвестиционными инструментами мы ни торговали бы. Корреляция между инструментами различных классов (акции, облигации, сырьевые фьючерсы и, чуть в меньшей степени — валюты) достигла беспрецедентно высоких значений, что делает вопрос их выбора вторичным по сравнению с прогнозированием фискальных и экономических процессов в крупнейшей экономике мира. Период, который с высокой вероятностью будет характеризоваться существенными внутрисуточными колебаниями котировок, на наш взгляд, будет особо благоприятствовать автоматизированной торговле и — в меньшей степени — торговле на минутных технических индикаторах. Возможно, к моменту публикации данной квартальной стратегии вопрос с утверждением федерального бюджета на следующий год будет решён, и наши нынешние размышления будут уже неактуальными. Как бы то ни было, основная причина небывалой нервозности рынков — отнюдь не судьба реформы здравоохранения Барака Обамы, которую сделали заложницей противостояния между представителями демократической и республиканской партий Конгресса в дебатах по вопросу федерального бюджета. Несомненно, по-настоящему первостепенным остаётся вопрос о том, будет ли Парламент по-прежнему работоспособен в октябре, чтобы договориться о краеугольной теме для инвесторов — теме своевременного и достаточного повышения верхней планки госдолга США с тем, чтобы снять — пока всё ещё призрачные — опасения по поводу вероятности задержки внешних платежей правительством США.

16.10.2013

Напомним, что на протяжении полувека увеличение максимально разрешенной суммы госдолга было в США частой «забавой»: с 1940 года верхнюю планку поднимали больше 100 раз. Но в последнее время игры с госдолгом перестали быть смешными. В конце прошлого года страна оказалась на краю фискальной пропасти, этой осенью — на краю долговой. Уже сами маститые американские инвесторы говорят, что впору задуматься о надёжности инвестиций в ценные бумаги, эмитированные в США. По оценкам бюджетного управления Конгресса, к 2038 г. госдолг США вырастет с нынешних 73% ВВП до 100%.

Многие понимают, что данная ситуация так или иначе разрешится, и лимит внешних заимствований всё-таки будет увеличен, но вопрос в том, сколько будет надо для этого приложить усилий и «потрепать нервов»? Несмотря на большое количество противников повышения потолка госдолга, другого шанса избежать дефолта США просто не существует. Реструктуризация наподобие греческой в случае США будет воспринята в штыки, ведь речь будет идти не о десятках миллиардов, а о триллионах долларов считавшимися «безрисковыми» вложений, а рейтинговые агентства едва ли смогут в этом случае «хранить гордое молчание». Добавим, что бездействие повредит экономике и рынкам, и большинство законодателей знают про это.

Чтобы правительство смогло выполнить все свои обязательства до конца 2014 года, Конгрессу нужно поднять потолок долга примерно на \$1.1 трлн (сценарий, в который нам верится с трудом, учитывая нынешний накал противостояния между республиканцами и демократами в Конгрессе и тот факт, что повышение планки госдолга — чуть ли ни единственное орудие в руках первых, позволяющее проталкивать свои политические интересы). По расчетам Центра двухпартийной политики, США достигнет нынешнего лимита в \$16.699 триллионов между 18 октября и 5 ноября. Эксперты называют этот день «днем X». В какой-то момент в течение этих двух недель у министерства финансов (The US Treasury) закончатся деньги, и оно, фигурально выражаясь, не сможет оплачивать свои счета. Это означает, что часть американских бюджетников не получат зарплату, ремонт государственных зданий прекратится, государственные школы, музеи и парки закроются, а инвесторам будет предложено конвертировать экспирирующие гособлигации в те же бумаги, но с более дальними сроками погашения — даже если бюджет к этому времени будет принят.

Но что означает повышения потолка долга? Несмотря на неправильные утверждения некоторых политиков, повышение потолка долга не дает правительству «лицензию тратить больше». Оно просто позволяет казначейству брать деньги по мере надобности, чтобы как и прежде оплачивать все текущие госрасходы, финансирование которых не может осуществляться за счёт доходов бюджета в полном объеме и в срок. Другими словами, это — «пропуск» для оплаты всех государственных «счетов» США, которые накопились в результате прошлых решений законодателей с обеих сторон на протяжении многих лет.

Отметим, что технически США достигли лимита задолженности еще 19 мая. С тех пор министерство финансов принимало множество чрезвычайных мер, чтобы раздобыть деньги. Но к 18 октября их, по словам министра финансов Джейкоба Лью, окажется недостаточно. Налоговых поступлений в федеральное правительство хватит на то, чтобы заплатить только около 68% счетов за оставшуюся часть месяца. А возможностей одолжить денег больше не будет. Во время прошлой битвы за потолок долга в июле 2011 года, республиканцы предложили выделить основные приоритетные направления, которые нельзя переставать финансировать. Смысл этого предложения заключался в том, что из всех поступающих счетов правительство временно наделялось полномочиями выбирать самые значимые. Например, в первую очередь должны делаться выплаты держателям государственных ценных бумаг. В противном случае на мировых финансовых рынках произойдет коллапс. На первый взгляд, эта идея выглядит неплохо. Но у экономистов есть все основания полагать, что она не работает.

16.10.2013

Итак, к моменту выхода данной стратегии у США формально останутся считанные дни, чтобы решить эту проблему. Республиканцы говорят, что они будут требовать сокращения расходов, жёсткой финансовой реформы (как будто закона Додда-Франка и правила Волкера для банкиров оказалось недостаточно) и, разумеется, сворачивания реформы здравоохранения — главного президентского достижения Обамы, благодаря которой он надеялся войти в историю как президент-реформатор — в обмен на их поддержку решения по увеличению потолка госдолга. Вопрос в том, когда республиканцы или Белый дом или даже оба сойдутся в данном противостоянии? Если недавняя история чему-то и учит, то, вероятнее, это будет только в самый последний момент. До конца сентября Конгресс должен был утвердить бюджет, но не сделал этого, так почему у инвесторов должна быть уверенность, что к середине октября будет повышен потолок госдолга?

К слову, по мнению многих американских экспертов-политологов, угроза прекращения работы правительства приведёт к образованию крайне нездоровой общей атмосферы при обсуждении вопроса о поднятии предельного уровня заимствований. Однако, по мнению представителей агентства Moody Investors Service, некоторый «перерыв» в работе правительства не сразу отразится на его способности обслуживать внешний долг. Перспектива прекращения работы главным образом сбрасывается со счетов на рынках, так как большая часть предыдущих перебоев в работе были непродолжительными и имели незначительное влияние на экономику в целом.

В последние дни в силу неопределенности министерство финансов приняло защитные меры, что позволило снизить контрольный уровень 10-летней доходности до недавних 2.65% с 3% в начале этого месяца. Этот шаг характеризует, как неопределенность в Вашингтоне может быть обоюдно острой на финансовых рынках, одновременно повышая риск хранения государственных облигаций и отпуская их цены выше по мере того, как инвесторы отступают от более рискованных активов, таких как акции и высокодоходные облигации.

Итак, что произойдет 17 октября? Если Конгресс не достигнет консенсуса и не повысит долговой предел до 17.8 триллиона долларов, вероятно, министерство финансов не сможет с этого дня произвести эмиссию новых долговых обязательств, поскольку практически исчерпает все свои легальные ресурсы по привлечению заёмных средств. Оно по-прежнему сможет рефинансировать/пролонгировать долг, подлежащий оплате. Существует некоторый риск, что инвесторы откажутся от участия в торгах, если они будут чрезмерно обеспокоены возможностью — пусть и формально технического по своей природе — дефолта. В порядке подготовки к наихудшему сценарию, на 17 октября правительство запланировало рефинансирование подлежащего оплате долга в размере \$120 млрд.

Согласно оценке Moody 's Investor Service, без разрешения на увеличение заимствований, правительство будет вынуждено сократить общие расходы в диапазоне 15% -20%, что выглядит нереалистично.

Что произойдет 1 ноября? Согласно исследованию аналитиков суверенного долга Stone & McCarthy, это будет первой вероятной датой, когда министерству финансов, как ожидается, не хватит денег, чтобы оплатить свои счета, если оно не сможет выпустить новые долговые обязательства. Потенциально это может означать то, что правительство объявит дефолт по своим долгам, хотя Moody's считает, что поступление дохода в США будет означать, что правительство будет продолжать выплачивать проценты по государственным облигациям — просто произойдёт ревизия приоритетов госрасходов, в результате которых задолженность будет формироваться преимущественно по социальному, ведомственному и проектному финансированию.

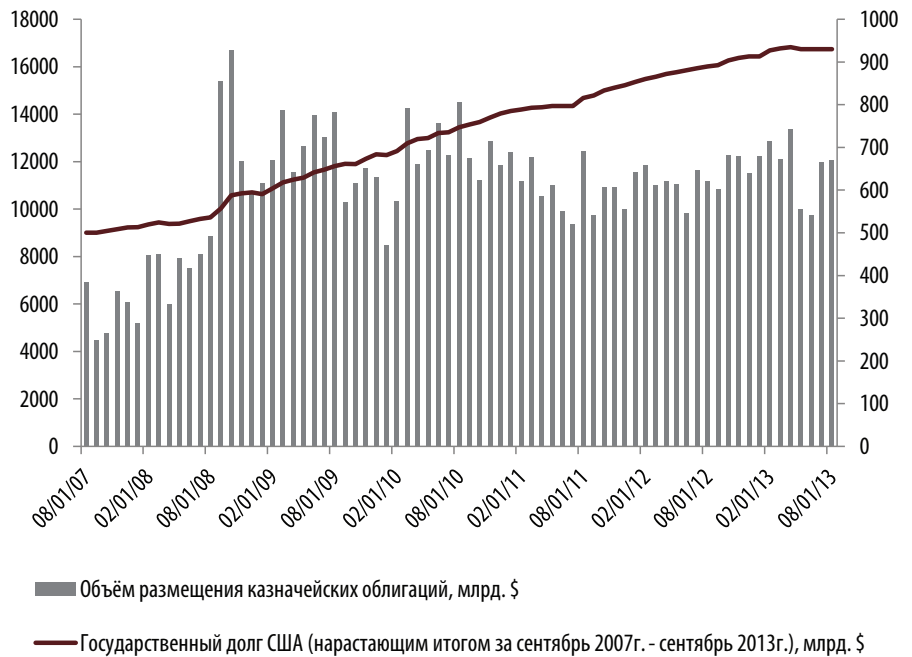
16.10.2013

Процентные платежи будут первоочередным приоритетом для правительства, потому что не платить купоны по гособлигациям США, которые являются эталоном мировых финансовых рынков, будет весьма разрушительным для всей мировой экономики решением, ответственность за которое никто не решится на себя взять.

Что касается попыток спрогнозировать реакцию рынков, то в пример можно поставить лишь события начала августа 2011 года, когда инвесторы после нескольких дней «разброда и шатаний» всё-таки предпочли остаться на финансовом рынке США как в тихой гавани, потому что Европа в тот момент находилась в ловушке своего собственного долгового кризиса. Договорённость достигнутая в последнюю минуту, повысила предельный уровень долга привела к сильному оживлению на рынке государственных облигаций США, несмотря на беспрецедентное понижения кредитного рейтинга США агентством Standard & Poor's. Надо иметь в виду, что нынешняя ситуация характеризуется как минимум одним отличием — отсутствием острой фазы долгового кризиса в еврозоне, а посему вероятен мощный исход инвесторов в германские и швейцарские облигации — причём мы не исключаем варианта отрицательных эффективных доходностей, т.е. инвесторы будут «приплачивать» соответствующим казначействам за сохранность своих денег. При таком сценарии рост ставок в США, отражающий увеличение риска, будет практически неизбежным.

С другой стороны, нынешний дефицит бюджета меньше, чем был два года назад. Введя запрет на увеличение предельного уровня долга, сумма расходов, которая должна быть урезана будет гораздо меньше, чем в 2011 году.

ГРАФИК 6. США: Объём размещения казначейских облигаций и динамика госдолга



Источник: Bloomberg

16.10.2013

ЯПОНИЯ: ПЕРСПЕКТИВЫ «АБЭНОМИКИ». ГЛАВА ВТОРАЯ: ОТ «МЕГАСТИМУЛА» – К «НАЛОГОВОЙ КУВАЛДЕ»

Премьер-министр Японии Синдзо Абэ подтвердил готовность своего правительства повысить потребительский налог до уровня 8% с апреля 2014 года, когда начнется новый финансовый год. Ожидается, что официально об этом будет объявлено 1 октября. Это будет уже третья подобного рода непопулярная мера за последние 25 лет. Первое повышение ставки — до 3% — произошло в 1989 году, второе — до нынешних 5% — в 1997.

Кабмин Японии рассчитывает, что за счёт нового повышения потребительского налога удастся дополнительно собрать в бюджет около ¥5 трлн и обеспечить тем самым эффективную реализацию экономической стратегии страны, в первую очередь, в плане борьбы с дефляцией. Одновременно предполагается облегчить фискальное бремя и для институционалов, в связи с чем правительство Японии намерено отменить на год раньше специальный корпоративный налог, введённый в целях финансирования программ по ликвидации последствий природно-техногенной катастрофы 11 марта 2011 года. При этом правительство уверено, что сможет найти альтернативные источники поступления средств для продолжения работ в указанной области и сохранить уровень их финансирования в объёме \$250 млрд. В японских деловых кругах в целом позитивно расценили планы правительства Синдзо Абэ в налоговой сфере. Руководство Федерации экономических организаций («Кэйданрэн») заявило, что успешное проведение взятого кабинетом курса на этом направлении приведёт в скорой перспективе к росту числа занятых в стране и увеличению их зарплат. Кроме того, представители одного из крупнейших профсоюзных объединений «Рэнго» выразили надежду, что в случае реализации планов администрации Синдзо Абэ удастся развеять опасения населения относительно возможного снижения своих доходов.

ГРАФИК 7. США: Объём размещения казначейских облигаций и динамика госдолга



Источник: Bloomberg

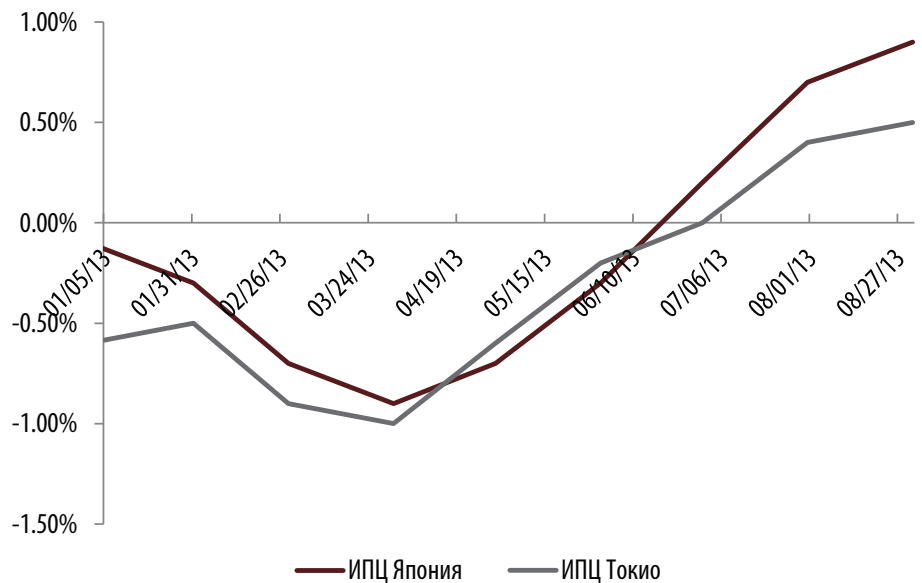
16.10.2013

Вместе с тем, немало экспертов отмечают, что обычные японцы после повышения потребительского налога столкнутся не с «перспективным» улучшением экономической ситуации, а с более чем сиюминутным ростом цен на товары. Особенно болезненно это ударит по наименее обеспеченным слоям населения. В связи с этим правительство Абэ намерено выделять дополнительно 10 тысяч иен лицам с минимальным уровнем дохода и 5 тысяч иен пенсионерам.

Несмотря на сохраняющиеся сомнения и опасения правительство Синдзо Абэ рассчитывает на успешные результаты своих налоговых программ. В случае, если действительно нынешние меры приведут к желаемому итогу, кабинет министров перейдёт к обсуждению вопроса об очередном повышении ставки потребительского налога до 10% уже с октября 2015 года.

Рейтинговое агентство Fitch считает, что борьба с дефляцией в Японии поможет экономике ускориться в краткосрочной перспективе, но уже в среднесрочной перспективе продолжительный успех ставится под сомнение ввиду естественного ослабления эффекта от стимулов. Согласно прогнозу, в 2013 г. японская экономика вырастет на 1.8%, но в следующем году рост замедлится до 1.5%, а к 2015 г. откатится до 1.2%.

ГРАФИК 8. «Абэномика» в действии. Динамика потребительских цен в среднем по Японии и в регионе «Большого Токио»

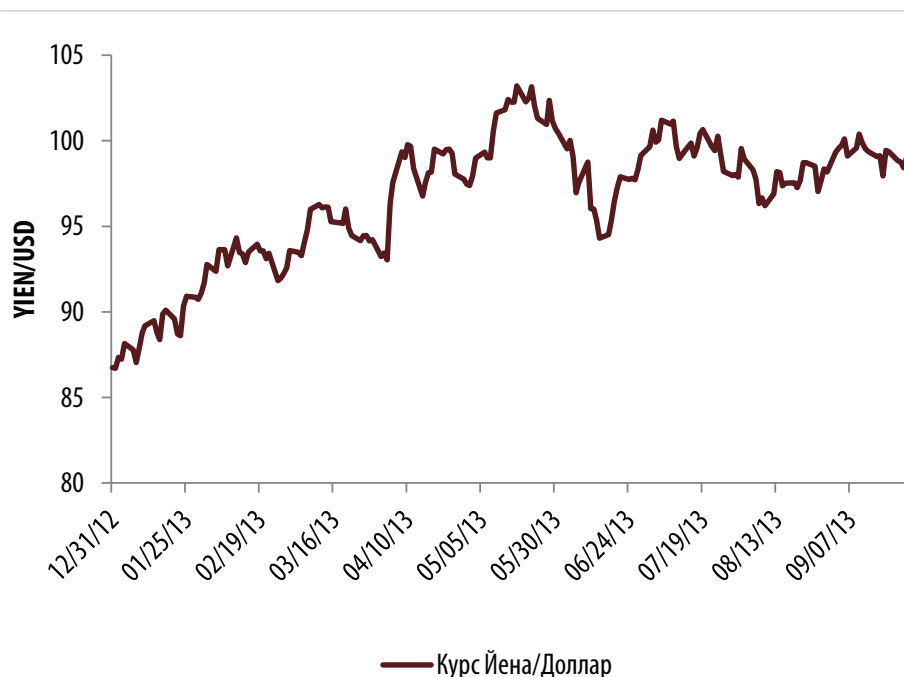


Источник: Bloomberg

Вообще говоря, если проводить параллель между степенью инфляционности монетарных экспансий в США и в Японии, то при всём комфорте и спокойствии, источаемом ФРС США в отношении своих действий, Япония ввиду хронической дефляционности её экономической модели имеет ещё меньше оснований для беспокойства. Очевидно, что остановить Куроду могут только этико-дипломатические соображения, но, судя по его вербальной бескомпромиссности, ничего, кроме возвращения Японии былой конкурентоспособности на глобальных рынках и предоставления экспортёрам достаточной денежной ликвидности для безбоязненного расширения их производств, его не волнует и вряд ли будет в ближайшее время волновать. Таким образом, битва за слабую иену в наступающие кварталы продолжится.

16.10.2013

ГРАФИК 9. Динамика курса японской иены к доллару США



Источник: Bloomberg

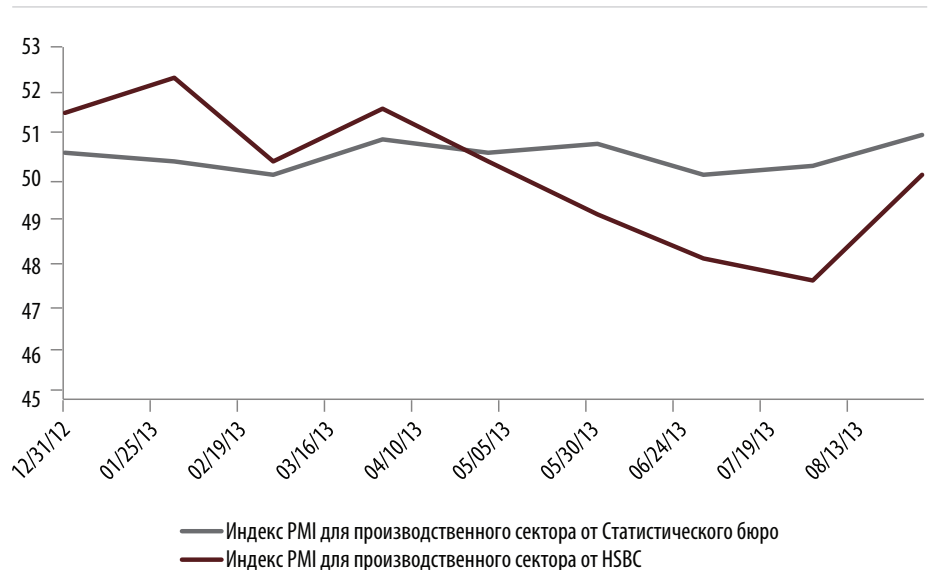
КИТАЙ: ОТ ВНЕШНЕГО УГОДНИЧЕСТВА К ВНУТРЕННЕЙ САМОДОСТАТОЧНОСТИ

Китай этим летом проинформировал экономистов МВФ и Всемирного Банка, что отныне его приоритет — развитие внутреннего потребительского рынка и внутреннего спроса. При этом генсек Си Дзыньпин акцентировал на том обстоятельстве, что «гонка» за показателями роста ВВП не входит в круг его первоочередных задач. Экономика ЮВА входят в фазу зрелости, и при этом темпы роста неизменно будут снижаться, хотя абсолютная доля их экономик в мировом ВВП будет составлять более 30%, и поскольку внешняя долговая нагрузка у этих стран минимальная, их действительно можно считать оплотом стабильности, хотя взрывной рост теперь искать придётся где-то в другом месте.

Таким образом, Китай в ближайшее десятилетие будет погружен во внутренние системные реформы, где главная цель в экономике — удвоить ВВП, в социальной сфере — построить «общество средней зажиточности» (сяолян) и общая цель — повысить уровень самодостаточности экономики от каких-либо внешних влияний. 19 июня гонконгская корпорация HSBC понизила прогнозы роста ВВП Китая на 2013 и 2014 годы до 7.4%. Хотя средний консенсус-прогноз экспертов по темпам роста китайской экономики на текущий год, составляет 7.8%. Для сравнения: первоначальный прогноз HSBC на 2013 год предсказывал подъём экономики на 8.2%, а на 2014 год — на 8.4%.

16.10.2013

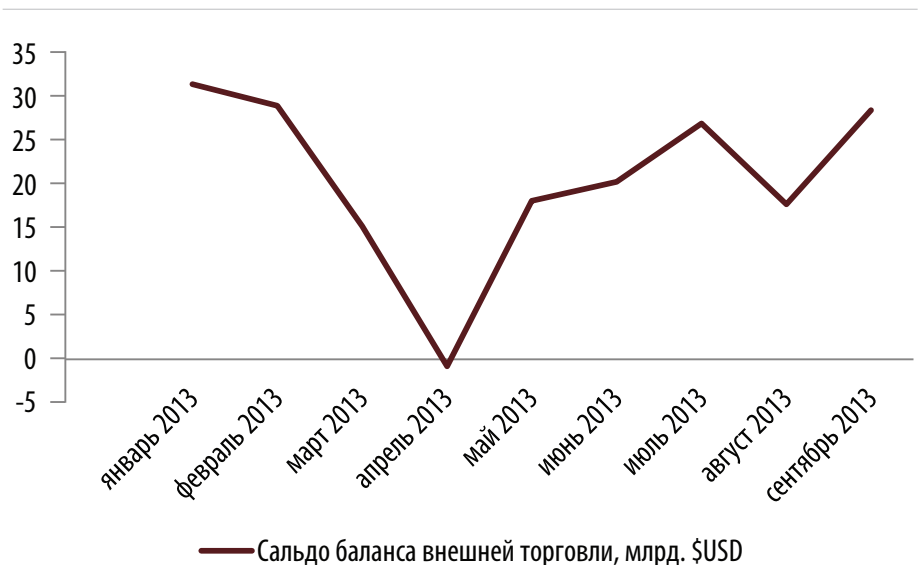
ГРАФИК 10. Индексы деловой активности PMI КНР от Статистического бюро и банка HSBC



Источники: Bloomberg, HSBC Research

Причин замедления экономики несколько (это вполне может быть темой для отдельной аналитической работы). Одна из них — системные реформы, за претворение которых принялась новая правящая команда во главе с председателем Цзиньпином. Очевидно, что, как показывает мировая практика, реформы — явно не тот период, когда следует ожидать бурного развития. Впрочем, даже замедление темпов роста китайской экономики не изменит ход прежних тенденций.

ГРАФИК 11. Динамика сальдо баланса внешней торговли КНР: худшее — позади



Источники: Trading Economics

16.10.2013

Нам важно понять, какие реальные угрозы для рынков стоят за всеми этими, на первый взгляд, оторванными от реальности цифрами и процентами, отличающимися на десятки доли целого числа. На самом деле, для сырьевых экономик — в первую очередь, австралийской и российской, тесно связанных торговыми отношениями с Китаем, — они означают гораздо больше, чем можно себе представить. Мы сейчас обсуждаем не столько реакцию спекулятивно настроенных западных инвесторов, а реальную экономику наиболее быстрорастущего региона мира. К примеру, во всём внешнеторговом обороте Австралии доля торговли природными ресурсами с КНР составляет более 38%, сельхозпродукцией — около 20%. Для России эти цифры составляют порядка 18%-20% и год от года увеличиваются, несмотря на то, что основным внешнеторговым партнёром России в «дальнем зарубежье» остаётся Евросоюз.

Китайские стратеги с недавних пор взяли за основу ориентиров не количественные показатели роста, а повышение качества жизни. В частности, для достижения этой цели направлены первые решения по реформированию госаппарата КНР. С точки зрения улучшения качества жизни первичное значение имеют показатели среднедушевого показателя ВВП, контроль над качеством продуктов питания, соблюдением экологических требований и т.д. — словом, тех сфер жизнедеятельности, которые раньше никогда даже не обсуждались. Кроме того, немаловажное значение имеет задача по обузданию стабильно высокой инфляции (по меркам китайской экономики) и уменьшению монетарной базы, непомерно раздутой за последние годы, что таит в себе риски накопления «мыльных пузырей» на рынках активов. Меры Пекина по обузданию уровня инфляции, которая последние два года держалась на уровне 5%, наконец, стали давать позитивные результаты. Например, эксперты банковской группы HSBC понизили прогноз инфляции до конца 2013 года с 3.1% до 2.5%, а на 2014 год — с 2.7% до 2.6%. Официальная статистика КНР также ожидает замедление в текущем году инфляции ниже 4%.

Таким образом, мы не склонны верить в прогнозы «мягкой посадки» или даже существенного замедления роста ВВП Китая в обозримом будущем, т.к. вероятное снижение экспортных объёмов, о котором свидетельствуют пониженные прогнозы роста мировой экономики в 2014 году от МВФ и Всемирного Банка, в той или иной мере будут компенсироваться растущим внутренним потребительским спросом. Тем не менее, одна серьёзная проблема в экономике Китая, надо признать, всё же существует. Кредитное обременение КНР растёт большими темпами. При этом наибольшие темпы кредитного роста происходят из «теневого сектора» банковской системы Китая.

С 2008 года до конца 2013 года китайские кредитные активы, предположительно, увеличатся до \$14 трлн. Для понимания масштаба — \$14 трлн — это размер всего коммерческого банковского сектора экономики США (данные Fitch). Согласно недавнему исследованию Fitch, через каких-нибудь 5 лет китайский банковский сектор по всем своим составляющим полностью сравняется по масштабам с американской банковской системой (см. таблицу ниже):

ТАБЛИЦА 2. Сравнение рынков капитала Китая и США

Рынок капитальных инвестиций Китая в перспективе					
US\$ трлн					
Сектор	Банковские кредиты	Акции	Облигации	Страхование	Управление активами
Абсолютный объём (Китай)	10.7	3.7	3.4	1.2	0.4
Абсолютный объём (США)	7.6	18.7	38	4.8	36
Процент от ВВП (Китай)	128%	44%	41%	14%	5%
Процент от ВВП (США)	48%	118%	240%	32%	230%

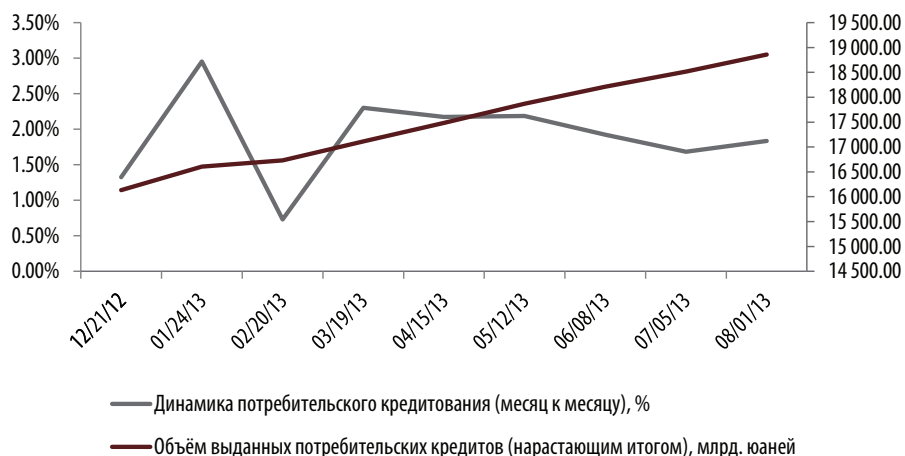
Источник: *The China Perspective*

16.10.2013

Пока инвесторы сфокусированы на монетарном стимулировании в Америке, китайские фискальные инициативы развиваются в некотором смысле еще более интенсивными темпами, чем QE3 + QE4 от ФРС США.

Впрочем, общая картина не выглядит такой уж безнадежной: при существовании \$3.6-триллионных золото-валютных резервов («подушка безопасности» КНР) динамика выдачи новых кредитов в юанях (см. график XX) в последние месяцы зримо замедлилась, и это отодвигает страну от сценария фискальной драмы:

ГРАФИК 12. Динамика кредитного сектора КНР



Источник: Bloomberg

ЕВРОЗОНА: ТИШЕ ЕДЕШЬ – ДАЛЬШЕ БУДЕШЬ

Главная новость прошедшего квартала состоит в том, что **Германия**, как крупнейшая экономика ЕС и еврозоны, после выборов **продолжит быть локомотивом региона единой валюты на пути выхода из кризиса**, борясь за евро и поддерживая материально проблемные страны объединения.

Блок Ангелы Меркель «Христианско-демократический союз/Христианско-социальный союз» (ХДС/ХСС) на прошедших выборах набрал 41.5% голосов и получил 311 из 630 депутатских мест в новом бундестаге. Это лучший результат блока за последние два десятилетия. Однако абсолютное большинство в бундестаге, которое давало бы право единолично сформировать правительство ФРГ, ХДС/ХСС получить не удалось.

Кроме того, по итогам выборов блок потерял основного союзника – «свободных демократов», партнеров Меркель по нынешней правящей коалиции. Скорее всего, в третий раз в истории ФРГ блоку придется заключать союз с извечным соперником – Социал-демократической партией Германии (СДПГ). Таким образом, может быть сформирована так называемая «широкая коалиция» в составе ХДС/ХСС и СДПГ (совместно 64%) или же «чёрно-зеленого» союза (ХДС/ХСС) и партия «зелёных» (вместе 48%).

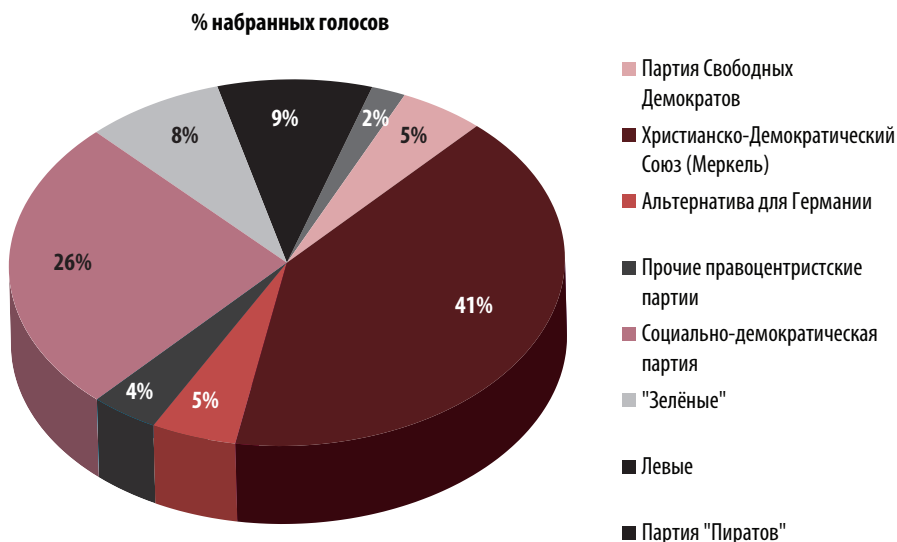
Правящую коалицию составляют Христианско-демократический и Христианско-социальный союзы (ХДС/ХСС) и Свободная демократическая партия (СвДП), в оппозиции к ним - Социал-демократическая партия Германии (СДПГ), «зелёные» и «Левая партия».

Прогнозы были более скромными: ХДС – партия федерального канцлера Ангелы Меркель – и ХСС, одержавшие 15 сентября убедительную победу на

16.10.2013

парламентских выборах в Баварии, могли бы заручиться гарантированной поддержкой лишь 39% избирателей. «Младший» партнер консервативного блока — СвДП — смог бы набрать 5% голосов. Социал-демократам предпочтение отдают по-прежнему более 25% немцев. А «левых» и «зелёных» поддерживают соответственно 9 и 8% (см. диаграмму ниже).

ГРАФИК 13. Итоги выборов в Германии



Источник: *The Wall Street Journal*.

Глава Еврогруппы Йерун Дейссельблум в сентябре не исключал, что Греции - самой большой должнице еврозоне и МВФ - в связи с глобальным кризисом может понадобиться дополнительная международная поддержка после завершения нынешней, второй программы помощи в 2014 году.

Правительство Германии сделает все возможное ради сохранения Греции в составе еврозоны. Маловероятно, что после всех предпринятых многолетних усилий, когда слабый отблеск наконец забрезжил «в конце тоннеля», Греции будет отказано в новых пакетах помощи. Греция в прошедшем квартале, по предварительным данным, впервые показала, пусть и символический, профицит бюджета. До тех пор пока будут поступать свидетельства значимого прогресса в государствах, получающих финпомощь от Евротройки, германские правительство или парламент вряд ли захотят прервать их путь к рынку и выводу из кризиса, не увеличив в какой-то момент поддержку в случае необходимости.

Меркель продолжит защищать евро настолько активно, насколько возможно. Вероятность сокращения или развала еврозоны, конечно, не равна нулю, так как в регионе продолжается кризис, хотя рецессия отступила, однако безработица все еще чрезвычайно высока и есть проблемы в банковском секторе. Если известию об изменении границ еврозоны или её развале суждено возникнуть — можно сказать, на ровном месте, то в текущей ситуации оно точно не придёт из Германии. Новости могут прийти из Греции, Португалии или Кипра, если они скатятся в рецессию или ситуация там не улучшится в ближайшее время, так что они сами гипотетически вдруг захотят вернуться к своим историческим национальным валютам. Германия же останется лидером по вытягиванию еврозоны из кризиса. Теперь Меркель может быть более активной в европейской политике, и не только для того, что чтобы вытянуть еврозону и поддержать евро, но и построить основу для более устойчивой Европы, чтобы оставить след в истории.

16.10.2013

Из важных новостей в начале сентября Европарламент проголосовал в пользу наделения ЕЦБ **полномочиями единого органа надзора за банками**. Так, регион стал на один шаг ближе к созданию банковского союза. После некоторых переговоров относительно степени отчетности ЕЦБ перед ЕС и национальными правительствами в начале этой недели, ЦБ согласился запротokolировать тезисы правления нового органа банковского контроля, открыв путь к голосованию.

Сентябрьский прорыв — одобрение европейскими властями нового статуса ЕЦБ — наделил его полномочиями осуществлять контроль над 6000 банками в 17 странах еврозоны. ЦБ возьмёт на себя эту новую роль через год. Глава Еврокомиссии Хозе Мануэль Баррозу (Jose Manuel Barroso) не мог скрыть удовлетворения результатами голосования, добавив, что «теперь внимание должно немедленно переключиться на единый механизм реализации данного решения».

Впрочем, подобного оптимизма не разделяет сам маэстро. На недавней пресс-конференции в Риге председатель ЕЦБ **Марио Драги заявил, что восстановление экономики еврозоны по-прежнему является «очень, очень незрелым»**. Среди прочих важных вещей, он отметил недопустимость роста межбанковских кредитных ставок, а также заверил, что ЕЦБ «...продолжит придерживаться нынешней позиции» в кредитно-денежной политике.

ЕЦБ и Банк Англии уже укрепили свои защитные сооружения. Оба ЦБ ввели т.н. заявление о намерениях, чтобы ясно дать понять, что власти не спешат с повышением ставки. Отчасти им удалось снизить волатильность краткосрочных ставок, а также сократить диапазон ожиданий по учетной ставке. Если бы монетарные условия угрожали хрупкому восстановлению экономики еврозоны, ЕЦБ мог бы снизить ставку, или предложить новую программу обеспечения ликвидности европейским банкам - может быть, а более длительный срок, чем предыдущая программа трехлетних займов, объявленная в конце 2011 года, или на лучших условиях, или на условиях увеличения объема выдаваемых банками кредитов.

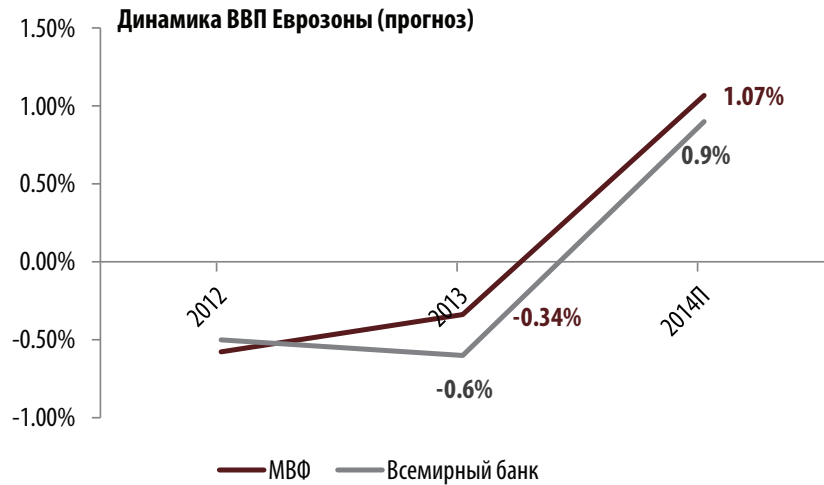
Другая часть плана ЕЦБ — улучшить процесс коммуникации путем публикации протокола заседаний. Раньше Европейский Центробанк пытался не придавать огласке личные мнения отдельных членов управляющего совета, которые в большинстве своем являются председателями национальных Центробанков еврозоны. Такая секретность была вызвана возможным политическим давлением со стороны национальных правительств. По иронии судьбы и по слухам из Франкфурта, именно старейшие члены управляющего совета, которые хорошо помнят, что случилось в 1994 году, например, француз Кристиан Нуайер и португалец Витор Констанцио до сих пор выступают против публикации протоколов.

Но даже если ЦБ начнет публиковать протокол, одного этого будет явно не достаточно для того, чтобы среди европейский банков и инвестфондов воцарилось перманентное спокойствие и благодушие. Для того, чтобы заглушить социальные протесты в странах PIIGS и предотвратить преждевременный рост процентных ставок на финансовых рынках Европы необходимы конкретные шаги. Как и в случае с ФРС США, пока что львиная доля «успокоительного» поставляется вместе с риторикой ЕЦБ в стиле «даже не думайте ни о каких спекуляциях». Пока это работает и на фоне циклической слабости доллара, скорее всего, будет работать ещё долгие месяцы. Если страны-должники не воспользуются благоприятной для них ситуацией и не выйдут на траекторию уверенного роста, со второй половины 2014 года вполне вероятен возврат «европессимизма» на круги своя.

К слову, рейтинговое агентство Fitch в конце сентября улучшило прогноз для экономики еврозоны: согласно данному исследованию, ожидается сокращения её ВВП в этом году на 0.4% вместо 0.6% ранее: после 18 месяцев рецессии рост, как полагается, должен возобновиться. Прогнозы роста ВВП региона на 2014 и 2015 гг. — 0.9 и 1.3% соответственно.

16.10.2013

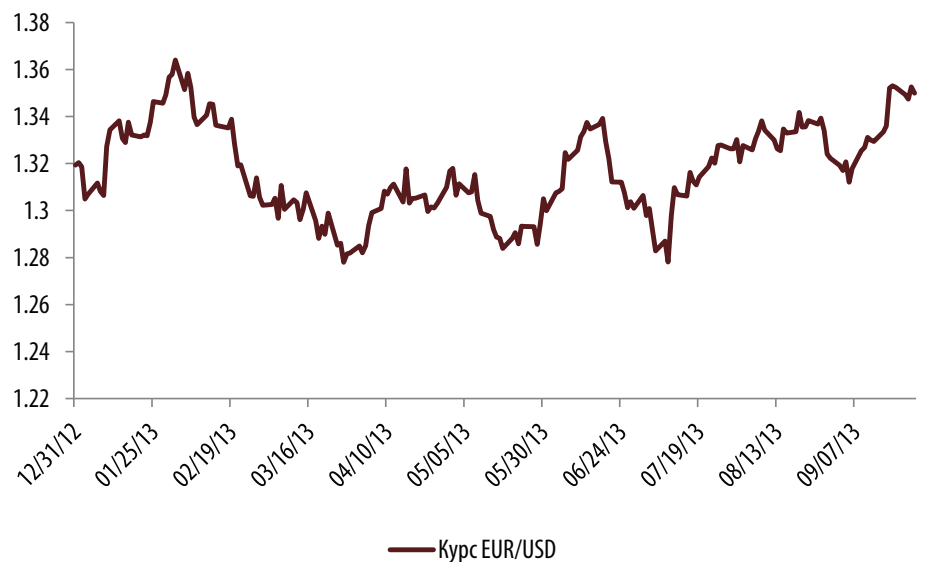
ГРАФИК 14. Динамика ВВП еврозоны и текущий прогноз



Источник: МВФ, Всемирный Банк

Между тем, помимо общей темы дальнейшей монетарной политики ЕЦБ и устойчивости рынка суверенного евродолга, к началу 2-го квартала 2014 года могут вновь сформироваться, по крайней мере, два полноценных частных «еврораздражителя», которые при должном усердии спекулянтов, могли бы вновь превратиться в полноценные «еврострашилки», которыми еврозона, на удивление, совсем не баловала любителей сенсаций в текущем году. Надежд на то, что этот **негативный сценарий не материализуется**, объективно говоря, больше, чем в отношении политико-экономической стабилизации в США, по крайней мере, до окончания второго президентского срока Барака Обамы.

ГРАФИК 15. Динамика валютной пары Евро/Доллар США



Источник: Bloomberg

16.10.2013

НЕФТЬ

Несмотря на то, что последние политические события уменьшили риски военной интервенции в Сирии, шансы продолжения роста цен на нефть в течение следующих нескольких месяцев, по нашему мнению, по-прежнему высоки. К октябрю может наблюдаться некоторое циклическое ослабление в пределах \$2-3 по обоим сортам, но ОПЕК ожидает, что цены на нефть, скорее всего, достигнут пика в этом месяце в свете продолжающегося дефицита поставок из Ливии и низких запасов нефти ОЭСР. Этот пик будет служить мощным психологическим магнитом, к которому они будут вновь и вновь возвращаться после непродолжительных безыдейных технических коррекций.

МЭА недавно повысило оценку мирового спроса на нефть в 3-м квартале примерно на 260 тыс. баррелей в сутки, а в 2014 г. — дополнительно на 70 000 баррелей в сутки. Объем свободных нефтедобывающих мощностей в ОПЕК в августе снизился до 2.94 млн баррелей в день против 3.08 млн баррелей в день в июле. Впрочем, добыча нефти в США в июле возросла на 1.1 млн баррелей в сутки по сравнению с июлем 2012 года. Интересный нюанс: производство топлива, включая биотопливо, в США в 3-м квартале, как ожидается, после соответствующих расчётов и публикации превысит производство совокупной продукции НПЗ в России. Напомним, что последние данные по коммерческим запасам нефти от Минэнерго США, которые были опубликованы в течение сентября, неизменно показывали их снижение в пределах от 200 тыс. до более 2 млн баррелей. Хотя многие могут привязать эти снижения к пресловутому «военному фактору», на наш взгляд, после циклического роста запасов до исторических максимумов наступил их логичный циклический спад. Сейчас, в преддверии зимы, нагрузка на НПЗ возрастёт: всем памятно события прошлого года, когда ураган Сэнди вызвал многочисленные разрушения и затопления, которые вынудили бизнесы и домохозяйства в Tristate Area (Нью-Йорк + Нью-Джерси + Коннектикут) перейти на массовое использование дизель-генераторов, которое очень быстро вскрыло дефицит запасов отопительного топлива. Ходят слухи, что власти вышеуказанных Штатов не хотят повторения прошлых ошибок и намерены запастись на зиму «тёмными сортами» топлива впрок. Это означает, что внутреннее потребление сырой нефти в ближайшие месяцы как минимум не снизится.

В последнее время вопрос баланса спроса и предложения на рынке энергоносителей упорно сводится к прогнозированию темпов развития «сланцевой революции». В настоящее время известно несколько обнадеживающих фактов, позволяющих предполагать дальнейшее развитие этого направления — изобилие данного сырья в мире, но при этом имеется гораздо больше отрицательных факторов. Во-первых, это экологические аспекты горизонтального бурения, потенциальная эрозия почв в местах добычи сланцевых энергоносителей и, наконец, высокая себестоимость этого вида бурения и отсутствие серийного оборудования и соответствующих запчастей, которые позволили бы говорить о добыче сланцевых нефти и газа как о сформировавшемся замкнутом производственном цикле. Итог — один из крупных игроков этого рынка, американская Marathon Oil, которая в прошлом году, увлечшись добычей нефти из сланцевых песков, неожиданно вышла в убыток. Сейчас её финансовые показатели постепенно улучшаются — в той мере, в которой от квартала к кварталу снижается объём этих операций (по итогам 1-го полугодия 2013 г. он снизился до 3.2% в долларовом выражении от всего объёма производства компании). Основные надежды на смещение баланса спроса и предложения «чёрного золота» в США также связывают с крупным проектом — Keystone XL — который является основой дополнительного притока в терминал Кушинг (штата Оклахома) порядка 4.7 миллионов баррелей в сутки, который, как планировалось, должен был существенно снизить цены на нефть и ориентировочно к 2015 году, с учётом многочисленных «сланцевых проектов», превратить США из нетто-импортёра в нетто-экспортёра сырой нефти. Проект этот также небезупречен: власти нескольких штатов — в т.ч. Небраска, где находятся уникальные природные

16.10.2013

заповедники — под давлением «зелёных» ещё в 2010 году выступили против разрешения на прокладку трубопроводов по их территории. В настоящее время их позиция, а также позиция губернатора Штата Дэйва Хайнимана (Dave Heineman) остаётся неизменной, и вопрос по-прежнему находится в подвешенном состоянии. Учитывая большой объём соответствующих открытых судебных исков, находящихся в процессе производства, весьма сложно сделать достоверный прогноз относительно того, «чья возьмёт». Во всяком случае, президент Обама не хочет форсировать события.

К сожалению, рынок нефтяных фьючерсов по своей природе — один из самых спекулятивных, и никакие инициативы Обамы по обузданию его волатильности пока не смогли существенно изменить его общую сущность. Многие хеджфонды попросту отказываются иметь дело с секьюритизированной нефтью именно ввиду плохой прогнозируемости её ценовых микротрендов, хотя общий торговый канал остаётся умеренно-восходящим с сильными уровнями сопротивления в \$98 за баррель по сорту WTI и \$102 за баррель — по сорту Brent: при пробитии этих уровней в результате каких-то событий или новостных спекуляций (в которых в последнее время нет недостатка), мы рекомендуем занимать агрессивные длинные позиции по «чёрному золоту». Исторически, такая тактика в последние годы неизменно себя оправдывала.

Вообще, прогнозировать цены на нефть исходя из динамики спроса и предложения, вероятности повторения военных операций на нефтеносном Ближнем Востоке и скорости «печатания долларов» Федеральным Резервом США не представляется возможным. В отличие от золота, которое на протяжении большей части своей истории достаточно сильно коррелировало с динамикой долларовой денежной массы, у нефти такая зависимость прослеживается лишь отчасти. Мы ориентируемся на среднегодовую цену марки Brent в 2014 г. на уровне \$112 за баррель, в 2015 г. — на уровне \$118-\$120 за баррель.

ГРАФИК 16. Производство нефти странами ОПЕК



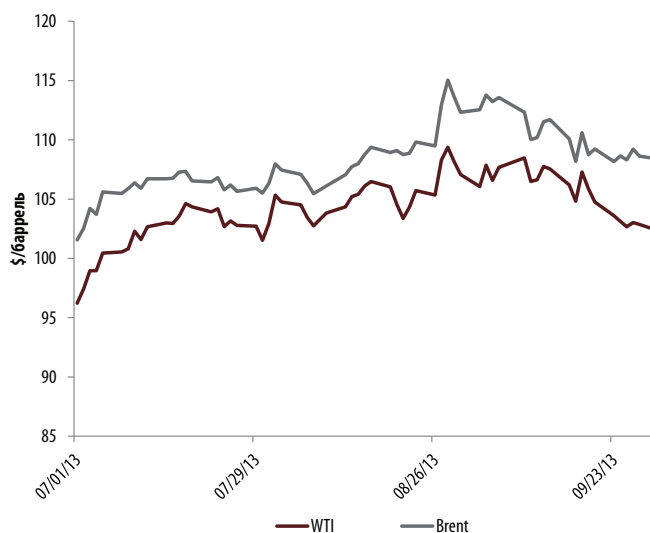
Источник: ОПЕК

16.10.2013

К началу июля падение коммерческих запасов нефти в США ускорилось, и в публикации от 3 июля отмечалось падение запасов сырой нефти уже более чем на 10 млн баррелей. При этом «эстафету подхватили» нефтепродукты: товарные запасы бензина сократились на 1.7 млн баррелей, а резервы дистиллятов уменьшились на 2.4 млн баррелей. Данный тренд усилил резкий рост геополитических рисков — в первую очередь, вызванных новыми восстаниями и очередной сменой власти в Египте.

Говоря о среднесрочных перспективах рынка нефти, необходимо, во-первых, учитывать недавнее решение ОПЕК сохранить суточную квоту на прежнем уровне — 30 млн баррелей (умеренно-негативный сигнал), а также — тот факт, что бюджет Пентагона в рамках федерального секвестра был урезан в этом году на 46 миллиардов долларов, что делает невозможным полноценное участие Штатов в нынешних геополитических конфликтах (что при желании можно усмотреть в нынешней нехарактерно деликатной позиции Вашингтона по Сирии), которое ранее обычно сопровождалось резким снижением коммерческих запасов «чёрного золота» и, как следствие, — ростом его котировок.

ГРАФИК 17. Динамика цен на нефть сортов WTI и Brent в I квартале 2013 года



Источник: Bloomberg

ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

Как известно, во времена нестабильности и неопределенности на валютном рынке золото набирает популярность среди инвесторов. Эта фраза сейчас кажется немного «замыленной», так как казавшееся эталоном стабильного роста золото потеряло с начала года более 20%. Как мы уже неоднократно упоминали и продолжаем отстаивать эту точку зрения и по сей день, основной причиной столь резкого обвала «жёлтого металла» стали злоупотребления декларативного характера, которые сплошь и рядом встречались до поры до времени в т.н. «золотых ETF»-ах, более половины из которых оказались необеспеченными соответствующим объёмом купленного физического металла.

Важнейшим фактором, способным придать «второе дыхание» ценам на золото, безусловно, станет **фактор потолка госдолга в США** — тем более, что **на вопрос о возможной продаже** части золотых резервов (в настоящее время — чуть более 8000 тонн) для погашения текущих долговых обязательств в случае срывов сроков голосования по данному вопросу, **министр финансов США Джейкоб Лью ответил отчётливым отказом**. Это — лишнее подтверждение тому, что физиче-

16.10.2013

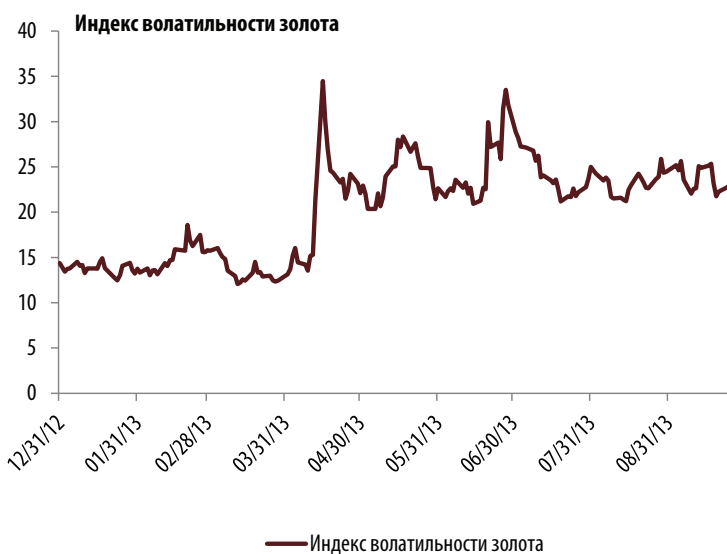
ский драгметалл (в отличие от «бумажного золота») продолжает оставаться одной из немногих универсальных безопасных гаваней.

Вторым по значимости поводом говорить о перепроданности золота является **отсрочка начала сворачивания программ «количественного смягчения» Федерверва**, которые сами по себе исподволь ослабляют американскую валюту.

Помимо всего прочего, не стоит забывать про стабильно высокий спрос на физическое золото в Китае и Индии, о котором мы писали в обзоре по стратегии на 3-й квартал с.г., который остаётся на прежнем уровне, а также спрос со стороны Центральные банки некоторых стран мира, который также даёт о себе знать. Стоит напомнить, что поставки вторичного сырья из ювелирных украшений упали по всему миру, что привело к сужению возможностей поставок золота на мировой рынок. Все эти события будут продолжать оказывать значительную поддержку мировым ценам на золото.

Возвращаясь к анализу вышеупомянутых «тестов на эластичность (реактивность)», на наш взгляд наилучшим образом себя вело именно золото. Только за один четверг 19 сентября, на следующий день после окончания заседания FOMC, когда глобальные фондовые индексы начали «подкисать», декабрьский контракт на драгметалл взлетел на 4.7%, закрывшись на Comex на отметке \$1,369.30 за унцию. Примечательно, что именно золото и доллар продемонстрировали в этом эпизоде наибольшие ценовые изменения с марта 2009 года. Ещё более примечательным мы считаем то обстоятельство, что т.н. **индекс волатильности золота, GVZ**, в день объявления «нулевого решения» буквально рухнул на 8.5%, после чего снизился дополнительно на 6.3% в четверг той же памятной недели (см. график 18). Хорошо известно, что когда данный индикатор столь стремительно и последовательно снижается, это является среднесрочной предпосылкой возвращения на рынок «стратегических золотых «быков»», и мы считаем этот актив входящим в пятёрку наиболее перспективных по потенциалам роста как минимум до конца ноября (в зимние месяцы доллар традиционно циклически укрепляется ввиду повышенного спроса на резервную валюту в преддверии сезона рождественских распродаж).

ГРАФИК 18. Тенденция к снижению индекса волатильности золота GVZ в сентябре-октябре 2013 года



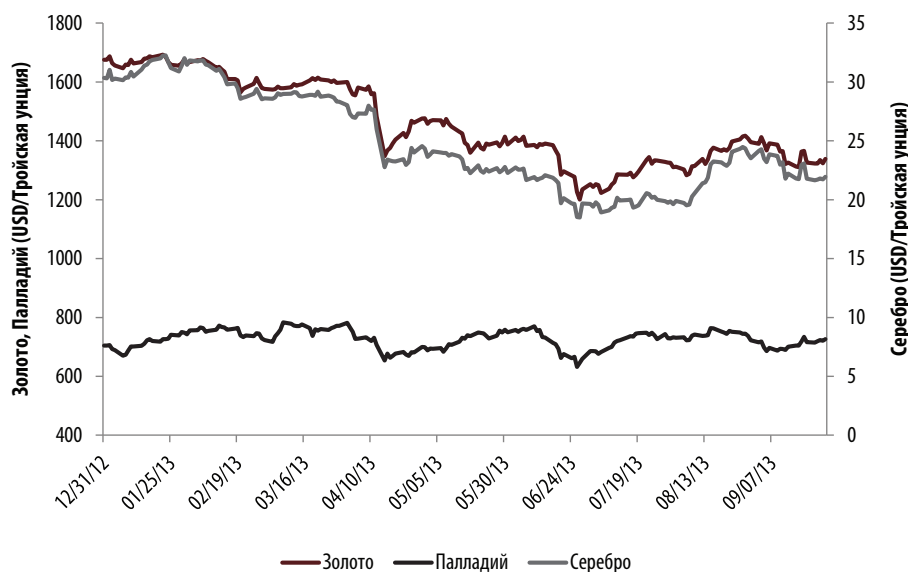
Источник: СВОЕ

16.10.2013

Мы полагаем, что **единственным фактором, сдерживающим рост золота является продолжающийся приток средств на фондовые рынки США и еврозоны**, который сигнализирует о крайне противоречивом сохранении высокого аппетита к рискам, несмотря на драматические события в Вашингтоне. Для нас очевидно, что разрешение этого противоречия — вопрос времени: события развиваются столь динамично, что любой дополнительный фактор — **к примеру, слабая квартальная отчётность американских публичных компаний** — может послужить триггером к фондовым распродажам, за которыми практически неизбежно последует мощный заход в драгметаллы как технически и фундаментально приемлемую альтернативу для осмысленной и достаточно безопасной передышки.

В целом, мы позитивно смотрим на перспективы котировок драгметаллов в ближайшие месяцы. Если посмотреть с точки зрения исторической перспективы, осенью котировки золота чаще всего растут. Частично это можно объяснить традиционно высоким спросом на металлы со стороны ювелирной промышленности ряда стран с их национальными праздниками, приходящимися на этот период. Безусловно, важной датой «водораздела» будет 17-18 сентября, когда истекает формальный срок для согласования повышения «потолка» госдолга в США, о чём мы писали выше. Существует риск, что в ближайший месяц уровень ликвидности в мировой финансовой системе начнёт снижаться — это может негативно сказаться на котировках всех финансовых активов. Доходности американских казначейских облигаций при таком сценарии продолжат рост, и по сути, единственным «достоверным защитным активом» вновь окажется золото.

ГРАФИК 19. Сравнительная динамика котировок золота, серебра и палладия с начала 2013 г.



Источник: Bloomberg

Вместе с тем, надо отметить, что, как и глобальные фондовые рынки, рынки сырьевых фьючерсов, но по-своему, в 2013 году стали демонстрировать повышенную зависимость от сформировавшихся монетарных трендов, отодвинув на задний план соображения фундаментального характера. Тем не менее, тупиковая ситуация, возникшая с самокорректирующимися американскими фондовыми индексами на фоне полного отсутствия интереса к «бумажным безопасным гаваням» и ухудшившейся макростатистике, выдвигает инвестиции в физический «жёлтый металл» как олицетворение «вечных антиинфляционных ценностей». Мы полагаем, что до конца года, когда делевередж «золотых ETF» полностью закончится, на рынке возобладают здравый смысл и трезвый расчёт, и золото станет одним из фаворитов рынка. По нашим оценкам, оно сможет показать двузначную доходность в процентах на инвестиции. Более точный прогноз в настоящее время невозможен по объективным и субъективным причинам.

16.10.2013

ПРОМЫШЛЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

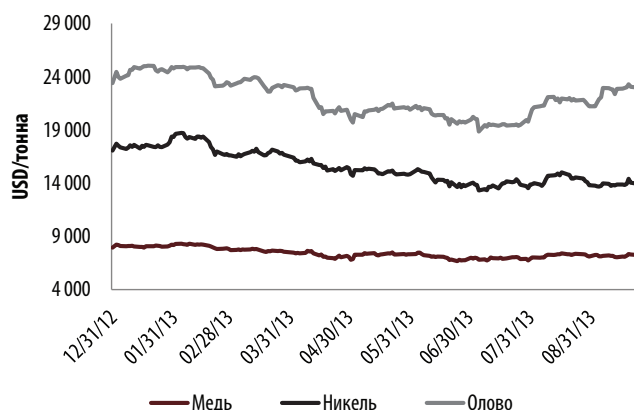
Товарные рынки в 3-м квартале были весьма инертными и малоинтересными с точки зрения портфельных инвестиций. Промышленные металлы, в первую очередь, медь, никель и цинк, традиционно привязанные к динамике и перспективам импортной активности Китая, в течение истекшего периода **продемонстрировали, по крайней мере, три эпизода ценового фальстарта**. Хотя статданные из Поднебесной выходили более чем в 2/3 случаев лучше ожиданий, инвесторы крайне опасливо поглядывали на зреющий «китайский кредитный пузырь» и наотрез отказывались «играть в долгую» по сырью даже на отчётливых цифрах увеличения объёмов внешней торговли и активности внутренней розницы, которые удивляли в хорошем смысле слова и в августе, и в сентябре.

Вместе с тем, ежемесячные данные Worldsteel и International Aluminium Institute показали по итогам августа очередное снижение мирового выпуска стали и алюминия в ответ на падающие биржевые цены. Котировки и цветных, и чёрных металлов находились в прижатом состоянии, что вынуждало производителей — в том числе и российских — в массовом порядке приостанавливать нерентабельные производственные мощности.

Надо отметить, что вялая динамика сырьевых контрактов на фоне продолжительно опережающего эту динамику роста фондовых индексов — прежде всего, американских — выглядит всё более нелогично. Компании производят услуги и товары — причём, в эпоху циклической стагнации доля потребительского спроса увеличивается в пользу последних. Товары, разумеется, производят из базовых материалов — таких как промышленные металлы, полимеры и древесина. По логике вещей, если продажи промышленных компаний растут (а это, судя по квартальным финотчётам, в основной массе всё-таки имеет место), то спрос на сырьё должен, пусть и более медленными темпами, тоже повышаться. Добавим к этому, что китайские индексы деловой активности и данные по внешней торговле ещё в июле начали зримо улучшаться, однако ожидаемого ренессанса на рынке металлов по-прежнему нет: медь по итогам сентября выросла всего на 3%, никель — на 1.2%, а цинк прибавил вообще менее 1%. Рыночные объёмы при этом стояли как вкопанные, что словно флюгер в безветренную погоду, не давало никаких идей по поводу вектора дальнейших направлений.

На этом фоне в гордом одиночестве «солировало» олово, прибавившее за период более 17% на хорошо известной истории с частичным запретом экспорта этого металла правительством Индонезии, которая обеспечивает порядка 40% его мирового предложения. На рынке образовался реальный (а не эфемерный, как это часто случается, когда мы имеем дело с сырьевыми деривативами) дефицит, что не замедлило сказаться на его ценообразовании. К слову, эта история служит очередным доказательством незыблемости существования базовых фундаментальных рыночных принципов — по крайней мере, там, где им легче всего проявляться.

ГРАФИК 20. Сравнительная динамика представителей группы промышленных металлов с начала года. Налицо — отсутствие индивидуальных трендов, за исключением олова



Источник: Bloomberg

16.10.2013

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

По традиции в начале очередного календарного квартала мы акцентируем наше внимание на наступающем сезоне финансовой отчётности в США и Европе, который во многом определяет общие тренды фондовых индексов. Опыт предыдущего квартала показал, что геополитические и общеносовные (в данном случае — предстоящие дебаты в Конгрессе США по формированию федерального бюджета на 2014 год и установлению нового максимального порога госдолга) внешние импульсы оказывают существенное влияние на динамику акций, однако всё же его наибольший эффект испытывают на себе не фондовые, а сырьевые и валютные рынки.

Раз так, то — опять же, по сложившейся традиции — мы мысленно дисконтируем все подобные трудно прогнозируемые, но достаточно легко хеджируемые факторы, и всецело посвящаем свои изыскания отождествлению потенциальных лидеров и аутсайдеров — как отдельных эмитентов, так и обобщённых секторов, представленных в индексе S&P 500.

Прежде всего, мы согласны с доминирующими в настоящее время опасениями на рынке, что американский финансовый сектор и сектор здравоохранения — прежде всего, такие голубые фишки как **UnitedHealth Group (UNH)**, **Wellpoint (WLP)** и **Aetna (AET)** — в этот раз могут не оправдать ожиданий на фоне визуально завышенных целей по EPS после блестящих результатов 3-го квартала, а в случае последних — ещё и в довесок разочаровать резким понижением собственных прогнозов (guidances) по причине обречённости ситуации с фондированием реформы здравоохранения Обамы, на ожиданиях запуска которой в 2014 году эти бумаги показывали опережающий рост с начала 2013 года. Мы полагаем, что в этих секторах в большинстве случаев будет зафиксирован квартальный рост как чистой прибыли, так и выручки, однако эти значения будут неизбежно недотягивать до консенсус-прогнозов.

Что касается финансового сектора, то первые предвестники проблем можно без труда найти в новостных лентах — это и **многомиллиардные штрафы банка JP Morgan Chase** за допущение убытков по клиентским счетам лондонским деривативным отделением в прошлом году, а также инкриминируемые манипуляции на рынках складских расписок на алюминий и тарифов на электроэнергию, и за объявление Citigroup о готовящихся увольнениях тысячи сотрудников из своего североамериканского ипотечного подразделения.

Во-вторых, и вопреки пессимистичным настроениям, мы не можем игнорировать тенденцию повышающегося уровня дивидендных выплат публичными компаниями как эффективного средства сохранения лояльности акционеров в трудные времена. К примеру, The New York Times Co. (NYT) после длительного периода «воздержания» наконец объявила о намерении выплатить дивиденды в размере 4 центов на акцию стоимостью около \$12 по итогам 3-го квартала. В аналогичном ключе выступил и шинный холдинг Goodyear Tire & Rubber Co. (GT), который намерен впервые с 2002 года выплатить акционерам дивиденды в размере 5 центов на акцию при среднерыночной её цене около \$23. Таким образом, к настоящему времени из 296 компаний индекса S&P 500, проанонсировавших свои планы дивидендных выплат, 271 (более 90%) увеличат их размер в этом квартале.

В-третьих, отличительной особенностью текущего сезона корпоративной отчётности можно считать неблагоприятный фон в виде растущих доходностей по облигациям, которые оказывают сильное повышательное давление на ожидания прибыли на акцию (EPS) американских эмитентов. Ещё раз вспомним, что в предшествующем квартале неоспоримым фаворитом позитивной операционной динамики стал финансовый сектор — в основном, благодаря непрекращавшемуся ралли на фондовом рынке, который вырос за первое полугодие более чем на 10%, а также падению ипотечных ставок в результате действия программы выкупа соответствующих облигаций Федрезервом. По итогам 3-го квартала, как было упомянуто выше, от финансового сектора новых рекордов вроде бы никто не ждёт, хотя консенсус-прогнозы по выручке и чистой прибыли банков почти никто не пересматривал в худшую сторону

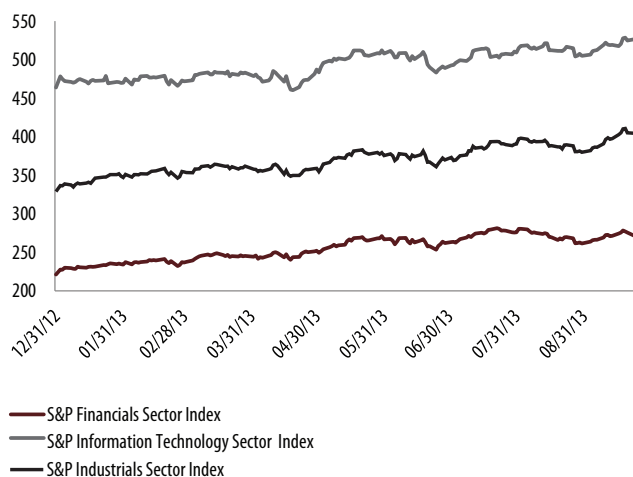
16.10.2013

среди крупных инвестдомов. Более того, не пытаясь выдвигать данный тезис в качестве основного аргумента, тем не менее, не стоит забывать недавно публично произнесённую фразу легендарным инвестором Уорреном Баффетом, что **[американские] акции в настоящее время «справедливо оценены» («fully valued»)**.

В предшествовавших кварталах финансовые отчёты американских публичных компаний быть столь хороши во многом благодаря синергии двух мощных и высококапитализированных секторов — банковского и высокотехнологического. Нынешняя ситуация весьма существенно изменилась: о проблемах финансового сектора мы упомянули выше, а что касается технологического — то, к примеру, в течение конца 2012 — начала 2013 года акции Apple испытали почти 40%-ную коррекцию и не спешат отыгрывать потери после невпечатляющей презентации новых моделей смартфонов iPhone 5C и iPhone 5S; компьютерный гигант Dell принял окончательное решение о делистинге своих акций; Microsoft уволил своего CEO Стива Балмера и объявил нежелательным дальнейшее нахождение в совете директоров Билла Гейтса, который, по мнению акционеров корпорации, «тормозит процесс назревших инноваций».

В результате вышеуказанных перипетий в секторальном разрезе субиндексы S&P 500, как ни странно, не показали существенной раскорреляции (см. график 21), хотя налицо — как минимум два нюанса: технологический субиндекс стал более волатильным, а его финансовый «коллега» стал показывать динамику хуже широкого рынка.

ГРАФИК 21. Сравнительная динамика некоторых секторов индекса S&P 500 с начала 2013 года



Источник: Bloomberg

В рамках данного обзора мы попытаемся суммировать наши выводы, проведённые методом исключения, которые могут отождествить вероятных фаворитов сезона, акции которых в базовом сценарии (если не произойдёт ничего непредвиденного в ходе вашингтонских дебатов по Федеральному бюджету и «потолку» госдолга) могут вырасти на публикациях квартальной отчётности.

16.10.2013

ТАБЛИЦА 3. Привлекательность отдельных секторов фондового рынка США с точки зрения перспектив их дальнейшей динамики

Сектор	1Н 2013	3Q 2013	Примечание
Интернет-компании	●	●	Сюрприза не ожидается, генерируются стабильные потоки от рекламы
Hi Tech	●	▼	Успехи таких фаворитов как Apple сильно преувеличены; у других - Microsoft, Hewlett Packard, Oracle - проблемы со сбытом
Финансовый сектор	●	▼	Ипотечные ставки повышались, потребкредитование замедлилось, фондовые индексы замедлили рост. Некоторые банки выплачивали штрафы за инкриминируемую манипуляцию.
Транспорт, кроме авиа	▲	▲	Продажи авто практически всех марок в США выросли на либерализации автокредитов и лизинга
Авиакомпании	▼	▼	Цены на авиационный керосин выросли - у авиакомпаний упала операционная маржа, хотя "сага" с Dreamliner'ом Боинга закончена
Добыча и производство нефти и газа	▲	▲	Маржа должна, по идее, вырасти как следствие роста цен на нефть из-за сирийского конфликта
Производство потребительских товаров	▼	▼	Выходившие данные свидетельствовали о замедлении производственного сектора в 3-м квартале
Розница	▼	●	Сюрприза не ожидается, генерируются стабильные потоки за счёт продажи гаджетов, но стоит избегать универмагов одежды типа Macy's и Nordstrom
Онлайн-розница	▲	●	Сюрприза не ожидается, генерируются стабильные потоки
Ипотека и платёжные системы	▲	▼	Ипотечные ставки повышались, у VISA и MasterCard ожидаются стабильные потоки, но не более
Фармацевтика и аптеки	▲	▲	Имеются позитивные истории вывода на рынок новых лекарств, сегмент M&A находился на подъёме
Здравоохранение	▲	▼	"Obamacare" (реформа Обамы) - под угрозой из-за ультиматума Республиканцев. Хорошие результаты будут омрачены неясными перспективами сектора

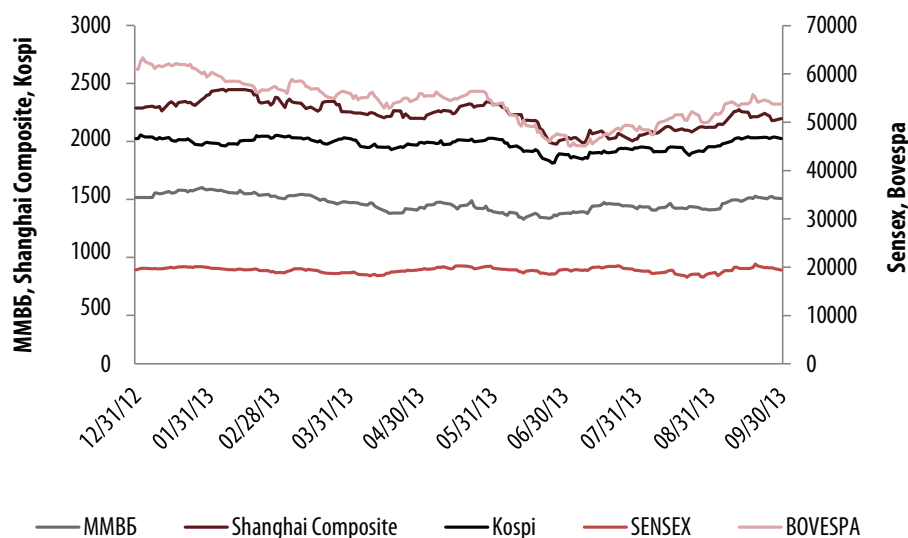
Источник: оценки ИГ «Норд-Капитал»

16.10.2013

Говоря о сугубо технической картине рынка, в середине августа фондовые индексы США начали демонстрировать всё более отчётливые признаки усталости от многомесячного ралли, которые были усилены крайне противоречивой риторикой представителей Федрезерва, которые не смогли чётко определиться относительно своих дальнейших планов: возможно ли в условиях весьма нестабильной экономики приступить к постепенному сворачиванию текущих программ «количественного смягчения», или наоборот, с целью поддержания вялых процессов восстановления их объём необходимо увеличивать? Циркулирующие по рынку на протяжении более двух недель слухи и спекуляции на данную тему привели к всплеску биржевой волатильности и формированию т.н. **«шахматного тренда»** на американском фондовом рынке, при котором без особых причин лидеры роста нескольких торговых сессий подряд внезапно становились аутсайдерами, и наоборот.

Мы не знаем, чем закончатся дебаты в Вашингтоне (см. параграф «США: во главе угла — не бюджетное противостояние, а «потолок» госдолга»), и насколько глубокой будет просадка фондовых индексов в случае их в той или иной степени неблагоприятного исхода, однако памятуя о том, что факторы «внешнего возмущения» являются преходящими, а среднесрочные перспективы рынка определяются его новыми парадигмами, мы склонны верить, что эффект зубодробительной **«шахматной волатильности»** сохранится и в 4-м квартале.

ГРАФИК 22. Сравнительная динамика фондовых индексов развивающихся стран с начала 2013 года

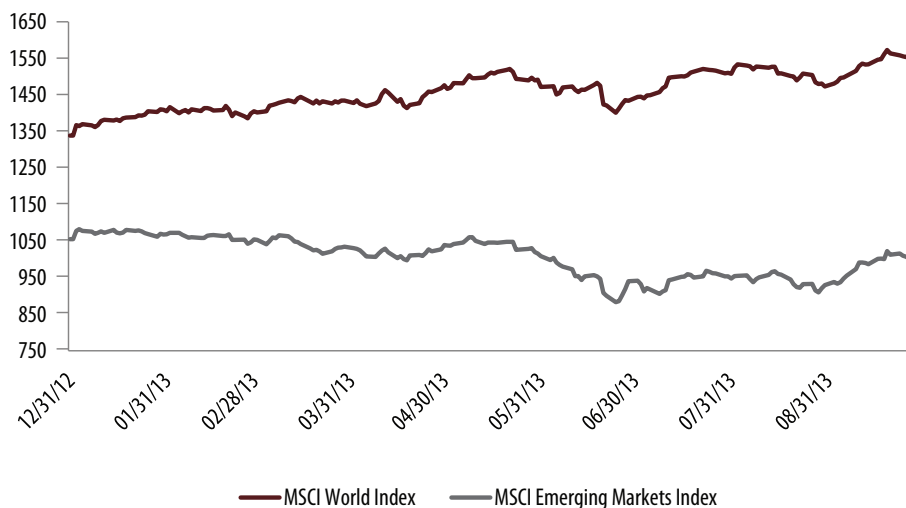


Источник: Bloomberg

16.10.2013

Говоря о различиях динамики фондовых индексов развитых и развивающихся рынков, приходится констатировать то обстоятельство, что события 2013 года до настоящего момента развиваются не в пользу вторых (см. графики 22 и 23). Основной причиной того, что крупные институциональные инвесторы неожиданно «разлюбили» страны BRICS и иже с ними – зафиксированное на протяжении ряда последних кварталов притормаживание их роста (о причинах – более подробно в параграфе «Китай: от внешнего угодничества к внутренней самодостаточности»). Как бы то ни было, но в настоящее время средний рост экономик развивающихся рынков превышает 4%, тогда как в случае развитых – недотягивает даже до 2%. Если верить постулату, что фондовый рынок является опережающим индикатором экономических процессов, то надо предположить, что либо **а) экономики развивающихся рынков замедлятся по крайней мере вдвое (что выглядит неправдоподобно), либо б) их индексы вновь скорректируются в положительном направлении и в скором времени забудут о своих неудачах 2013 года как о страшном сне.**

ГРАФИК 23. Сравнительная динамика фондовых индексов развитых и развивающихся стран с начала 2013 года



Источник: Bloomberg

РУБЛЬ, ДОЛЛАР И ЕВРО

Динамика национальной валюты в прошедшем квартале была **неоднородной**, однако в итоге она-таки смогла укрепиться по отношению к «американцу» на 1.2%, при этом просев относительно «европейца» на 2.66%.

Наилучшим для рубля месяцем выдался сентябрь, по итогам которого ему **впервые за последние семь месяцев** удалось укрепиться по отношению к обоим компонентам бивалютной корзины. В итоге курс доллара на Московской бирже упал на заметные 2.72% - до уровня 32.41 рубль/доллар (-90.45 коп.). Курс единой европейской валюты при этом снизился на менее значительные 0.43% – до 43.815 рубль/евро (-19 коп.). В результате такой динамики стоимость бивалютной корзины опустилась до уровня 37.6427 рублей (-58.3 коп.; -1.53%). В целом, рубль смог улучшить свои позиции потому, что нелюбовь к активам развивающихся стран (то есть, сопряженных с повышенным уровнем риска) в итоге завершилась, после чего **толерантность инвесторов к риску возросла**. Этому способствовало два ключевых момента. Во-первых, на время «**устаканились страсти по QE**»: на последнем заседании ФРС США 17-18 сентября пока решили

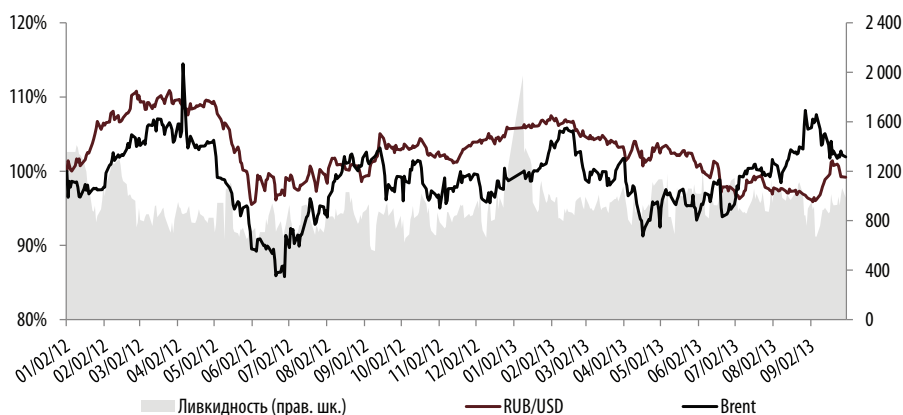
16.10.2013

не урезать объёмы программы количественного смягчения. Во-вторых, Америка не стала наносить авиаудар по **Сирии**, решив попробовать выйти из ситуации мирным путём.

Безусловно, нефти августовское обострение отношений между двумя странами играло только на руку (стоимость барреля Brent в конце августа-начале сентября находилась на максимальном с февраля текущего года уровнях — выше \$115 за баррель). Однако вот, на рискованных активах такое напряжение сказывалось не лучшим образом. Мы видим, что в прошедшем квартале **рост стоимости «чёрного золота» далеко не означал укрепления рубля. Всё было ровно наоборот.** В августе нефть дорожала, а рубль на этом фоне слабел. В сентябре же нефть подешевела, а рубль окреп. Вывод один: инвесторы в итоге проголосовали за общемировую стабильность, которая оценивалась превыше временного роста стоимости барреля «чёрного золота».

На представленном ниже графике нефтяная динамика традиционно 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 объём банковской ликвидности (млрд руб.).

ГРАФИК 24. Рубль/доллар, нефть, банковская ликвидность



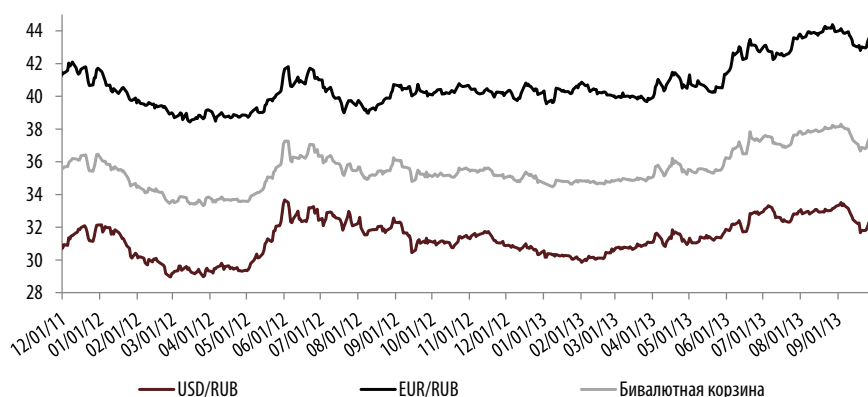
Источник: Bloomberg

Мы также видим, что рубль по отношению к единой европейской валюте выглядел хуже, чем к доллару, что вытекало из **силы «европейца» на международном валютном рынке Forex**. Пара евро/доллар в итоге за 3-й квартал 2013 г. выросла ни много ни мало на 3.97% до уровня \$1.353 (максимального с февраля 2013 года). К подобной расстановке сил привели позитивные итоги выборов в Германии, которые не принесли с собой каких-либо неприятных побочных эффектов. Позиции Ангелы Меркель несколько не пошатнулись.

Что касается **локальных факторов**, то они оказали рублю сильную поддержку. Центробанк в итоге так ключевые процентные ставки и не понизил, тем самым **национальная валюта сохранила поддержку** с их стороны. Сентябрьские решения Центробанка показали, что он не спешит идти по тропе «стимулов», пока в большей степени занимаясь систематизацией своих процентных ставок и инструментов.

16.10.2013

ГРАФИК 25. Курс доллара и евро, бивалютная корзина



Источник: Bloomberg

Что касается **перспектив рубля в предстоящем квартале**, то мы, всё же, ожидаем его **умеренного ослабления**. С одной стороны, в прошедшем квартале мы ещё раз получили подтверждение тому, что сильные мира сего по-прежнему выступают за общемировую стабильность, купируя существующие проблемы (это касается как «американцев», так и «европейцев»). «Американцы» крайне взвешенно подходят к решению существующих проблем, явно пытаясь найти выход из ситуации, не рубя с плеча. «Европейцы» также не спешат подливать масла в огонь, ратуя за проведение всех необходимых мер для обеспечения стабильности в регионе. Однако, определённая доля риска, всё же, сохраняется. Спрос на активы развивающихся стран в связи с существующими страхами инвесторов может вновь быть неустойчивым. Локальные факторы, на наш взгляд, не смогут состроить козней рублю. Банк России не спешит понижать ключевые ставки в этом году, поддержка с их стороны сохраняется.

ТАБЛИЦА 4. Прогноз на квартал

Курс на 31.12.2013	Базовый сценарий	Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий
Евро/доллар	1.340	1.345	1.335
Доллар/рубль	32.80	32.30	33.30
Евро/рубль	43.95	43.45	44.45

16.10.2013

ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ГЛОБАЛЬНЫМ РЫНКАМ НА IV КВ. 2013 ГОДА

«ДЛИННЫЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- Золото в виде ноябрьских опционов call (апсайд 10-15%)
- Пара евро-доллар в виде ноябрьских опционов call (апсайд порядка 10%)
- «Волатильность на золото» GVZ в виде ноябрьских опционов call (апсайд порядка 10%)
- Акции автомобильного сектора США (General Motors, Ford) в перспективе как минимум до конца января 2014 года ввиду неизвестной реакции рынков на фискальные проблемы США (интервальный апсайд — до 10%)
- Акции нефтяных компаний США (ExxonMobil, Chevron, ConocoPhillips) с хеджем в виде опционов put на индекс S&P 500 или стоп-лоссом ввиду неизвестной реакции рынков на фискальные проблемы США (интервальный апсайд — до 7% с учётом стоимости хеджирования)

«КОРОТКИЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- Японская иена в паре с евро (апсайд 7-9%)
- Акции представителей финансового сектора США (JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America, American Express) (интервальный апсайд 5-7%)
- Акции представителей сектора здравоохранения США (UnitedHealth Group, Wellpoint, Aegon) (апсайд 5-7%)

16.10.2013

МИРОВОЙ РЫНОК ДОЛГА ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ ЕВРОЗОНЫ

ТАБЛИЦА 5. Макроэкономика и долговой рынок еврозоны

Показатель	2010	2011	2012	2013 (П)	2014 (П)
Реальный прирост ВВП (YoY)	2%	1.50%	-0.60%	-0.40%	1%
Инфляция (YoY)	1.61%	2.70%	2.50%	1.50%	1.50%
Безработица (%)	10.13%	10.20%	11.40%	12.20%	12.20%
Счёт текущих операций (% к ВВП)	0.03%	0.10%	1.28%	2%	2%
Баланс бюджета (% к ВВП)	-6.20%	-4.20%	-3.70%	-2.90%	-2.60%
Ставка центрального банка	1%	1%	0.75%	0.50%	0.50%
Государственный долг к ВВП	80%	87.30%	90.60%		
Доходность 10-летних облигаций Германии	2.96%	1.82%	1.31%	1.78%	
Доходность 10-летних облигаций Франции	3.36%	3.13%	1.98%	2.32%	
Доходность 10-летних облигаций Италии	4.80%	6.95%	4.48%	4.43%	
Доходность 10-летних облигаций Испании	5.44%	4.99%	5.20%	4.29%	
Доходность 10-летних облигаций Португалии	6.56%	12.21%	6.75%	6.52%	
EUR/USD	1.3384	1.2961	1.3193	1.3527	

Источник: Bloomberg

*Примечание: (П) – консенсус-прогноз Bloomberg;

**значения по доходностям – на конец года, за 2013 г. – на 30.09.2013 г.

С начала года еврозона со своими экономическими проблемами, как минимум в качестве ньюсмейкера, уступила своё первенство другим странам. Экономисты, указывая на риски замедления мировой экономики, всё чаще обращают внимание на бюджетные проблемы США и политику ФРС, а также увеличивающийся отток капитала из ряда развивающихся стран. Жёсткие, но согласованные меры по сокращению дефицита бюджета в проблемных странах еврозоны, стабильная политика ЕЦБ, не злоупотребляющего вливаниями денежной ликвидности – всё это в комплексе позволило вернуть доверие, как к суверенным обязательствам, так и к рынку капитала стран еврозоны. Впрочем, что касается перспектив восстановления экономики и рынков капитала, то здесь всё же оптимизма остаётся пока сдержанным. На конец этого года согласно консенсус-прогнозу Bloomberg ожидается снижение ВВП на 0.4%, что и обусловило также отставание фондовых индексов стран еврозоны, прибавивших 13 – 15% против американского S&P 500, выросшего более чем на 18%.

В целом же если мы посмотрим на динамику суверенных облигаций стран еврозоны, то в течение 3-го квартала, то она была достаточно обособленной от других регионов. Так, немецкие Bunds больше всего коррелировали с государственными облигациями Франции (89.7%), тогда как их корреляция с US Treasuries, которые также традиционно считаются защитными активами, была в 2 раза меньше

16.10.2013

(47.1%). При этом в рамках еврозоны можно выделить 6 ключевых локальных долговых рынков, которые можно объединить в 3 группы одновременно по степени корреляции и риска: Германия – Франция (корреляция 89.7%), Италия – Испания (77.7%), Португалия – Греция (40.2%). Интересно, что по мере возрастания риска каждой из этих групп корреляция между странами внутри неё падает. Подобная зависимость не случайна и обусловлена тем, что при высоком кредитном риске динамика процентных ставок на рынке больше обусловлена внутренними проблемами отдельной страны, а не общей конъюнктурой на мировом рынке.

Корреляционная матрица ниже наглядно демонстрирует описанные эффекты. Интересно, что наибольшую корреляцию с другими странами в среднем показывают Италия и Испания, которые мы отнесли во вторую группу со средним уровнем риска. В действительности состояние их долговых рынков может быть хорошим индикатором для всей еврозоны, несмотря на то, что они существенно менее проблемные по сравнению с Португалией и Грецией, в виду большего размера их экономик и долга в абсолютном выражении. А высокая корреляция динамики облигаций Италии и Испании при относительно высокой доходности может быть интересна для ряда инвестиционных стратегий. Так, из таблицы выше «Макроэкономика и долговой рынок еврозоны» можно увидеть, что доходность по государственным облигациям из этих стран периодически становится выше у каждой из них. На конец 3-го квартала доходность была выше у итальянских облигаций, что создаёт возможность для статистического арбитража в виде покупки итальянских облигаций и занятия короткой позиции по испанским бондам (последнее можно сделать через покупку CDS). Справедливости ради отметим, что разница в доходностях на конец квартала между ними была не существенна, и более оптимальным здесь было бы дожидаться расширения спреда до 100 – 200 б.п. между ними.

ТАБЛИЦА 6. Корреляция доходностей 10-летних облигаций в течение III квартала

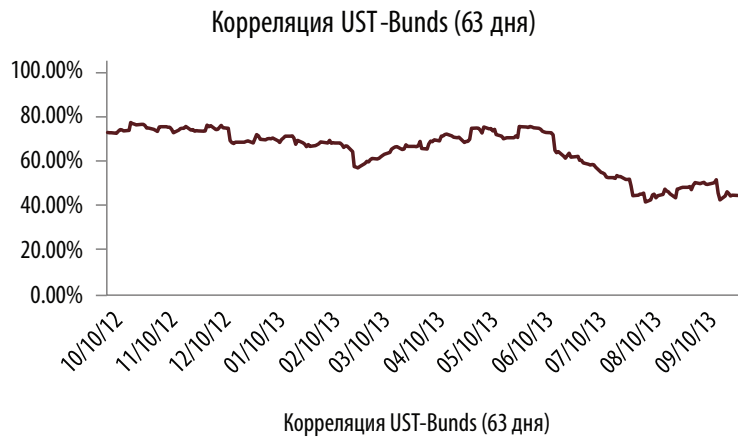
10-летняя облигация	США	Германия	Франция	Италия	Испания	Португалия	Греция
США	100.00%	47.10%	44.40%	18.20%	14.50%	5.40%	-10.60%
Германия	47.10%	100.00%	89.70%	23.30%	13.00%	-10.30%	-9.80%
Франция	44.40%	89.70%	100.00%	45.00%	31.60%	-1.00%	-1.10%
Италия	18.20%	23.30%	45.00%	100.00%	77.70%	28.00%	30.30%
Испания	14.50%	13.00%	31.60%	77.70%	100.00%	34.00%	44.20%
Португалия	5.40%	-10.30%	-1.00%	28.00%	34.00%	100.00%	40.20%
Греция	-10.60%	-9.80%	-1.10%	30.30%	44.20%	40.20%	100.00%
Средняя корреляция с другими странами	31.29%	36.14%	44.09%	46.07%	45.00%	28.04%	27.60%

Источник: Bloomberg

То, что между еврозоной и остальными регионами в настоящий момент наблюдается некоторый декаплинг в части рыночных процентных ставок наглядно демонстрирует скользящая корреляция между немецкими Bunds и US Treasuries. Ниже представлен график динамики корреляции между ними, рассчитанной за последние 63 операционных дня (эквивалентно одному кварталу). Как видно, если раньше она большую часть времени находилась около значения в 70%, то в 3-м квартале упала к 40%.

16.10.2013

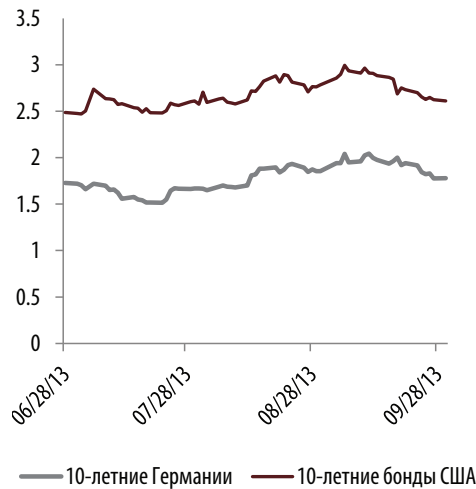
ГРАФИК 26. Скользящая корреляция между 10-летними облигациями США и Германии



Источник: Bloomberg

При сопоставлении динамики 10-летних облигаций Германии и США также видно, что последние имели периодические всплески доходностей, но на германские Bunds это не оказывало особого влияния, приводя всего лишь к расширению спреда между ними. Для инвесторов по-прежнему актуален поиск защитных активов, однако долговые обязательства США с планами по сокращению QE и бюджетными проблемами начинают утрачивать данный статус, что также и объясняет достаточно сильные позиции евро в течение прошедшего квартала.

ГРАФИК 27. Динамика доходностей облигаций США и Германии



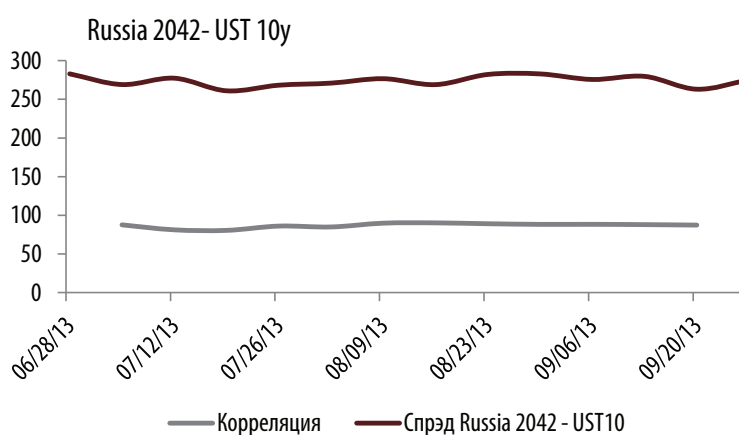
Источник: Bloomberg

16.10.2013

ЕВРОБОНДЫ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

Номинально одним из ключевых событий для рынка российских евробондов в течение этого квартала было прошедшее размещение Минфином РФ трех выпусков евробондов в середине сентября. Еврооблигации, номинированные в долларах, размещены тремя выпусками, в том числе 5-летние - на 1.5 млрд долларов, 10-ти летние - на 3 млрд долларов и 30-ти летние - на 1.5 млрд долларов. Евробонды, номинированные в евро, имеют срок обращения 7 лет. Доходность долларовых выпусков облигаций для 5-ти летних бумаг составила 195 базисных пунктов к облигациям Казначейства США, для 10-ти летних и 30-ти летних - 220 б.п. Доходность семилетних облигаций в евро составила 185 базисных пунктов к среднерыночным свопам. По оценкам представителя одного из банков-организаторов займа, спрос на российские бумаги превысил 19 млрд долларов США. Отметим, что высокий спрос был оправдан для инвесторов, и на конец квартала данные выпуски выросли в цене. Так 30-ти летние долларовые евробонды с погашением 16.09.2043 и купоном 5.875% годовых после размещения выросли к концу месяца на 3.714 п.п. до 103.714. Однако в целом в течение квартала по российским евробондам преобладала негативная динамика, и по длинным выпускам по итогам квартала была зафиксирована негативная переоценка. Так по выпуску в USD с погашением 04.04.2042 г. и купоном 5.625% годовых цена упала на 1.415 п.п. по итогам квартала, что было нивелировано купонным доходом, в результате чего доход за прошедшие 3 месяца по данным бондам составил около нуля. При сопоставлении динамики данного выпуска, как и других, видно, что негативная тенденция на рынке евробондов была обусловлена, прежде всего, ростом доходностей казначейских облигаций США. Ниже представлен график скользящей корреляции доходностей, рассчитанной за последние 13 недель, между Russia 2042 и 10-ти летними казначейскими облигациями, и спрэд между ними. На графике 28 видно, что при достаточно высокой корреляции разница в доходностях между двумя этими бондами оставалась достаточно стабильной. Инвесторы не стали требовать на рынке большую премию за инвестирование во внешний российский долг, однако целый комплекс причин способствовал коррекции по US Treasuries, вслед за которыми следовали и евробонды РФ.

ГРАФИК 28. Корреляция и спрэд между доходностями



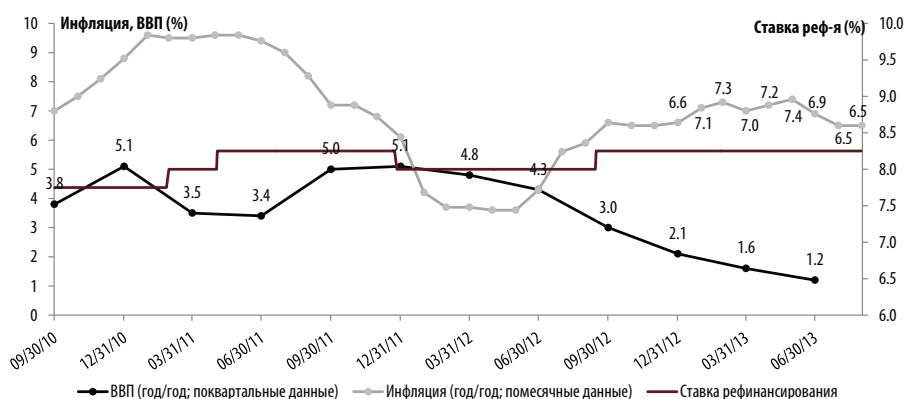
Источник: Bloomberg



РЫНКИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ МОНЕТАРНАЯ «ЛОВУШКА» ИЛИ НЕВЕРОЯТНЫЕ ПРИ- КЛЮЧЕНИЯ БАНКА В РОССИИ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ДЕБРИ

Российскому Центробанку жить легче в плане принятия решений в прошедшем квартале не стало. С одной стороны, инфляция в годовом выражении находилась **выше целевого диапазона в 5-6%**, составляя и в июле и в августе 6.5%. С другой, - всё более мрачные цифры выходили по российской экономике. Так, согласно полученным 9 августа данным ВВП РФ вырос во втором квартале на **мизерные 1.2%**, что оказалось значительно хуже рыночных ожиданий (консенсус-прогноз Bloomberg составлял 2.0%) и данных за предшествующий квартал (1.6%). Позже, 6 сентября, данная предварительная оценка была Росстатом подтверждена.

ГРАФИК 29. Общая картина по России: ставки, ВВП, инфляция



Источник: Bloomberg

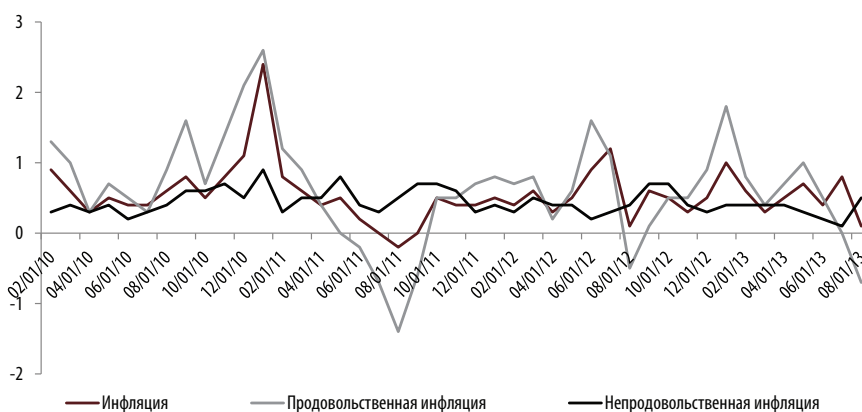
Вновь ухудшило свой прогноз на весь 2013 год Минэкономразвития, которое впредь ожидает роста российской экономики **лишь на 1.8%** вместо 2.4%. Власти в текущем году, на наш взгляд, долгое время смотрели на российскую экономику более оптимистично, чем она была на самом деле. Во всяком случае, такое впечатление складывалось по информации, поступающей в СМИ от официальных лиц. Уже неоднократно говорилось о том, что никакой рецессии нет, есть лишь определенная стагнация. С другой стороны, данные по ВВП выходили всё более нелицеприятными. Пока складывается такое впечатление, что единого подхода по реальному улучшению дел в российской экономике на текущий момент нет. Подтверждением этому могут служить сделанные несколькими месяцами ранее заявления министра финансов Антона Силуанова, который предлагал пойти на искусственную девальвацию рубля. Говорит это о том, что иных путей восстановления темпов экономического роста, действительно, пока совсем немного (девальвация — своего рода, крайняя мера). **Стимулировать снижением процентных ставок Банк России пока не стремится**, так как инфляция всё еще не укладывается в целевой диапазон 5-6%. Да и в целом сильно понизить их не получится, так как это может обеспечить лишь краткосрочный рост экономики, при этом раздуется очередной финансовый пузырь, прорыв которого ничего хорошего не сулит. Всё-таки говорить о том, что состояние дел совсем плачевно, мы бы не стали, но **руку на пульсе держать нужно**.

Власти **не идут по пути жёсткой экономии** (как это происходит в Италии и Испании), а планируют пока не очень сильно «затягивать» пояса. В сентябре Дмитрий Медведев говорил о том, что расходы бюджета в 2014-2016 годах необходимо будет сократить не менее чем на 5%. Так что, во всяком случае, нижний

16.10.2013

барьер сейчас довольно лоялен. Резюмируя вышеупомянутое, можно сказать о том, что текущее положение дел в экономике РФ — своего рода **чёрный ящик** (в т.ч. и для властей), который не до конца удаётся расшифровать. Рецепта по её восстановлению нет (многие проблемы носят сложный, структурный характер, а также далеко не всегда имеют внутреннюю природу происхождения, что усложняет возможность их решения), так что приходится, если не стимулировать, то хотя бы экономить. Ситуация, как минимум, обещает быть непростой. **Во второй половине сентября, кстати, стали поступать менее благоприятные отклики об экономике РФ.** Так, в общеизвестном эпизоде глава Минэкономразвития Алексей Улюкаев, охарактеризовал положение дел в ней как худшее со времён 2008 года. Позже в прессе прошла ещё одна информационная строка — в этот раз уже цитировался экс-министр финансов Алексей Кудрин, сказавший о том, что нынешняя ситуация может в итоге перерасти в кризис. В качестве признаков кризиса он указал на **отрицательные инвестиции и нулевые темпы роста.** Сейчас такого, по его словам, нет, но при неблагоприятных условиях он может материализоваться.

ГРАФИК 30. Инфляция в России (м/м, %)



Источник: Bloomberg

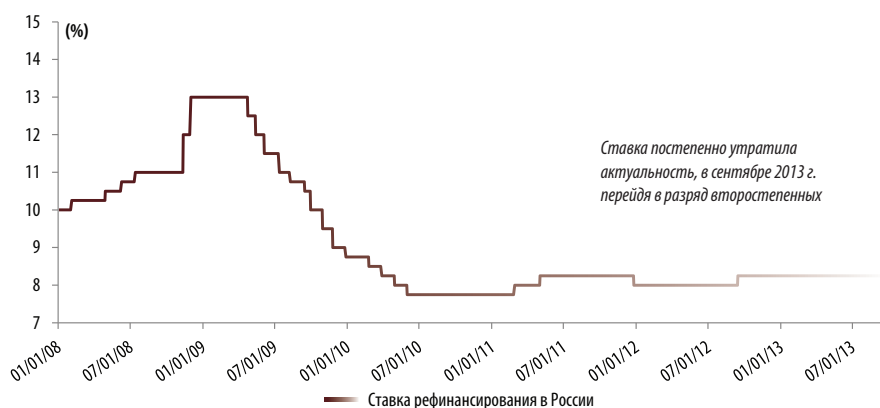
Более подробно разбирая инфляционную тему, мы видим, что рост цен на продовольствие в летний период традиционно замедлился, что связано с поступлением на прилавки **нового урожая**. Так в июле мы имели нулевую продовольственную инфляцию, а в августе она уже перешла в разряд **дефляции** (-0.7%). Однако своя интрига здесь всё равно сохраняется, во многом вытекающая из «урожайной темы». Согласно сентябрьским словам (17 число) главы Минсельхоза России Николая Федорова, в этом году **могут возникнуть трудности со сбором запланированного объёма зерновых** ввиду неблагоприятных погодных условий. Сказано было о том, что «непростой задачей будет собрать и 90 млн тонн». Напомним, что первоначально планировалось собрать 95 млн тонн зерна, потом прогноз был ухудшен до 90 млн тонн (сейчас сомневаются в достижимости и этой цели). Банк России говорил о том, что в целевой диапазон 5-6% инфляция в годовом выражении должна вернуться во 2-м полугодии 2013 г. при отсутствии негативных шоков на рынке продовольствия. Так вот, всё-таки, хотелось бы, чтобы этих шоков и не было (будем надеяться на то, что урожай зерновых не сильно подкачает). В прошлом году урожай сильно пострадал от засух, а в текущем возникают определенные проблемы с его сбором, напротив, из-за обильных ливней в ряде регионов. Напомним, что в 2012 году было собрано лишь 70.9 млн тонн в сравнении с предыдущим результатом в 94.2 млн тонн, что соответствует снижению ни много ни мало почти на 25%. Если в этом году, всё же, удастся собрать 90 млн тонн или даже чуть меньше, то и это будет неплохим результатом.

16.10.2013

ГЕНЕРАЛЬНАЯ УБОРКА В СТЕНАХ ЦЕНТРОБАНКА

Банк России в итоге **обхитрил всех**, на протяжении июля-августа не принимая кардинальных решений (ставки рефинансирования и РЕПО O/N так и не были понижены), готовясь сродни гепарду к прыжку. Подобный монетарный прыжок был в итоге предпринят на сентябрьском заседании (13 число): регулятор кардинально пересмотрел существующие догмы денежно-кредитной политики, установив **новые правила игры**.

ГРАФИК 31. Динамика ставки рефинансирования с 2005 года



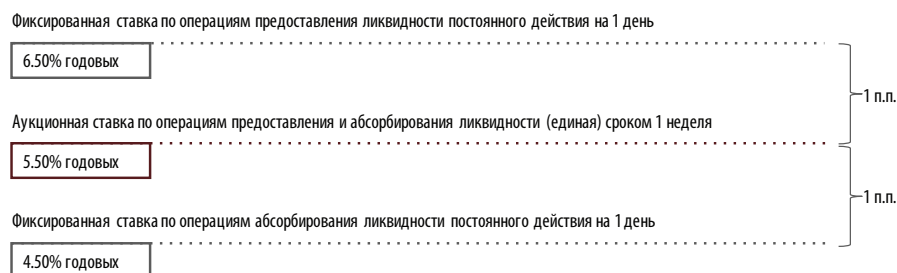
Источник: Банк России

Ставка рефинансирования, снижения которой многие ждали с таким нетерпением, была вообще **объявлена второстепенной**, её место (ключевой ставки) теперь занимает **недельная аукционная ставка** по операциям предоставления (ломбардные аукционы, аукционы РЕПО) и абсорбирования ликвидности (депозиты), которая на текущий момент составляет 5.5% годовых. — Грамотный ход со стороны Эльвиры Набиуллиной. Мотивация следующая: ставка рефинансирования второстепенна, так как по ней почти не предоставляется ликвидность. Это, своего рода, **атавизм**, слабо коррелирующий с реальной денежно-кредитной политикой. Однако, поскольку данный показатель используется во многих официальных документах, резкого пересмотра его не будет. Ставку рефинансирования обещают довести до уровня ключевой к 2016 году, взяв определенную временную фору на обновление нормативно-правовой базы и межбанковских контрактов. Естественно, это не значит, что она будет непременно понижена до 5.5% годовых, так как ключевая ставка за двухгодичный период также может трансформироваться, и это нужно понимать.

Также немаловажным моментом, является и **создание процентного коридора**, да еще и с **функцией автоматической корректировки**. Серединой коридора, его стержнем, соответственно, впредь является ключевая ставка (сейчас это 5.5%). Верхняя и нижняя границы удалены от неё на 1 п.п. В качестве верхней границы выступает **фиксированная ставка по операциям предоставления ликвидности постоянного действия на 1 день** (6.5% годовых), в т.ч.: кредиты «овернайт» (в сентябре ставка была понижена с 8.25% годовых до 6.50% годовых в целях синхронизации); РЕПО; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами и поручительствами; кредиты, обеспеченные золотом. Нижней же границей выступает **фиксированная ставка по операциям абсорбирования ликвидности постоянного действия на 1 день**, к коим относятся депозитные операции. Для наглядности новую **процентную «вилку»** Вы можете увидеть на представленном ниже графике.

16.10.2013

ГРАФИК 32. Динамика ставки рефинансирования с 2005 года



Собственно, данная **тройка процентных** лошадей впредь и будет идти во главе денежно-кредитной политики, причём ключевая ставка будет определять поведение двух вспомогательных: при её изменении границы данного процентного коридора будут сдвигаться автоматически (либо вверх — при повышении, либо вниз — при понижении). Такой механизм чем-то похож на валютный коридор, только преследует иные цели. **Он удобен для целей таргетирования инфляции**, отображая реальную стоимость денег. В случае необходимости можно будет либо подкрутить, либо ослабить данные процентные винтики.

Немаловажным моментом является и то, что **с февраля 2014 года приостанавливается немалый перечень привычных для банков операций**. К ним относятся операции по фиксированным ставкам на срок более 1 дня, а также аукционные операции на срок 1 день. Как мы видим, Центробанк всё-таки добрался до **1-дневного аукционного РЕПО**, которое банки очень любят. Однако такое решение в целом резким не выглядит. О такой возможности говорилось уже ни раз, да и воплотиться в жизнь она будет только лишь в следующем году. По возросшим объёмам лимитов по аукционам недельного РЕПО (данную тему мы подробнее рассмотрим в последующих параграфах) было понятно, что регулятор медленно готовит рынок к отмене 1-дневного аукционного РЕПО. При этом **окончательно списывать со счетов «короткое» РЕПО регулятор не будет**, он оставит за собой право на проведение точечных (нерегулярных) аукционов РЕПО сроком 1-6 дней. Также Банк России повысил ясность судьбы аукционов под залог нерыночных активов. Данные аукционы с октября текущего года планируются проводить сроком на три месяца на ежеквартальной основе. Ставка плавающая: ключевая + 0.25 п.п.

В целом озвученные перемены нам по вкусу. Давно надо было навести порядок в инструментарии Центробанка, чётко расставив приоритеты. Обновлённая денежно-кредитная политика, действительно, **больше похожа на политику (средни действующим в развитых странах), а не на спонтанный набор инструментов**. Теперь, если банк России будет менять ключевую ставку, в действие будет приводиться целый процентный механизм, шестеренки которого чётко сочетаются между собой.

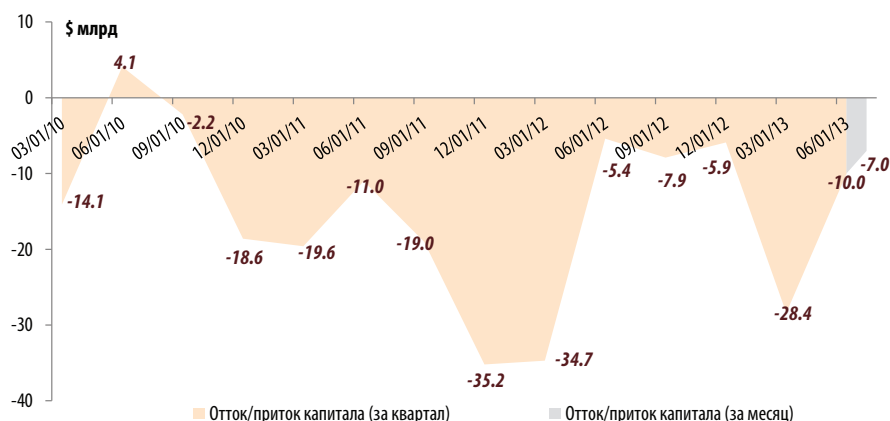
В октябре понижения ключевой ставки мы не ждём. Собственно, сигнал о паузе в изменении денежно-кредитной политики содержался в сентябрьском послании регулятора, что вполне логично. Последнее заседание подкинуло немало пищи для ума, которую ещё нужно переварить. В любом случае, **больших подарков от регулятора мы в предстоящем квартале не ожидаем**. Эльвира Набиуллина дала понять, что её приход на пост главы регулятора отнюдь не означает всенепременного понижения ключевых ставок, и что инфляция остаётся основным ориентиром. Пока последняя сохраняет интригу и не спешит стремительно идти на убыль. Ключевая ставка если и будет снижена, то не более чем на 0.25 п.п.

16.10.2013

СИТУАЦИЯ С ЛИКВИДНОСТЬЮ

Отток капитала, к сожалению, остаётся одной из нерешенных проблем российской экономики, однако в последнее время стали появляться **реальные лекарства по противодействию данному явлению** (о них мы скажем чуть позже). Хронический отток характеризует атмосферу на нашем рынке не с лучшей стороны, являясь выраженным анти-драйвером.

ГРАФИК 33. Приток/отток капитала в России (поквартальные данные)



Источник: Минфин, ЦБ РФ

Больше всего средств из системы утекло в 1-м квартале, когда отток составил внушительные 28.4 млрд долларов, во 2-м квартале произошло замедление до 10 млрд долларов, согласно последним оценочным данным в июле мы лишились еще 7 млрд долларов.

При этом Центробанк во 2-м полугодии **ожидает «некого уменьшения оттока»** (Эльвира Набиуллина) с годовым его значением в 67 млрд долларов. Ожидания Минэкономразвития при этом находятся на уровне 70 млрд. Прогнозы, как мы видим, довольно-таки близки. В прошлом году из страны убыло почти 54 млрд, в позапрошлом — почти 85 млрд долларов. Так что пока радоваться особо нечему, **в корпусе корабля под названием «Россия» по-прежнему зияет большая дыра.**

Долгое время многие говорили о такой неприятной тенденции, как отток капитала, лишь констатируя факт ее наличия. Во всяком случае, в прессе информации о каком-либо масштабном противодействии данному явлению не появлялось. Этим летом многое кардинально переменялось. Напомним, что одно откровение за другим подбрасывал дорабатывающий свои последние дни на должности главы Центробанка Сергей Игнатьев. В частности были упомянуты так называемые **«белорусский» и «казахский» отмывочные синдромы**. Если соотнести пришедшие данные по Белоруссии (15 млрд долларов утечки) и Казахстану (10 млрд долларов) с общей суммой чистого оттока за 2012 г., то мы получим долю в 46%! - Почти половину, и это по всем меркам огромная доля. Самое печальное то, что используемая здесь «импортная» схема, которая работает под личиной честной поставки реальных товаров в обмен на деньги, довольно трудно выявляется ввиду тотального отсутствия таможенного контроля на пограничных между Россией, Белоруссией и Казахстаном территориях. Таможенный союз, в котором состоит и Россия, играет с ней недобрую шутку: накладные документы, которыми оформляется импорт в РФ согласно правилам данного союза, вообще не проходят контроль таможни. Таким образом мы имеем огромное «окно в Европу», которое пока никак не удается захлопнуть, и через которое утекает

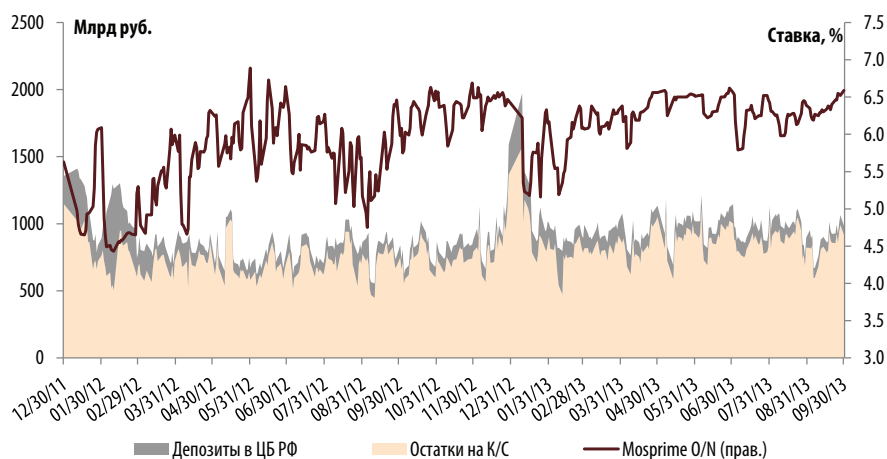
16.10.2013

чуть ли не половина капитала из страны. Опасность заключается как раз в невозможности оперативно перекрыть данный канал. **В августе регулятор пошёл дальше, рекомендовав (в довольно жёсткой манере) банкам РФ избегать сомнительных операций с белорусскими и казахстанскими экспортёрами.** В законодательство были внесены необходимые изменения, позволяющие отказываться им в проведении операций даже в случае предоставления необходимого пакета документов. На текущий момент борьба с отмывочными схемами только набирает обороты: у недобросовестных по мнению регулятора банков уже отбирают лицензии, разоблачаются преступные группы и т.п.

В нашей прошлой квартальной стратегии мы уже рассуждали на тему того, почему экс-глава ЦБ РФ был столь богат на «антиотмывочные» сенсации перед сложением своих полномочий, полагая, что они будут служить своего рода посланиями в духе «Утихомирьтесь, а то худо будет». Текущий сценарий в целом согласуется с данной логикой. Естественно, исключительно действия Банка России не смогут **нивеллировать весь отток**, так как далеко не вся его часть связана с преступными схемами, и не все эти схемы удастся разоблачить. Но, такой «крестовый поход» против сомнительных банков должен чему-то научить, со временем приведя к **хотя бы небольшому, но размыканию данного порочного круга.**

Вышеупомянутая негативная тенденция продолжает не лучшим образом влиять на общие кондиции ликвидности в системе. Ввиду превалирующих сейчас в Европе рецессионных настроений денежной ликвидностью в виде низкопроцентных кредитов европейские банки с российскими особо делиться не будут (средства нужны самим), а плюс к этому еще и идёт отток капитала. Так что **изрядная доля напряжения будет присутствовать и в будущих кварталах.**

ГРАФИК 34. Совокупный объём банковской ликвидности



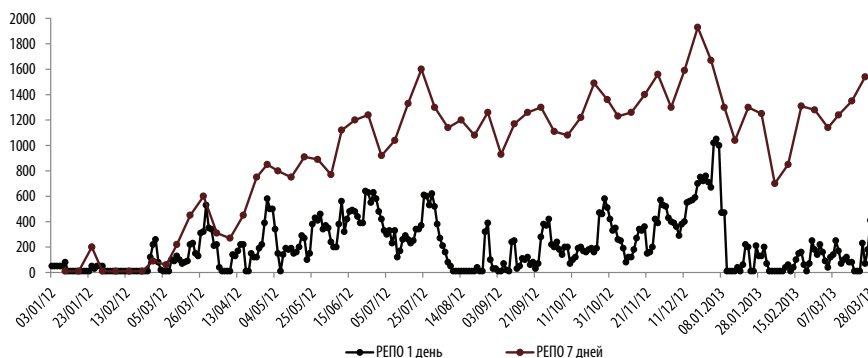
Источник: Банк России

Динамика **совокупного объёма банковской ликвидности** в целом находилась на неплохом уровне. Ее среднеквартальный объем составил 943.7 млрд рублей, что не сильно ниже результата предыдущего квартала — 985.8 млрд.

Нахождение рынка в более-менее комфортных условиях вновь было в большей степени заслугой Центробанка, который продолжал предоставлять банкам средства по схеме прямого аукционного РЕПО. Лимиты по 1-дневным операциям данного типа в среднем были меньше, нежели во 2-м квартале (298 млрд против 350 млрд рублей), однако по **недельному РЕПО** мы видели **очередные исторические максимумы**. Максимальным было значение в 2530 млрд рублей. Среднее же значение лимита по недельному РЕПО находилось на уровне 2092 млрд рублей в сравнении с 1845 млрд прошлого квартала.

16.10.2013

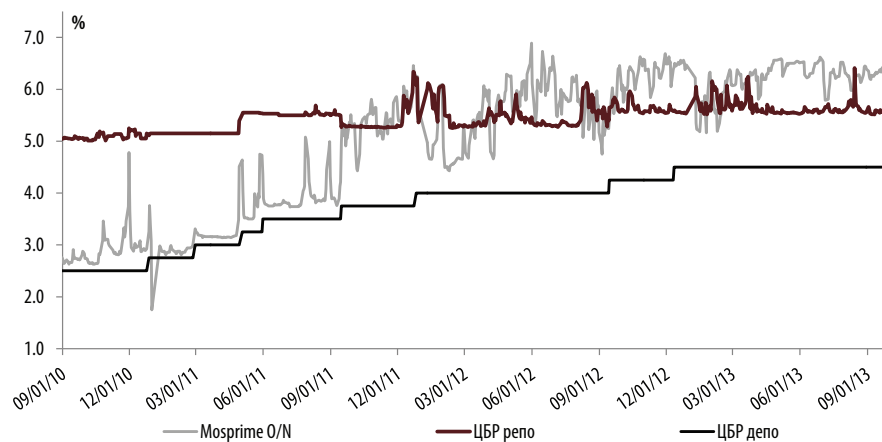
ГРАФИК 35. Объём лимитов по одно- и семидневным аукционам прямого РЕПО ЦБ РФ



Источник: Банк России

Таким образом, **банки по-прежнему находятся в состоянии «хронической задолженности»**, пользуясь щедростью регулятора. Мы видим, что ставки денежно-кредитного рынка ввиду высокого спроса на ликвидность львиную долю квартала были на **стабильно-высоком уровне**. Какие бы объёмы средств Банк России не выдавал, это не позволяло надолго «сбить» ставки.

ГРАФИК 36. Динамика ставок межбанковского рынка (Mosprime O/N, ЦБР депозит, ЦБР репо)



Источник: Банк России

Говоря о **перспективах следующего квартала**, мы характеризуем их как **относительно комфортные**. Банк России двигается в правильном направлении, наводя порядок в денежно-кредитной политике посредством систематизации большого количества несогласованных ставок (решения последнего заседания от 13 сентября 2013 г.). Впредь на ежеквартальной основе будут проводиться аукционы под залог нерыночных активов сроком 3 месяца. Ближайший из них запланирован на октябрь, что даст рынкам дополнительный глоток «ликвидности». Средства банки смогут привлечь по относительно невысокой ставке: ключевая (5.50% годовых) + 0.25 п.п. Аукционы РЕПО «овернайт» пока никто отменять не будет, ранее было объявлено, что действие данного инструмента будет приостановлено лишь с февраля 2014 года. При этом лимиты по аукционам недельного РЕПО становятся всё более увесистыми. **Банк России в целом выбрал правильное время для перемен:** определённое напряжение периодически (например, в налоговый период) возникает на денежно-кредитном рынке, но он, всё же, находится не в удручающем состоянии. Регулятор старается заблаговременно проводить

16.10.2013

свои инновации, дабы не вызвать резкого шока. Политика обретает более прозрачный вид. Явно становится больше конкретики. Начнём хотя бы с того, что не так давно стали оглашаться точные даты заседания Центробанка, до этого мы знали лишь о том, что они должны пройти до 15 числа месяца. **В предстоящем квартале ситуация с банковской ликвидностью может немного улучшиться.**

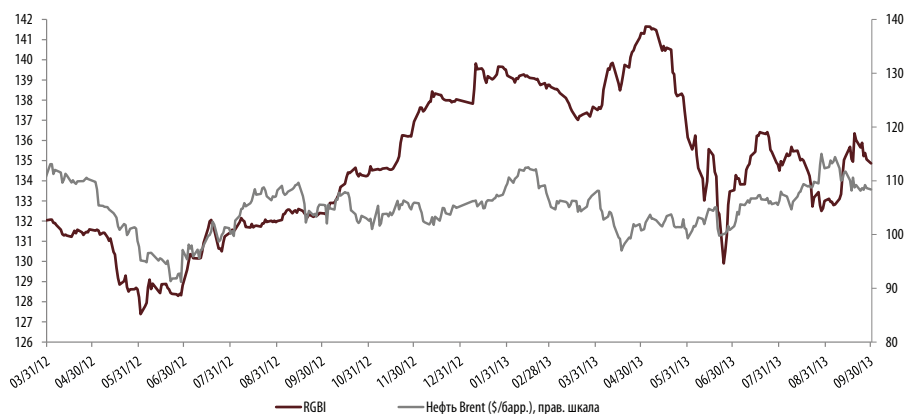
РУБЛЁВЫЙ РЫНОК ДОЛГА ГОСУДАРСТВЕННЫЕ БУМАГИ: В УСЛОВИЯХ НЕУСТОЙЧИВОГО СПРОСА

Прошедший 3-й квартал 2013 года **сектор госдолга в итоге завершил в плюсе.** Так ценовой индекс бумаг RGBI, рассчитываемый Московской биржей, подрос на 1.1% (кварталом ранее индикатор упал на 3.5%) до уровня 132.81 пунктов.

Однако рынок вновь находился **в условиях неустойчивого спроса**, что не позволило ему получить более ощутимые бонусы: нередко внутри квартала случался локальный всплеск интереса, но в итоге это сводилось к коррекции, съедавшей львиную долю полученной прибыли.

Что касается **локальных факторов**, то они в прошедшем квартале, к сожалению, **играли не первую скрипку.** Банк России хоть и предпринял ряд шагов по улучшению атмосферы на денежно-кредитном рынке, но до понижения ключевых процентных ставок так и не дошёл. Спекулятивные идеи, основанные на ожидании смягчения денежно-кредитной политики, не были распространены в 3-м квартале. Спрос на этой теме, если и активизировался, то непосредственно в преддверии заседания (лишь на несколько дней).

ГРАФИК 37. Динамика индекса государственных облигаций RGBI, нефть



Источник: Московская биржа, Bloomberg

Наиболее злободневным вопросом, волновавшим всех и каждого, оставалась судьба программы количественного смягчения (QE) в США. Август месяц хоть и выдался для локального рынка долга нехлебосольным месяцем (тогда напряжение на глобальных рынках было особым отчётливо видно), однако надо отдать ему должное: бумаги были довольно устойчивы к внешним шокам, **выглядев лучше своих коллег – прочих развивающихся рынков.** Если сравнивать, к примеру, российские и индийские 10-ти летние государственные облигации, то доходность первых за август выросла на 20 б.п., вторых – в три раза сильнее – на 60 б.п.

Рынки, напуганные возможностью скорого сворачивания программы количественного смягчения, постепенно избавлялись от активов развивающихся стран. В сентябре ожидания их стали более оптимистичными, а в итоге выяснилось (после очередного заседания ФРС США -17-18 числа), что пока никто

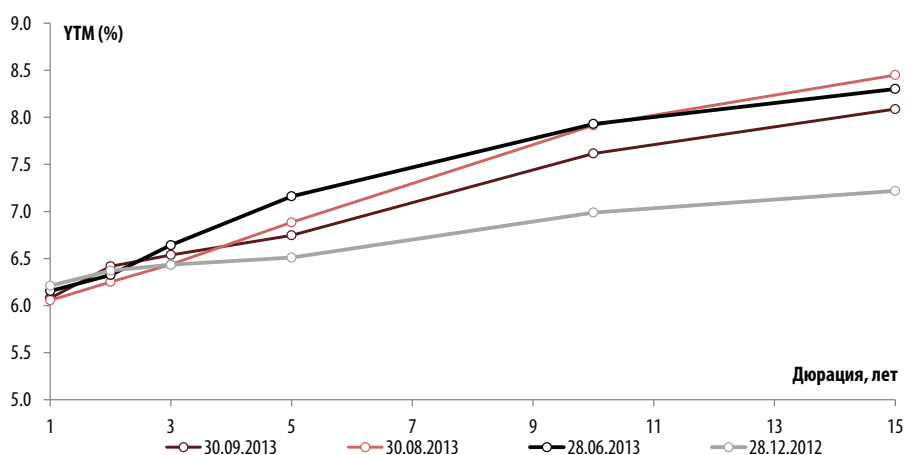
16.10.2013

ничего урезать не собирается. Это **дало возможность развивающимся рынкам перейти в контратаку**, отыграв часть своих августовских потерь.

Параллельно со страстями по QE **разгорались волнения и на Ближнем Востоке**: мир опасался нового военизированного конфликта (в этот раз между США и Сирией). Безусловно, нефти данное обострение отношений играло только на руку: стоимость барреля Brent в конце августа-начале сентября находилась на максимальном с февраля текущего года уровнях — выше \$115 за баррель. Однако, на рискованных активах такое напряжение сказывалось не лучшим образом, **понижая толерантность инвесторов к риску**. Мы видим, что в прошедшем квартале рост стоимости «чёрного золота» далеко не означал роста стоимости ОФЗ или укрепления рубля. **Всё было ровно да наоборот**. Это видно на представленном выше графике. Сначала нефть дорожала, но индекс госбондов RGBI снижался, потом нефть откатилась назад, но индекс вырос. Вывод один: **инвесторы в итоге проголосовали за общемировую стабильность, которая оценивалась выше временного роста стоимости барреля «чёрного золота»**.

В итоге сектор госдолга получил поддержку сразу со стороны двух факторов. Во-первых, на время улеглись страсти по QE. Во-вторых, Америка не стала наносить авиаудар по Сирии, решив попробовать выйти из ситуации мирным путём. Данные моменты смогли **повысить толерантность к риску**, чем и воспользовались ОФЗ (с рублём), отыграв часть своих предшествующих растрат.

ГРАФИК 38. Кривая бескупонной доходности по ОФЗ

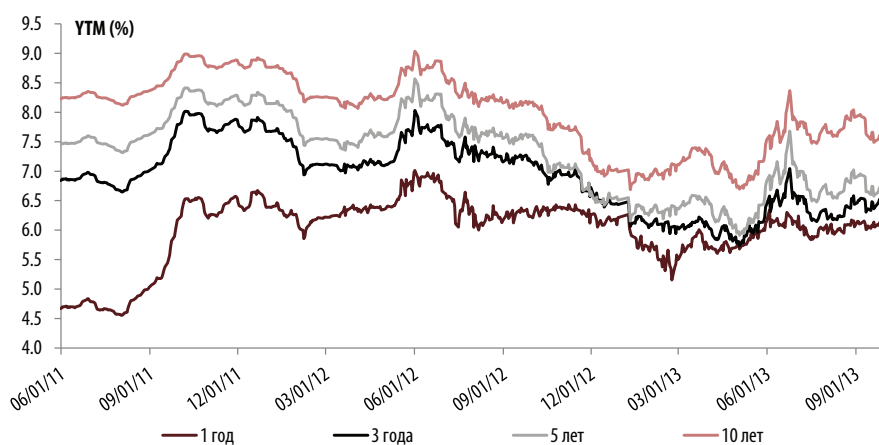


Источник: Bloomberg

Смотря на рынок отечественного госдолга через призму кривых и доходностей, 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.

16.10.2013

ГРАФИК 39. Изотермные ряды по ОФЗ



Источник: Bloomberg

Реальные относительные изменения доходностей вы можете увидеть в представленной ниже таблице. **Лучше всего себя чувствовала дюрация в пределах 5-15 лет**, - здесь было зафиксировано наибольшее снижение доходностей. Доходность более «коротких» ОФЗ изменилась несильно. Наиболее длинные бонды с дюрацией 20-25 лет также зафиксировали скромный результат.

ТАБЛИЦА 7. Срез доходностей ОФЗ

Срок (лет)	1	2	3	5	10	15	20	25
28.06.2013	6.15	6.32	6.64	7.16	7.93	8.30	8.50	8.63
31.07.2013	6.05	6.23	6.35	6.78	7.80	8.32	8.63	8.82
30.08.2013	6.06	6.25	6.44	6.88	7.91	8.45	8.76	8.95
30.09.2013	6.08	6.42	6.54	6.75	7.62	8.09	8.36	8.54
Дельта за апрель (б.п.):	-10	-9	-29	-38	-13	2	12	19
Дельта за май (б.п.):	0	2	8	11	12	13	13	13
Дельта за июнь (б.п.):	2	17	10	-14	-30	-36	-39	-41
Итого за квартал:	-8	9	-10	-42	-31	-21	-14	-9

Источник: Bloomberg

Говоря о перспективах рынка госбумаг в следующем квартале, мы традиционно советуем крайне тщательно подходить к вопросу включения в свои портфели «длинных» ОФЗ, так как в случае ухудшения общемировых настроений они способны принести «болезненную» отрицательную переоценку. Однако и забывать о них, на наш взгляд, не стоит. В прошедшем квартале сектор в целом наши ожидания оправдал, добившись умеренного роста (конечно, без «болтанки» внутри квартала не обошлось). **В предстоящие 3 месяца бумаги имеют шансы на получение дополнительных бонусов.** Мы увидели, что резко урезать QE пока не спешат. Стабильность на глобальных рынках всячески стараются поддерживать. Банк России пока хоть ключевые ставки и не понижает, однако предпринимает ряд последовательных шагов по улучшению ситуации с ликвидностью. Также к концу года ожидают замедления инфляции, что может сыграть на руку ОФЗ, дав больший задел для снижения доходностей.

16.10.2013

Смотря на **аукционные планы Минфина** на предстоящий квартал, мы видим, что в этот раз он решил увеличить объёмы предложения со своей стороны. Так, всего планируется продать ОФЗ на 340 млрд рублей, что превосходит объёмы как 3-го (270 млрд), так и 2-го квартала (300 млрд рублей). **«Ассортиментная линейка» дюраций такая же** как и в прошлый раз за исключением ряда объёмов: 3 года — 40 млрд рублей (без изменений), 5 лет — 90 млрд (против 40 млрд прошлого квартала), 7 лет — 70 млрд (без изменений), 10 лет — 80 млрд (прошлый раз - 70 млрд), 15 лет — 40 млрд (прошлый раз - 30 млрд), 20 лет - 20 млрд (без изменений). Анализируя результаты завершающегося, 3-го квартала мы видим, что совокупный объём предложения в итоге был меньше запланированных 270 млрд рублей, а именно 254 млрд. Объём размещения по номиналу составил ещё более скромные 168 млрд рублей. Настроения на глобальных рынках (равно как и спрос на активы развивающихся стран) остаются нестабильными, что и в итоге и портит общую картину. В последнем квартале 2013 года выполнить план в 100% объёме Минфину так же вряд ли удастся.

ТАБЛИЦА 8. Распределение совокупного объёма предложения ОФЗ во II, III и IV кварталах 2013 года по срокам до погашения

Срок (лет)	Объём предложения ОФЗ, млрд руб.		
	4-й квартал	3-й квартал	2-й квартал
Срок до погашения ОФЗ			
3 года	40	40	20
5 лет	90	40	60
7 лет	70	70	90
10 лет	80	70	60
15 лет	40	30	70
20 лет	20	20	-
Итого:	340	270	300

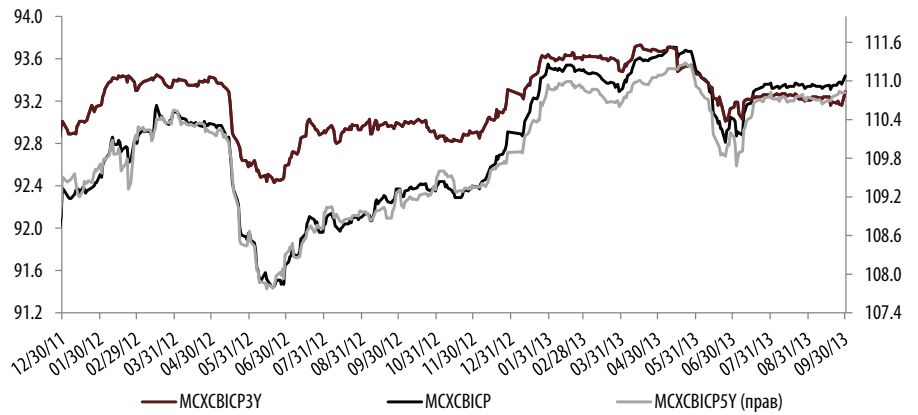
Источник: Министерство Финансов РФ

КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР

На «корпоративных фронтах» в прошедшем квартале **крупных баталий не разворачивалось**. Как мы уже ранее говорили, даже более восприимчивые к внешним шокам государственные облигации держались довольно уверенно (лучше госбондов прочих развивающихся стран). Корпоративные же бумаги были ещё менее волатильными. Представленный ниже график наглядно нам это демонстрирует: мы видим **доминирование боковых настроений**. Однако, по итогам квартала ценовой индекс бумаг MICEX CBI CP, рассчитываемый Московской биржей, всё же **смог заработать** 0.42%, в итоге поднявшись до уровня 93.44 пунктов. Кварталом ранее индикатор снизился на 0.26%.

16.10.2013

ГРАФИК 40. Ценовые индексы корпоративных облигаций

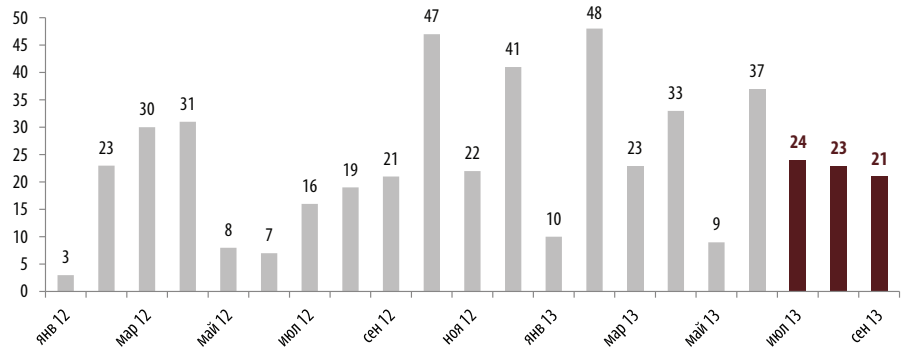


Источник: Московская биржа

Рост стопорили всё те же макрофакторы. Инвесторы не были уверены в долговечности американской программы количественного смягчения, толерантность к риску временно падала и на инфо-фоне по Сирии, однако, как мы ранее писали, в итоге всё **более-менее устаканилось**. Традиционно для текущего года банки не были избалованы рублёвой ликвидностью. Ставки денежно-кредитного рынка продолжали находиться на стабильно высоком уровне. Данный момент также не мог позволить «широкому» рынку добиться более заметного роста.

Смотря на **первичный рынок**, мы видим, что в целом активность здесь находилась на неплохом для лета уровне. Так, в июле, августе и сентябре количество размещенных выпусков не сильно разнилось: 24, 23 и 21 размещение соответственно. Эмитенты продолжают привлекать средства на свои нужды. У них по-прежнему не так много источников долгосрочной ликвидности по приемлемым ставкам. **Выход на первичный рынок – решение проблем многих эмитентов.**

ГРАФИК 41. Количество размещенных выпусков (штук)

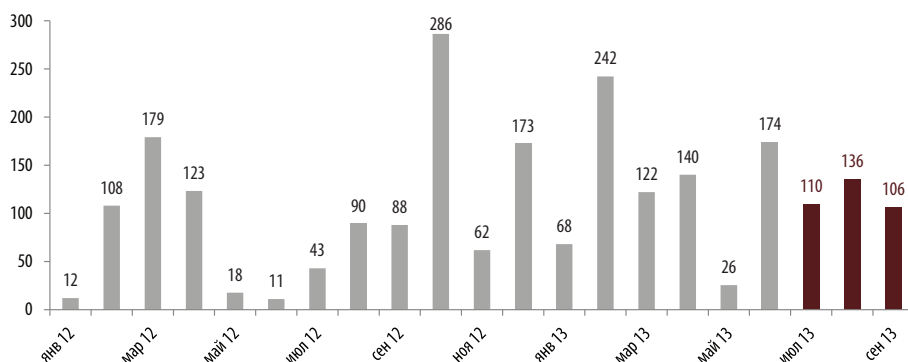


Источник: www.rusbonds.ru

Смотря на показатели суммарной выручки, полученной от размещения бондов, мы видим, что наибольшую отдачу в этом плане принёс август – 136 млрд рублей. Эмитенты в этом месяце делали рынку более «увесистые» предложения, нежели в июле и сентябре.

16.10.2013

ГРАФИК 42. Суммарная выручка при размещении облигаций, млрд рублей



Источник: www.rusbonds.ru

Говоря о **перспективах корпоративных рублёвых бондов в следующем квартале**, мы видим их не самыми плохими, ожидая **роста цен**. Во-первых, мы ещё раз получили подтверждение тому, что сильные мира сего по-прежнему выступают за **общемировую стабильность**, купируя существующие проблемы. **«Американцы»** крайне взвешенно подходят к решению существующих проблем, явно пытаясь найти выход из ситуации, не рубя с плеча. **«Европейцы»** также не спешат подливать масла в огонь, ратуя за проведение всех необходимых мер для обеспечения стабильности в регионе. Удачный исход выборов в Германии также понижает вероятность возникновения новых неурядиц. Касаясь **локальных факторов**, прежде всего, выделим **фактор «конца года»**. Обычно ближе к новогодним каникулам **на рынок приходят бюджетные деньги**, тем самым, давая банкам дополнительный глоток ликвидности. Стараются как можно лучше закрыть год и профессиональные участники торгов, повышая в конце года свою активность. Однако в целом, большую часть квартала рынок, вероятнее всего, будет находиться в условиях умеренного дефицита ликвидности. **Щедрых подарков (серьёзных стимулов) от Центробанка мы не ожидаем**. Ключевые ставки, если и будут снижены, то не более чем на 25 б.п., хотя в текущих условиях вероятность и этого события небольшая. В самом начале октября первый зампред Центробанка Ксения Юдаева сказала о том (инвестиционный форум «Россия зовёт!»), что ЦБ РФ будет использовать инструменты монетарного стимулирования лишь при низкой инфляции и большом разрыве выпуска. Однако их возникновения, в свою очередь, в основном прогнозе регулятора не предвидится. Инфляция по-прежнему не спешит замедляться, да и на Банк России насаждают уже не так сильно. Если при Сергее Игнатьеве в последние месяцы его руководства регулятор пытались превратить в основного виновника бед российской экономики (собственно, этого в итоге сделать по логичным причинам не получилось), то при Эльвире Набиуллиной картина стала совсем иная: критики постепенно замолчали, что хорошо. Каждый должен заниматься своим делом, тогда мы и получим положительную отдачу. В целом, **цены корпоративных рублёвых бондов сейчас не выглядят перегретыми**, так что с технической точки зрения задел на рост также есть.

16.10.2013

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА IV КВАРТАЛ 2013 ГОДА

Предлагаемый нами модельный портфель взвешен по дюрации, при этом обладает хорошим запасом **прочности** и **стрессоустойчивости**. Его подробную структуру Вы можете увидеть в приведенной ниже таблице. Все входящие в него бумаги обладают **хорошей ликвидностью**, что является далеко не самым последним параметром при формировании качественного бондового портфеля: в случае сильного внешнего негатива бумаги можно будет оперативно продать. Своё внимание мы вновь остановили на **относительно коротких выпусках** корпоративных рублёвых бондов (дюрация которых не сильно выходит за 2-годовые рамки).

Что касается структуры портфеля в секторальном разрезе, то мы в целях дополнительной минимизации рисков традиционно 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 большинство 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 неплохом для российских эмитентов уровне. Удельная доля конкретного заемщика в общем составе портфеля определяется исходя из его надежности (это и рейтинг, и финансовые показатели, и операционные результаты и т.п.).

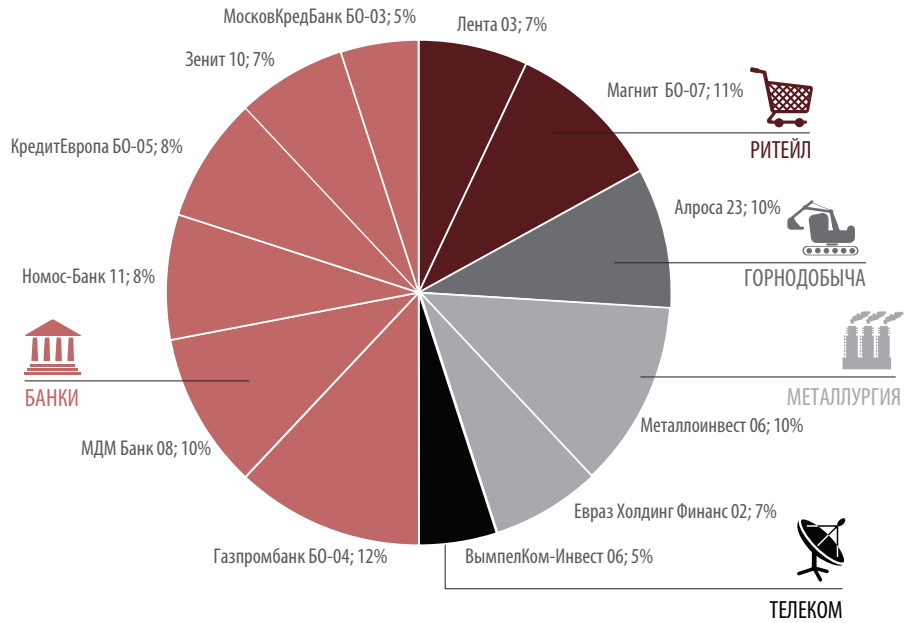
ТАБЛИЦА 9. Макроэкономика и долговой рынок США

№	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	Магнит БО-07	—/BB/—	5	675	8.05	101.81	8.90	нет	21/09/15	11%
2	Металлоинвест 06	Ba2/BB-/BB-	10	510	8.08	101.46	9.00	19/03/15	10/03/22	10%
3	Алроса 23	Ba3/BB-/BB-	7	585	7.92	102.00	8.95	нет	18/06/15	10%
4	Лента 03	B1/B+/-	4	801	9	102.53	10.00	01/03/16	25/02/20	7%
5	Евраз Холдинг Финанс 02	—/B+/-	10	673	9.61	101.02	9.95	26/10/15	19/10/20	7%
6	ВымпелКом-Инвест 06	—/—/—	10	673	8.27	100.35	8.30	нет	13/10/15	5%
Итого:										50%
Финансовые организации										
7	Газпромбанк БО-04	Baa3/BBB-/BBB-	10	422	7.57	101.20	8.50	нет	20/12/14	12%
8	МДМ Банк 08	Ba3/BB-/WD	6.2	509	8.89	100.42	9.00	нет	09/04/15	10%
9	Номос-Банк 11	Ba3/—/BB	5	265	8.26	100.98	9.50	нет	02/07/14	8%
10	КредитЕвропа БО-05	Ba3/-/BB-	5	517	9.05	100.76	9.40	19/04/15	19/04/16	8%
11	Зенит 10	Ba3/—/B+	5	566	8.08	101.03	8.60	03/06/15	30/05/18	7%
12	МосковКредБанк БО-03	B1/B+/BB-	4	525	9.02	100.81	9.40	нет	27/04/15	5%
Итого:										50%
ВСЕ ПОРТФЕЛЬ:										100%

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2013

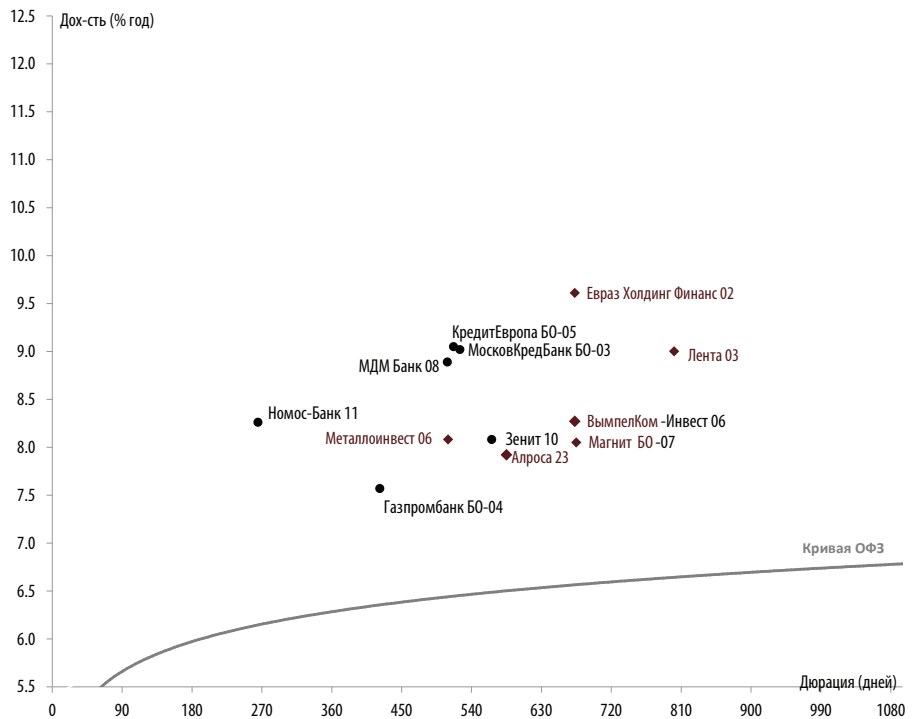
16.10.2013

ГРАФИК 43. Отраслевая структура портфеля



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

ГРАФИК 44. Карта рынка по рекомендуемым облигациям



16.10.2013

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

ГЛАВНЫЕ СОБЫТИЯ ДЛЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ В III КВ.

3 квартал для российского фондового рынка можно разбить на две части — летнюю и осеннюю. В июле-августе мы наблюдали боковик на уровнях 1300-1360 пунктов по индексу ММВБ на пониженных объёмах. Среднедневной объём торгов на Московской бирже составлял 25 млрд — частично это можно объяснить «сезоном отпусков». В сентябре обороты на рынке выросли в 1.5 раза, а индекс ММВБ вырос на 6% до 1450 пунктов. Отметим, что рост проходил на фоне спокойного внешнего фона. За несколько торговых сессий последовательно показали рост «голубые фишки», металлургический и энергетический сектор. По нашим ощущениям, на рынок заходил кто-то из крупных игроков.

Однако глобально ситуация не изменилась — отечественный рынок, как и прочие развивающиеся площадки, не в фаворе. Достаточно посмотреть на практически нулевые цифры роста ВВП в России, Бразилии, Индии и ЮАР (лишь в Китае сохраняется рост на 7.5% в год). Министерство экономического развития рассчитывает, что экономика России покажет рост в 1.8% по итогам 2013 года, прогноз ЦБ - 2% (ещё в 2011 году был рост на 5%), а прогноз по промышленному производству снижен до 0.7%. При этом итоговый результат может оказаться ещё хуже — этот показатель в последние месяцы не показывает роста (-0.7% в июле и +0.1% в августе). Прогноз МЭР по ВВП на 2014 год снижен до 2.8-3.2%, а на 2015 год до 3.2-3.4%. В унисоне с негативными макроэкономическими прогнозами и финансовые результаты российских публичных компаний за 1 полугодие. Особенно тревожная ситуация в металлургическом секторе — выручка компаний снизилась за этот период на 7-10% г/г, а чистая прибыль — в разы. Аналогичная ситуация с чистой прибылью в электроэнергетическом и нефтехимическом секторе. Позитивными можно назвать лишь результаты нефтегазового сектора, но они объясняются исключительно ростом цен на энергоносители.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2013



16.10.2013

ТАБЛИЦА 10. Финансовые результаты российских компаний за I полугодие 2013 года

Компания	Данные на 30.06.2013		Динамика показателя за год (в сравнении с аналогичным периодом прошлого года)	
	Выручка, млн. \$US	Чистая прибыль (убыток), млн. \$US	Изменение выручки	Изменение Чистой прибыли (убытка)
Металлургический сектор				
Новолипецкий меткомбинат	5 700	72	-10%	-84%
Евраз	7 600	-122	-2.87%	-144%
Магнитогорский меткомбинат	4 900	-136	-10.1%	-288.6%
Северсталь	7 400	0	-8,9%	-100% (*)
Норильский никель	5 600	545	-6.10%	-63.20%
Русал	5 200	-439	-8.80%	-100% (*)
Электроэнергетика				
Русгидро**	4 783.03	331.07	7,3%	339.00%
ЭОН - Россия**	1 198.11	298.52	9.10%	6.90%
Интер РАО**	9 714.24	-423.28	20.91%	-37.70%
Россети**	10 665.05	-63.81	11.10%	-108.40%
ФСК ЕЭС**	2 318.20	-333.82	13.30%	-374.50%
Телекоммуникации, Медиа, IT				
Мегафон**	4 277.11	801.00	7.98%	139.50%
МТС**	5 817.97	1 284.05	5%	В 1П 2012 были списания прибыли
Вымпелком	11 309.00	981.00	-0.50%	21.70%
Ростелеком**	4 708.18	418.84	-4.70%	-31.00%
СТС Медиа	401.30	60.18	6%	-10%
Потребительский сектор				
М. Видео**	2 399.95	39.62	13.50%	7.30%
Аптеки 36,6**	287.05	-28.31	-13.80%	-179.80%
Черкизово	779.60	9.03	5%	-91%
Магнит	8 796.43	468.91	30%	38%
Химия и нефтехимия				
Уралкалий	1348	397	-29%	-53%
Акрон**	1 047.14	160.08	-3%	-20%
Фосагро	53700	154	5%	-50%
Банковский сектор				
Сбербанк**	14 008.38	5 334.92	7%	-0.50%
ВТБ**	4 014.19	843.80	3.90%	-17.90%
Транспортный сектор				
Аэрофлот**	2 813.12	162.58	19.60%	-10.50%
НМТП	467.8	13.9	-13.50%	-90%
Трансконтейнер**	555.26	84.90	3.50%	1.40%

*компании показали отрицательный показатель чистой прибыли в 1П 2013 по сравнению с положительным значением данного показателя в 1П 2012

**Пересчет значений показателей выручки и чистой прибыли (убытка) в \$US осуществлялся по официальному курсу ЦБ РФ на 30.06.2013

Источник: отчетности компаний

16.10.2013

Можно констатировать, что спустя полгода рецессия еврозоны перекинулась на Россию (за вычетом показывающей стабильные результаты нефтяной отрасли). Вступление России в ВТО, начавшееся в августе прошлого года, до сих пор не оказало положительного влияния на отечественную экономику. Российский Центробанк с приходом Эльвиры Набиулиной больше ориентирован на сдерживание инфляции и поддержание курса рубля. Вместе с тем в жертву приносятся экономический рост. Ставка рефинансирования больше года находится на уровне 8.25% - максимум среди развивающихся и развитых рынков.

Процесс приватизации, анонсированный Дмитрием Медведевым в 2011 году, продолжает «буксовать» — из крупных сделок за два года можно выделить лишь СПО Сбербанка и ВТБ. При этом последнюю сделку удалось провести лишь по закрытой подписке по заниженной цене. Большинство крупных размещений («Роснефть», РЖД, «Аэрофлот», «Русгидро» и т.д.) перенесены на более поздний срок. При этом идёт обратный процесс - национализации российских компаний. Государственная «Роснефть» в этом году присоединила частные ТНК-ВР и «Итеру». Кроме того, на рынке ходят слухи об интересе «Роснефти» к доли в капитале «Башнефти», «Сургутнефтегаза» и «ЛУКОЙЛа». С большой вероятностью производитель минеральных удобрений «Уралкалий» перейдёт под управление Владимира Когана или Аркадия Ротенберга — инвестбанкиров, приближённым к Кремлю.

На текущий момент индекс ММВБ более чем на 50% состоит из акций государственных компаний (суммарный вес «Газпрома» и «Сбербанка» в индексе превышает 30%). Среди крупных российских частных компаний можно выделить «ЛУКОЙЛ», «Магнит» и ГМК «Норильский Никель». Подобная структура рыночного индекса не может не настораживать западных инвесторов. Госуправление зачастую сопряжено с меньшей гибкостью в управлении, завышенными капитальными затратами, опережающим ростом операционных и коммерческих расходов по сравнению с доходами. Все эти негативные факторы (плюс к этому участие в национально значимых проектах — Олимпиада-2014, ЧМ по футболу-2018 и т.д.) заметны в российских госкомпаниях. Неудивительно, что по данным Emerging Portfolio Fund Research, отток средств из фондов, ориентированных на Россию (даже несмотря на высокие цены на нефть) с начала года составил уже более \$2.5 млрд.

Повышение инвестиционной привлекательности корпораций является одним из приоритетных направлений деятельности российского правительства. В частности, в правительстве на рассмотрении находится законопроект об увеличении дивидендных выплат государственных компаний до 25% чистой прибыли по МСФО. У многих отечественных компаний прибыль по МСФО больше, чем по РСБУ. К примеру, у «Транснефти» прибыль по МСФО в 8 раз выше. В случае согласования закона дивиденды «Газпрома» могут увеличиться до 10 – 11 рублей на акцию (доходность более 7%) по сравнению с текущими 6-8 рублями (доходность порядка 5%). Также заметно увеличатся дивиденды по «префам» «Транснефти» (их дивидендная доходность составит около 8% по сравнению с нынешним 1%) и ВТБ (5%). Также могут возрасти дивиденды электроэнергетических компаний — «РусГидро», «Россети», «ИНТЕР РАО» (по большей части в последние годы они отказывались от дивидендных выплат). В то же время, «Роснефть» и «Газпром нефть» уже в 2012 году перешли на выплату в качестве дивидендов 25% прибыли — на них эта новость не отразится.

Предложение выдвинуто Минфином с целью повысить доходную часть бюджета для выполнения предвыборных социальных обещаний Владимира Путина. Вероятность принятия его высока.

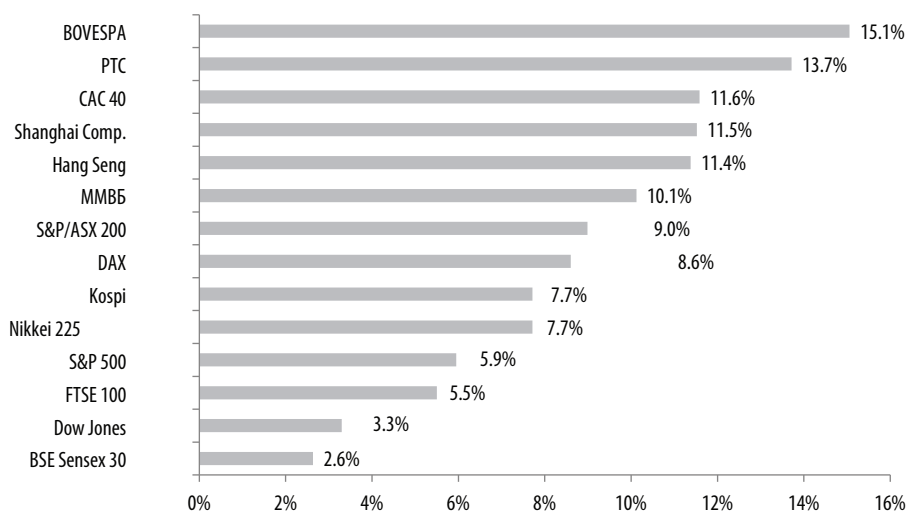
Из событий 3 квартала отметим переход Московской биржи от режима торгов T+0 на режим T+2. Режим торгов T+2 распространён в развитых странах. Переход на него на Московской бирже повысит привлекательность российского фондового рынка для международных и отечественных инвесторов и, соответственно, положительно скажется на его ликвидности. В частности, актив-

16.10.2013

ные трейдеры могут повесить размер используемого внутрисуточного «плеча». Впрочем, в начале сентября не исключены сбои в новой системе — посмотрим, насколько гладко произойдет ее внедрение. Кроме того, с 1 сентября функции ФСФР по регулированию и контролю финансовых рынков будут переданы Центробанку. На наш взгляд, ФСФР не хватало авторитета — факты манипулирования выявлялись редко, и серьезных последствий для участников рынка не имели. В западных странах закон об инсайте не в пример строже, и каждый год проводятся десятки проверок, а нарушители несут административную и уголовную ответственность. Вероятно, новый регулятор будет более жестким к участникам рынка. Мы надеемся, что с приходом к регулированию ЦБ РФ, обладающего большими полномочиями, прозрачность российского рынка улучшится. В целом, тенденция «укрепления вертикали» на финансовых рынках продолжается — в прошлом году ММВБ присоединила РТС, а депозитарий ДКК был интегрирован в НДЦ. В любом случае, Россия продолжает делать шаги по дороге к международному финансовому центру, создание которого анонсировал Дмитрий Медведев.

МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ (СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ)

ГРАФИК 45. Динамика основных мировых индексов за III квартал 2013 года

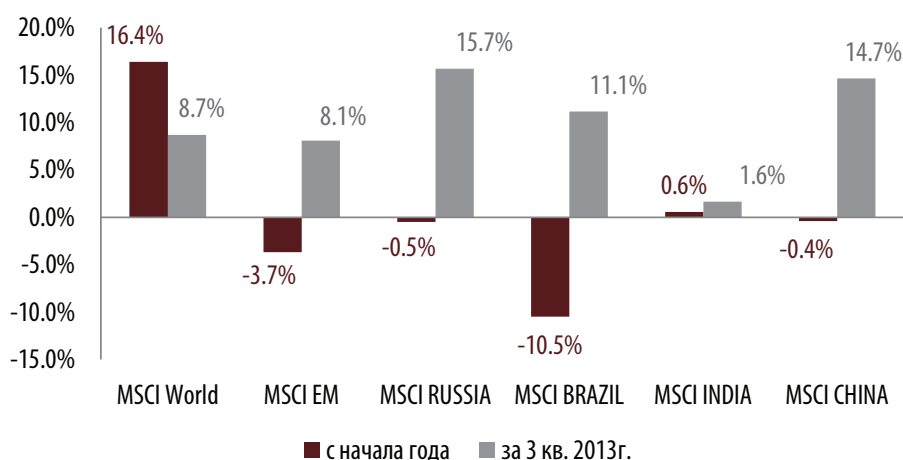


Источник: Bloomberg

В 3 квартале мировые фондовые площадки показали неплохой рост. Одна из причин — продолжающиеся программы стимулирования экономики, проводимые центробанками стран. На этом фоне американский S&P 500 и немецкий DAX продолжили обновление абсолютных максимумов, прибавив по 11%. Неплохой спрос наблюдался на развивающихся рынках — индексы Китая, Бразилии, России прибавили 9-13%. Из этого ряда выбился лишь индийский фондовый рынок — индекс Sensex показал символический рост на 2.6%. Спрэд между развитыми и развивающимися площадками, заметно выросший в 1 полугодии, приостановил свой рост. Рост индекса MSCI Emerging Markets составил 8.1% при росте индекса MSCI World на 8.6%.

16.10.2013

ГРАФИК 46. Динамика основных сводных мировых индексов за III квартал 2013 года



Источник: Bloomberg

ПРОГНОЗ НА IV КВАРТАЛ 2013 ГОДА

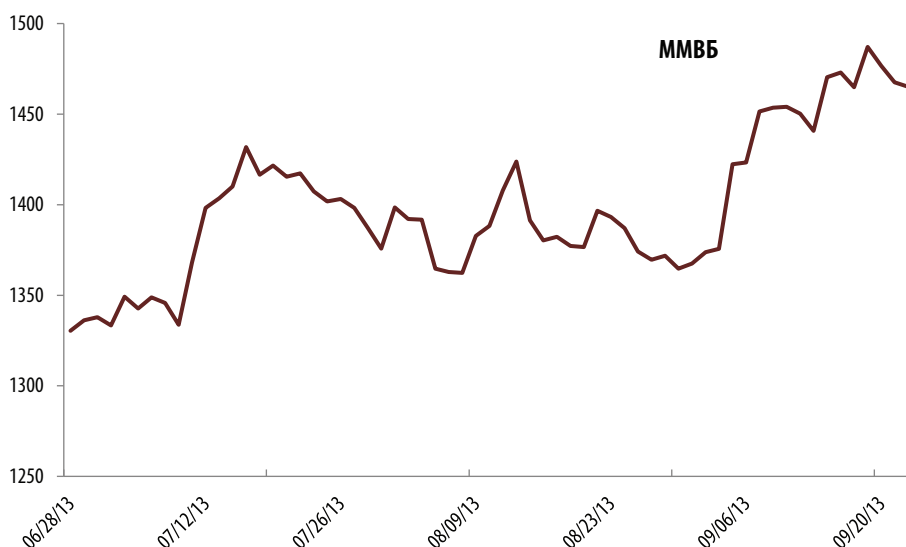
В 3 квартале мировые фондовые индексы (прежде всего, американский индекс S&P 500 и немецкий DAX) продолжили обновление абсолютных максимумов. На развитых фондовых рынках надут пузырь, вопрос лишь в том, когда он начнёт сдуваться. Шансы на коррекцию в 4 квартале велики. Поводом может стать начало сворачивания программы стимулирования экономики ФРС США или сезон корпоративной отчётности. Финансовые результаты компаний за 3 квартал никак не соответствуют текущим высоким котировкам. В случае коррекции на американских площадках, снижение затронет все индексы, в том числе и российские (несмотря на то, что текущие котировки «голубых фишек» на Московской бирже ниже, чем год назад). Неудивительно, что целый ряд российских компаний («АЛРОСА», QIWI, etc.) спешит использовать текущее «рыночное окно», чтобы провести размещение акций.

Для российских индексов дополнительный риск — снижение нефтяных цен. Напряжённость вокруг Сирии потихоньку спадает, «военная премия» в котировках Brent испаряется. Внутренних факторов для роста российского рынка по-прежнему нет. Инвестиционная привлекательность России находится на низком уровне (достаточно сказать, что по данным Emerging Portfolio Fund Research, отток средств из фондов, ориентированных на Россию, составил более \$1.5 млрд), структурных реформ не проводится. Как заявил Алексей Улюкаев, «в России нет экономического развития, зато есть министерство экономического развития». Исходя из вышесказанного, мы рекомендуем избирательно подходить к выбору российских акций для вложения. Мы рекомендуем присмотреться к бумагам с высокими дивидендными выплатами — спрос на них обычно начинает проявляться в конце года. Интерес представляют акции «префы» «Татнефти», «Сургутнефтегаза», МТС, «Мегафон», а также на госкомпаниях, планирующих повысить уровень выплат дивидендов. Напомним, правительство планирует обязать компании направлять на дивиденды не менее 35% чистой прибыли по МСФО.

Если в октябре-ноябре падения (традиционно тяжёлых месяцев для рынков) снижения не произойдёт, в декабре мы сможем увидеть традиционное «рождественское ралли».

16.10.2013

ГРАФИК 47. Динамика Индекса ММВБ

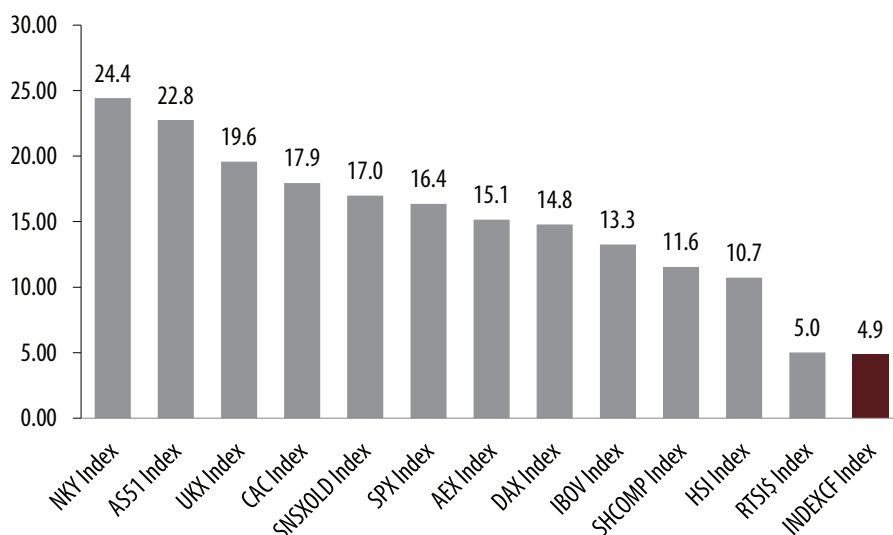


Источник: ММВБ

СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Российский фондовый рынок продолжает оставаться одним из самых недооценённых, заметно уступая зарубежным аналогам. Показатель «Цена/Прибыль» (P/E) российского рынка продолжает держаться в районе 5. Даже бразильский и индийский рынки оценены в 2.5 раза дороже, китайский — в 2 раза.

ГРАФИК 48 Текущее соотношение Цена/Прибыль основных страновых индексов



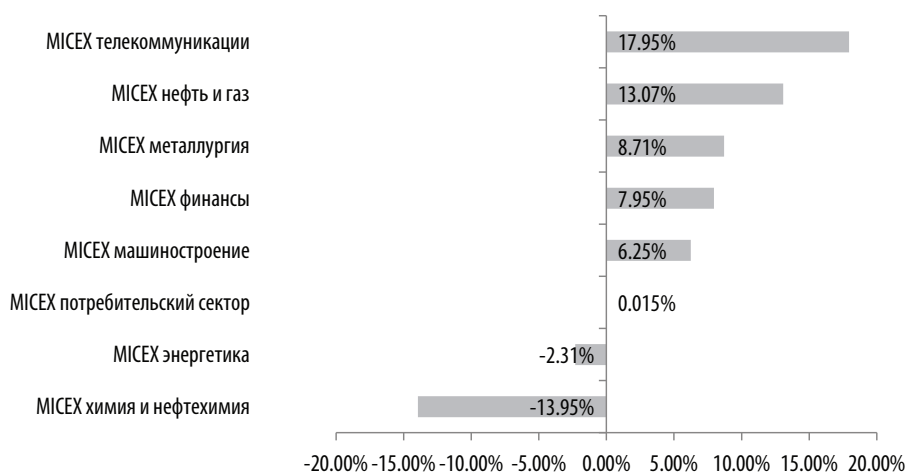
Источник: Bloomberg

16.10.2013

ОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ

В 3 квартале большинство отраслевых индексов показало позитивную динамику. Лидером роста стали телекоммуникационный и нефтегазовый сектора (индексы MISEX TLC и MISEX O&G выросли на 18% и 13% соответственно). Снижение по итогам квартала показали лишь энергетический и нефтехимический сектора. Причиной негатива для последнего стали неясность перспектив «Уралкалия».

ГРАФИК 49. Динамика секторальных индексов ММВБ за III квартал 2013 года



Источник: ММВБ

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 11 Динамика акций нефтегазового сектора в III кв. 2013 г.

Компания	На начало квартала, 28.06.2013	На конец квартала, 24.09.2013	Изменение, %	
ЛУКОЙЛ	1 887.5	2 043.3	8%	▲
РОСНЕФТЬ	226.9	259.5	14%	▲
Газпром	108.9	144.6	33%	▲
Газпромнефть	117.4	140.3	20%	▲
Башнефть	1 842.6	1 889.4	3%	▲
Сургутнефтегаз (прив)	20.6	23.2	13%	▲
Татнефть	196.1	220.6	13%	▲
НОВАТЭК	348.7	378.0	8%	▲

Источник: ММВБ

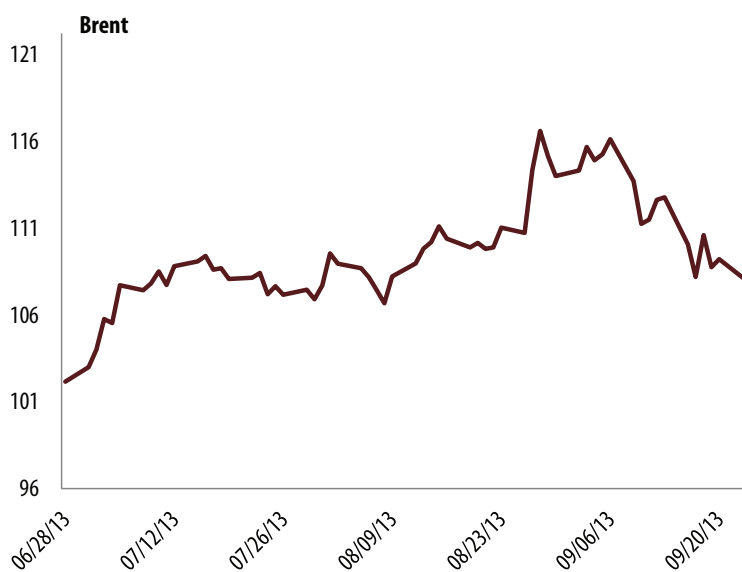
В 3 квартале на фоне напряженности на Ближнем Востоке (прежде всего, вокруг Сирии), создающей риск сбоев поставок из Персидского залива, цены на нефть подросли. В «острой фазе» котировки Brent достигали \$118, но потом несколько откатились вниз. Тем не менее, большую часть квартала цена держалась выше психологического уровня \$110 за баррель. Добыча нефти и газового конденсата в РФ в январе-августе 2013 г. выросла на 0.9% г/г. Мы ожидаем неплохих финансовых результатов от нефтяных компаний по итогам 3 квартала.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2013

16.10.2013



ГРАФИК 50 Стоимость барреля нефти Brent в III квартале



Источник: Bloomberg

Отраслевой индекс Мисех О&G в 3 квартале был одним из лидеров роста (+13%). Тем не менее, по базовым мультипликаторам российские нефтегазовые компании по-прежнему заметно дешевле зарубежных аналогов.

ТАБЛИЦА 12. Сравнительные показатели российских и мировых нефтегазовых компаний

Компания	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Россия			
Газпром	2.8	2.7	0.9
Роснефть	6.6	5.7	1.1
ЛУКОЙЛ	-	-	-
ТНК-ВР	4.7	0.0	0.0
Сургутнефтегаз	5.8	2.3	0.8
Газпром Нефть	3.8	3.0	0.6
Татнефть	7.8	4.3	0.9
Башнефть	-	-	-
Среднее	5.2	3.0	0.72
Развитые страны			
Statoil	11.3	2.3	0.8
Exxon Mobil	11.3	5.2	0.9
Shell	8.7	3.8	0.5
Chevron	10.3	4.4	1.0
Total	10.1	3.9	0.7
BP	5.2	3.8	0.4
CopocoPhillips	12.0	4.6	2.0
ENI	27.4	3.3	0.7
Среднее	12.1	3.9	0.89

16.10.2013

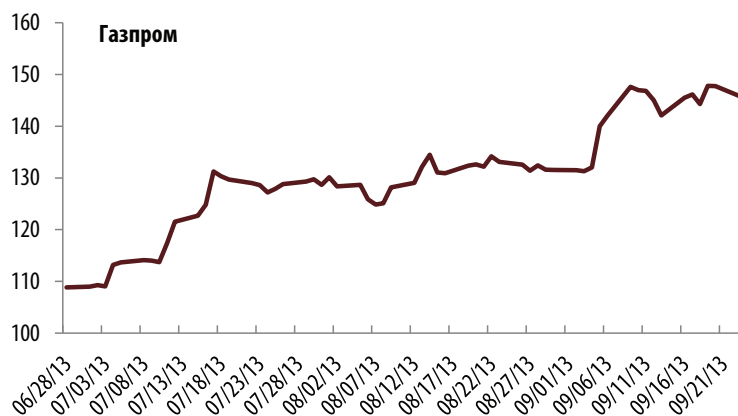
Компания	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Развивающиеся страны			
MOL	11.1	5.2	0.5
ONGC	9.8	3.9	1.4
PetroChina	12.2	5.8	0.8
CNOOC	8.4	4.4	2.2
BG GROUP	15.2	7.2	3.8
Petrobras	9.2	5.9	1.3
Occidental Petroleum	13.4	5.2	3.2
Sinopec		9.1	0.3
Repsol	11.5	5.3	0.7
Среднее	11.3	5.8	1.58

Источник: Bloomberg

Одним из лидеров роста в квартале стали акции «Газпрома», отскочившие вверх от сильной психологической поддержки в 100-105 рублей на 40%. Поводом для отскока послужили переговоры по шельфовым проектам и заключение предварительного контракта на 2015-2045 гг. с CNPC на поставку 38 млрд куб. метров газа в Китай. Не исключено, что окончательное подписание документов состоится до конца года (остаётся вопрос цены). В этом году холдинг планирует увеличить добычу природного газа на 1.8% до 495.7 млрд куб. метров, а в 2014-2015 гг. до 518 млрд куб.метров за счёт восстановления экспортных поставок в Европу.

Однако в ближайшее время мы не ожидаем продолжения бурного роста акций «Газпрома». В правительстве РФ на рассмотрении находится законопроект либерализации экспорта СПГ. Он может быть принят до конца года. Это лишит «Газпром» монополии и откроет внешние рынки для конкурентов – «НОВАТЭКа» и «Роснефти». Эти компании уже заключили предварительные контракты на поставку СПГ зарубежным потребителям объемом 5 млн тонн и 3 млн тонн в год. В дальнейшем «Газпром» может лишиться и монополии на экспорт природного газа. Пока не исключён и сценарий разделения холдинга на «добывающую» и «трубную» части. Это не единственный негатив в «Газпроме». В компании хронически высокие капитальные затраты, операционные и коммерческие расходы растут опережающими темпами, перспективы сотрудничества с европейскими и азиатскими потребителями до конца не ясны.

ГРАФИК 51. Результаты торгов акциями «Газпром» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2013



16.10.2013

«Газпром» на внешних и внутренних рынках теснят «НОВАТЭК» и «Роснефть». «НОВАТЭК» продолжает активное развитие. В 1 полугодии объемы реализации природного газа выросли на 13.1% г/г до 33.367 млрд куб. метров. При этом выручка компании выросла на 38.8% г/г до \$4.47 млрд, EBITDA - на 20.1% до \$1.75 млрд, а чистая прибыль - на 10.1% до \$1.11 млрд. Рост финансовых показателей объясняется ростом средних цен реализации газа и увеличением объемов добычи газа и жидких углеводородов. По сравнительным показателям акции «НОВАТЭКа» — одни из самых дорогих в российском нефтегазовом секторе. Однако если компании удастся реализовать контракты на поставку СПГ с зарубежными потребителями, мы увидим продолжения роста этой бумаги.

Основным ньюсмейкером в отрасли продолжает оставаться «Роснефть». В конце июня «Роснефть» консолидировала 100% НГК «Итера», докупив 49% акций за \$2.9 млрд. Кроме того, был завершён процесс объединения с ТНК-ВР. В конце сентября Игорь Сечин пообещал выкупить акции ТНК-ВР у миноритарных акционеров по средней цене за последние полтора года (63.6 и 51.9 рублей соответственно). У «Роснефти» не было обязательства выставлять оферту, это было сделано по просьбе Дмитрия Медведева, «чтобы показать пример правильного поведения в отношении миноритариев и улучшения инвестиционного климата». Отметим, что цена выкупа на 50% ниже, чем цена выкупа мажоритарного пакета, но это всё равно шаг в сторону миноритариев.

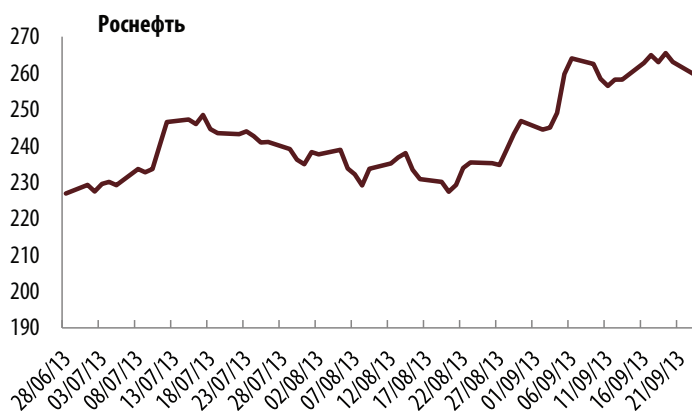
«Роснефть» продолжает агрессивную политику. Учитывая амбиции Игоря Сечина, не исключено, что компания замахнётся на присоединение «Башнефти» или «Сургутнефтегаза». Пока же компания сконцентрирована на проектах на шельфе и усилении своих позиций на газовом рынке. Текущий объём добычи газа составляет почти 47 млрд куб. м в год, планы - выход к 2020 году на уровень добычи в 100 млрд куб. м газа.

Роснефть ждёт либерализации экспорта СПГ, ведёт активные переговоры по поставкам газа в Китай, Японию и планирует к 2018 году построить СПГ-завод на Сахалине. При этом интересы «Роснефти» пересекаются с интересами «Газпрома», отношения между двумя компаниями за последний год заметно ухудшились. Идёт негласное соперничество за звание «компании № 1 в России». В последнее время позиции «Роснефти» усиливаются благодаря Игорю Сечину. В конце сентября именно Сечин провёл переговоры по примирению с Александром Лукашенко, а также заявил о том, что в 2013 году «Роснефть» станет крупнейшим в России налогоплательщиком, заплатив в бюджет 2.6 трлн рублей.

Оборотная сторона агрессивной стратегии - рост долговой нагрузки (чистый долг превышает \$60 млрд). Именно это вкуче с риском снижения нефтяных цен препятствует росту капитализации «Роснефти». После интеграции приобретённых активов вероятен рост котировок «Роснефти». Драйвером может стать проведение SPO на западных площадках. На рынке может быть продано 19% акций компании. На наш взгляд, спрос со стороны инвесторов на акции крупнейшей мировой нефтяной компании будет гарантирован. Это позволит снизить возросшую долговую нагрузку.

16.10.2013

ГРАФИК 52. Результаты торгов акциями «Роснефти» в III квартале 2013 года



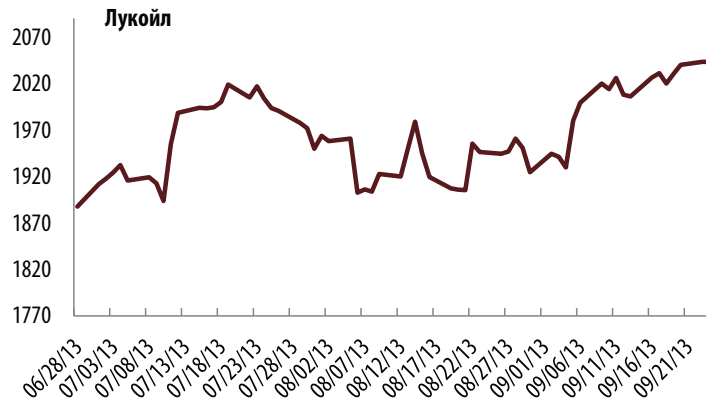
Источник: ММВБ

Один из наших фаворитов в нефтегазовом секторе — «ЛУКОЙЛ». Его акции смотрятся привлекательно по сравнительным показателям P/E и P/S. Капитальные вложения компании прошлых лет начинают приносить отдачу, уровень добычи компании начал расти. «ЛУКОЙЛ» активно занимается интеграцией «Самара-нефтя» и развитием новых проектов - в Ираке (Западная Курна), на шельфе Каспия и на Имилорском месторождении в Сибири. Запустить добычу на последнем планируется в 2015 году. Кроме того, компания увеличила размер дивидендов.

В сложной ситуации оказалась «Транснефть». С одной стороны, российские нефтегазовые компании требуют от «Транснефти» в сжатые сроки расширить действующие магистрали в восточном направлении. Это потребует строительства новых нефтеперекачивающих станций и сопутствующей инфраструктуры, что сопряжено с увеличением капитальных затрат. С другой стороны, тарифы «Транснефти» на прокачку нефти на 2014 год заморожены. Из-за этого компания лишится 20-30 млрд рублей выручки. Какими внутренними ресурсами восстановить эту «потерю», пока непонятно. В принципе, компания может отказаться от выплаты дивидендов (в прошлом году акционерам было выплачено порядка 1 млрд рублей), привлечь средства у своих дочерних компаний и оптимизировать расходы. Но этого недостаточно — восстановить 30 млрд. рублей выпадающего дохода сложно. «Транснефть» может свернуть ряд дорогостоящих проектов, например расширение трубопровода Восточная Сибирь-Тихий Океан, оцениваемый в 74 млрд рублей. Но этот проект нужен «Роснефти» — он рассчитан на увеличение поставок «чёрного золота» в Китай. «Транснефть» сейчас ищет варианты выхода из ситуации — компания предложила ввести надбавку к тарифу для нефтяников, но это не устраивает «Роснефть». Если этот вариант не будет согласован правительством, «Транснефти» придётся выйти на долговой рынок (привлечь кредиты госбанков или размещать облигации) или сворачивать часть инвестиций. Сами нефтяники заинтересованы в продолжении инвестиционных проектов «Транснефти». Учитывая сильные лоббистские возможности главы «Роснефти» Игоря Сечина (его «Роснефть» за последний год набрала много долгов из-за покупки ТНК-ВР, «Итеры» и дополнительные средства выделяет неохотно), перспективы «Транснефти» не слишком радужны.

16.10.2013

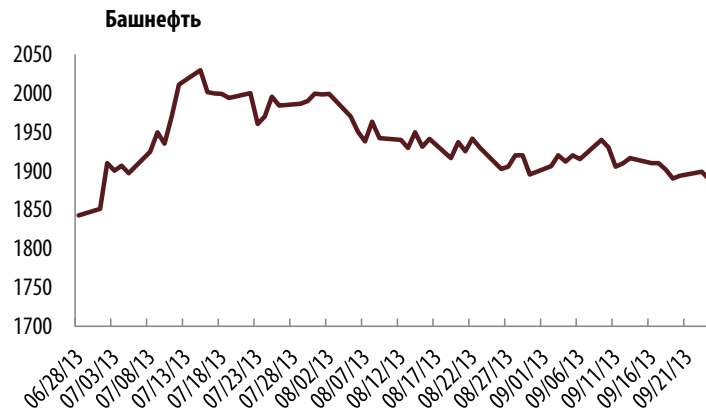
ГРАФИК 53 Результаты торгов акциями «ЛУКОЙЛа» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

Среди остальных нефтяных компаний сектора, мы выделяем «Сургутнефтегаз» и «Татнефть». В 1 полугодии чистая прибыль компаний возросла в полтора раза. Это может позитивно сказаться на размере их годовых дивидендов. Спрос на «дивидендные» бумаги традиционно начинает проявляться в конце года. Акции «Башнефти» и ТНК-ВР в прошлом году, к сожалению выпали из списка «высокодивидендных». Других драйверов роста в этих бумагах мы пока не видим.

ГРАФИК 54 Результаты торгов акциями «Башнефти» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

16.10.2013

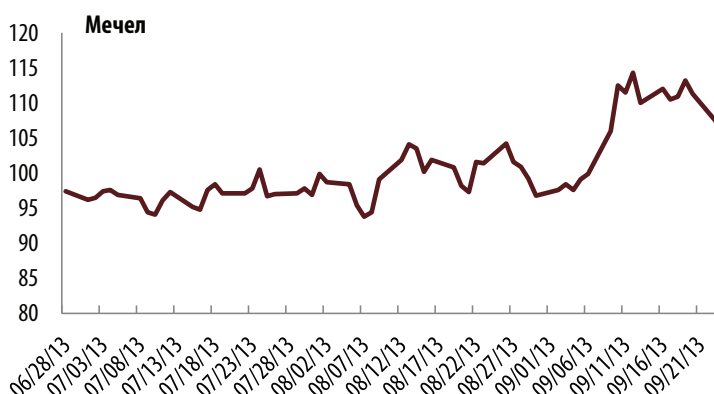
МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 13. Динамика акций металлургического сектора в III кв. 2013г.

Компания	На начало квартала, 28.06.2013	На конец квартала, 24.09.2013	Изменение, %	
Норильский Никель	4747.0	4800.0	1%	▲
ММК	7.5	8.3	9%	▲
НЛМК	43.2	55.7	29%	▲
Распадская	30.6	33.0	8%	▲
Мечел	97.4	105.4	8%	▲
Северсталь	209.3	290.0	39%	▲
Полюс Золото	824.6	906.5	10%	▲

Источник: ММВБ

ГРАФИК 55 Результаты торгов акциями «Мечела» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

Отраслевой индекс MISEX M&M после снижения на 30% в 1 полугодии в 3 квартале скорректировался вверх (+8%). Однако в целом, в секторе сохраняется напряжённая ситуация. С начала года цены на промышленные металлы упали на 15-25%. Компании являются заложниками негативной конъюнктуры — спрос на продукцию металлургии по всему миру снижается. В Европе в этом году продажи проката и слябов упали на 30%, упал и спрос со стороны Китая. Металлургические компании вынужденно сокращают свои административные и коммерческие расходы. Уменьшение капитальных затрат говорит о том, что компании не ждут восстановления спроса на продукцию в ближайшее время.

Инвестиционные программы ужимаются до минимума, фактически до уровня поддержания текущих проектов. Ряд заводов приостанавливают свою работу. Для некоторых металлургов — «РУСАЛа», «Евраз», «Мечела» — ситуация обостряется высокой долговой нагрузкой. Эти компании в «хлебные» 2007-2008 годы, когда цены на металлы были высокими, набрали кредитов и скупали производства в Европе и США, которые сейчас продают за копейки. «Северсталь» выставила на продажу свои американские активы, а «Евраз» — африканские.

Мы не ожидаем восстановления цен на промышленные металлы. Их рост возможен, если мировая экономика начнёт показывать признаки восстановления.

16.10.2013

Прежде всего, внимание стоит обратить на Китай, обеспечивающий порядка 50% мирового спроса на промышленные металлы. Пока же темпы роста экономики Китая падают, и запасы промышленных металлов в Поднебесной - на высоком уровне. Такая ситуация создаёт риск дальнейшего снижения цен на металлы. Но есть и хорошие новости для российских металлургов — спрос на металл в России пока достаточно стабилен: строительство домов на высоком уровне, спрос обеспечивают и крупные инфраструктурные проекты государства, в частности СОЧИ-14, ЧМ-18, планы реконструкции БАМа и Транссиба.

Вышесказанное подтверждает отчётность российских металлургических компаний — за полугодие выручка НЛМК снизилась на 10% г/г до \$5.7 млрд, а чистая прибыль — в 6 раз до \$72 млн. У «Евраз» выручка упала на 3.4% г/г до \$7.4 млрд, а чистый убыток компании утроился, достигнув \$122 млн. У ММК полугодовая выручка упала на 10% г/г до \$4.9 млрд, а у «Северстали» - на 9% до \$7.4 млрд. При этом у ММК чистый убыток вырос в 4 раза до \$136 млн, а у «Северстали» финансовый результат оказался нулевым. Наконец, выручка «РУСАЛа» упала на 9% до \$5.2 млрд. Рентабельность по EBITDA «чёрных металлургов» сейчас составляет 12-13% - невысокий показатель.

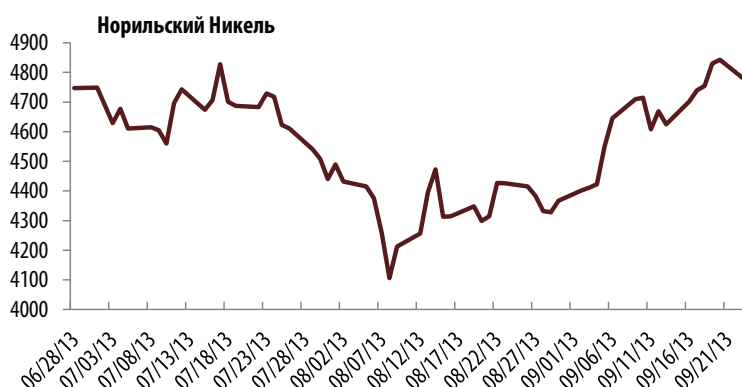
Компании с низкой долговой нагрузкой могут работать в таких условиях. Тяжелее компаниям с высокой долей заёмного капитала — «Мечелу», «Евразу» и «РУСАЛу» — им необходимо дополнительно обслуживать свои долги. К примеру, у «Мечела» долг составляет порядка \$10 млрд. При этом 43% пакет компании находится в залоге у банков, а банковские долговые ковенанты давно превышены. Фактически компания держится на честном слове своего акционера Игоря Зюзина. В сентябре «Мечелу» удалось привлечь долгосрочный кредит в \$2.5 млрд от ВЭБа под залог 49% «Эльгауголь». Условия кредита льготные - в первые 5 лет ставка составит 7,5% годовых, затем - шестимесячный LIBOR плюс 6% годовых, что позволит компании рассчитаться по краткосрочным долгам и заняться разработкой Эльгинского угольного месторождения.

Похожая ситуация у «РУСАЛа». Чистый долг компании на конец 1 полугодия составлял около \$9.9 млрд — сопоставимо с годовой выручкой компании. Компании тяжело обслуживать этот долг. В ближайшее время планируется его частично сократить за счёт получаемых дивидендов от «Норильского Никеля». Сейчас компания оптимизирует свою структуру - неэффективные производства могут быть закрыты, а производство алюминия будет снижено на 300-350 тыс. тонн. Возможно, это позволит выправить финансовую ситуацию к концу года.

Исходя из вышесказанного, мы рекомендуем воздержаться от покупок акций «чёрной металлургии». Наш фаворит в секторе - ГМК «Норильский Никель». По результатам 1 полугодия выручка ГМК снизилась на 6.1% до \$5.6 млрд, а EBITDA на 8% до \$2.3 млрд. Негативное влияние на результаты оказало снижение цен на цветные металлы. Отметим, что при этом рентабельность по EBITDA составляет 41% - в три раза выше, чем у представителей «чёрной металлургии». ГМК «Норильский Никель» - уникальный актив, один из крупнейших мировых производителей никеля, меди и палладия, обладающий рудами с высоким содержанием этих металлов, при этом с высоким показателем рентабельности и низкой долговой нагрузкой. ГМК «Норильский Никель» является самой устойчивой российской металлургической компанией - 44% выручки генерируют продажи никеля, меди — 25%, палладия — 19%, платины — 10%. При этом на долю ГМК «Норильский Никель», как известно, приходится 50% мировых продаж палладия и 20% продаж платины. На текущий момент компания заметно недооценена по сравнению с аналогами (например, австралийскими BHP Billiton и Rio Tinto). В конце сентября совет директоров компании утвердил новую дивидендную политику - 50% EBITDA (но не менее \$2 млрд за 2013 и 2014 гг.) — солидный уровень выплат для акционеров.

16.10.2013

ГРАФИК 56 Результаты торгов акциями ГМК «Норильский Никель» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

ТЕЛЕКОМУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 14. Динамика акций телекоммуникационного сектора в III кв. 2013г.

Компания	На начало квартала, 28.06.2013	На конец квартала, 24.09.2013	Изменение, %	
Ростелеком	88.20	101.85	15%	▲
МТС	259.06	311	20%	▲

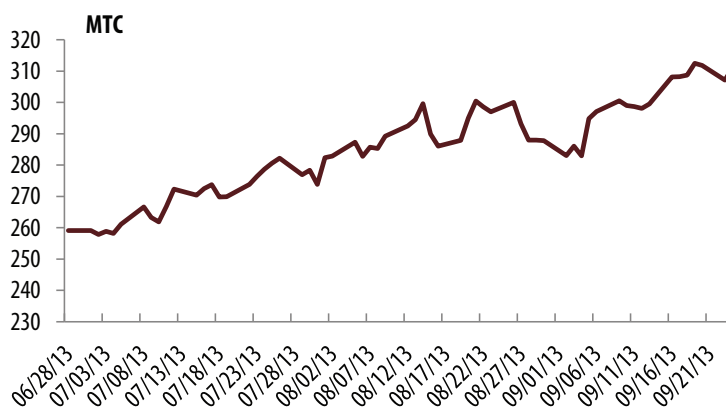
В 1 полугодии телекоммуникационный сектор смотрелся достаточно уверенно. Отраслевой индекс MICEX TLC был лидером роста, прибавив за три месяца 18%. Несмотря на кризисные явления в российской экономике, чувствует себя уверенно. Компании отрасли традиционно относят к защитным — они слабо чувствительны к замедлению глобальных экономических показателей.

Отметим, что российский рынок сотовой связи уже достаточно насыщен. У ведущих операторов более 100 млн абонентов - сопоставимо с населением России. Из-за этого прирост количества сим-карт в последнее время составляет 3-4% в год. Классические услуги вроде звонков и sms/mms сообщений перестали быть значимым источником дохода. В таких условиях на первый план выходят интернет-услуги и VAS-услуги (дополнительные услуги по передаче данных). Долговая нагрузка компаний сектора (за исключением «Вымпелкома») невысокая, а масштабных капитальных вложений в ближайшее время не требуется. Компании достигли точки, откуда сложно расти дальше. Это подтверждают и полугодические отчёты компаний — темпы прироста выручки составляют 5-8% годовых при стабильном уровне рентабельности 40-45%. Неудивительно, что заметную часть чистой прибыли компании выплачивают в виде дивидендов акционерам.

На наш взгляд, более грамотную стратегию развития реализуют МТС и «Мегафон». Компании активно развиваются, выплачивают высокие дивиденды и являются лидерами сектора по доле VAS-услуг в общем объеме выручки. «Вымпелком» испытывает проблемы на ряде экспортных рынков (некоторые активы выставлены на продажу), проблемы «Ростелекома» всем известны. По сравнительным показателям «Вымпелком» и «Ростелеком» оценены примерно одинаково (P/E 8.5, P/S 0.8, EV/EBITDA 3.9). Дороже оценён МТС (P/E 10, P/S 1.6, EV/EBITDA 4.8 соответственно). Самый дорогой — «Мегафон» (P/E 12.6, P/S 2.2, EV/EBITDA 5.9). Исходя из сравнительных показателей, наиболее привлекательны сейчас акции МТС, имеющие дисконт к «Мегафону».

16.10.2013

ГРАФИК 57. Результаты торгов акциями МТС в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

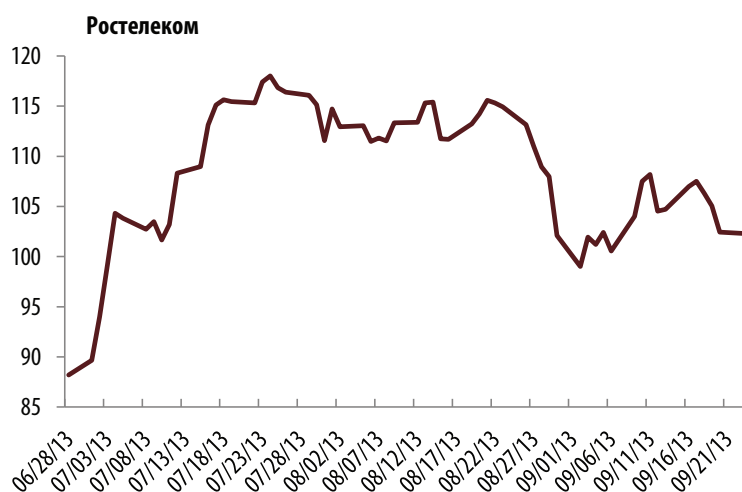
Отдельной строкой напишем про «Ростелеком». В сентябре завершилось присоединение «Связьинвеста». У «несогласных» с реформой акции выкупались. Объём выкупа составил 6.5% обыкновенных и 17.5% привилегированных акций. Цена выкупа была 136.1 рубля для обыкновенных и 95.2 рубля для привилегированных акций. Оплата была произведена 9 сентября.

В последние месяцы котировки «Ростелекома» держались в «боковике» 100-110 рублей – это посткризисные уровни. Выйти из этого диапазона не дают слабые финансовые результаты (в 1 полугодии выручка снизилась на 4.7% до 154 млрд рублей, а чистая прибыль - на 31% до 13.7 млрд рублей) и нынешняя стратегия компании, ориентированная на низкорентабельные услуги и социальную ответственность как государственной компании. В частности, «Ростелеком» является генеральным спонсором Олимпийских игр в Сочи. До конца года драйвером роста капитализации компании могут стать публикация обновленной стратегии, запланированной на осень, и возможное присоединение Tele2. Согласно недавнему заявлению председателя правления ВТБ Андрея Костина, банк планирует в течение 12 месяцев реализовать 50% Tele2, а остальная половина может быть реализована через 2-3 года. ВТБ и «Ростелеком» – две госкомпании, так что продажа пакета оператору наиболее вероятна. Объединение мобильного бизнеса «Ростелекома» и Tele2 может привести к заметному синергетическому эффекту – Tele2 обладает абонентской базой, а «Ростелеком» лицензиями на работу в Московском регионе, а также на 3G и 4G. Так что не исключено появление конкурента «большой тройке» (МТС, «Вымпелком», «Мегафон»).

В долгосрочной перспективе драйверы роста котировок «Ростелекома» - приватизация компании, запланированная на 2014-2015 гг., размещение акций на LSE и утверждение дивидендной политики.

16.10.2013

ГРАФИК 58 Результаты торгов акциями «Ростелекома» в III квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 15. Динамика акций банковского сектора в III кв. 2013 года

Компания	На начало квартала, 28.03.2013	На конец квартала, 24.06.2013	Изменение, %	
Сбербанк	93.5	100.4	7%	▲
ВТБ	0.0469	0.0435	-7%	▼
Банк Санкт-Петербург	40.0	44.2	11%	▲
Банк Возрождение	393.8	343.8	-13%	▼

Источник: ММВБ

В 3 квартале мы не включали банковский сектор в список фаворитов и оказались правы - внешние и внутренние факторы не способствовали интересу к финансовой отрасли. К внешним факторам мы относим опасения по поводу возможного сворачивания ФРС США программы стимулирования экономики, что неизбежно приведёт к снижению ликвидности в мировой финансовой системе.

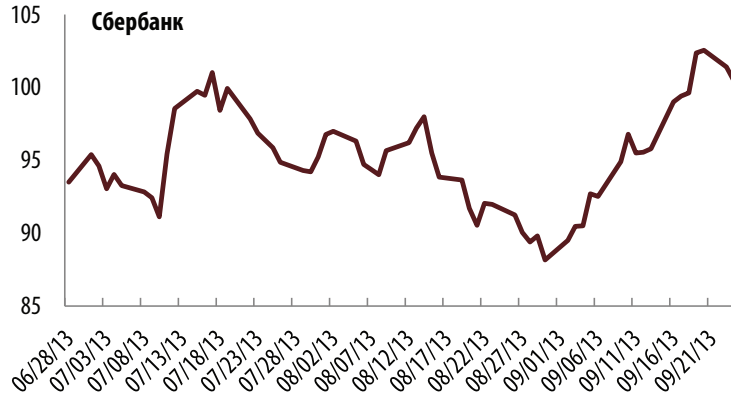
Главный негативный внутренний фактор — снижение темпов роста российской экономики снижались. Последние месяцы промышленное производство не растёт, а корпоративные заёмщики (обеспечивающие две трети в банковских портфелях), соответственно, не берут новых кредитов, предпочитая гасить долги. Негативные тенденции заметны в сегменте потребительского кредитования. Если в 2011-2012 он бурно развивался, то сейчас потенциал почти исчерпан — население закредитовано, а финансовое положение домохозяйств ухудшается. Последнее привело к росту просроченных кредитов, а банки вынуждены увеличивать отчисления в резервы (негативно сказывается на их финансовой отчётности). Из-за возросшей конкуренции в сегменте розничного кредитования снизилась чистая процентная маржа.

Показательна слабая отчётность российских банков по итогам полугодия. У ВТБ чистая прибыль снизилась на 17.9% г/г до 27.6 млрд рублей. При этом кредитный рост снизился, а отчисления в резервы выросли на фоне ухудшения качества кредитного портфеля и убытков по операциям с финансовыми инструментами.

16.10.2013

Результаты «Сбербанка» по итогам полугодия заметно лучше (чистая прибыль выросла на 8% г/г до 253.8 млрд рублей), но общая тенденция снижения темпов роста основных финансовых и операционных показателей заметна. «Сбербанк» продолжает оставаться нашим фаворитом в секторе.

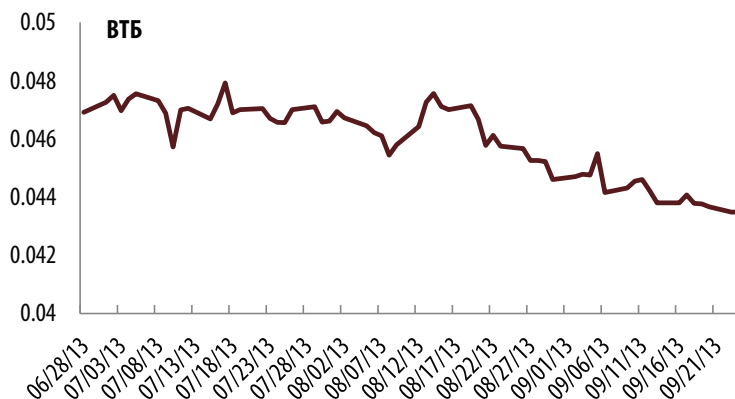
ГРАФИК 59. Результаты торгов акциями «Сбербанка» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

Что касается российских банков из второго эшелона («Банк Москвы», «НОМОС-банк», «Возрождение», «Росбанк»), они несут высокие риски. В случае ухудшения ситуации в мировой экономике они не могут рассчитывать на государственную поддержку по предоставлению дополнительного фондирования (в отличие от государственных «Сбербанка» и ВТБ). Политика Центробанка пока ориентирована на сдерживание инфляции и поддержание курса рубля. При этом в жертву приносится возможное стимулирование экономики. Кроме того, с 1 октября банкам предстоит внедрение стандартов Базель III, что может повысить нормы регулирования (возможно, Эльвира Набиуллина отсрочит внедрение новых стандартов).

ГРАФИК 60. Результаты торгов акциями ВТБ в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

16.10.2013

СЕКТОР МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ

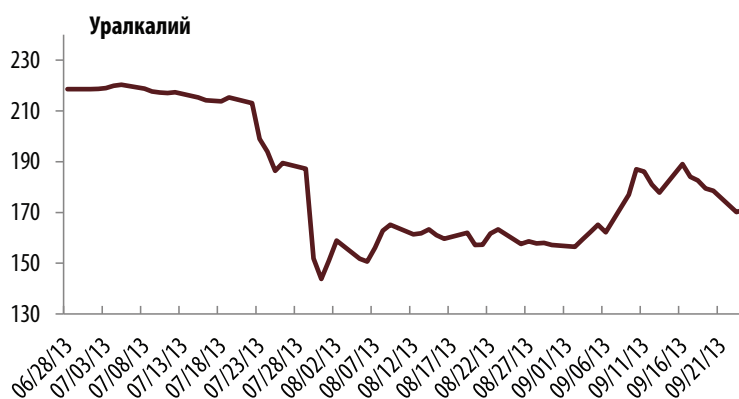
В 3 квартале нефтехимический сектор был аутсайдером российского фондового рынка — отраслевой индекс МСЕХ СНМ упал на 14%. Главным ньюсмейкером не только в секторе, но и среди всех российских корпораций за последние месяцы, стал «Уралкалий». В августе разгорелась «калийная война» между «Уралкалием» и «Беларуськалием». До этого споры между двумя партнёрами велись «под ковром» - российская компания в обход договорённостей с Белоруссией продавала хлористый калий в Китай, что вызывало недовольство БКК, руководимой сыном Александра Лукашенко. В конце июля конфликт перерос в открытую фазу - российская компания объявила о прекращении сотрудничества с БКК, в ответ в Минске был арестован глава «Уралкалия» Владислав Баумгертнер, а владелец 22% пакета корпорации Сулейман Керимов объявлен в розыск. Президент Белоруссии Лукашенко поставил ультиматум смены собственников «Уралкалия». По слухам, в ближайшее время Сулейман Керимов продаст свои акции стороннему инвестору. Возможные претенденты на пакет - Владимир Коган, Владимир Евтушенков, Аркадий Ротенберг и «Роснефть». Это решит разногласия компании с Минском, но не решит существующие рыночные проблемы. На фоне сокращения мирового спроса на удобрения, продажи «Уралкалия» за 1 полугодие упали на 17% до 4.3 млн тонн. При этом выручка «Уралкалия» упала на 28% г/г до \$1.6 млрд, а прибыль на 53% до \$397 млн. Учитывая ситуацию на рынке, компания объявила о сокращении плана по инвестициям до 2020 года с \$5.5 млрд до \$2.3 млрд и о новой стратегии «рост объёмов в ущерб высоким ценам», рассчитывая на восстановление спроса. «Уралкалий» надеется до конца года заключить новый контракт на поставку поташа с Китаем, а в 2014 году — с Бразилией и Индией, что позволит выправить финансовые результаты. Отметим, что финансовых сложностей компания не испытает даже при негативном сценарии - долговая нагрузка минимальная (Чистый Долг/ EBITDA менее 1). Мы продолжаем внимательно следить за развитием ситуации.

На фоне обострения ситуации с Белоруссией в августе акции «Уралкалия» упали на 30%, но в сентябре отыграли половину снижения. Слабые результаты за полугодие и ситуация вокруг «Уралкалия» негативно сказались на котировках всех производителей минеральных удобрений. У «Акрона» по результатам полугодия чистая прибыль снизилась на 20%, а у «Фосагро» — на 50%. Вместе с этим, выручка этих компаний держалась на стабильном уровне — компаниям удавалось сохранить объёмы продаж в ущерб цене. Вместе с этим, компании продолжают реализацию начатых проектов — «Акрон» осваивает Галицкий участок (запуск запланирован на 2016 год), а «Фосагро» развивает «Апатит» (недавно компания выкупила акции у миноритарных акционеров). Вместе с тем, рентабельность по EBITDA компаний сектора, хоть и снизилась, держится на высоком уровне. Так, у «Уралкалия» она составляет 55%, а у «Фосагро» - 25%. Многие российские компании из других секторов экономики могут лишь мечтать о подобных показателях. Это позволяет компаниям, несмотря на тяжёлую рыночную ситуацию, направлять средства на дивиденды полугодовые выплаты у «Фосагро» составили 15.45 рубля на акцию.

В 4 квартале ситуация в секторе во многом будет зависеть от того, будут ли заключены новые контракты с потребителями удобрений. Вероятность этого высока — в Китае заготовленность складов снизилась, а «Уралкалий» готов сбавить цену на хлористый калий до \$300-350 за тонну. «Фосагро» продолжает переговоры по фосфатному сырью с индийскими потребителями.

16.10.2013

ГРАФИК 61. Результаты торгов акциями «Уралкалий» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 16. Динамика акций энергетического сектора в III кв. 2013 года

Компания	На начало квартала, 28.06.2013	На конец квартала, 24.09.2013	Изменение, %	
Холдинг МРСК	1.080	1.016	-5.9%	▼
ФСК	0.102	0.104	2.4%	▲
Интер РАО	0.013	0.012	-10.4%	▼
РусГидро	0.500	0.558	11.6%	▲
ОГК-2	0.239	0.288	20.8%	▲
Е.ОН Россия	2.354	2.514	6.8%	▲
ОГК-5	1.283	1.171	-8.7%	▼
МОЭСК	1.224	1.178	-3.8%	▼
МРСК Центр	0.363	0.269	-25.8%	▼
МРСК ЦП	0.133	0.092	-30.8%	▼
МРСК Волги	0.056	0.033	-41.9%	▼
МРСК Урала	0.170	0.098	-42.3%	▼
МРСК Сибири	0.084	0.084	0.5%	▲
ТГК-1	0.007	0.007	-0.9%	▼
Мосэнерго	1.070	1.071	0.1%	▲

Источник: ММВБ

Энергетический сектор по-прежнему не в фаворитах у инвесторов. В 1 полугодии отраслевой индекс MICEX PWR упал на 30%. В 3 квартале он снизился ещё на 3% на фоне общего роста рынка. При этом другой перепроданный сектор — металлургический — нарисовал неплохую коррекцию вверх.

Многие инвесторы потеряли интерес к компаниям отрасли, проблемы которой — необходимость модернизации и отсутствие источников финансирования. Вместе с этим, государство всерьёз занялось проблемой регулирования тарифов

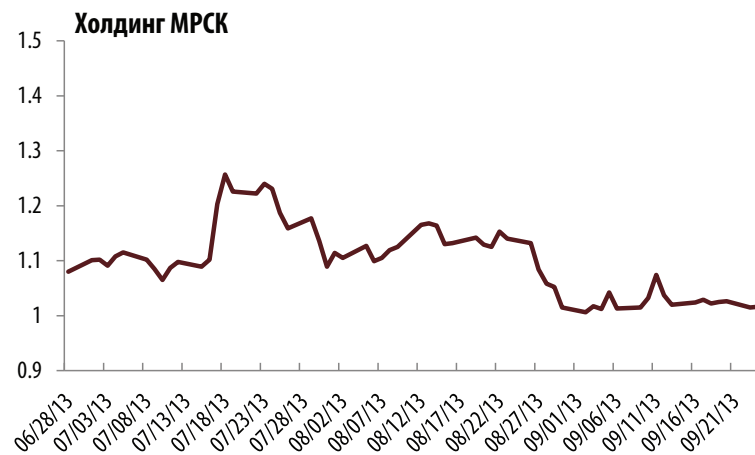
16.10.2013

естественных монополий. Министерство экономического развития РФ предлагает на 2014-2016 гг. установить предел роста тарифов для инфраструктурных монополий на уровне инфляция «минус» - т.е. для расчётов применять значение инфляции предшествующего года со специальным понижающим коэффициентом 0.7. На 2014 год МЭР предлагает не проводить индексацию тарифов для потребителей (за исключением населения). Таким образом, электроэнергетические компании зажаты со всех сторон, и пространства для манёвра у них нет.

Неудивительно, что ряд компания сектора испытывает финансовые проблемы. Особенно тяжёлая ситуация в ряде ТГК. Так, ТГК-2 в сентябре вынуждено объявила дефолт по своим облигациям. Самая эффективная российская генерирующая компания (исходя из стоимости КВатта электроэнергии) — «РусГидро» — сейчас занята решением проблем после стихийного бедствия в Дальневосточном округе, размер убытков здесь ещё предстоит оценить.

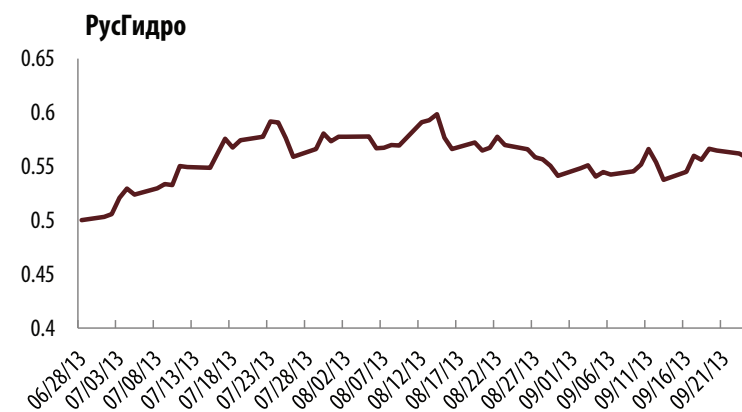
Мы рекомендуем воздержаться от вложений в компании сектора. Из интересных идей можем отметить, разве что «Э.Он.Россия» и «Энел-ОГК-5». Эти компании не подвержены рискам государственного регулирования и обладают неплохими активами. «Э.ОН.Россия», кроме того, выплачивает высокие дивиденды (в 2012 году размер выплат акционерам составил 11% годовых), а «Энел-ОГК-5» планирует увеличить выплаты акционерам.

ГРАФИК 62 Результаты торгов акциями «Холдинга МРСК» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

ГРАФИК 63. Результаты торгов акциями «РусГидро» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

16.10.2013

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА17. Динамика акций потребительского сектора в III кв. 2013 года

Компания	На начало квартала, 28.06.2013	На конец квартала, 24.09.2013	Изменение, %	
X5 (GDR)	18.1	16.8	-7%	▼
Магнит	7 516.0	8 050.0	7%	▲
Дикси	460.4	430.4	-7%	▼
Мвидео	237.8	280.0	18%	▲
Фармстандарт	2 172.1	1 650.7	-24%	▼
Верофарм	709.0	905.0	28%	▲
Черкизово	499.7	499.8	0%	▼
Разгуляй	10.8	11.4	6%	▲
Синергия	555.0	486.0	-12%	▼
ЛСР	549.8	564.4	3%	▲
ПИК	63.7	62.4	-2.17%	▼

Источник: ММВБ

Акции потребительского сектора в 3 квартале находились под давлением. Свой потенциал роста они сыграли ранее - в 1 полугодии они были лидерами положительной динамики. По итогам июля-сентября отраслевой индекс MICEX CGS остался на тех же уровнях при росте индекса ММВБ на 10%.

Отметим, что Россия по-прежнему заметно отстает от развитых стран по показателю среднедушевого розничного товарооборота. Лидером в ритейл-секторе (по выручке, капитализации и количеству магазинов) является «Магнит». Компания избрала агрессивную стратегию развития, предусматривающую открытие порядка сотни новых магазинов ежемесячно. При этом компания намеренно не выходит в Московский регион, где есть повышенная конкуренция не только со стороны X5, но и зарубежных ритейлеров. Пока эта стратегия оправдывает себя. «Маниту» удаётся сохранять набранные темпы развития, а рост экономических показателей соответствует планам менеджмента. Во 2 квартале чистая прибыль ритейлера увеличилась на 48.3% до 8.364 млрд рублей, EBITDA выросла на 41.8% до 15.369 млрд рублей. Валовая прибыль компании во 2 квартале увеличилась на 41.7% до 39.304 млрд рублей. В течение 1 полугодия 2013 года «Магнит» открыл (net) 532 магазина и увеличил свои торговые площади на 29.66% до 2748.09 тыс. кв. метров. Общее количество магазинов сети на 30 июня 2013 года составляет 7 416 штук.

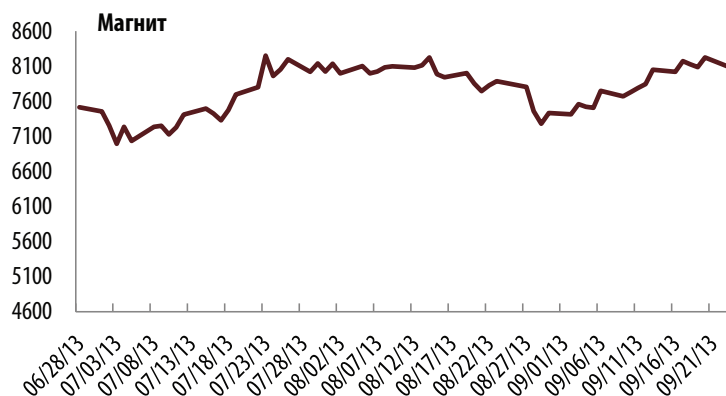
«Магнит» первым среди российских компаний представляет квартальную отчётность по МСФО и регулярно выплачивает дивиденды (полугодовые выплаты составили 46.06 рубля). Это повышает интерес к этой бумаге со стороны инвесторов. Но, на наш взгляд, акции «Магнита» уже перекуплены, капитализация превысила уже \$30 млрд. Есть риск коррекции вниз.

На текущий момент привлекательными для вложения выглядят акции «ДИКСИ». Компания динамично развивается, а менеджмент планирует удвоить выручку и количество магазинов сети в ближайшие два года. Во 2 квартале выручка компании выросла на 24.7% г/г до 44.1 млрд рублей, операционная прибыль за этот период выросла на 42.4% г/г до 1.4 млрд. рублей. В 1 полугодии 2013 года группа открыла 108 магазинов, торговая площадь увеличилась на 24%

16.10.2013

до 550 053 кв. метров. Общее количество магазинов достигло 1 607. Сдерживающим фактором для акций «ДИКСИ» является повышенная долговая нагрузка (отношение долг/ЕВITDA составляет 2.7), невысокая ликвидность и отсутствие GDR. Из-за этого их не включают в свои портфели западные инвесторы.

ГРАФИК 64. Результаты торгов акциями «Магнита» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

Меньший интерес представляют акции X5 Retail. За последний год в компании прошло несколько смен менеджмента. До сих пор не представлена новая стратегия развития. Вместе с тем, финансовые результаты ритейлера за последние периоды выглядят слабо. За 1 полугодие выручка выросла на 6.7% до \$8.38 млрд, а чистая прибыль — на 2.7% до \$138.8 млн. Отметим, что темпы роста финансовых показателей и уровень рентабельности X5 заметно ниже, чем у «Магнита» и «ДИКСИ». При этом коммерческие и административные расходы растут опережающими темпами и у компании высокая долговая нагрузка. Эти факторы настораживают потенциальных инвесторов. Однако с точки зрения сравнительных показателей котировки X5 Retail привлекательны. По итогам 2013 года компания планирует открыть 800 новых магазинов. Кроме того, в конце сентября стало известно об интересе X5 Retail к покупке «Седьмого континента». Присоединение этой сети лежит в русле стратегии развития X5 Retail. Компания развивалась за счёт крупных покупок — за несколько лет были присоединены «Карусель», «Патэрсон», «Копейка», сеть «Остров». «Седьмой континент», встав в этот ряд, усилит позиции X5 в сегменте «магазины у дома» в Московском регионе. Кроме того, эта покупка позволит X5 Retail вернуть лидерство по выручке среди ритейл-компаний. По остальным показателям (количеству магазинов, площадям, рентабельности и темпам развития) «Магнит» останется лидером. Если X5 Retail удастся выправить текущее положение, мы будем рекомендовать бумаги компании для покупки.

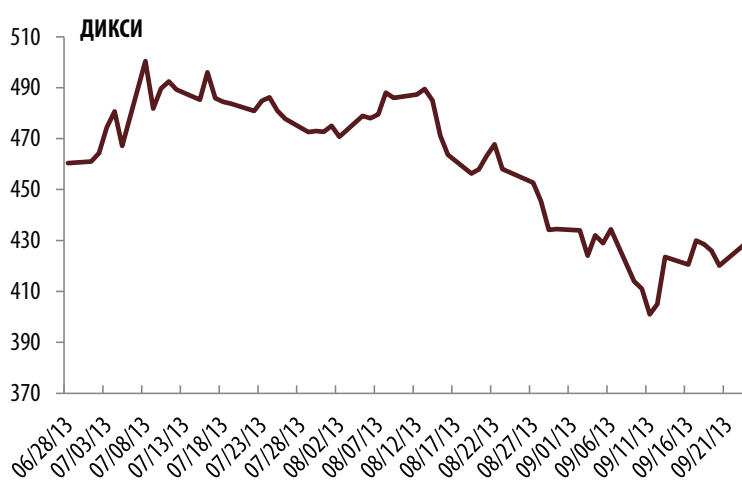
Центральным событием 3 квартала в потребительском секторе стала история вокруг присоединения «М.видео» сети «Эльдорадо». Компания получила одобрение ФАС по этой сделке, однако в итоге стороны не смогли сойтись в цене. С одной стороны, срыв договорённостей — негатив, но для акционеров «М.видео» есть ряд неплохих плюсов. Так, компания приняла решение направить часть свободных денежных средств на выплату полугодовых дивидендов (13.8 рубля на акцию — соответствует 5% доходности к текущим котировкам). Мы позитивно смотрим на перспективы «М.видео» — компания продолжает активное развитие, делая ставку на перспективный сегмент интернет-продаж, и запустила популярный на Западе формат «dark store». Компания избрала агрессивную модель развития, напоминающую стратегию крупнейшей российской ритейл компании — «Магнита». В 1 полугодии 2013 года выручка «М.видео» выросла на 13.2% г/г до 78.3 млрд рублей. При этом онлайн-прода-

16.10.2013

жи выросли на 62,4% до 2.9 млрд рублей. За 6 месяцев было открыто 18 новых магазинов (при этом 2 было закрыто), а торговые площади выросли до 555.5 тыс. кв.м. На конец 1 полугодия 2013 года сеть «М.видео» включает в себя 312 гипермаркетов, работающих в 139 городах РФ.

Ещё одно событие 3 квартала — продажа «Аптечной сетью 36.6» пакета акций «Верофарма» за 5 млрд рублей структурам бизнесмена Романа Авдеева. Компания решила сосредоточиться на аптечном бизнесе, а продажа фармакологической дочерней структуры позволит снизить долговую нагрузку. Кроме высокого налогового бремени ещё одна проблема сети — хронические убытки. За 1 полугодие финансовый убыток вырос в 2.8 раза до 926 млн рублей, а операционная прибыль упала на 79% до 155 млн рублей.

ГРАФИК 65. Результаты торгов акциями «ДИКСИ» в III квартале 2013 года



Источник: ММВБ

В производителях продуктов питания наш фаворит - группа «Черкизово». В 3 квартале компания получила субсидию от государства в размере порядка 100 млн рублей в рамках программы поддержки сельскохозяйственного сектора. Рост цен на зерно в начале года негативно сказался на финансовых результатах за полугодие - выручка за этот период выросла на 5% до \$779.6 млн, а чистая прибыль упала на 91%. К концу года цены на свинину и зерно стабилизировались. Кроме того, «Черкизово» может получить ещё 500 млн рублей субсидий от государства. Эти факторы позволят компании показать более сильные результаты по итогам 2 полугодия.

16.10.2013

НАШИ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ ЗА III КВ. 2013 ГОДА

Составленный нами инвестиционный портфель на 3 квартал показал доходность 18.5% при росте индекса ММВБ на 10.1%. Повышенная доходность была достигнута за счёт включения в портфель акций «Газпрома», НМТП и «префов» «Башнефти». Динамику слабее рынка из включённых в портфель бумаг продемонстрировала «АЛРОСА» – мы ждём, что она отыграет это отставание в 4 квартале.

ТАБЛИЦА 18. Динамика инвестиционных идей ИГ «Норд-Капитал» за III кв. 2013 года

Компания	Цена на 28.06.2013, руб.	Цена на 24.09.2013, руб.	Доходность, %	
Газпром	108.85	145.90	34.0%	▲
Роснефть	226.9	259.50	14.4%	▲
Ростелеком	88.20	101.85	15.5%	▲
Сургутнефтегаз (прив.)	20.562	23.20	12.8%	▲
МТС	259.06	311.00	20.0%	▲
Башнефть (прив.)	892.2	1247.70	39.8%	▲
Лукойл	1887.5	2043.30	8.3%	▲
Мвидео	237.8	279.96	17.7%	▲
Алроса	34.3	34.94	2.0%	▲
НМТП	2.7597	3.51	27.0%	▲
Средневзвешенная доходность портфеля			19.2%	▲

Отдельным абзацем выделим акции российского фондового рынка, показавшие наилучшую и наихудшую динамику в 3 квартале.

ТАБЛИЦА 19. Лидеры роста и падения за III квартал

Компания	Цена на 28.06.2013, руб.	Цена на 30.09.2013, руб.	Доходность, %	
Камаз	36.15	62.45	72.8%	▲
Башнефть (прив)	892.2	1263	41.6%	▲
Северсталь	209.3	283.70	35.5%	▲
Газпром	108.85	144.98	33.2%	▲
Русал	121.61	96.51	-20.6%	▼
Уралкалий	218.6	170.52	-22.0%	▼

В лидерах снижения оказались компании нефтехимического («Уралкалий», «Фосагро») и металлургического («РУСАЛ», ЧМК) секторов. В то же время ряд компаний металлургического сектора («Северсталь», НЛМК) были в лидерах роста. На фоне роста цен на нефть динамику лучше рынка показали также ряд бумаг нефтегазового сектора.

16.10.2013

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА IV КВАРТАЛ (TOP 10)

Для инвестиций в 4 квартале 2012 года мы рекомендуем сбалансированную инвестиционную стратегию, включающую наиболее ликвидные бумаги компаний первого эшелона, дивидендные бумаги (исторически спрос на них может проявляться уже сейчас) и акции второго эшелона, обладающие заметным потенциалом.

1. **«ЛУКОЙЛ».** Компания остаётся одним из наших фаворитов в нефтегазовом секторе. Она недооценена по сравнению с «Роснефтью». Драйвером роста может стать рост операционных показателей.
2. **«Ростелеком».** Завершилась реформа «Связьинвеста», оказывавшая давление на акции. Возможные драйверы роста – вероятная приватизация в 2014-2015 гг. и (полное или частичное) присоединение мобильного бизнеса Tele2
3. **«НОВАТЭК».** Драйвером роста может стать принятие законопроекта о либерализации экспорта СПГ. Это позволит «НОВАТЭКу» реализовать свои зарубежные проекты (объёмом более 3 млн тонн ежегодно).
4. **«Сургутнефтегаз» (привилегированные акции).** Исторически в 4 квартале есть повышенный спрос на бумаги с высокими дивидендными выплатами (несмотря на то, что до дат закрытия реестров ещё несколько месяцев). «Сургутнефтегаз» (прив.) – самая популярная «дивидендная история» на российском рынке.
5. **МТС.** Компания обеспечивает большую дивидендную доходность. Кроме того, её акции недооценены относительно «Мегафона».
6. **«АЛРОСА».** Акции компании только в прошлом году появились на открытом рынке. Но до сих пор инвесторы их не оценили. По сравнительным показателям акции «АЛРОСА» выглядят дешёвыми. Драйвером роста может выступить IPO компании.
7. **НМТП.** 20% акций Новороссийского морского торгового порта включены в список приватизации до конца года. Текущая рыночная оценка порта по сравнению с аналогами низка. На наш взгляд, правительство постарается продать этот актив по более высокой цене. Акции НМТП на Московской бирже при этом также вырастут.
8. **«Фосагро».** Акции компании были перепроданы в 3-м квартале на фоне истории с другим производителем удобрений – «Уралкалия». На наш взгляд, бумаги имеют неплохой шанс на восстановление. Мы ожидаем восстановления спроса на удобрения в ближайшее время. Кроме того, «Фосагро» специализируется на производстве фосфорных удобрений, а не хлоркалия, цены на который находятся под давлением.
9. **«ДИКСИ».** Ритейлер демонстрирует стабильные темпы роста и заметно недооценён относительно «Магнита». В планах компании удвоить выручку и количество магазинов сети в ближайшие два года.
10. **Cash.** Не исключено, что в 4-м квартале мы увидим снижение глобальных рынков. В этом случае коррекция затронет и российские индексы, а лучшей позицией будет отсутствие длинных позиций.



16.10.2013

КОНТАКТЫ

Департамент управления активами

Дмитрий Суханов	Sukhanov@ncapital.ru	директор Департамента
Андрей Гусев	A.Gusev@ncapital.ru	управляющий активами
Рустем Кальметьев	Kalmetev@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
Сергей Павлюк	Pavlyuk@ncapital.ru	вице-президент
Антонина Дмитриева	Dmitrieva@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

Департамент управления рисками

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

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Александр Темников	Temnikov@ncapital.ru	директор Департамента
---------------------------	----------------------	-----------------------

Департамент ведения счетов (NORDAccount@ncapital.ru)

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

Департамент PR и маркетинга

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

16.10.2013

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 выдвигению 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, гарантах, 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».