



НОРД КАПИТАЛ
СИСТЕМА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОТЕКЦИЙ

КВАРТАЛЬНАЯ СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2014



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

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2014



16.01.2014

СОДЕРЖАНИЕ

СТРАТЕГИЯ НА I КВ. 2014 ГОДА	3
Предисловие	3
Мировая экономика	3
Глобальные долговые рынки	3
Глобальные сырьевые рынки	4
Глобальные фондовые рынки	4
Рынок облигаций РФ	4
МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА	6
Кто в лес, кто по дрова	6
США: «ПРАВИЛО ВОЛКЕРА» – МИНА ЗАМЕДЛЕННОГО ДЕЙСТВИЯ ИЛИ ЧИСТИЛЬЩИК ЗАВАЛОВ?	12
США: настолько ли прочен доллар, как об этом думает большинство?	14
США: Иррациональный энтузиазм v.2 («Irrational Exuberance» v.2)	17
ЯПОНИЯ: ПЕРСПЕКТИВЫ «АБЭНОМИКИ». ГЛАВА ТРЕТЬЯ: ПОЛИТИКА «КНУТА И ПРЯНИКА»	18
КИТАЙ: СКРОМНОСТЬ ПРОГНОЗОВ КРАСИТ ЭКОНОМИКУ	20
ЕВРОПА: «ХРУПКОЕ» (НО НЕ ЗВОНКОЕ) ВОССТАНОВЛЕНИЕ	23
Великобритания: в состязании за звание «локомотива»	23
Евროзона: отрицательные ставки, стресс-тесты и прочие монетарные «гаджеты»	26
Нефть и газ	29
Драгоценные металлы	32
Промышленные металлы и сельхозфьючерсы	34
Олово	34
Алюминий	35
Никель	36
Медь	36
Сельхозфьючерсы	36
Глобальные фондовые рынки	37
Рубль, доллар и евро	42
ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ГЛОБАЛЬНЫМ РЫНКАМ НА I КВ. 2013 Г.	44
МИРОВОЙ РЫНОК ДОЛГА	45
Долговые рынки еврозоны	45
Евробонды российских эмитентов	48
РЫНКИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ	49
Под прицелом регулятора	49
«Лицензионные» страсти на банковском плацдарме	49
Продолжающаяся борьба с розничным кредитованием	51
Ликвидность: море волнуется раз...	53
Ключевая ставка: высокая инфляция победила экономическую слабость	56
РУБЛЁВЫЙ РЫНОК ДОЛГА	58
Государственные бумаги: относительная стабильность	58
Корпоративный сектор	61
Битва за ломбард: стоит ли игра свеч?	63
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВАРТАЛ 2014 ГОДА	66
РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК	68
Главные события для фондовых рынков в IV квартале	68
Мировые фондовые индексы (сравнительные анализ)	70
Прогноз на I квартал 2014 года	71
Сравнительные показатели	72
Отраслевой анализ	73
Нефтегазовый сектор	73
Металлургический сектор	78
Телекоммуникационный сектор	80
Банковский сектор	81
Сектор минеральных удобрений	83
Энергетический сектор	85
Потребительский сектор	87
НАШИ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ ЗА IV КВ. 2013 ГОДА	89
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВ. 2014 ГОДА	90
КОНТАКТЫ	91
ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ	92

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2014

16.01.2014

Фондовые индексы

Индекс	На начало квартала	На конец квартала	Изменение, %
Российские фондовые индексы			
RTS	1422.49	1442.73	1.4% ▲
MMVB	1462.82	1504.08	2.8% ▲
Азиатские фондовые индексы*			
Nikkei	14455.80	16291.31	12.7% ▲
Hang Seng	22859.86	23244.87	1.7% ▲
Shang.Comp	2174.67	2097.53	-3.5% ▼
Фондовые индексы Европы			
FTSE 100	6462.22	6731.27	4.2% ▲
CAC 40	4143.44	4275.71	3.2% ▲
DAX	8594.40	9552.16	11.1% ▲
Фондовые индексы США			
Dow Jones	15129.67	16504.29	9.1% ▲
S&P500	1681.55	1841.07	9.5% ▲
Nasdaq	3771.48	4154.20	10.1% ▲

ГРАФИК 1. Динамика российских индексов

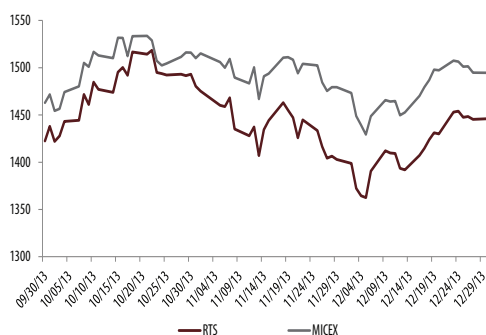
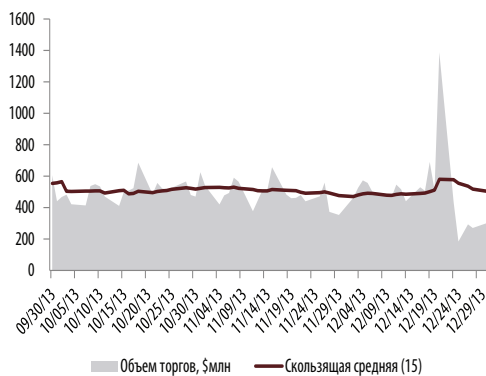


ГРАФИК 2. Динамика объемов торгов акциями, входящими в индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

Относительно быстрое и «безболезненное» принятие федерального бюджета на 2014 год в США на повторных прениях в Конгрессе в декабре даёт надежду на столь же мягкий сценарий повторных дебатов по повышению «потолка» госдолга, что даст рынкам, как минимум, снижение волатильности и деструктивных настроений. Вместе с тем, дамокловым мечом над нами по-прежнему висит неопределённость в отношении сроков и темпов сворачивания программ QE ФРС США, а также риск применения ЕЦБ экзотических монетарных механизмов, таких как введение отрицательной депозитной ставки с целью стимулирования коммерческого кредитования в еврозоне. Частичный исход из доллара, обозначившийся в октябре на пике правительственных «каникул» в Вашингтоне, вопреки прогнозам, укрепился в декабре – традиционно благоприятном месяце для роста американской валюты, что потенциально открывает путь повышению привлекательности инвестиций в корпоративные бонды и, в избирательном порядке, сырьевые фьючерсы.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Не будет преувеличением сказать, что центральным событием прошедшего последнего квартала 2013 года стал скорее политический «надлом» в бюджетно-долговых баталиях между республиканцами и демократами в Конгрессе США, нежели какие-то сугубо экономические темы – хотя, конечно, мирное разрешение военного конфликта в Сирии и договорённость Совбеза ООН с Ираном относительно его ядерной программы нельзя скидывать со счетов хотя бы потому, что эти два события, вкупе с решением ОПЕК сохранить экспортные квоты на прежнем уровне, повлияли на ухудшение общего тонаса нефтяного рынка. Возвращаясь к вашингтонской октябрьской драме, необходимо заметить, что «кровавые рубцы» после её окончания едва ли быстро заживут – даже несмотря на повторное, на удивление мягкое и безболезненное, принятие секвестра бюджета на 2014 год в первой декаде декабря. Если взглянуть на графики доходностей краткосрочных векселей Минфина США, то можно без труда углядеть неподдельный испуг игроков в период вынужденных «каникул» американского правительства с 1 по 16 октября. Дело доходило до того, что на пике скандала несколько крупных банков – в их числе CitiGroup – отказались принимать в виде обеспечения кредитов казначейские облигации со сроками погашения в октябре и ноябре, что само по себе не имеет каких-либо исторических аналогов. Противоречивая макростатистика вкупе с Федрезервом США, который упорно отказывался назвать дальнейшие темпы сворачивания программ QE, окончательно запутала инвесторов: финальные данные по ВВП США за 3-й квартал, показавшие рост на 4.1%, не выглядели надёжными и были с готовностью проигнорированы рынком. Вышедшие вслед цифры, являвшие собой странную комбинацию замедляющегося потребительского спроса на фоне роста онлайн-розничных продаж, товарных запасов в ноябре и крайне слабом производственном индексе PMI, добавили всеобщего ощущения странной манипуляции. На этом фоне слухи о намерении ЕЦБ понизить депозитную ставку до отрицательных значений для кредитного стимулирования уже не прозвучали как сенсация.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ

Доходности американских казначейских векселей продолжили рост, который зримо ускорился в период вынужденных правительственных «каникул» и потянул за собой «короткий конец» наиболее надёжных «суверенок» стран с наивысшими кредитными рейтингами. На их фоне несколько повысилась привлекательность надёжных корпоративных бондов, но не настолько, чтобы можно было говорить о развороте тренда. Постановление американского суда о признании муниципалитета города Детройта банкротом нанесло очередной удар по американским «муниз», многие из которых догнали спреды доходностей к аналогичным UST до 200 б.п. и даже выше. На этом фоне, а также при массивной вербальной поддержке представителей ЕЦБ продолжалось сужение спредов облигаций стран PIIGS к германским Bunds. Мы полагаем, что при сохранении

16.01.2014

Сырьевые рынки

Наименование	На начало квартала	На конец квартала	Изменение, %
Нефть WTI	99.13	99.43	0.3% ▲
Нефть Brent	105.78	111.21	5.1% ▲
Золото	1328.94	1196.50	-10.0% ▼
Никель	13860	14015	1.1% ▲
Медь	7290	7388	1.3% ▲
Алюминий	1803	1771	-1.8% ▼

Источник: Bloomberg

нынешней монетарной политики крупнейших мировых центробанков отток нерезидентов из низкодоходных суверенных облигаций продолжится вплоть до полного достижения соответствия их доходностей по всей линейке экспираций нынешним повышенным инфляционным ожиданиям и изменившемуся восприятию базовых рисков.

ГЛОБАЛЬНЫЕ СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ

Основными темами в прошедшем квартале были поиски точек ценового равновесия в золоте и нефти обоих ключевых сортов. Если не считать истории незначительного роста олова ввиду экспортных ограничений, введенных в начале 2-го полугодия Индонезией, то на рынках промышленных металлов и сельхозфьючерсов царил кровавый дождь. Индекс постоянных сырьевых цен CSI за прошедший квартал снизился всего на 0.45%, что в первом приближении можно считать идеальной «флэтовой» динамикой. Золото по-прежнему находилось под давлением — как по причине всё время ожидавшегося, но так и не случившегося сворачивания программ QE ФРС, так и ввиду продолжавшегося затяжного исхода средств из «золотых» ETF. Нефть, поначалу получившая ощутимую коррекцию на уходе с авансены факторов Сирии и Ирана, затем вышла на траекторию очень пологого восстановления, обусловленного переоценкой рентабельности сланцевых проектов, а также сезонным снижением запасов по обе стороны океана, связанным с наступлением периода холодов в Северном полушарии.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

«Мы говорим «глобальные фондовые рынки» - подразумеваем «фондовый рынок США,» - наверное, так можно модифицировать известное двустишие советского поэта, применительно к прошедшему кварталу. Фондовые индексы США, постоянно подпитываемые денежной ликвидностью от программ QE3 и, в особенности, QE4, продолжали демонстрировать рост практически без оглядки и сомнений, сделав непродолжительную выжидательную паузу только со второй недели декабря. Прирост индекса S&P 500 за прошедший период составил порядка 5% сверх 15%, уже заработанных на безостановочном ралли с начала года. Индекс «голубых фишек» Dow Jones за последний квартал 2013 года вырос почти на 6% до его максимума выше исторической отметки 16000, достигнутой в последние дни ноября. После брутального для фондовых рынков развивающихся стран 3-го квартала, в прошедшем наступила видимая стабилизация, хотя центробанки многих из них (за исключением «тяжеловеса» Китая) продолжили по инерции снижать учетные ставки. В целом, прошедший период хотя и повысил чувство неуверенности игроков в связи с неопределенностью планов ФРС по сворачиванию QE, пошел на пользу восстановлению справедливых балансов и оценочных паритетов на глобальных фондовых рынках.

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ РФ

Основными раздражителями сектора рублёвого долга в прошедшем квартале явились события не глобального, а локального розлива. Российским банкам сейчас приходится совсем не сладко: с ними ведут тихую борьбу разными, подчас довольно утонченными методами. Если противостояние кредитному перегреву вызывала у них терпимое беспокойство, то нашумевшие истории с отзывами лицензий имеют куда больший резонанс и, вероятно, далеко идущие последствия. Они заставляют беспокоиться сами банки, которые задаются вопросом «кто на новенького?». Они заставляют переживать вкладчиков, которым далеко не безразлична судьба своих вложений, в особенности, если речь идет о крупных суммах. Также подобные «лицензионные страсти» ставят под удар и бонды банков-эмитентов. Немало контрагентов закрывают лимиты на банки и их облигации (продавая уже имеющиеся в портфеле долговые бумаги), а также

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2014



16.01.2014

воздерживаются от покупок новых бумаг данной категории. Мы бы также советовали в стартующем квартале крайне осторожно подходить к покупке банковских облигаций, предпочтя им бумаги нефинансового сектора. Пока никто не может дать нам гарантий того, что очередной отзыв лицензии не вызовет массовую панику на рынке (пресловутый «эффект толпы» не стоит недооценивать). Естественно, самое неприятное — остаться в бумагах банка с отозванной лицензией, но можно пострадать и от подрыва доверия к сектору в целом. Ситуация с ликвидностью продолжит оставаться непростой, и здесь первую скрипку традиционно будет играть Центробанк, активно оперируя своим аукционным РЕПО. Излишков денег (особенно длинных) по-прежнему не будет, но на текущие нужды средств хватит. Говоря о перспективах предстоящего 1-го квартала 2014 года в плане снижения ключевой ставки, мы не испытываем больших иллюзий. Инфляция пока, всё же, довольно значительная, а у Банка России есть относительно свежая «фишка» — новый ключевой ориентир взамен устаревшей ставки рефинансирования, которая неожиданно оказалась ниже уровня итоговой инфляции. Это, своего рода, хорошая защита от ненужных вопросов и нападков. В первом квартале неизвестностей и неопределённостей будет в достатке, так что раньше времени разгонять инфляцию вряд ли кто-то захочет, несмотря на наличие предпосылок к этому уже с первых дней нового года.

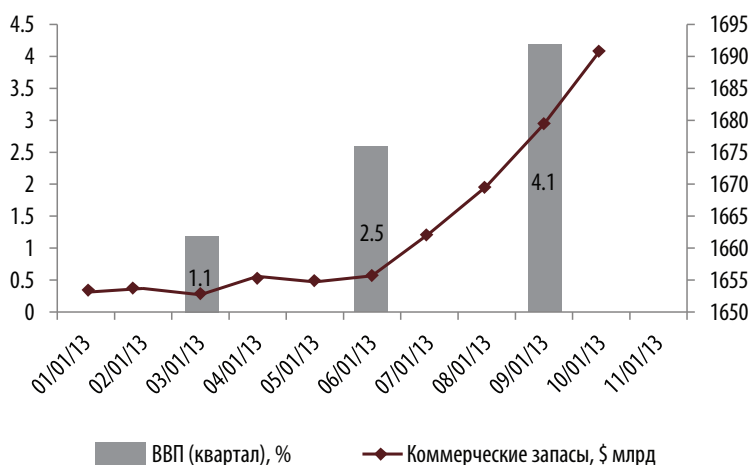
16.01.2014

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

КТО В ЛЕС, КТО ПО ДРОВА

Мы склонны начать параграф, описывающий перспективы роста мировой экономики в 2014 году, не с анализа многочисленных авторитетных прогнозов, а с того обстоятельства, что публикация данных по ВВП США за 3-й квартал 2013 года производилась согласно новой методике подсчёта этого важнейшего индикатора, включающей стоимость НИОКР (которые в нормальной бухгалтерской практике относят к расходам), патентов, а также — самое главное — учитывающей запасы (т.е. нереализованную продукцию), необъяснимым образом исключив из них сопутствующие издержки по их хранению и амортизации. Нет необходимости пояснять, какую цель преследовали эти, мягко говоря, спорные изменения. Самое главное, что они исказили начальную базу подсчёта ВВП США, а также не сочли нужным внести соответствующие изменения в подсчёт ВВП других стран или хотя бы совокупного глобального показателя, который регулярно рассчитывают такие общепризнанные источники экономических исследований, как МВФ и Всемирный банк. Вот почему их данные и прогнозы на 2014-2015 гг. столь сильно отличаются от аналогичных оценок ФРС США. Автор этой чехарды — американское Бюро экономического анализа (БЕА)¹.

ГРАФИК 3. Рост коммерческих запасов – отличный бустер для итоговой цифры ВВП США



Источник: Bloomberg

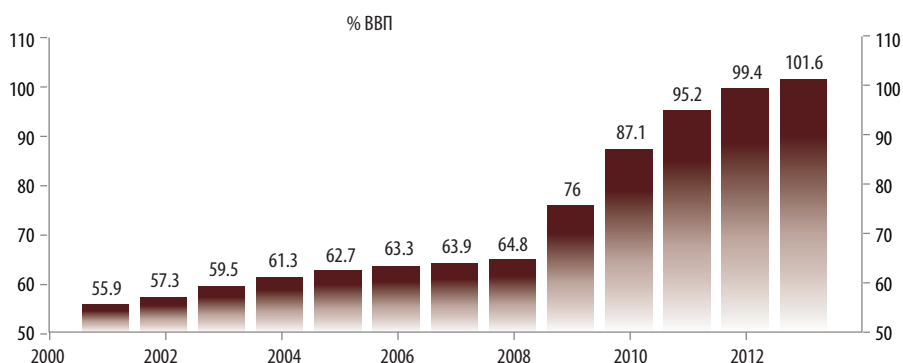
Хрестоматийная формула расчета ВВП выглядит следующим образом. ВВП = потребительские расходы + валовые инвестиции + правительственные расходы + (суммарный объём экспорта – суммарный объём импорта). Как было сказано выше, БЕА существенно расширило компонентную структуру второго слагаемого — валовых инвестиций, добавив к нему расходы на НИОКР, искусство, развитие театра и выпуска различной литературы, а также включив сумму авторских отчислений за фильмы и музыку. К примеру, объём авторских отчислений во второй мировой столице кинематографа — индийском Мумбае (бывший Бомбей — отсюда прозвище «Болливуд») — составляют, по разным оценкам, порядка \$70-85 млрд в год при номинальном ВВП около \$2.1 трлн, т.е. от 3.3% до 4% ВВП. Если бы Индия столь же внезапно включила эти компоненты в расчёт своего собственного показателя ВВП, то его рост по итогам 2013 года составил бы не 4.1% (предварительно), а все 7.4%. Чем не чета динамичному Китаю? То же самое фактически произошло и с финальной цифрой ВВП США за 3-й квартал 2013 года, которая, словно «всем бедам назло», подскочила на целых 4.1% в годовом выражении.

¹Более подробно о всех «нововведениях» можно прочитать в блестящей статье Money News, написанной лицензированным бухгалтером (CPA), экономистом и выпускником Университета Центрального Миссури Ашишем Агвани (<http://www.moneynews.com/Advani/GDP-CPI-growth-investment/2013/08/07/id/519128>)

16.01.2014

Возникает резонный вопрос: кому и зачем нужна была подобная игра с цифрами: ведь понятно, что от новой, более высокой базы экономика США не покажет продолжительного сопоставимого роста. Мы полагаем, что вся затея сводится к попытке формального снижения показателя Долг/ВВП, который по итогам 2013 года в США достиг приблизительно 101%, что делает переговоры в Конгрессе об очередном повышении «потолка» госдолга, начало которых намечено на 7 февраля 2014 года, потенциально всё более сложными. Дело в том, что **согласно декабрьскому исследованию известных американских экономистов Reinhart и Rogoff (последний – лауреат Нобелевской премии по экономике 2001 года) для МВФ, при достижении суверенным долгом порога в 90% от уровня соответствующего ВВП, любая экономическая активность резко замедляется.** Самое плохое, что замедление при таком сценарии носит как объективный, так и субъективный характер. В последнем случае снижается деловой и потребительский оптимизм, выраженный индексами PMI от ISM и потребительской уверенности, что, по сути, запускает маховик экономического замедления.

ГРАФИК 4. Соотношение госдолга США к объёму ВВП, 2000-2013 гг.



Источник: *Tradingeconomics.com, U.S. Bureau of Public Debt*

Учитывая всё вышесказанное, мы не стали делать никаких поправок в нашу модель роста глобального ВВП в 2014 году в связи с вышедшими окончательными данными по США, и оставили в качестве ориентиров прежние, нескорректированные, оценки МВФ, Всемирного банка и ОЭСР.

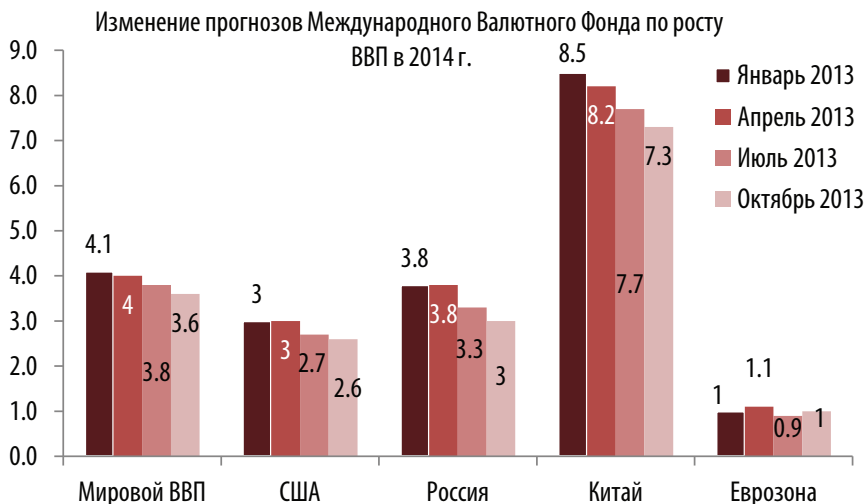
Согласно опубликованному 7 октября докладу «Global Prospects and Policies», МВФ понизил прогноз роста мировой экономики с 3.2% до 2.9% до конца 2013 года. В 2014 году мировой ВВП увеличится на 3.6%, в то время как ранее прогнозировался его рост на 3.8%. МВФ подтвердил, что в России ВВП в 2013 году вырастет на 1.5%, а не на 2.5%, о чем региональное отделение фонда сообщало в сентябре.

В МВФ предполагают, что экономика США в 2013 году прибавит 1.6% (по последним данным за 3-й квартал, которые вызывают массу вопросов (см. ниже) — +3.6%), а в июле прогноз был на уровне 1.7%. В 2014 году ВВП Соединенных Штатов вырастет на 2.6%, тогда как в июле ему предсказывали рост на 2.8%. ВВП еврозоны в 2013 году сократится на 0.4%, а в 2014 году МВФ прогнозирует его рост до 1%. Китай в 2013 году увеличит свой ВВП на 7.6% вместо ранее спрогнозированных 7.8%.

В качестве причин торможения мировой экономики МВФ выделяет возможный частичный или полный отказ ФРС США от политики «количественного смягчения», замедление органического роста Китая, который, в свою очередь, негативно сказывается на экономиках сырьевых государств, зависящих от китайского спроса. Кроме того, в МВФ предупредили о наличии предпосылок к сохранению большинства прежних проблем в еврозоне и чрезвычайно высоком уровне госдолга в ряде стран, что также мешает росту ВВП региона.

16.01.2014

ГРАФИК 5. Изменение прогнозов Международного валютного фонда по росту ВВП в 2014 г.



Источник: МВФ

Всемирный банк, в свою очередь, понизил прогноз роста мировой экономики в 2013 году с 2.4% до 2.2%, что несколько хуже результата 2012 года — +2.3%. Ожидания на 2014 год также были немного понижены — с 3.1% в январском докладе до 3% на настоящий момент. В 2015 году, по мнению ВБ, рост мировой экономики будет составлять порядка 3.3%. Статданные по итогам прошлого года указывают на то, что мировая экономика всё-таки медленно встаёт на ноги. Тем не менее, экономический подъём остаётся неуверенным и неустойчивым. В целом, согласно расчётам ВБ, рост мировой экономики в посткризисный период будет более медленным, но и менее волатильным, чем в первые восстановительные годы. «Подтормаживание» будет связано с сокращением темпов роста развивающихся стран, прогноз для которых ухудшен с 5.5 до 5.1%. В 2014 году рост в данном кластере ускорится до 5.6%, в 2015 году - до 5.7%.

ГРАФИК 6. Изменение прогнозов Всемирного банка по росту мировой экономики



Источник: Всемирный банк

16.01.2014

Говоря о российской экономике, в 2013 году её рост составил, по-видимому, лишь 1.3% вместо 1.8%, в 2014 году он прогнозируется на уровне +2.2% вместо +3.1%, в 2015 году — в лучшем случае +2.7% (при условии сохранения нынешнего уровня потребительского спроса, что вызывает сомнения). Прогнозы Всемирного банка практически совпадают с оценками Минэкономразвития РФ. В декабре министерство также понизило прогноз по темпам экономического роста на три ближайших года. И более того, впервые предложило в качестве базового консервативный сценарий развития экономики на долгосрочную перспективу — вплоть до 2030 года. Причиной снижения прогноза Всемирного банка стало замедление темпов роста потребления и инвестиций. Медленнее, чем прежде, растут зарплаты, замедляется потребкредитование — его темпы в 2014 году могут упасть до 25% против 40% по 2012 году. Одна из главных проблем — падение внутренних инвестиций, которые могут быть ниже, в том числе из-за сокращения объёмов капвложений естественными монополиями на фоне заморозки тарифов.

Предварительные **данные от Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)**, показали, что рост совокупного ВВП стран G20 в 3-м квартале 2013 года ускорился до 0.9% в квартальном выражении после подъема на 0.8% в апреле-июне 2013 года. Наиболее высокие темпы роста среди стран G20 в июле-сентябре зафиксированы в Китае — 2.2% в поквартальном выражении, а также в Индии — 1.9%. Темпы экономического подъема в Индонезии и Южной Корее не изменились по сравнению с предыдущим кварталом, составив 1.3% и 1.1% соответственно.

Между тем, согласно декабрьскому отчёту ОЭСР, в США, Великобритании и Канаде рост экономик в 3-м квартале ускорился до 0.9%, 0.8% и 0.7%, соответственно, по сравнению с 0.6%, 0.7% и 0.4% во 2-м квартале. ВВП Италии не изменился после падения в течение 9 предыдущих кварталов. Темпы экономического роста в Турции замедлились в 3-м квартале до 0.9% с 2%, в Австралии — до 0.6% с 0.7%. Данные также показали, что в Германии и Японии продолжается ослабление экономического роста: подъём германского ВВП неожиданно замедлился в прошедшем квартале до 0.3% с 0.7%, а ВВП Японии — до 0.3% с 0.9%. ВВП Франции вообще «выпал из общей колеи» и сократился на 0.1% после подъёма на 0.5% во 2-м квартале 2013 года. В целом, в годовом выражении рост совокупного ВВП государств G20 ускорился до 2.9% с 2.5% во 2-м квартале. Наиболее высокие темпы динамики ВВП по-прежнему фиксируются в Китае — +7.8%, а наиболее существенное снижение ВВП — в Италии, на 1.8%.

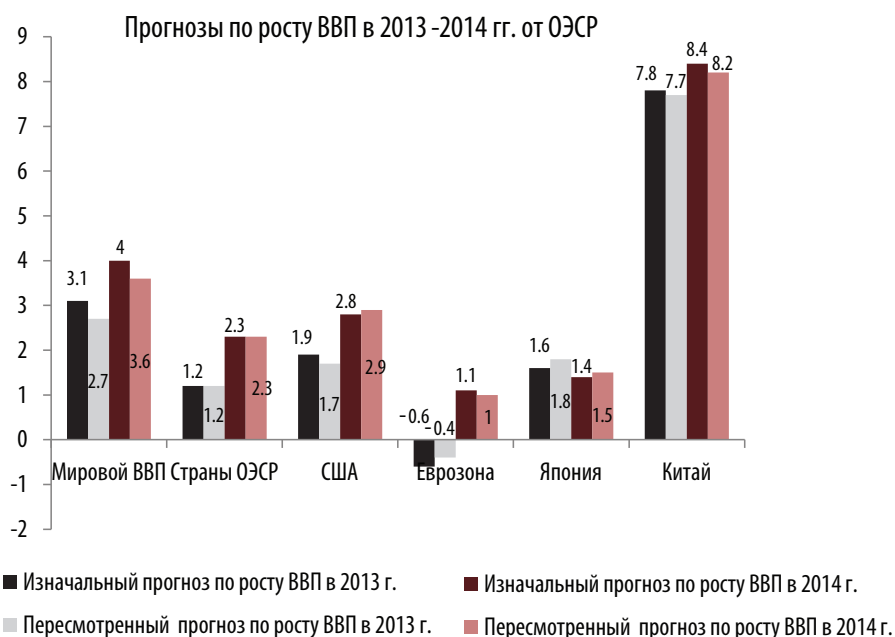
По-прежнему крупнейшая в мире экономика США остаётся в центре событий. Потребительский спрос хотя и замедляется, но по-прежнему остаётся довольно высоким по историческим меркам, хотя в 2014 году рост будет сдерживаться снижающейся доходностью финансового сектора, растущей неуверенностью в связи с перспективами сворачивания программ QE Федеральным резервом, а также продолжающейся бюджетной консолидацией. Политические факторы, несмотря на достаточно быстрое и безболезненное принятие бюджета на 2014 год на повторном совещании в Конгрессе в декабре, порождают неопределенность относительно как характера, так и степени фискальной корректировки. Секвестирование — весьма спорный (хотя и на данном этапе необходимый) способ консолидации, и почти неизбежные дебаты по повышению лимита госдолга США всё ещё могут привести к новому эпизоду дестабилизирующей экономики неопределенности и более отчётливой фондовой коррекции. Объявленный курс на выход из периода затянувшихся «количественных смягчений» и нулевых учётных ставок не сопряжён с какими-либо серьёзными концептуальными или техническими трудностями, но ФРС США предстоит решать ряд новых и щекотливых коммуникационных проблем. Есть основания ожидать некоторой волатильности долгосрочных облигационных доходностей и коммерческих процентных ставок с изменением политики ФРС.

16.01.2014

В Японии экономический подъём по-прежнему стимулируется «Абэномикой», но его поддержание будет зависеть от решения двух основных задач. Первая, отражаемая в дискуссии о повышении подоходного налога, определяет надлежащий темп бюджетной консолидации: слишком медленная консолидация ослабит доверие, а слишком быстрые изменения — наоборот, подорвут рост. Вторая задача состоит в проведении заслуживающего доверия набора структурных реформ, чтобы преобразовать текущий циклический подъём в устойчивый рост.

В странах центральной Европы отмечаются некоторые признаки «хрупкого восстановления», как его назвал Председатель ЕЦБ Марио Драги. Причина — не в существенных изменениях в фискальной политике за последнее время, а преимущественно в изменении настроений, которые во многом могут оказаться самореализующимися, если и потребители, и корпоративный сектор будут осторожно увеличивать расходы. Однако южные страны периферии Европы всё ещё испытывают трудности. Попытки повышения конкурентоспособности и увеличения экспорта пока недостаточны, чтобы компенсировать пониженный внутренний спрос. В странах и центра, и периферии сохраняется неопределённость относительно балансов банков, которую должен уменьшить обещанный анализ (стресс-тестирование) качества банковских активов.

ГРАФИК 7. Прогнозы по росту ВВП в 2013-2014 гг. от ОЭСР



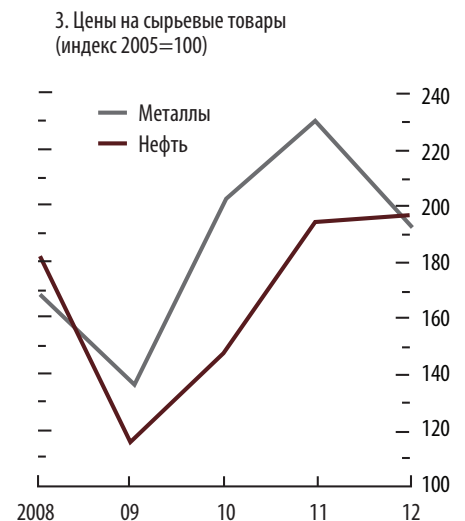
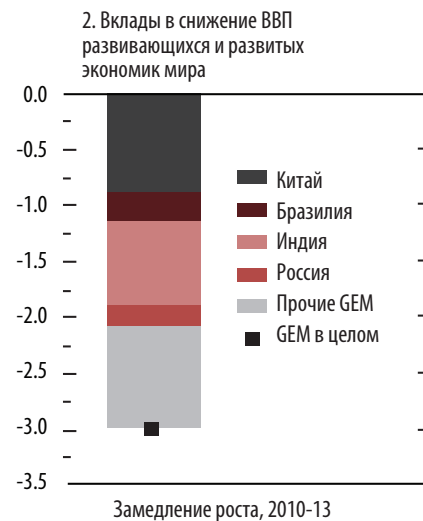
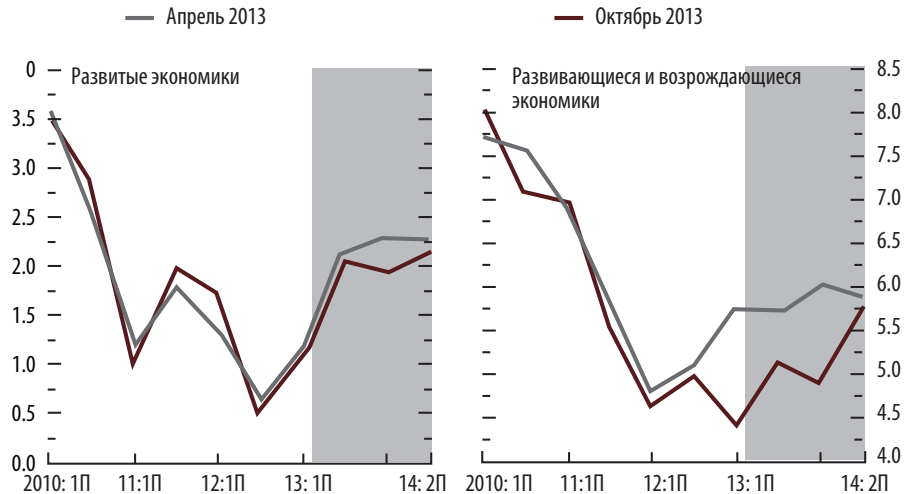
Источник: ОЭСР

Траектория мировой экономики в ближайший квартал, скорее всего, будет определяться двумя тенденциями последнего времени. Во-первых, глобальные рынки могут поддерживать набирающая популярность идея, что в денежно-кредитной политике США наступает поворотный момент, который заставит крупнейшие фонды вновь обратить внимание на повсеместные несправедливые оценки глобальных активов. Участвовавшие в последние месяцы высказывания отдельных представителей ФРС о целенаправленном характере объявленного в декабре свёртывания мер количественного смягчения («tapering») привели к новому скачку доходностей по ультра-краткосрочным, а также, наоборот, ультра-долгосрочным обязательствам США и некоторым другим стран с высокими кредитными рейтингами (в частности, в меньшей степени — и в Германии), значительная часть которого не была впоследствии компенсирована

16.01.2014

уравновешивающей коррекцией в акциях. Во-вторых, зреет убеждение в том, что экономика Китая в среднесрочной перспективе будет расти медленнее, чем в недавнем прошлом: прежние ожидания, что официальные органы Китая примут значительные стимулирующие меры, если темпы роста объема производства снизятся до уровня, близкого к установленному правительством Поднебесной целевому показателю 7.5%, пришлось пересмотреть.

ГРАФИК 8. Динамика мирового ВВП в I и II кварталах 2013 г. и вклады в снижение темпов роста отдельных стран и экспортных сырьевых групп



Источник: МВФ

16.01.2014

США: «ПРАВИЛО ВОЛКЕРА» – МИНА ЗАМЕДЛЕННОГО ДЕЙСТВИЯ ИЛИ ЧИСТИЛЬЩИК ЗАВАЛОВ?

Американские регуляторы 11 декабря 2013 года одобрили «Правило Волкера» спустя 5 лет после того, как Пол Волкер впервые выступил с инициативой введения данного законодательства. Бывший глава ФРС считал, что повышенная торговая активность банковских компаний США по целому спектру активов стала одной из причин финансового кризиса 2008 года. Прав он или нет – отдельный вопрос, но то, что вступление этого законодательного «новшества» в силу в 2014 г. (ФРС намерена полностью реализовать комплекс регулирующих мер к июлю 2014 года) существенно изменит инвестиционный ландшафт на американском рынке – едва ли у кого-то вызывает сомнения, и исходя из этого мы не могли обойти вниманием этот законодательный акт.

За принятие «правила Волкера» проголосовали все 5 американских финрегуляторов, которые участвовали в процессе создания данного закона: ФРС США, Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC), Федеральная корпорация по страхованию вкладов (FDIC) и Управление валютного контролёра (ОСС). Контролировать исполнение «правила Волкера» будут CFTC и SEC.

«Правило Волкера» запрещает банковским компаниям участвовать в торговых операциях на финансовых рынках, в том числе и с целью хеджирования рисков с использованием собственных средств (proprietary trading). Кроме того, банкам также запрещается увеличивать размеры компенсаций и денежных вознаграждений с целью поощрения подобных операций на финансовом рынке. Кроме того, банки впредь не смогут вкладывать средства в хедж-фонды и фонды частных инвестиций в объёме, превышающем 3% от их капитала первого уровня, или владеть более чем 3% капитала таких организаций фондов. Закон также запрещает сделки в сфере трейдинга и инвестиций, которые, в принципе, разрешены в тех случаях, когда налицо существенный конфликт интересов с банка с интересами клиентов или контрагентов, или когда данная деятельность приводит к открытию позиций по высокорисковым активам или трейдинговым стратегиям. «Правило Волкера» начнет функционировать в полном объёме только в 2015 году. Во многом такое решение было принято под давлением банковских компаний, которые активно апеллировали против принятия данного законодательного акта. Банки критикуют «правило Волкера» как слишком расплывчатое и туманное, заявляя, что введение норм вынудит их сворачивать массу классических рутинных операций и на самом деле может даже повысить риски для клиентов, а не снизить их, как задумывали авторы проекта.

Нововведения с момента их вступления в силу почти наверняка негативно повлияют на инвестбанковские доходы – в сторону снижения, и операционные издержки – в сторону их роста – клиентов таких банков, как JPMorgan Chase (JPM), Bank of America (BAC), Morgan Stanley (MSH), Citigroup (C), Bank of New York Mellon (BK) и др., но наибольшие потери понесёт Goldman Sachs (GS), у которого собственные операции составляют порядка 22%, а финансовые услуги институциональным клиентам – около 43% суммарной выручки (в сумме – порядка 65% выручки), наиболее чувствительные к нововведениям сферы деятельности. Экономисты из рейтингового агентства Standard & Poor's уже подсчитали, что благодаря «правилу Волкера» 8 крупнейших финансовых учреждений США будут ежегодно терять порядка \$10 млрд доналоговой прибыли.

Несмотря на то, что крупные банки пытаются ослабить «правило Волкера», они уже начали готовиться к его принятию. Goldman, например, закрыл две торговые площадки и сократил инвестиции в хедж-фонды. Что касается Morgan Stanley, то его группа трейдеров, специализировавшихся на торговле за свой счет, покинула банк ещё в прошлом году.

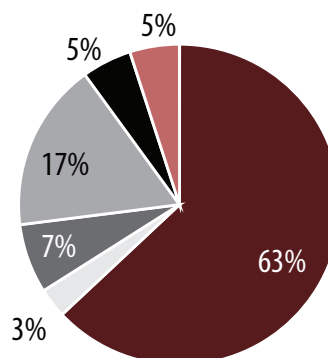


16.01.2014

ГРАФИКИ 9-11. Оценка влияния принятия «правила Волкера» на долевое участие в рыночных операциях основных инвестиционных групп

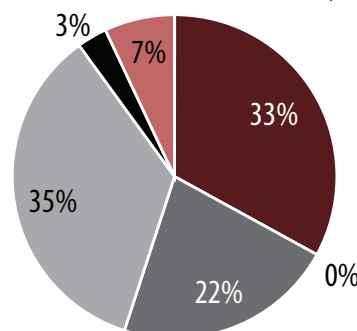
2013

- Банки Категории "Too big to fail"
- Хедж-фонды
- Нефинансовые институты
- Прочие инвестиционные банки
- Прочие рыночные фонды
- Индивидуальные инвесторы



2016

- Банки Категории "Too big to fail"
- Хедж-фонды
- Нефинансовые институты
- Прочие инвестиционные банки
- Прочие рыночные фонды
- Индивидуальные инвесторы

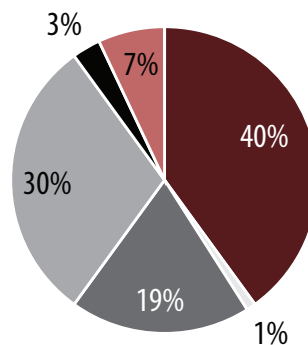


Источник: Bloomberg, оценки ИГ «Норг-Капитал»

16.01.2014

2020

- Банки Категории "Too big to fail"
- Хедж-фонды
- Нефинансовые институты
- Прочие инвестиционные банки
- Прочие рыночные фонды
- Индивидуальные инвесторы



Источник: Bloomberg, оценки ИГ «Норд-Капитал»

США: НАСТОЛЬКО ЛИ ПРОЧЕН ДОЛЛАР, КАК ОБ ЭТОМ ДУМАЕТ БОЛЬШИНСТВО?

Едва ли найдётся много противников тезиса, что с 1976 года роль американского доллара как мировой валюты медленно, но верно сокращается. Сейчас доллар применяется на международном уровне преимущественно для сбережения (и объективно всё менее значительно — для накопления валютных резервов, оценки финансовых сделок, выставления международных счетов, а также в качестве средства торговли на валютных рынках). Объём глобальных транзакций стал несоизмеримо меньше, чем во время расцвета «зелёного» в эпоху «долларового ренессанса», вызванного решениями Bretton Woods, с 1945 по 1971 годы. Существует множество объяснений подобной нисходящей тенденции. После Вьетнамской войны и фактически до последнего времени США без видимой необходимости поддерживали большие дефициты федерального бюджета и дефициты счёта текущих операций — тенденции, которые зримо ускорились в середине 1980-х с наступлением эпохи экспорта «грязных» технологий и технологий с высокими рисками потенциальных увечий рабочих в оффшорные, преимущественно, азиатскую и латиноамериканскую зоны.

На фоне этих, мягко говоря, неоднозначных решений происходило медленное увеличение долларовой массы, которое приняло взрывной характер после пика финансового кризиса 2008 года. Скорее всего, именно в результате этой синергии факторов, несмотря на формально низкие цифры инфляции в США, доллар потерял не столько курсовую, сколько внутреннюю стоимость относительно других основных валют и утратил свою недостижимую в прошлом покупательную способность. Известный факт, что товары в юанях в странах с низкими подушевыми значениями ВВП стоят значительно ниже аналогичных, цены на которые прошли стадию предварительной конвертации в доллары. При этом процесс уменьшения доли США в мировом производстве уже кажется необратимым. Совсем недавно разрушительное стремление некоторых членов Конгресса США внедрить стратегию, которая заставила бы Минфин объявить технический дефолт по долговым обязательствам, заставило усомниться мировое сообщество в привилегированном статусе доллара. Кроме того, валюты некоторых развивающихся стран впервые вступают в клуб СКВ. Некоторые авторитетные валютные эксперты предполагают, что китайский юань в случае установления его курсовой независимости будет неизбежно соперничать с долларом и к концу текущего десятилетия станет ведущей международной валютой.

16.01.2014

Однако падение статуса доллара как международной валюты — явление непостоянное. Интересно, что периоды, когда инвесторы были наиболее обеспокоены данной проблемой, не совпадают с периодами реального сокращения доли доллара в международных сделках. По таким критериям, как международное применение в качестве резервной валюты центробанками и средства торговли на валютных рынках, самое быстрое падение было зафиксировано с 1978 по 1991 годы и с 2001 по 2010 годы. Между этими периодами, с 1992 по 2000 гг., тенденция изменилась, несмотря на всеобщие упаднические настроения в отношении доллара в середине того десятилетия. **В 1992 г. центральные банки хранили в долларах только около 46% своих валютных резервов, однако к 2000 г. эта доля подскочила почти до 70%.** Затем снова началось продолжительное падение. По некоторым оценкам, **доля доллара в валютных резервах центральных банков уменьшилась примерно с 70% в 2001 г. до 60% в 2010 г.** В том же десятилетии его доля на валютном рынке также сократилась: в 2001 г. доллар тем или иным образом участвовал в 90% операциях по торговле валютой, а в 2010 г. эта цифра уменьшилась до 85%.

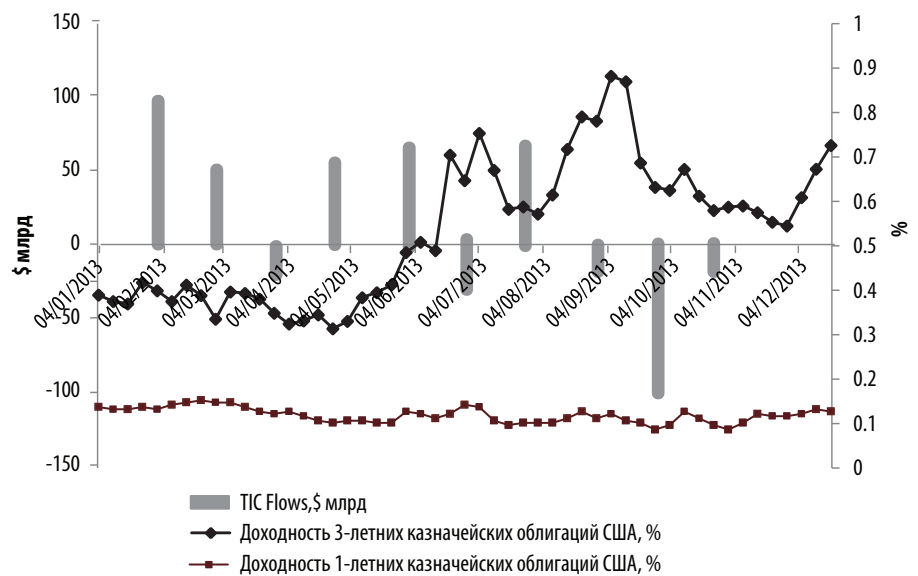
Последние статистические данные Международного валютного фонда неожиданно предполагают ещё одну паузу в долгосрочном падении доллара. По данным МВФ, доля доллара в валютных резервах перестала уменьшаться в 2010 г., после чего оставалась неизменной. Вопреки логике, в 2013 г. эта доля немного выросла. Также Банк международных расчетов (БМР) сообщил в недавнем исследовании, что доля доллара в мировой валютной торговле увеличилась с 85% в 2010 г. до 87% в 2013 г. Нельзя сказать, что изменения выглядят значительными, и, скорее всего, мы имеем дело всего лишь с «коррекцией рационалистов», которые убедились, что «хоронить доллар» пока рано. Учитывая неэффективную фискальную политику США, которая порой находится на грани фолла, устойчивость доллара удивляет. Нет нужды напоминать, что когда в 2008 г. на американском рынке субстандартного (Subprime) ипотечного кредитования разразился кризис, мировые инвесторы кинулись в США, а не сбежали оттуда. При более близком рассмотрении данного феномена, в первую очередь, необходимо помнить, что около 70% мировых капиталов имеют американское происхождение, и объяснение на самом деле здесь носит сугубо тривиальный характер: управляющие американских мега-фондов просто рассудили, что если в мире случится финансовый коллапс, то даже в этом случае американское право защитит их лучше, чем какое-либо другое законодательство мира. Так это или нет — вопрос полемический, поскольку дело до катастрофы всё-таки не дошло, и теперь подобные рассуждения носят исключительно умозрительную подоплёку. Очевидно, что основная их масса до поры до времени считала американские казначейские векселя и ноты «безопасной гаванью», а доллар — основной резервной валютой, особенно учитывая отсутствие достойных альтернатив. В частности, несмотря на продолжающееся курсовое укрепление, у евро есть свои очевидные всем проблемы. В действительности, согласно последней статистике, доля евро в резервных запасах и валютных операциях уменьшилась на несколько процентных пунктов.

В то же время, данные МВФ показывают, что юань пока не входит в число семи основных валют, которые формируют основные резервные запасы мировых центробанков. И, согласно БМР, хотя юань наконец попал в число основных 10 валют на рынках Forex, на его долю приходится только 2.2% всех операций, а это место следом за мексиканским песо с долей 2.5%. Несмотря на последние действия китайского правительства, юаню ещё предстоит пройти долгий путь. Пытаясь объяснить недавнюю стабилизацию статуса доллара, следует иметь в виду, что последние три года имеют что-то общее с предыдущим периодом временного изменения курса с 1992 по 2000 гг.: магическое улучшение ситуации с дефицитом бюджета США. К концу 1990-х рекордный дефицит 1980-х превратился в рекордный профицит; сегодня — не в последнюю очередь благодаря эффекту рукотворного «фискального обрыва» — федеральный дефицит составляет менее половины уровня 2010 года. Выходит, что, в отличие от проблемы госдолга, США по-прежнему в состоянии довольно эффективно решать свои фискальные проблемы (если сильно захотят, конечно).

16.01.2014

Ослабление доллара может принять циклический характер, если фондовые индексы США в 2014 году всё-таки начнут либо корректироваться, либо выйдут на горизонтальную траекторию ввиду достижения большинством акций их целевых ценовых уровней. Если раньше привлекательность американской валюты обеспечивалась как инвестициями в акции, так и стабильно высоким спросом на казначейские облигации среди нерезидентов (в частности, центробанков развивающихся стран), то с 3-го квартала 2013 года ситуация зримо изменилась. Рост доходностей UST принял характеристики самоподдерживаемого затяжного тренда, фундаментальность которого, в частности, подтверждается последними отчётами по движению иностранного капитала в американских ценных бумагах (т.н. Treasury International Capital (TIC) Flows) — см. График 12. **Доходность по 10-летним казначейским облигациям в декабре превысила 3%, достигнув максимального уровня с июля 2011 года.** Рост доходности облигаций отражает снижение привлекательности казначейских облигаций в качестве «безопасной гавани». На этом фоне инвесторы и управляющие фондами продолжают оценивать долгосрочные последствия подобного тренда и пытаются отождествить подходящие инструменты для диверсификации инвестпортфелей. По итогам года пассивное владение 10-летними облигациями Казначейства принесло убыток в 2.75% по сравнению с ростом индекса S&P 500 более чем на 20%.

ГРАФИК 12. Net TIC Flows: нерезиденты постепенно теряют аппетит к казначейским бумагам США



Источник: Bloomberg

Возможно, результаты фискальных исследований — это совпадение. В конце концов, было бы глупо придавать слишком большое значение всего лишь двум историческим точкам отсчёта. Еще наивнее было бы верить, что американские политики не смогли достичь цели в течение нескольких десятилетий только потому, что за последние 40 лет никому не удалось лишить американский доллар его особого статуса. Это не вечный закон природы, предполагающий незыблемость фундаментальных вещей и явлений. К примеру, сначала испанский эскудо в XVIII веке, а затем — британский фунт стерлингов в XIX веке, — занимали ведущие позиции, но в первой половине двадцатого века всем на смену пришёл доллар. Может настать день, когда доллар тоже уступит какому-нибудь сопернику. Как говорил один известный советский политик, «процесс уже пошёл».

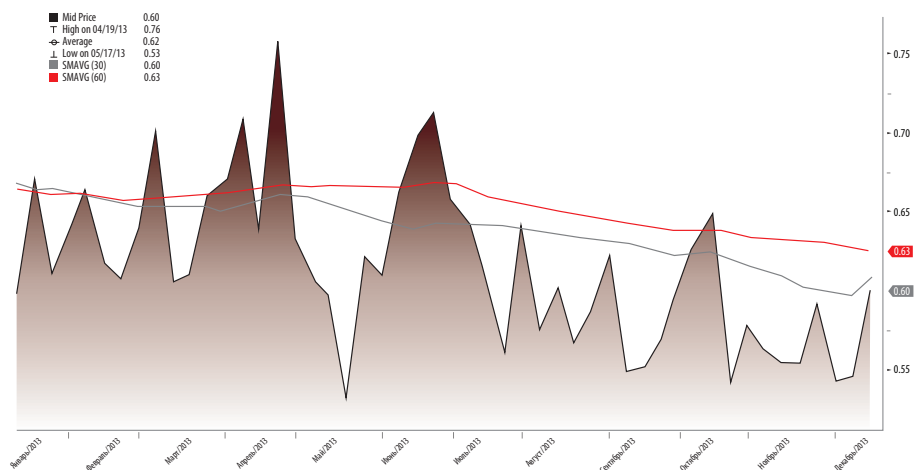
16.01.2014

США: ИРРАЦИОНАЛЬНЫЙ ЭНТУЗИАЗМ V.2 («IRRATIONAL EXUBERANCE» V.2)

Роберт Шиллер, один из соавторов известного индекса городской недвижимости в США, в ноябре 2013 г. выпустил книгу под названием «Bubbles Forever» («Пузыри Навечно»), основным тезисом которой стало напоминание об известной крылатой фразе бывшего главы ФРС Алана Гринспена и опасение, что **всё постепенно возвращается на круги своя**. Чем выше уровень благодушия на рынке, и чем ниже пресловутое соотношение опционов put к опционам call на Чикагской бирже («СВОЕ Weekly put to call volume ratio», на 20 декабря 2013 года его значение составляло порядка 0.56 по сравнению с 0.65 в начале года), тем более отчётливыми становятся признаки «очередной развязки». При этом действия регулятора не поспевают за нарастающей всеобщей эйфорией (мы уже слышали такие радикальные экспертные мнения, что-де «американский фондовый рынок будет расти ещё 10 или 15 лет»), которая в итоге превращается в фактор неотвратимого саморазрушения. Мы не говорим, что в 2014 году это непременно должно произойти, но мы согласны с признанным экономистом, что «таймер уже начал обратный отсчёт», несмотря на кажущееся всеобщее облегчение от кажущегося начала сворачивания программ «количественного смягчения» ФРС США.

Второй момент был нами описан в параграфе «Мировая экономика: Кто в лес, кто по дрова», суть которого заключается в манипулировании цифрами статданных, т.е. «лжи во имя спасения». Самое интересное, что инвесторы, похоже, не слишком озабочены подобными «играми разума», поскольку все они ведут к единственному желаемому результату — продолжению роста американских фондовых индексов, который позволяет крупным инертным фондам с приоритетными «длинными» стратегиями комфортно достигать поставленных целей по доходностям на вложения и оставаться «белыми и пушистыми» перед своими лояльными инвесторами.

ГРАФИК 13. Соотношение объёмов опционов put к опционам call на Чикагской бирже («СВОЕ Weekly put to call volume ratio») и 30- и 60-дневные скользящие средние



Источник: Bloomberg

В-третьих, 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».

16.01.2014

Сейчас трудно сказать, насколько долго продержится оживление в секторе недвижимости США: ажиотажа 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. Как все убедились на примере декабрьской макростатистики по рынку труда в США, нынешние тенденции носят, в лучшем случае, резко волатильный характер.

ЯПОНИЯ: ПЕРСПЕКТИВЫ «АБЭНОМИКИ». **ГЛАВА ТРЕТЬЯ: ПОЛИТИКА «КНУТА И ПРЯНИКА»**

Япония разрабатывает новый пакет мер экономического стимулирования объёмом около ¥5.4-5.5 триллионов (\$52.43 млрд), чтобы нивелировать негативное воздействие на экономику запланированного повышения национального налога с продаж, вводимого в апреле 2014 года. Министры японского правительства считают, что объём стимулов должен составить по крайней мере ¥5 трлн для того, чтобы адекватно смягчить экономический удар от повышения налога. Вообще, возникает вопрос, зачем нужно было «городить» весь этот «огород». На самом деле, этот налог — попытка показать миру шаг Японии в нужном направлении по сокращению гигантского госдолга. Решение было принято в середине декабря, и по предварительным данным, бюджет, включая стимулирующие программы, составит около ¥7 трлн. Политика масштабного денежно-кредитного стимулирования и огромные правительственные расходы премьер-министра Синдзо Абэ уже продемонстрировали первые положительные достижения на пути вывода экономики из 15-летней дефляции, однако не привела к существенному оживлению внутреннего спроса, а значит, вопрос о том, за счёт каких ресурсов планируется вывести экономику Страны восходящего солнца на траекторию роста, остаётся открытым.

Глава Банка Японии Харухико Курода заявил во время своего выступления перед бизнес-лидерами в Токио в конце декабря, что стремится к достижению цели по удержанию инфляции, стабильной в районе 2% за счёт т.н. «комбинирования прогрессивного и регрессивного подхода» к оценке потребительских цен. Проще говоря, главный банкир страны реализует своего рода инфляционный бэкстестинг, изменяя входные параметры и методом проб и ошибок отожествляя, какие из них приводят в скорейшему результату, и экстраполирует эти результаты на будущие периоды. Курода повторил свои предыдущие замечания, указав, что Банк Японии продолжает внимательно оценивать потенциал роста и следить за рисками снижения экономической активности и цен, будет регулировать политику соответствующим образом, чтобы противостоять серьезным рискам. Он также сказал, что Банк Японии будет продолжать свою мягкую денежно-кредитную политику, пока Япония не достигает цели по инфляции в 2% на стабильной основе. «Мягкая политика Банка Японии направлена на повышение цен, но не нацелена на запуск (нежелательной) инфляции», — подчеркнул Курода. Глава японского центробанка сказал, что базовые потребительские цены в Японии, вероятно, покажут рост немного выше 1% в течение этого года, но Банк Японии, со слов Куроды, полностью привержен достижению цели ценовой стабильности на уровне 2%. На своей двухдневной встрече, которая завершилась в середине декабря, все девять членов Банка Японии, как и ожидалось, единогласно проголосовали за сохранение монетарной политики банка без изменений. Следующее заседание по вопросам денежно-кредитной политики Банка Японии запланировано на 21-22 января 2014 года.

В ближайшие месяцы в центре внимания рынка будут признаки нарастающего раскола внутри Банка Японии: мнения членов управляющего совета отно-

16.01.2014

сительно дальнейшего направления монетарной политики неожиданно разошлись. На ноябрьском заседании они спорили о том, как понимать замедление темпов роста экономики в 3-м квартале, при этом некоторые утверждали, что экономический тренд сместился вниз после оживленного роста в начале года. Опубликованный в четверг протокол заседания 21-22 ноября пролил свет на то, как данные по ВВП за июль-сентябрь повлияли на ход мыслей некоторых членов совета. Ноябрьское заседание состоялось через неделю после того, как правительство сократило свои первые оценки ВВП за 3 квартал до 1.9%. Охлаждение вызвало много вопросов и сомнений о том, сможет ли экономика пережить повышение налогов на продажи, запланированное на весну следующего года. Один из членов управляющего света заявил, что снижение реальных темпов ВВП может оказаться не временным, а постоянным сдвигом всего тренда вниз. Кроме того, неблагоприятные процессы, в частности, увеличение объёма запасов (как в случае того, что сейчас происходит в США) и снижение компенсации сотрудникам также усиливают негативное впечатление.

В целом, протокол усилил ощущение глубокого раскола между пессимистами и оптимистами. Председатель Банка Японии Харухико Курода подтвердил, что ЦБ сможет достичь своей инфляционной цели на уровне 2%, поскольку экономика оправдывает ожидания; однако четверо его коллег ранее отметили, что считают ценовые цели или установленные сроки невыполнимыми. Эти комментарии заставили многих задуматься о возможном «обратном ходе» и ослаблении монетарной политики уже в апреле, когда правительство планирует повысить налог с продаж с 5% до 8%.

Опубликованный показатель японского ВВП за 3-й квартал усложнил задачу Банка Японии. Знакомая картина: капитальные инвестиции не растут, темпы роста потребления снижаются, экспорт падает. Ожидается, что экономика восстановится в октябре-декабре (данные пока ожидаются) и в январе-марте, но в основном из-за усиления спроса в ожидании повышения налога. Стимулирующая программа Банка Японии стартовала в апреле прошлого года, при этом ЦБ поставил задачу удвоить денежную массу за два года; с тех пор ни один член управляющего совета не упоминал о необходимости внести изменения в изначальную версию новой монетарной политики. Вместе с тем, немало экспертов отмечают, что японские обыватели после повышения потребительского налога столкнутся не с «перспективным» улучшением экономической ситуации, а с более чем сиюминутным ростом цен на товары. Особенно болезненно это ударит, как всегда, по наименее обеспеченным слоям населения. В связи с этим правительство предварительно намерено выделять по ¥10000 лицам с минимальным уровнем дохода и ¥5000 — пенсионерам на соцобеспечение.

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%.

В свете всего вышесказанного, мы, так и не начав всерьёз интересоваться японскими активами, полагаем эту тему закрытой ввиду высоких рисков повышенной волатильности фондовых индексов Страны восходящего солнца.

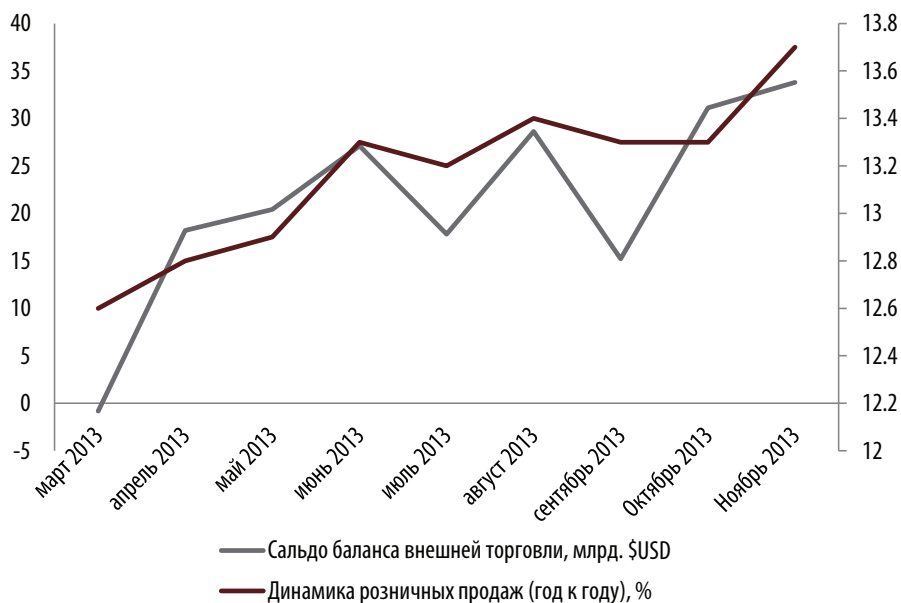


16.01.2014

КИТАЙ: СКРОМНОСТЬ ПРОГНОЗОВ КРАСИТ ЭКОНОМИКУ

Несмотря на многочисленные мрачные пророчества, экономика Китая продолжает рост высокими темпами, причём набирают оборот и внутренние ресурсы роста ВВП. Так, розничные продажи выросли в Поднебесной в ноябре и составили +13.7% год-к-году против прогноза +13.2%. Промпроизводство в ноябре выросло на 10.0% год-к-году, что практически совпало с консенсус-прогнозом. Китайский экспорт в ноябре вырос сильнее, чем предполагалось, подталкивая положительное сальдо торгового баланса до самого высокого уровня более чем за 4 года. Ноябрьские отчёты стали знаком того, что мировой спрос помогает поддерживать восстановление второй экономики мира. Экспортные поставки выросли на 12.7% по сравнению с показателем годом ранее, что превысило рыночные оценки. Положительное сальдо торгового баланса в размере \$33.8 млрд стало самым большим с января 2009 года. Импорт вырос на 5.3% по сравнению со средним прогнозом в 7%. Рост экспорта отражают возросшие поставки в США, Европу, а также Южную Корею. Рост спроса из-за рубежа может дать премьеру Ли Кэцзяну больше возможностей для проведения реформ, направленных как на модернизацию китайской инфраструктуры, так и на повышение роли рынков в экономике. Это также подкрепит заявленные 7.2% роста экономики в год, необходимые для обеспечения стабильной занятости. Ноябрь оказался довольно непростым месяцем для китайских экспортеров: ещё предстоит выяснить, насколько продолжительным будет этот импульс, поскольку предыдущий обзор менеджеров по закупкам PMI показал слабые новые экспортные заказы — ниже ожиданий рынка.

ГРАФИК 14. Факторы новой самостоятельности Китая: динамика внешней торговли показывает превосходную корреляцию с ростом розничных продаж в стране



Источник: Bloomberg

16.01.2014

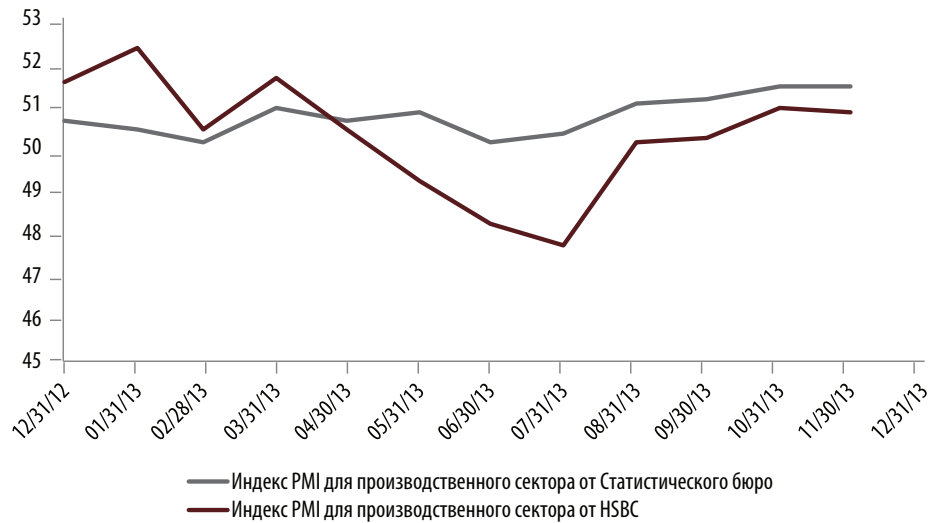
Инфляция в Китае неожиданно замедлилась до 3.0% в ноябре 2013 года в годовом выражении после восьмимесячного максимума на уровне 3.2% в октябре, что смягчило опасения возможного ужесточения денежно-кредитной политики Банком Китая на фоне активного восстановления экономики. В месячном выражении потребительские цены упали на 0.1%, согласно данным государственного статистического управления. Цены на продукты питания выросли на 5.9% в годовом исчислении после роста на 6.5% месяцем ранее. По мнению некоторых авторитетных китайских чиновников, инфляция не станет большой проблемой в ближайшем будущем, и ожидается, что денежно-кредитная политика НБК останется нейтральной.

Впрочем, несмотря на достаточный запас прочности китайской экономики, в ней уже год набирает обороты серьезная внутренняя проблема, в особенности на фоне стагнирующих по причине глобального замедления экспортных объемов. В Китае падают продажи недвижимости. Робкую надежду на этом довольно мрачном фоне даёт, впрочем, неожиданный позитивный разворот в октябре — первом месяце с начала года, связанном с ощутимым ростом объёма розничных продаж домов и квартир в Поднебесной, несмотря на ужесточение требований к ипотечным кредитам. Согласно данным исследовательского центра компании Longfor Properties, объём проданной недвижимости в октябре вырос на 29.1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и на 12.8% — по сравнению с предыдущим месяцем. Крупнейший девелопер в стране China Vanke Co. нарастил объём продаж в октябре до 17.36 млрд юаней, что на 26.6% выше результата прошлого года и на 11.4% выше сентябрьского показателя. Как говорится, «слухи о его смерти сильно преувеличены».

Декабрьские данные от Национального аудиторского управления КНР показали, что совокупный объём **кредитов местным органам власти** вырос на 67% до 17.9 трлн юаней (около \$2.95 трлн) по состоянию на июль 2013 года (последние доступные данные) по сравнению с уровнем конца 2010 года (правительства китайских регионов создали более 10 тыс. финансовых компаний для финансирования строительных проектов), что породило слухи о рисках муниципальных банкротств в стиле американского «города-призрака» Детройта. В настоящее время, по мнению китайского регулятора, благодаря действиям Народного банка «...риски, связанные с [высоким] объёмом долга местных правительств, в целом, находятся под контролем», однако тема эта в любом случае будет иметь более обширные последствия, чем хотелось бы высшему китайскому руководству. Тем не менее, не надо делать из мухи слона, поскольку едва ли кто-то в здравом уме может серьезно говорить о перерастании этих зловещих на федеральный уровень, имея в виду наличие у Китая крупнейших в мире Фонда благосостояния и золото-валютных резервов, однако страна, по-видимому, уже не сможет претендовать на статус идеального заёмщика с точки зрения общего регулирования и частной финансовой дисциплины. Вряд ли для Китая станет трагедией даже возможное понижение отдельных субфедеральных кредитных уровней, т.к. у страны отсутствует необходимость во внешнем рефинансировании, однако рынкам Поднебесной может быть нанесён ощутимый и весьма продолжительный урон, а это уже вопрос международного имиджа.

16.01.2014

ГРАФИК 15. Индексы деловой активности PMI КНР от Статистического бюро и банка HSBC



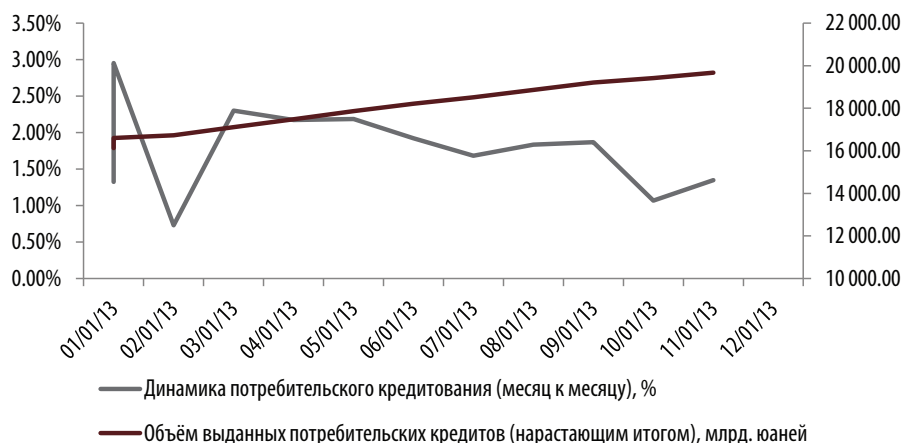
Источник: Bloomberg, HSBC Research

Причины для замедления экономики Китая действительно существуют (это вполне может быть темой для отдельного анализа). Одна из них — системные реформы, за претворение которых принялась новая правящая команда во главе с председателем КПК Си 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. Китайские экономисты с некоторых пор взяли за основу 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 за качеством продуктов питания, соблюдением экологических требований и т.д. Бедность в Китае и Индии значительно сократилась с тех пор, как в этих двух крупнейших странах БРИКС начался экономический взлет, — три десятилетия назад в Китае и два десятилетия назад в Индии. Темпы сокращения бедности в Китае были самыми высокими в начале 1980-х и середине 1990-х годов, их ускорили экономические реформы в сельской местности, низкий начальный уровень неравенства, доступ к здравоохранению и возможности для образования. В 1981 году Китай относился к беднейшим странам мира, 84% его населения жило менее чем на \$1.25 в день, и он стоял на 5-м месте в мире по доле бедных в общей численности населения. К 2008 году 13% населения страны относилось к малоимущим, что намного меньше среднего показателя для развивающихся стран. В Индии также сокращалась бедность, правда не так быстро, как в Китае. В 1981 году 60% населения Индии жило менее чем на \$1.25 в день, т.е. меньше, чем в Китае. К 2010 году эта доля сократилась до 33%, но в 2.5 раза превышала уровень Китая. При этом в обеих странах усилилось неравенство. Согласно официальным оценкам, индекс Джинни в Китае (где нулевое значение отражает самое равномерное распределение доходов и 100 — самое неравномерное) повысился с 37 в середине 1990-х годов до 49 в 2008 году. Согласно исследованию Азиатского банка развития, индекс Джинни в Индии повысился с 33 в 1993 году до более скромных 37 в 2010 году. Существуют также признаки дискриминации на основе гендерной принадлежности, касты и доступа к социальным услугам. От 1/3 до 2/3 общего неравенства в Китае и Индии отражает усиление различий между сельской местностью и городами, а также между привилегированными и отстающими регионами.

16.01.2014

Говоря о внутреннем финансовом рынке Поднебесной, с 2008 до конца 2013 года китайские кредитные активы, предположительно, увеличились до \$14 трлн. Для понимания масштаба — \$14 трлн — это размер всего коммерческого банковского сектора экономики США (данные Fitch). Согласно недавнему исследованию Fitch, всего через 5-6 лет, при условии сохранения нынешних темпов экспансии, китайский банковский сектор по всем своим составляющим полностью сравняется по масштабам с американской банковской системой.

ГРАФИК 16. Динамика потребительского кредитования в Китае во II полугодии 2013 г. несколько замедлилась



Источник: Bloomberg

ЕВРОПА: «ХРУПКОЕ» (НО НЕ ЗВОНКОЕ) ВОССТАНОВЛЕНИЕ ВЕЛИКОБРИТАНИЯ: В СОСТЯЗАНИИ ЗА ЗВАНИЕ «ЛОКОМОТИВА»

Процесс восстановления британской экономики набирает темп, но до полной мощности ему ещё очень далеко. Зародившийся кризис, начался на заокеанских рынках ипотечного кредитования в Калифорнии, Флориде и Неваде, по некоторым оценкам, причинил Великобритании больше вреда, чем самой Америке. Первым рухнул именно один из британских банков, он же оказался самым крупным. Всего через 18 месяцев, начиная с конца 2008 года, ВВП Туманного Альбиона упал более чем на 7% — глубже, чем в период депрессии 1930-х годов. Безработица начала неумолимо расти вместе с масштабами не поспевавших за ней пособий, что привело к увеличению дефицита бюджета: к 2010 году Великобритания обошла все остальные страны G20 по этому показателю. Учитывая этот длинный список экономических неурядиц, можно было предполагать, что Объединённое Королевство «погрязло в пучине» надолго — тем неожиданней факт внезапного ускоряющегося роста британской экономики во 2-м полугодии 2013 года. На самом деле, Туманному Альбиону даже удалось обогнать другие развитые страны. Тем не менее, общий показатель роста ВВП выглядит почти сказочно. В годовом исчислении экономика страны выросла на 3.2%, остальным странам G7 о таком остается только мечтать. Численность трудоустроенного населения приблизилась к 30 млн — это почти исторический максимум. Налоговые поступления растут, помогая скорректировать дефицит. Расходы сокращаются, потому что меньше людей подают заявки на получение пособий по безработице. Ключевой показатель заявок на пособия в ноябре снизился на 300 тыс. по сравнению с пиковыми значениями. Неудивительно, что канцлер казначейства Великобритании Джордж Осборн, выступая 5 декабря, сообщил о повышении экономических прогнозов на 2014-2015 годы.

16.01.2014



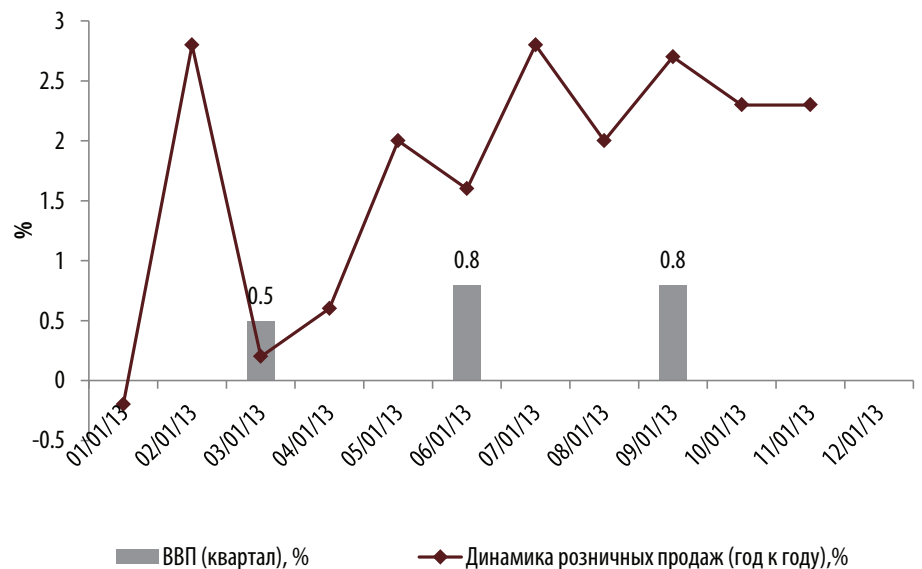
ГРАФИК 17. Оживление по-британски: рост промпроизводства хорошо коррелирует с укреплением британского фунта к доллару



Источник: Bloomberg

Но тех, кто надеется на скорое снижение налогов или всплеск инвестиционной активности, ждёт разочарование. Г-н Осборн пока не обещал покончить с фискальным ужесточением — во всяком случае, до тех пор, пока британская экономика не просто не восстановится, а не покажет реального стабильного ускорения, что на данном этапе выглядит весьма туманной перспективой, учитывая слабое состояние её основных внешнеэкономических партнёров, прежде всего, континентальной Европы. Политика консолидации урезает государственные расходы, поэтому стране нужно искать другие надёжные источники спроса. К счастью, большой сектор экономики очень неплохо себя чувствует. Расходы домохозяйств, отвечающие за 62% от ВВП, устойчиво растут: сейчас они всего на 2% ниже докризисных максимумов. Сектор услуг — крупнейший сегмент британской экономики — теперь отвечает за 80% всего объёма производства. Финансы и страхование по-прежнему в упадке, но транспорт, недвижимость и здравоохранение — явно на подъёме.

ГРАФИК 18. Зависимость роста британского ВВП от динамики розничных продаж — признак конъюнктурной экономики



Источник: Bloomberg

16.01.2014

И все же процесс восстановления вызывает немало вопросов, потому что остальные источники спроса очень слабы. По официальным данным, опубликованным 27 ноября, объём экспорта в последнем квартале сократился на £ 3 млрд. Индустрия услуг сильна на внутреннем рынке, но за границей дела идут гораздо хуже: экспорт в реальном выражении не растет с 2008 года. Экспорт товаров растёт, но общий показатель на уровне всего +5% сильно разочаровывает, учитывая произошедшую на пике кризиса девальвацию фунта почти на 25%. Объём инвестиций вырос всего на 1.4%, и он по-прежнему на 25% ниже пиковых значений. Но даже этот незначительный рост стал возможным только благодаря увеличению деловых запасов. Конечно, хорошо, что склады британских компаний полны, но это совсем не те инвестиции, которые нужны для генерирования роста сейчас и в будущем.

Низкий уровень инвестиций и охлаждение экспортного сектора способны выбить почву из-под ног хрупкого восстановления британской экономики. Экспортёры в стране отличаются гораздо более высокой производительностью, чем ориентированные на внутреннего потребителя сегменты экономики. Учитывая то, что экспортный сектор растет медленнее внутреннего потребления, можно сделать вывод, что британская экономика «разворачивается внутрь» и теряет эффективность. Низкие инвестиции говорят о том, что британские работники прозябают в старых офисах в условиях жёсткой экономии работодателей не только в отношении зарплат, но и средств производства (читай: компьютерно-полиграфической техники). В Америке производительность выросла на 8% после окончания кризиса, а в Британии — всего на 5%. Зарплаты растут медленно — в том числе, и из-за снижения производительности труда. В процессе британской стагнации цены с начала 2008 года выросли на 20%, а это значит, что средний размер оплаты труда в реальном выражении вернулся к уровням 2003 года. Кризис словно вычеркнул из жизни страны десятилетие. Это коснулось всех графств, городов и секторов экономики.

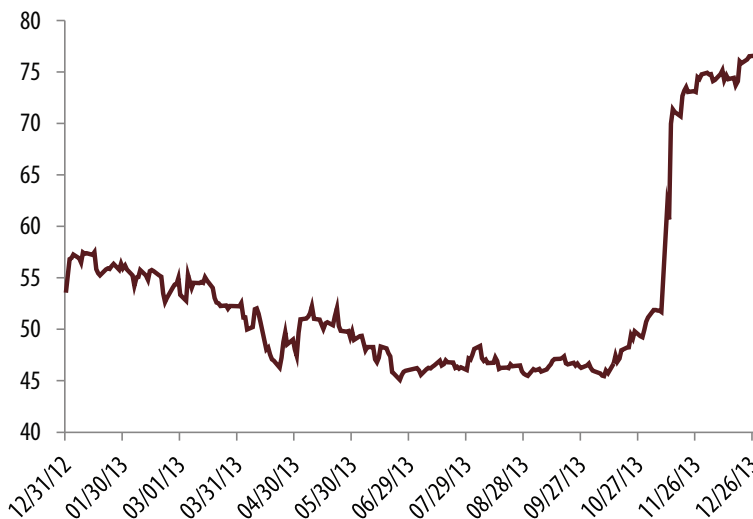
Учитывая снижение производительности и оплаты труда, восстановление британской экономики выглядит не таким уж предопределённым. Как уже было сказано, зарплаты практически не растут, чего не скажешь о процентах по ипотеке и кредитам. Норма сбережений в секторе домохозяйств росла в течение финансового кризиса, поскольку британцы пытались сократить свои долги; но теперь она снова упала ниже исторических средних значений. Прославленное внутреннее потребление держится на долгах, а это значит, что Британия возвращается к старой докризисной модели роста. Для Джорджа Осборна низкие зарплаты — тоже не слишком хорошая новость. Даже если экономика не вернется в состояние рецессии, низкооплачиваемое восстановление может нанести непоправимый урон его текущей программе восстановления. Согласно последним опросам, избиратели по-прежнему винят Лейбористов в экономических бедах, обрушившихся на их голову, но, в то же время, они ждут от оппозиции более решительных мер, направленных на повышение темпов роста доходов, сдерживания цен на энергоносители и продвижения программ «доступного жилья».

Как прогнозирует банк Halifax, ипотечное подразделение Lloyds Banking Group, цены на жилье в Великобритании поднимутся в 2014 году на 4-8%, что аналогично темпам 2013 года. Кредитная группа считает при этом, что «пока слишком рано говорить о наличии признаков «мыльного пузыря» на рынке жилья» и что его, возможно, удастся избежать в следующем году в связи с целым рядом факторов, ограничивающих потребительские расходы. За 11 месяцев 2013 года стоимость жилья в Великобритании выросла в среднем на 7%. Если допустить, что в следующем году цены поднимутся на максимальные 8%, то это будет по-прежнему существенно ниже пикового уровня, достигнутого в августе 2007 года. Несмотря на рост цен на жилье в последнее время, они всё ещё на 12% ниже максимумов августа 2007 года, а число сделок в 2013 году примерно на треть меньше среднего уровня в 2006-2007 годах. Характерно, что стоимость жилья в сравнении с доходами населения сейчас также ниже, чем в предкризисный период. Мультипликатор составляет 4.8 среднегодового дохода британцев против 5.8 в 2007 году.

16.01.2014

Нынешних темпов роста недостаточно для формирования пузыря: за 8 докризисных лет жилье в Великобритании подорожало на 150%, а в 2001-2004 годах годовой подъем цен выражался двузначными числами.

ГРАФИК 19. Динамика IPO на Лондонской фондовой бирже: всплеск отражает рост деловых ожиданий в Европе



Источник: Bloomberg

ЕВРОЗОНА: ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ СТАВКИ, СТРЕСС-ТЕСТЫ И ПРОЧИЕ МОНЕТАРНЫЕ «ГАДЖЕТЫ»

В последнее время в мировых финансовых кругах усиливаются разговоры вокруг отрицательной депозитной ставки, которую может ввести ЕЦБ. Правда, в последнее время глава ЕЦБ Марио Драги без усталости опровергает эти слухи, заявляя, что отрицательные ставки всего лишь однажды обсуждались на Управляющем совете ЕЦБ — «и не более того». Но дыма без огня не бывает.

Хотя нововведением отрицательная ставка по депозитам будет лишь на уровне ЕЦБ. Например, шведский Центробанк (Риксбанк) еще в 2009 году вводил подобную меру. По шведским правилам ставка по депозитам должна быть на 0.5% ниже базовой ставки. И когда летом 2009 года совет управляющих принял решение о снижении базовой ставки до 0.25%, это автоматически означало отрицательную депозитную ставку. ЕЦБ необходимо проявить решимость перед лицом нарастающей угрозы дефляции и начать выкуп государственных облигаций, как это делает Федрезерв США или Банк Англии, но вот незадача: до того момента, пока закон о «банковском союзе» не вступит в силу, у ЕЦБ есть очень мало собственных «гособлигаций». У европейцев — серьезная проблема в плане разрастания риска дефляции, а ЕЦБ закрывает на это глаза. ЕЦБ, коль скоро он смело идет по дороге нарастающего монетарного смягчения под руководством Марио Драги, мог бы взять на вооружение идею ФРС по скупке гособлигаций, а также скопировать программу Банка Англии по поддержке банковского кредитования малого и среднего бизнеса. Необходимо внедрение не только политики кнута — почти беспрестанное стресс-тестирование банковской системы еврозоны, но и пряника — предоставления денежной ликвидности европейской финансовой системе, что могло бы заставить коммерческие банки активнее кредитовать «хрупкую экономику». ЕЦБ в начале декабря понизил прогноз инфляции на 2014 год, оставив процентные ставки без изменений на рекордно низких уровнях. Марио Драги не разъяснил, каковы будут дальнейшие шаги регулятора, отметив лишь, что ЕЦБ «...имеет возможности и готов начать действовать» в случае необходимости. В октябре потребительская инфляция в еврозоне

16.01.2014

поднялась, по предварительным данным, до 0.9% с рекордно низкого за 4 года сентябрьского уровня в 0.7%. Цены производителей упали ещё больше — на 1.4% в годовом выражении.

Из важных новостей, уже частично упомянутых нами выше, в начале сентября Европарламент проголосовал в пользу наделяния ЕЦБ **полномочиями единого органа надзора за банками**. Так, регион стал на один шаг ближе к созданию «банковского союза». После некоторых переговоров относительно глубины подотчётности ЕЦБ перед ЕС и национальными правительствами в начале декабря, ЦБ согласился запротоколировать тезисы правления нового органа банковского контроля, открыв путь к голосованию.

Сентябрьский прорыв — одобрение европейскими властями нового статуса ЕЦБ — наделило его полномочиями осуществлять контроль над 6000 банками в 17 странах еврозоны. ЦБ возьмёт на себя эту новую роль через год. После 3-х лет принятия и реализации мер по борьбе с кризисом, согласившись на банковский союз, закладывает краеугольный камень более широкого экономического союза и отмечает первую совместную попытку объединить реакцию блока на проблемные банки. Новая система контроля должна быть запущена к 1 марта 2014 г., после переговоров с Европарламентом, хотя министры согласились в случае необходимости отложить это, если ЕЦБ понадобится больше времени на подготовку.

План приводит в движение одну из самых больших перестроек любой европейской банковской системы, так как финансовый кризис, начавшийся в середине 2007 года, чуть не привел к краху немецкого кредитора ИКВ. Министр финансов Германии Вольфганг Шойбле ранее проявил возражения, которые привели его к открытому столкновению со своим французским коллегой Пьером Московичи, на прошлой неделе по поводу роли ЕЦБ в банковском надзоре. Спустя время обеим сторонам удалось уладить разногласия по поводу нового руководителя ЕЦБ. Новая структура призвана обеспечить контроль за деятельностью европейских банков и содействовать созданию институтов страхования банковских рисков. Правда, под тотальный контроль попадут не все 6200 банковских учреждений еврозоны, а лишь около 150 наиболее крупных из них.

Соглашение по наблюдению за банком является первым важным шагом к более широкому банковскому союзу или общему подходу еврозоны к решению вопросов по проблемным банкам, которые в последние годы ослабили страны, такие как Ирландия и Испания. Следующим шагом банковского союза могло бы стать создание центральной системы. Решение также посылает мощный сигнал инвесторам, что 17 участников еврозоны, от сильной Германии до пострадавшей Греции, могут объединить силы для решения проблем блока.

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 Драги. В Риге на пресс-конференции председатель ЕЦБ заявил, что восстановление экономики еврозоны по-прежнему является «очень, очень незрелым», намекнув, что планы по созданию банковского союза, являясь скорее отдалённой перспективой, мало чем могут помочь сейчас. Он отметил недопустимость роста межбанковских кредитных ставок, а также заверил, что ЕЦБ «...продолжит придерживаться нынешней позиции» в кредитно-денежной политике.

ЕЦБ немного повысил свой прогноз по экономическому росту в еврозоне на 2014 г., но понизил прогноз по инфляции. ЕЦБ ожидает, что ВВП валютного союза вырастет в будущем году на 1.1% (в сентябре предполагался рост на 1.0%). В то же время прогноз по инфляции на 2014 г. теперь составляет 1.1% (прежняя оценка — 1.3%). Согласно оценкам ЕЦБ, в 2013 году экономика еврозоны сократится на 0.4% (как и ожидалось ранее). Инфляция по итогам текущего года

16.01.2014

составит 1.4% (ранее ожидался показатель 1.5%). Кроме того, ЕЦБ представил первые прогнозные оценки по экономическому росту и инфляции на 2015 год: Центробанк ожидает, что рост экономики ускорится до 1.5%, а инфляция - лишь до 1.3%. Таким образом, ЕЦБ вплоть до 2016 года ожидает пониженные темпы роста потребительских цен в зоне евро по сравнению с перманентным целевым ориентиром на уровне чуть ниже 2%.

ГРАФИК 20. Динамика ВВП еврозоны и текущий прогноз



Источник: МВФ, Всемирный Банк

М. Драги на его декабрьской пресс-конференции заявил, что ЕЦБ в полной мере осознает риски от продолжительной низкой инфляции и будет «пристально следить» за развитием ситуации. При этом глава ЕЦБ подчеркнул, что еврозоне не угрожает дефляция в стиле «Японии 1980-90-х». М. Драги указал, что ЕЦБ «готов рассматривать все доступные инструменты», включая новый раунд долгосрочных дешевых кредитов банкам (LTRO) и вышеупомянутую отрицательную ставку по депозитам. Отрицательная ставка по депозитам может заставить банки «парковать» меньше свободных средств на счетах ЕЦБ и вместо этого направлять их на кредитование реального сектора. Впрочем, эксперты не без оснований отмечают, что у ЕЦБ остается мало «пространства для маневра» в области традиционных инструментов, так как у базовой ставки есть нулевой предел. Словно соглашаясь с озвученной монетарной доктриной Драги, 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. В то же время, агентство S&P в конце декабря, наоборот, лишило Евросоюз статуса заёмщика с наивысшим кредитным рейтингом — AAA, цитируя финансовую слабость новых его членов и отсутствие должного уровня согласованности в действиях отдельных фискальных органов стран-участниц. Данное действие носит, в основном, символический характер, т.к. EU (в отличие от «плодовитой» еврозоны) имеет лишь 2-3 действующих программы, подразумевающей присутствие на рынках внешнего заимствования, однако признаки очередной волны «рейтинговых войн» — налицо, а значит, на долговые рынки региона в текущем году вновь вернётся ощутимая порция волатильности.

16.01.2014

НЕФТЬ И ГАЗ

Цены на нефть полетели под откос во второй половине ноября после того, как Иран и 6 крупнейших мировых держав подписали соглашения об иранской ядерной программе. Они договорились о сворачивании ядерной программы Тегерана в обмен на частичную отмену санкций, что может расцениваться как начало сближения между Исламской республикой и Западом. В течение полугода Иран «заморозит» свою ядерную программу и приостановит сооружение реактора в Араке. В ответ, страны Запада снимут экономические санкции. В частности, Иран может получить около \$4.2 млрд, вырученных от продажи нефти, которые находятся на замороженных западных счетах. По оценкам Вашингтона, с начала 2012 года Иран потерял свыше \$80 миллиардов, недополученных от продажи нефти. В ближайшие полгода будут продолжены переговоры по достижению окончательных договоренностей о тех параметрах, которые будут требоваться Ирану для мирной ядерной программы, прежде всего для производства топлива для атомных электростанций. Декабрьские договоренности существенно расширяют возможности МАГАТЭ по контролю над иранской ядерной программой.

Впрочем, по словам госсекретаря США Джона Керри, соглашение, достигнутое с Ираном по его ядерной программе, не включает в себя положение о признании права Тегерана на обогащение урана. Более того, была достигнута эпохальная договоренность об отказе Ирана от уже имеющихся запасов обогащенного до 20% урана. «Это лишь первый шаг на пути всеобъемлющего решения иранской ядерной проблемы», — сказал Барак Обама на телеканале NBC. Президент сообщил, что нынешний этап является промежуточным, он предусматривает смягчение санкций Западной коалиции в отношении Ирана. Согласно подписанному пакту, если Иран нарушит принятые на себя обязательства в течение 6 месяцев, то нынешние санкции будут восстановлены, а кроме того — возможны новые. Цены реагируют на историческое соглашение, потому что оно позволяет снизить премию за риск. Но это свежая новость, вызвавшая эмоциональную реакцию. Котировки могут остановить спад и частично отыграть потери. США были очень либеральны в переговорах, и у Ирана не будет проблем с выполнением договоренностей. В 2014 году Brent будет в среднем стоить \$104.8 за баррель, а WTI - \$96.5 за баррель. Спрэд цен между ними в следующем году составит \$8.25.

После подписания соглашения о ядерной программе Ирана цены на нефть Brent предсказуемо скачкообразно снизились более чем на \$2 за баррель. Впрочем, большинство нефтеэкспертов в своих нефтяных прогнозах отдают приоритет опасениям слишком быстрому сворачиванию монетарных стимулов американским центробанком, а также перебоям в поставках сырья из Ливии.

Министр нефти Саудовской Аравии Али ан-Нуэйми сообщил перед саммитом ОПЕК, что мировой рынок нефти сбалансирован. По его мнению, спрос на нефть ОПЕК в 2014 году будет находиться вблизи уровня 2013 года. По итогам встречи 4 декабря, как и ожидалось, никакого изменения квот не последовало. Тем временем, согласно данным EIA, запасы сырой нефти в США росли в течение восьми недель подряд, поднявшись до самого высокого уровня с января 1989 года, но затем неожиданно отвесно спикировали, и, учитывая аномальные морозы на Севере и Восточном побережье США, коррекция в ближайшие месяцы продолжится.

16.01.2014

ГРАФИК 21. Изменение коммерческих запасов сырой нефти в Кушинге (Оклахома) по данным EIA и его среднегодовой тренд



Источник: Bloomberg

Нельзя обойти вниманием новомодную тему прогнозируемого переворота на глобальном рынке энергоносителей в связи с т.н. «сланцевой революцией», однако здесь не всё столь однозначно, как и в истории 7-8-летней давности о — как теперь уже окончательно ясно — потерпевшей фиаско «этаноловой революции». Не только защитники природы, но и сами разработчики сланцевых проектов теперь задаются вопросом о масштабах и балансе выгоды и ущерба от добычи сланцевого газа и нефти для Америки. Горизонтальное бурение и гидроразрыв пласта или сланцевая добыча сырья в Северной Дакоте, Техасе и других штатах всё-таки медленно, но верно делают свое дело, хотя ещё недавно глава компании Shell говорил, что он сильно сожалеет об инвестировании \$24 млрд в североамериканские пласты глинистых сланцев. Прошлым летом компания списала огромную долю этих инвестиций и резко сократила целевые показатели плановой добычи. Кроме того, в октябре 2013 года горнорудный гигант ВНР Billiton, который в 2011 году потратил примерно \$20 млрд, сделав ставку на сланец, также сообщил о том, что продаст с аукциона половину своего участка с нефтью и газом в Техасе и Нью-Мексико. Не только крупнейшие компании энергетического сектора начали смотреть на сланец с долей скептицизма. В этом году более дюжины CEO меньших по размеру компаний, специализирующихся на нетрадиционном газе и нефти, лишились работы, поскольку проблемы компаний сделали их мишенью критики акционеров. Впрочем, согласно детальному анализу сложившейся противоречивой картины, проблемы Shell, ВНР Billiton и некоторых других крупных компаний, в основном, отражают сочетание «позднего прихода на праздник», оплату буровых площадок по максимальной цене и выбор в пользу того, что оказалось менее продуктивным, чем ожидалось. У компаний, которые сделали более правильный и своевременный выбор, дела по-прежнему идут неплохо. Так, одним из самых «горячих» в США IPO прошедшего года стало размещение акций компании Antero Resources (AR), чьи скважины в Аппалачских горах должны увеличить объём добычи на 76% в 2014 году и на 47% в 2015 году.

Никто не оспаривает тот факт, что новая технология изменила перспективы Америки как добытчика углеводородных энергоносителей. В частности, объём добычи природного газа вырос на треть с момента последнего открытия прогиба в 2005 году, а объём добычи нефти вырос на 30% по сравнению с недавним минимумом в 2008 году.

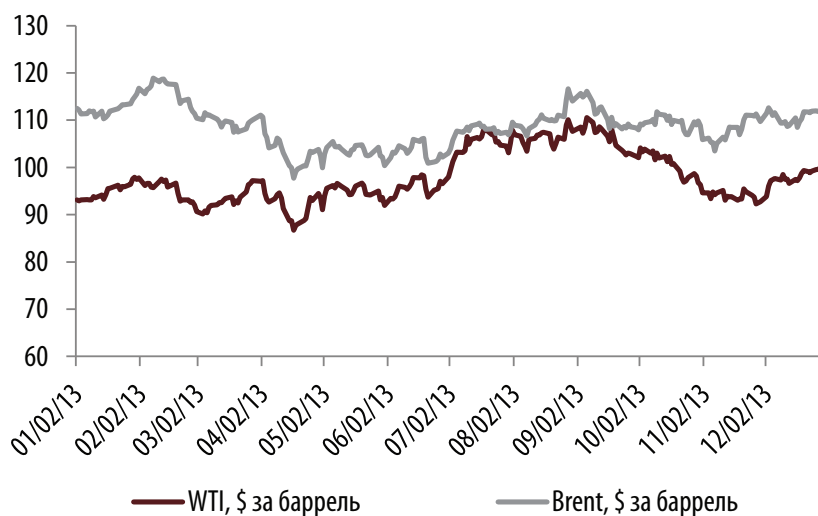
16.01.2014

С 2005 года количество рабочих мест в энергетическом секторе США выросло почти вдвое; с момента окончания последней рецессии они росли быстрее, чем в любой другой крупной отрасли. Северная Дакота, где располагается огромное месторождение нефти и газа Баккен, демонстрирует уровень безработицы всего в 3%, что является минимальным значением среди всех штатов. Грубо говоря, гидроразрыв пласта для добычи нефти или газоконденсатных жидкостей приносит прибыль, когда нефть торгуется на американских биржах выше отметки \$90 за баррель, как и происходило большую часть последних 3-х лет. Пока энергетические компании считают, что в ближайшее время ничего не изменится, они будут производить множество разведочных бурений и, таким образом, будут добывать много газа, а также нефти и газоконденсатных жидкостей.

Некоторых пессимистов беспокоит скорость истощения источников пластов глиняных сланцев. Post Carbon Institute, научно-исследовательское учреждение, обеспокоенное проблемами защиты окружающей среды, отмечает, что сочетание низкой цены на газ и высокого уровня затрат, необходимых для поддержания его добычи, ставит под сомнение тот факт, что пригодные к использованию запасы нетрадиционной нефти и газа соответствуют расчётным уровням. Новый газ поступает на американский рынок с 2008 года, поэтому его цена упала на две трети до менее \$4 за миллион британских тепловых единиц (BTU). Необходимая для покрытия всех затрат, касающихся периода эксплуатации источника, средняя цена держится в области \$6. Видимо, цена продолжит держаться ниже указанного уровня на протяжении 2-3-х лет, если не дольше, а текущий всплеск носит исключительно сезонный характер.

Одним из серьёзных факторов растущего интереса к этому бизнес-направлению является то обстоятельство, что сжатый или сжиженный газ можно использовать и для некоторых коммерческих транспортных средств, правда, это потребует массовой «доработки» их двигателей внутреннего сгорания, что сопряжено с весьма рискованными капиталовложениями. Тем не менее, американские компании с большим парком автотранспорта, например, FedEx и AT&T, собираются снизить затраты, перейдя на газ. Компании GM, Ford и Chrysler выпустили пикапы, которые могут переключаться между потреблением бензина и газа. Растущее предложение дешевого сланцевого газа способствовало росту инвестиций в преобразование терминальных станций, которые были построены для импорта газа, в станции, которые смогут его экспортировать. Таким образом, цены на газ в Америке по-прежнему будут до определенной степени ниже мировых цен — вероятно, не выше \$6 за BTU. Таким образом, Америка сможет хотя бы чуть-чуть улучшить свой торговый баланс и, в то же время, сохранить преимущество своих производителей над иностранными конкурентами.

ГРАФИК 22. Динамика цен на нефть сортов WTI и Brent с начала 2013 г.



Источник: Bloomberg

16.01.2014

ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

«Бумажное» золото в прошедшем квартале окончательно сменило фазу «бычьего» рынка, начавшегося в 2000 году, сдавая один за другим все уровни технической поддержки, и перешло к снижению после того, как многие инвесторы отказались от идеи вложений в «обезличенный металл», а некоторые из них стали с откровенным интересом поглядывать в сторону «расправляющей крылья» первой общепризнанной криптовалюты — Биткойна. Глобальные рынки акций, полностью игнорируя любые соображения страха и здравого смысла, поднялись в последнюю неделю ноября к самым высоким уровням за последние почти 6 лет, поскольку опубликованные в США данные по инфляции показали ее весьма умеренный рост на 1.2%, что составляет всего половину той инфляции, которая в среднем наблюдалась за последнее десятилетие. Как следствие, соображения антиинфляционной защиты отошли глубоко на второй план. Драгоценные металлы достигли рекордных значений в 2011 году, и после этого словно поперхнулись в растерянности. Золото попыталось вырасти вновь лишь в ответ на слова Джаннет Йеллен 14 ноября о том, что она готова сохранить монетарные стимулы без изменений, пока американский центробанк не увидит признаков устойчивого экономического роста.

Фьючерсы на золото упали на 3.7% за пять сессий, предшествовавших выступлению Йеллен в банковском комитете Сената США. В течение следующих двух дней цены подскочили на 1.5%, отыграв потери предшествовавшей недели, что стало наиболее заметным двухдневным приростом с 22 октября. Золото упало на 23% в этом году на бирже Comex в Нью-Йорке, что стало наиболее существенным годовым снижением с 1981 года. Индекс казначейских облигаций Bloomberg, наоборот, потерял 2.3%.

Американская экономика и рынки труда остаются «вдали от своего потенциала», и ФРС не намерена в ближайшем времени менять свою мягкую денежно-кредитную политику, сказала Йеллен. Ее комментарии стали эхом высказываний других должностных лиц, отвечающих за монетарную политику, в пользу борьбы с застоем в экономическом росте. Европейский центральный банк снизил ключевую ставку на заседании 7 ноября в попытке предотвратить замедление инфляции. В тот же день, чешские политики заявили, что они впервые за последние 11 лет провели интервенцию на валютном рынке, чтобы ослабить курс кроны.

Золото выросло на 70% с декабря 2008 года по июнь 2011 года, поскольку ФРС расширила свой баланс за счёт покупки госактивов, что стало предпосылкой формирования ожиданий ускорения инфляции и ослабления доллара. Аппетит инвесторов к драгметаллам продолжал уменьшаться в прошлом году, поскольку, как уже было сказано, инфляция не показала признаков ускорения, в то время как индекс акций S&P 500 достиг исторических максимумов, постоянно искушая консерваторов крылатой фразой «кто не рискует — тот не пьёт шампанского». Согласно данным Всемирного совета по золоту (The World Gold Council), мировой спрос на физическое золото упал в 3-м квартале 2013 года на 21% впервые за последние 5 лет.

Инфляционные ожидания согласно ставке по пятилетним облигациям Казначейства, защищенным от инфляции, упали на 14% в прошедшем году. Цены на золото упали на 33% со своих рекордных максимумов \$1,923.70, достигнутых в сентябре 2011 года.

Миллиардер и управляющий своим одноименным хеджевым фондом Джон Полсон, который сократил свои золотые активы более чем вдвое во 2-м квартале, сохранил свою долю без изменений в течение последующих 3-х месяцев, став основным «виновником» затягивания процесса делевериджинга дискредитировавших себя «золотых» ETFов. В целом, драгметаллы выросли на 8.4% в 3-м квартале, что стало первым квартальным приростом за год. Хеджфонд Paulson & Co оставался крупнейшим инвестором SPDR Gold Trust, владея 10.23 миллиона акций по состоянию на 30 сентября, без изменений по сравнению с 30 июня, согласно опубликованным 14 ноября государственным данным.

16.01.2014

Мы полагаем, что любой нарушающий текущее искусственное рыночное равновесие фактор, **к примеру, слабая квартальная отчётность американских публичных компаний** — может послужить триггером к фондовым распродажам (см. главу «Глобальные фондовые рынки»), за которыми практически неизбежно последует мощный заход в драгметаллы (несмотря на растущую популярность конкурирующих с ними криптовалют, объёмы и прозрачность этих рынков пока что оставляют желать лучшего, поэтому в настоящее время мы не видим оснований для их детального макроанализа). В целом, мы позитивно смотрим на перспективы котировок драгметаллов в ближайшие месяцы. Существует риск, что в ближайшие месяцы уровень ликвидности в мировой финансовой системе начнёт снижаться — это может негативно сказаться на котировках всех финансовых активов. Доходности американских казначейских облигаций при таком сценарии продолжают рост, и по сути, единственным «достоверным защитным активом» вновь окажется золото. Риск высокой инфляции в будущем оставляет золото единственным желанным средством долгосрочных инвестиций, но до тех пор, пока инфляционные ожидания остаются подавленными, интерес к драгметаллам будет хотя и стабильным, но весьма умеренным.

Хорошим примером в этом смысле служат графики сравнения цен и запасов серебра на COMEX (см. График 23), которые обнаруживают весьма скрупулёзную (если не сказать доскональную) обратную корреляцию.

ГРАФИК 23. Сравнительная динамика котировок и запасов серебра на COMEX 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 макростатистики, по сути, выдавливает инвестиции в физический «жёлтый металл» как олицетворение «вечных антиинфляционных ценностей». Мы полагаем, что до конца 2014 года, когда делевередж «золотых ETF» полностью закончится, а роль криптовалют в антиинфляционно-сберегательном инструментарии станет более понятной и ограниченной, на рынке возобладают здравый смысл и трезвый расчёт, и золото станет одним из его фаворитов. По нашим оценкам, оно сможет показать двузначную доходность в процентах на инвестиции. Более точный прогноз в настоящее время невозможен по объективным и субъективным причинам.

16.01.2014

ПРОМЫШЛЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ И СЕЛЬХОЗФЬЮЧЕРСЫ

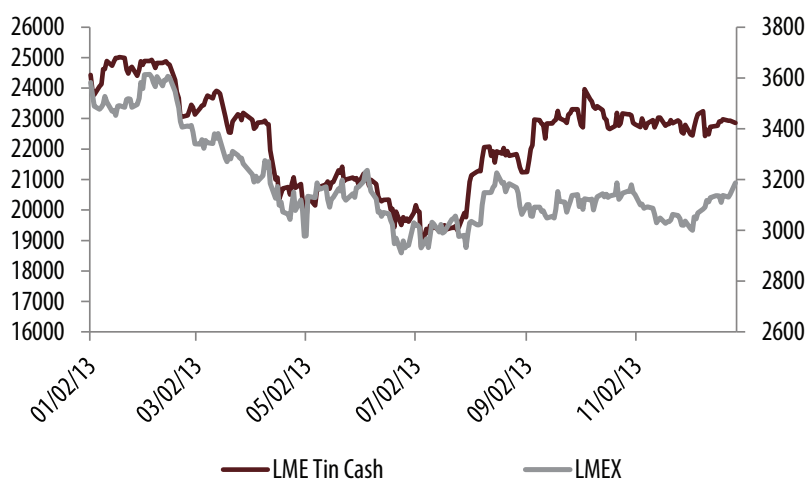
Рост товарных активов, происходящий в рамках текущего суперцикла, пока далёк от завершения, однако его драйвером является не экономический бум, а ограниченное предложение и рост производственных издержек. В последнее время дезориентированное сырьё подешевело, но мы по-прежнему находимся в «бычьем» рынке, который всего лишь вошёл в стадию несколько затянувшейся «летаргии». В 1987 году — во время великого бычьего периода на фондовом рынке — акции по всему миру дешевели от 40% до 80%. То же самое повторилось и в 1989, 1990 и 1994 годах, и каждый раз создавалось впечатление, что «бычий» рынок закончился. И каждый раз это мнение оказывалось ошибочным. То же самое происходит сейчас с товарными активами. Спот-индекс 24 товаров Standard & Poor's GSCI снизился на 4.7%. Индекс MSCI, рассчитываемый для мирового рынка акций в целом, поднялся на 18%, в то время как индекс доллара DXY, рассчитываемый против 10 основных валют, вырос на 3%. В такой ситуации неприлично подешевевшим «твёрдым активам» остаётся уповать только на продолжение тренда снижения интереса к низкодоходным активам, прежде всего, суверенным облигациям стран с высокими кредитными рейтингами.

ОЛОВО

Особое внимание по праву заслужила «стойкая оловянная история»: за второе полугодие 2013 года «мягкий металл» укрепился более чем на 20% на т.н. «индонезийском факторе», войдя в тройку топ-инвестиций этого периода. Согласно новым правилам торговли, введённым правительством Индонезии, с 30 августа экспортеры олова должны проводить сделки на местных биржах перед отправкой металла за рубеж. В настоящее время предэкспортные торги оловом в чушках разрешены лишь на ICDX. Объём экспорта олова в чушках и оловянного припоя из Индонезии в ноябре составил 5.193 тыс. тонн, что на 28% превышает показатель октября, свидетельствуют данные министерства торговли. В то же время по сравнению с ноябрем прошлого года поставки сократились почти на 35%. Оборот торгов оловом на ICDX в минувшем месяце подскочил до 7.44 тыс. тонн против 3.02 тыс. тонн в октябре.

Новые правила были разработаны правительством Индонезии для того, чтобы помочь стране сместить Лондонскую биржу металлов (LME) с пьедестала мирового лидера ценообразования на данный металл. Индонезия является крупнейшим поставщиком олова, занимая примерно 40% мирового рынка. В январеноябре текущего года Индонезия сократила поставки олова за рубеж на 13% по сравнению с тем же периодом прошлого года — до чуть более 78 тыс. тонн.

ГРАФИК 24. Сравнение годовой динамики фьючерса на олово на LME и сводного индекса промышленных металлов LMEХ



Источник: Bloomberg

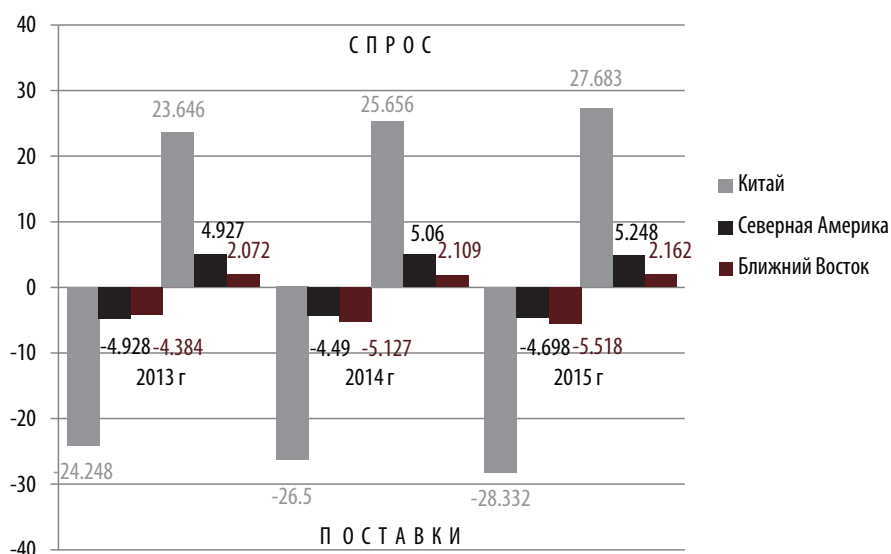
16.01.2014

АЛЮМИНИЙ

В результате закрытия неэффективных заводов, которое было объявлено рядом алюминиевых компаний, по итогам 2013 года сокращение мировых мощностей может составить около 560 тыс. тонн. Китай поддержал общемировой тренд по закрытию высокочрезвычайно затратных предприятий, благодаря чему производство алюминия снизилось на 800 тыс. тонн. Однако ввод новых мощностей в КНР компенсировал снижение производства и даже превысил этот показатель, составив 3.3 млн тонн. Таким образом, по оценкам металлоэкспертов, всего в 2013 году в Китае будет произведено чуть менее 24 млн тонн алюминия. Напомним, что «РУСАЛ» был вынужден в конце октября сообщить о закрытии четырёх наименее рентабельных российских алюминиевых заводов, включая Волгоградский и Богуславский. Президент «РУСАЛа» Олег Дерипаска уточнил, что возобновление производства возможно при восстановлении цены на алюминий до уровня \$2400 за тонну, что пока выглядит весьма отдалённой перспективой.

Профицит первичного алюминия на мировом рынке может продолжить увеличение, по крайней мере, до конца 2015 года, поскольку темпы повышения производства превосходят скорость роста потребления. В следующем году профицит металла может достигнуть 181 тыс. тонн, а в 2015 году — повысится до 194 тыс. тонн с ожидаемых в этом году 27 тыс. тонн. Как видно из графика 25, наибольший дисбаланс в ценовое равновесие вносят поставки металла из Ближнего Востока.

ГРАФИК 25. Прогноз поставок и спроса на первичный алюминий в мире (млн тонн)



Источник: *tradingeconomics.com*

16.01.2014

НИКЕЛЬ

Мы прогнозируем медленно улучшающуюся ценовую конъюнктуру на этот сильно перепроданный металл в I квартале 2014 года на фоне ожидаемого запрета индонезийскими властями экспорта руды, вступающего в силу с 12 января 2014 года. Эмбарго на экспорт не продлится долго и, скорее всего, будет заменено более высокими экспортными пошлинами. Рынок никеля будет по-прежнему находиться в лёгком профиците в следующем году, в основном, за счёт роста производства на предприятиях трех основных компаний. Именно некоторое увеличение объёмов производства нивелирует противоположный эффект от сокращения добычи руды в Австралии и других странах.

МЕДЬ

В текущем году запасы меди на складах сократились до рекордных показателей с докризисного 2008 года — 132 тыс. тонн. Китай продолжает импортировать медь в довольно больших объёмах: так, в ноябре этот показатель увеличился на 7% в годовом выражении. По нашему мнению, уже к концу текущего года порядка 60% всех мировых складских запасов будет сосредоточено в Китае.

В связи с этим прогноз цен на медь в 2014 году, с учётом текущей специфики баланса спроса и предложения, консервации ряда готовившихся к вводу новых проектов, а также перспективы постепенного свёртывания программ QE ФРС США, указывает на потенциал их роста не более чем на 4% до \$7580 за тонну, а в 2015 году, по мере неизбежного расширения объёма инфраструктурных программ Китая, — ещё на 6-7% до \$8030-8100 за тонну.

Впрочем, спекулянты пока остаются настроенными «по-медвежьи» по меди: количество опционов «put» в среднем за прошедший квартал превышало количество опционов «call» более чем на 8100 контрактов. Это был первый раз, когда инвесторы оказались нетто-«короткими» в меди, начиная с 17 сентября. Фьючерсы на медь упали на 2.2% в Нью-Йорке в начале декабря, что стало самым большим снижением с конца августа.

СЕЛЬХОЗФЬЮЧЕРСЫ

По данным последнего квартального доклада Продовольственной и сельскохозяйственной организации Объединённых Наций (UN ФАО) «Перспективы урожая и продовольственная ситуация» (Crop Prospects and Food Situation), перспективы глобального предложения зерновых в закупочный сезон 2013–2014 годов превысят уровень 2012 года почти на 8%, несмотря на корректировки в сторону снижения прогнозов мирового производства зерновых и запасов на конец периода. Прогнозируемое в настоящее время ФАО мировое производство зерновых в объёме 2.744 млрд тонн в 2013 году на незначительную величину на 3 млн тонн) меньше объёма производства, о котором сообщалось в сентябре, главным образом в связи с ухудшением перспектив урожая пшеницы в Южной Америке из-за плохих погодных условий.

В докладе прогнозируется увеличение на 8% мирового производства зерновых в 2013 году по сравнению с 2012 годом, в основном, в связи с ожидаемым ростом производства на 11% — приблизительно до 1.420 млрд тонн фуражного зерна. Основная часть этого увеличения придётся на США, крупнейшего производителя кукурузы в мире, где прогнозируется рекордный урожай в размере 384 млн тонн, что на 27% больше уровня 2012 года, который был понижен в связи с засухой.

Согласно данным СФТС, спекулятивные позиции в декабре по ключевым 11 сельскохозяйственным фьючерсам почти не изменились — чуть менее 363 тыс. контрактов, увеличившись на 0.1% по сравнению с ноябрём. Сельскохозяйственный индекс S&P, который включает 8 «мягких» товаров, упал на 20% в прошедшем году.

16.01.2014

Спекулянты имели чистую «короткую» позиции по пшенице в 47.3 тыс. контрактов на конец 4-го квартала по сравнению с 19.5 тысяч на конец 3-го квартала 2013 года. Инвесторы сохранили ставку на снижение цен на кукурузу и пшеницу, которую они сделали в июне, а также оставили без изменений «медвежий» взгляд на кофе и сою. Позиции по хлопку сократились до самого низкого с уровня с декабря. Также сократились «длинные» позиции в какао, что было отмечено впервые с июля. Согласно обзору Департамента сельского хозяйства США (USDA) от 8 ноября, американские фермеры соберут рекордный урожай: 13.989 млрд бушелей кукурузы за 2013 год. Мировое производство кофе превысит потребление уже четвертый сезон в 2014 году, что станет самым продолжительным периодом переизобилия данного продукта за последние 11 лет, согласно оценкам USDA.

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

Хотя мы прогнозируем, что 2014 год станет, в целом, более благоприятным для развивающихся рынков, которые по его итогам покажут рост в пределах 15-17% — в первую очередь благодаря неизбежному эффекту «навёрстывающего тренда» (глобализацию экономических процессов никто не отменял), мы не склонны считать, что уже первый квартал станет для них переломным. Все взоры по-прежнему обращены на американский фондовый рынок, где неожиданное начало сворачивания программ QE3 и QE4, анонсированное Бернанке на декабрьском заседании Комитета по открытым рынкам, будет продолжать привлекать повышенное внимание, обусловленное противоречивыми прогнозами влияния «новой политики» ФРС как на динамику индексов, так и на общее состояние денежной ликвидности. Когда мы говорим о возможности назревшей коррекции в американских индексах, превысивших свои исторические максимумы при отсутствии убедительных свидетельств начала циклического роста в экономике (превосходные **данные по ВВП США за 3-й квартал** — в большей мере, следствие новой формулы расчёта этого показателя, включающего такие **экзотические компоненты как НИОКР и стоимость патентов**, а также — **сильный рост коммерческих запасов**, что внушает определённые опасения — в большей мере, нежели оптимизм, см. параграф «Мировая экономика: Кто в лес, кто по дрова»), мы подразумеваем, что коррекция не будет иметь широкую базу, а начнётся с отдельных слабых и/или перекупленных секторов и лишь затем, при определённых условиях, постепенно охватит прочие отрасли, связанные с первыми своими производственными бизнес-процессами.

В качестве таких зон риска необходимо выделить следующие секторы:

- а. Оффлайн ритейл;
- б. Финансовый сектор;
- в. Сектор ипотеки и недвижимости.

По-видимому, квартальная отчётность января и февраля будет характеризоваться, прежде всего, слабыми финрезультатами в годовом выражении представителей американского классического ритейла. На самом деле невиданная глубина скидок второй половины декабря 2013 года (до 60% и более) заставила нас предположить, что у большинства из них имеются серьёзные проблемы с реализацией товаров. По данным исследовательской группы ShopperTrak, которая систематизирует статистические данные американских сетевых супер- и гипермаркетов, по состоянию на 25 декабря 2013 года пред рождественский объём реализации товаров упал в годовом выражении на 3.1%, а покупательский трафик — вообще на 21%, хотя касательно онлайн-продаж картина выглядела более оптимистично. Из 120 отслеживаемых ей сетевых магазинов прогнозируется средний годовой рост продаж на уровне всего около 1.9% (тогда как рост субиндекса S&P 500 Retail опередил в 4-м квартале рост базового индекса почти на 8%), что стало самым вялым показателем с 3-го квартала 2009 года. При этом средний по данной выборке рост прибыли прогнозируется на уровне всего 1.3% — также наихудшая цифра с 3-го квартала 2009 года.

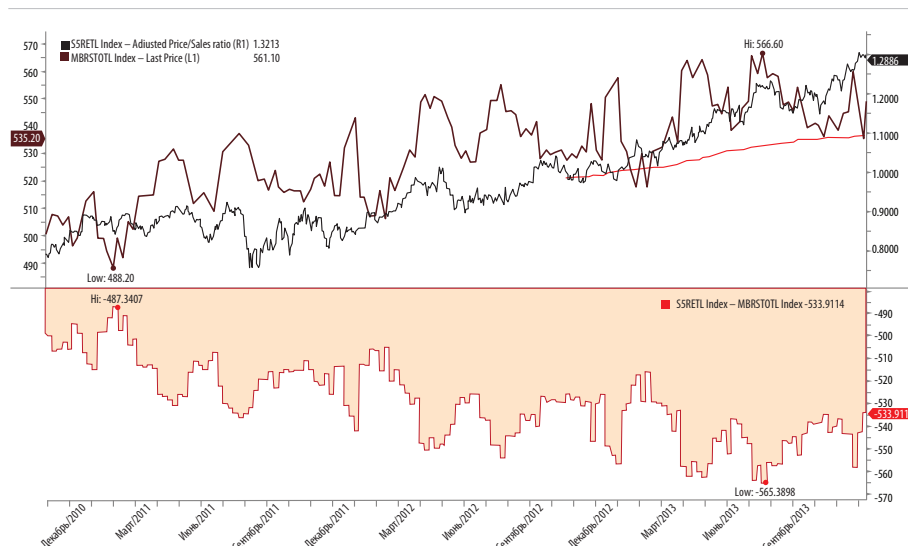
На этом фоне исследовательская группа при корпорации IBM — Digital Analytics — сообщила, что совокупные **интернет-продажи** в наиболее интенсивный период

16.01.2014

с 20 по 22 декабря включительно, наоборот, подскочили на 37% в годовом выражении, причём, порядка 40% всех покупок в онлайн было совершено с мобильных устройств. В другом исследовании от Custora Pulse, охватывавшем активность более 100 американских интернет-магазинов в период с 15 по 18 декабря 2013 года, был отмечен рост онлайн-продаж на 13% при 23%-ном скачке онлайн-трафика.

Это абсолютно новый феномен, не поддающийся никаким историческим сравнениям. Подобные новости позволяют с большой вероятностью идентифицировать конкретные имена бенефициаров — ведь далеко не все ритейлеры имеют адаптированные под смартфоны Веб-интерфейсы, не говоря уже о специализированных программных приложениях. В первую очередь, в поле зрения попадают «старожилы AppStore» акции **Amazon (AMZN)** и **EBay (EBAY)**. И первая, и вторая компания в прошедшем квартале представили нововведения, позволяющие увеличить объёмы продаж. Amazon договорился с государственной почтовой службой USPS о субботней доставке заказов. EBay, в свою очередь, в декабре завершил сделку по приобретению провайдера онлайн-платежей с мобильных устройств Braintree, чем существенно упрочил лидирующие позиции своего расчётного подразделения PayPal. Braintree ожидает, что объём онлайн-транзакций в 2013 году составит до \$12 млрд.

ГРАФИК 26. Сравнительная динамика индекса продаж сетевых гипермаркетов в США (ICSC US Retail Chain Store Sales) и показателя капитализации продаж (P/S) розничного субиндекса S&P 500 (чёрный график) с III кв. 2010 года



Источник: Bloomberg

Поговорим теперь о втором секторе, оказавшемся в зоне риска, — **финансовом**. Надо признать, что мы уже давно с подозрением смотрели на акции американских банков, которые постоянно находятся под перекрёстным огнём ужесточения финансового законодательства и непрекращающихся судебных исков, в которые к концу года оказались, в той или иной мере, вовлечены все банки премиум-сегмента (ТВТГ). До поры до времени ситуацию спасали растущие фондовые индексы, обеспечивавшие рекордные доходы их инвестподразделением. Что бы там ни говорили, но результаты американских банков — в той же мере как и российских, и любых других — находятся в тесной корреляции с ростом индексов (см. График 27). Хотя, если коррекция всё же начнётся, и всем ясно, что диапазон падения акций позволит сделать «роллер» и занять комфортные «короткие» позиции как минимум на несколько месяцев вперёд, всевозможные законодательные ограничения на «непокрытые шорты», использование клиентских средств, повышенных «кредитных плеч» и т.д., — всё это стремительно снижает возможности профессиональных управляющих использовать широкий набор их прежнего инструментария.

16.01.2014

Потребительское кредитование — базовый продукт розничного банкинга, хотя и постепенно «расправляет плечи», но низкие процентные ставки не позволяют рассматривать его с точки зрения отдачи даже как отдалённую альтернативу инвестициям в фондовый рынок. Ипотечное кредитование, в свою очередь, на поверку оказалось весьма нестабильным продуктом, к тому же сильно зависящим от движения процентных ставок (в данном случае — ипотечных). Итак, имея в виду, что 4-й квартал, в течение которого рынки пережили и правительственный шатдаун, и объявление ФРС о начале сокращения программ QE, квартальные финансовые результаты банков имеют мало шансов существенно превзойти консенсус-прогнозы, как это было по итогам 3-го квартала 2013 года. Дальше — хуже. Потенциалы роста основных фондовых индексов на фоне сокращения стимулирующих программ Физрезерва США зримо снижаются, поэтому банковские результаты текущего, 1-го квартала 2014 года, выглядят потенциально ещё менее многообещающими, а затем — в игру вступит пресловутое «правило Волкера» (см. параграф «США: «Правило Волкера» — мина замедленного действия или чистильщик завалов?»), и вопрос может докатиться, мягко говоря, до необходимости проведения очередного раунда банковских стресс-тестов.

ГРАФИК 27. Сравнительная динамика прибыли на акцию (EPS) индекса финансового сектора S&P 500 и непосредственно индекса S&P 500 с начала 2011 г.



Источник: Bloomberg

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 в феврале дебаты в Конгрессе США по 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.

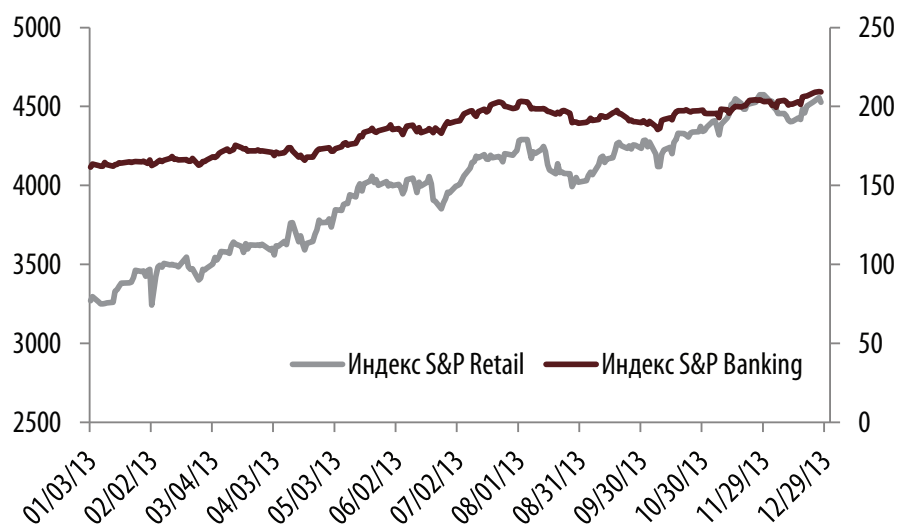
Раз так, то — опять же, по сложившейся традиции, мы мысленно дисконтируем все подобные трудно прогнозируемые, но достаточно легко хеджируемые факторы, и всецело посвящаем свои изыскания отождествлению потенциальных лидеров и аутсайдеров — как отдельных эмитентов, так и обобщённых секторов, представленных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

Кроме того, отличительной особенностью текущего сезона корпоративной отчётности можно считать неблагоприятный фон в виде растущих доходностей по

16.01.2014

облигациям, которые оказывают сильное повышательное давление на ожидания прибылей 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 год более чем на 20%, а также обратимому падению ипотечных ставок в результате действия программы выкупа соответствующих облигаций Федрезервом. По итогам 4-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 среди крупных инвестдомов почти никто не пересматривал в худшую сторону. 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»).

ГРАФИК 28. Сравнительная динамика индексов финансового и розничного секторов S&P 500 с начала 2013 г.



Источник: Bloomberg

В рамках данного обзора мы по сложившейся традиции пытаемся суммировать наши выводы, которые могут отождествить вероятных фаворитов очередного сезона финотчётности, акции которых в базовом сценарии (если не произойдёт ничего непредвиденного в ходе вашингтонских дебатов по «потолку» госдолга) могут показать наилучшую динамику в текущем квартале.

16.01.2014

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

Сектор	4Q 2013	1Q 2014
Интернет-компании	●	▲
Hi Tech	●	●
Финансовый сектор	▲	●
Транспорт, кроме авиа	▲	●
Авиакомпании	●	▲
Курьерские службы	●	▲
Добыча и производство нефти и газа	●	●
Производство потребительских товаров	▼	▼
Розница	▲	▼
Онлайн-розница	●	▲
Ипотека и платёжные системы	▲	●
Фармацевтика и аптеки	●	●
Здравоохранение	▲	▼

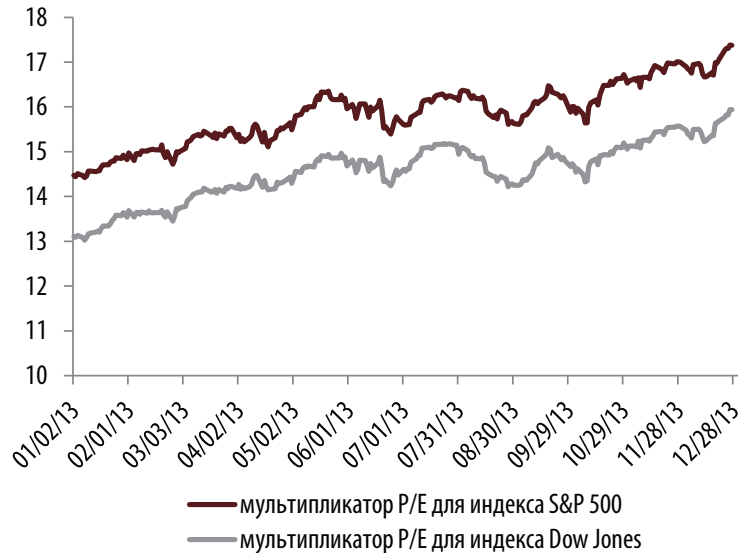
Источник: оценки ИГ «Норд-Капитал»

Особое внимание к себе привлекает нарождающаяся нездоровая тенденция среди крупнейших публичных компаний США: поскольку многие из них уже не могут удовлетворить акционеров темпами своего органического роста, их лояльность всё чаще и чаще приходится зарабатывать повышением уровня дивидендных выплат. «Дивидендная гонка» — вещь крайне опасная, в особенности, на фоне замедления роста прибылей корпораций. Ещё один способ, который — надо признать — оказался весьма успешным на фоне непрерывного роста индексов — активизация слияний и поглощений. За 12 месяцев 2013 года 222 американских компании вышли на IPO, выручив в общей сложности \$55 млрд. Уходящий год стал самым удачным для размещения американских компаний с 2000 года. При этом с момента размещения их акции в среднем подорожали на 35%.

Тем не менее, ввиду нерешённости одного из двух важнейших вопросов - очередного повышения потолка госдолга — один ответ очевиден: по окончании сезона квартальной корпоративной отчётности фондовый рынок будет характеризоваться повышенной волатильностью.

16.01.2014

ГРАФИК 29. Динамика капитализации чистой прибыли индексов S&P 500 и Dow Jones с начала 2013 г.

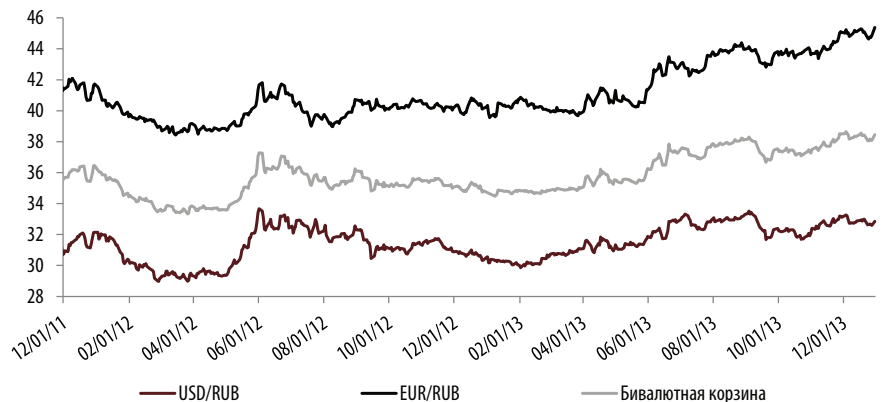


Источник: Bloomberg

РУБЛЬ, ДОЛЛАР И ЕВРО

Никто не будет спорить с тем, что последний квартал 2013 года был для рубля непростым. В конце года давление на национальную валюту возросло. Во-первых, мы узнали о том, что **сворачиванию программы QE** в Штатах всё же быть. Однако отметим, что эта новость была воспринята глобальными рынками вполне неплохо, и в итоге ударом для них не стала. А вот **своё локальное «во-вторых» куда сильнее сыграло на нервах рубля**. Мы имеем в виду историю с отзывами лицензий у российских банков (подробнее об этом и сопряжённых рисках читайте в разделе «долговые рынки»).

ГРАФИК 30. Курс доллара и евро, бивалютная корзина



Источник: Bloomberg

Много шума в первый раз наделала история с «Мастер-Банком» (20 ноября), после чего, как раз, единая европейская валюта и штурмовала 45-рублёвый рубеж, а курс доллара взобрался выше 33-рублёвой отметки. Напряжение сбить в итоге так и не удалось, а 13 декабря Центробанк ещё **подлил масла в огонь**, отозвав лицензии сразу

16.01.2014

у трёх банков. В итоге сложилась крайне занятая ситуация: в декабре регулятор в буквальном смысле «забил» рынок ликвидностью (лимиты по операциям аукционного РЕПО были очень увесистыми), но вот к снижению межбанковских ставок это не привело (индикативная ставка Mosprime O/N едва ли не пересекла 7-процентную планку). То есть, денег хотели дать много, но в таком количестве банки их попросту не могли переварить. У них была другая насущная проблема — **кризис доверия**.

В своём базовом прогнозе на прошедший квартал мы закладывались на курс доллара в 32.80 рубль/доллар, тем самым, обеспечив себе почти 100-процентное попадание (в последний торговый день года курс на Московской бирже был лишь на 5 коп. больше). Что же касается евро, то эта валюта чувствовала себя очень бодро, в итоге смогла закрепиться не только выше 44-рублёвой, но и 45-рублёвой отметки. На рынке Forex пара евро/доллар чувствовала себя очень недурно, что накладывало отпечаток и на локальные валютные торги.

В текущих рыночных реалиях мы **не строим иллюзий по поводу будущего российского рубля**, но и окончательно «списывать со счетов» его раньше времени мы бы не стали. Простым гражданам нужно помнить о том, что довольно-таки часто, когда заходят массовые разговоры о девальвации национальной валюты, идёт активное обсуждение в СМИ, **простые граждане оказываются не у дел**: обвала обычно в итоге не происходит, курсы разворачиваются в обратную сторону, или же подрастают ещё, но ненамного. Почему-то многие считают, что рубль в таких ситуациях, как сейчас, ждёт неминуемая гибель, но вопроса, а смогут ли курсы остаться на перегретых уровнях, не возникает.

В целом, мы **ожидаем умеренного ослабления рубля по отношению к доллару США**. В предстоящем квартале преимущество, на наш взгляд будет именно за «американцем». Программу QE в Штатах могут продолжить сворачивать, что на руку доллару (это означает меньше денег, следовательно, и доллар становится более сильным). К тому же, в таких ситуациях страдают активы рискованных стран (к коим относится и рубль). Пока ещё инвесторы несильно расстраиваются из-за небольшого уменьшения объёмов программы, но в ходе дальнейшего урезания их настроение может ухудшиться. Также всё слабее и слабее выглядит наша экономика, не сдаётся инфляция, от чего рубль в следующем году будет получать дополнительные шоки. Вдобавок к этому, у банков могут продолжить отзываться лицензии, а возникновение очередного обострения в банковском секторе сил рублю не добавит. Конечно, о диверсификации своих вложений никогда не надо забывать, уделяя место в своём портфеле разным валютам. Можно, кстати, присмотреться к китайскому юаню. Китайцы очень хорошо смотрятся на фоне остальных стран, не спеша сдавать позиции (выходящие макро-данные часто радуют, превосходя прогнозы аналитиков).

Резюмируя вышесказанное, к событиям, которые могут в предстоящем квартале привести к **повышенной волатильности в рубле**, отнесём:

- возможное продолжение отзыва лицензий Центробанком у российских банков (это может усугубить ситуацию в секторе и вызвать волнения, в том числе и среди простого населения);
- возможное ухудшение настроений на глобальных рынках преимущественно из-за «американцев» (дальнейшее сворачивание QE, госдолг и т.п.);
- неблагоприятный прогноз по экономике РФ на обозримую перспективу (данные по ВВП, инфляции и т.п. сейчас далеки от идеала, часто значительно хуже прогнозов, что также не повышает привлекательность рубля).

ТАБЛИЦА 4. Прогноз на квартал

Курс на 31.03.2014	Базовый сценарий	Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий
Доллар/рубль	33.45	32.90	33.85
Евро/рубль	45.35	44.75	45.70
Евро/доллар	1.355	1.360	1.35

16.01.2014

ОСНОВНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ГЛОБАЛЬНЫМ РЫНКАМ НА I КВ. 2014 ГОДА

«ДЛИННЫЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- Нефть в виде февральских фьючерсов/опционов на Brent (апсайд 8% с учётом стоимости опционов)
- Пшеница в виде мартовских фьючерсов/опционов (апсайд до 15%)
- General Motors (GM) (апсайд до 10%)
- EBay (EBAY) (апсайд до 10%)
- Никель в виде мартовских фьючерсов/опционов (апсайд 8-10% с учётом стоимости опционов)
- Палладий в паре с хеджем на падение индекса CCI (непрерывного сырьевого индекса) > 15% (апсайд до 8% с учётом стоимости опционов)
- ETF на облигации emerging markets (напр., IEMB.LN, EMLC.US, EBND.US и т.д.) (апсайд 6-8%)

«КОРОТКИЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- Nordstrom (JWN) или Abercrombie & Fitch (ANF) (апсайд 5%)
- JP Morgan Chase (JPM) (апсайд до 7%)
- Финансовый субиндекс S&P 500 в виде ETF (IYG, IYF, VFH) (апсайд до 8%)
- «Короткие» позиции против US Treasury bills и notes в виде покупки ETF (SHV, TBZ) (апсайд 4-5%)
- Фьючерсы на кукурузу (апсайд 12-19%)

16.01.2014

МИРОВОЙ РЫНОК ДОЛГА ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ ЕВРОЗОНЫ

ТАБЛИЦА 5. Макроэкономика и долгового рынка еврозоны

Показатель	2010	2011	2012	2013 (П)	2014 (П)
Реальный прирост ВВП (YoY)	2%	1.50%	-0.60%	-0.4% (П)	1%
Инфляция (YoY)	1.61%	2.70%	2.50%	1.34%	1.20%
Безработица (%)	10.13%	10.20%	11.40%	12.1% (П)	12.10%
Счёт текущих операций (% к ВВП)	0.03%	0.10%	1.28%	2.1% (П)	2.20%
Баланс бюджета (% к ВВП)	-6.20%	-4.20%	-3.70%	-3% (П)	-2.60%
Ставка центрального банка	1%	1%	0.75%	0.25%	0.25%
Государственный долг к ВВП	80%	87.30%	90.60%		
Доходность 10-летних облигаций Германии	2.96%	1.82%	1.31%	1.93%	
Доходность 10-летних облигаций Франции	3.36%	3.13%	1.98%	2.56%	
Доходность 10-летних облигаций Италии	4.80%	6.95%	4.48%	4.13%	
Доходность 10-летних облигаций Испании	5.44%	4.99%	5.20%	4.15%	
Доходность 10-летних облигаций Португалии	6.56%	12.21%	6.75%	6.13%	
Доходность 10-летних облигаций Греции	12.47%	34.96%	11.90%	8.42%	
EUR/USD	1.3384	1.2961	1.3193	1.3742	

Источник: *Bloomberg*

Примечание: (П) – консенсус-прогноз *Bloomberg*; значения по доходностям – на конец года

Уходящий квартал был относительно успешным для еврозоны в части выходящих макроэкономических данных. Улучшающиеся данные по счёту текущих операций и продолжающаяся успешная политика по сокращению дефицита бюджета в странах еврозоны способствовали росту спроса на активы, номинированные в евро. Что касается валюты еврозоны, то её укреплению не помешали даже продолжающиеся меры по смягчению монетарной политики со стороны ЕЦБ. Последний, вопреки ожиданиям большинства экспертов, снизил ключевую ставку на 25 б.п., что послужило дополнительным фактором в пользу продолжения снижения доходностей по облигациям стран PIGS (Ирландия недавно объявила, что полностью справилась с последствиями кризиса и более не нуждается во внешней финансовой помощи). Тем не менее, здесь следует иметь в виду, что возможности для дальнейших действий в части смягчения денежно-кредитной политики ограничены.

При этом, что касается бондов двух ключевых стран еврозоны – Германии и Франции – то здесь наблюдались преимущественно распродажи ввиду их непривлекательно низкой доходности в условиях стабилизирующейся экономики региона. В целом же, сужение кредитных спредов между странами еврозоны – безусловно, позитивный фактор, который облегчает возможности для заимствований на открытом рынке наиболее уязвимым участникам валютного союза. Тем не менее, на наш взгляд, возможности для дальнейшего сокращения кредитных спредов в таких странах как Италия и Испания ограничены. Это

16.01.2014

заметно не только из-за их существенного снижения доходности за последний год, но и при анализе их динамики относительно других суверенных бондов. Так, средняя корреляция 10-летних облигаций Германии, Франции, Италии, Испании с другими странами еврозоны находится примерно на одном и том же уровне (в пределах 48.71% - 49.96%), в то время как у Португалии и Греции она существенно ниже (30.74% и 35.3% соответственно). Таким образом, доходности бондов двух последних стран больше реагирует на текущие макроэкономические условия, чем на общую конъюнктуру на долговых рынках.

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

10-летняя облигация	США	Германия	Франция	Италия	Испания	Португалия	Греция
США	100.00%	64.00%	46.10%	44.40%	30.40%	16.40%	5.80%
Германия	64.00%	100.00%	71.30%	40.60%	39.60%	13.10%	21.10%
Франция	46.10%	71.30%	100.00%	45.20%	42.00%	7.10%	29.30%
Италия	44.40%	40.60%	45.20%	100.00%	73.10%	16.90%	28.20%
Испания	30.40%	39.60%	42.00%	73.10%	100.00%	27.80%	28.80%
Португалия	16.40%	13.10%	7.10%	16.90%	27.80%	100.00%	33.90%
Греция	5.80%	21.10%	29.30%	28.20%	28.80%	33.90%	100.00%
Средняя корреляция с другими странами	43.87%	49.96%	48.71%	49.77%	48.81%	30.74%	35.30%

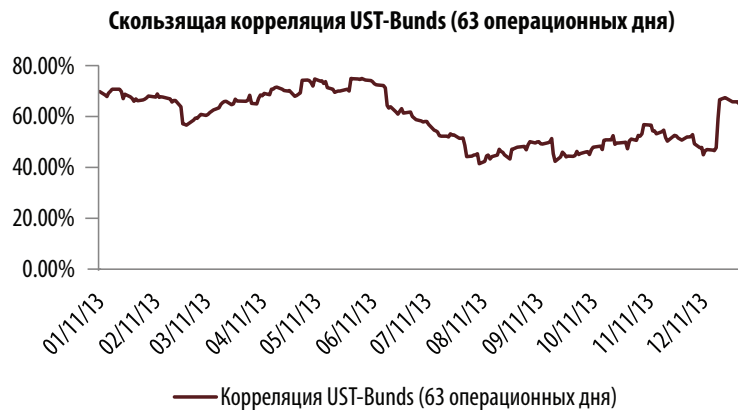
Источник: Bloomberg

Тем не менее, здесь следует иметь в виду, что возможности для дальнейших действий в части смягчения денежно-кредитной политики ограничены. С учетом того, что инфляция в еврозоне в настоящий момент держится уверенно выше 1%, достаточно сложно представить, что регулятор пойдет на то, чтобы снизить ключевую ставку до 0. В конце 2013 г. подобное мнение озвучил и глава ЕЦБ Марио Драги в интервью немецкому журналу «Шпигель», отметив также, что в настоящий момент не может быть и речи о дефляции: «В настоящий момент мы не видим непосредственной нужды в действиях... У нас не японские условия». Исходя из этого, вполне вероятно, что последнее снижение ключевой ставки стало завершающим этапом по дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики, вследствие чего к концу года мы и увидели обновление годовых максимумов по паре EURUSD. Однако этот же фактор будет сдерживать возможное снижение доходностей облигаций стран еврозоны. Впрочем, регулятором были созданы достаточно комфортные условия для восстановления экономики в части предоставления дешевой ликвидности, на фоне чего у инвесторов может сохраниться аппетит к риску в части спроса на наиболее высокодоходные бонды (в первую очередь, на португальские и греческие, как мы уже отметили выше).

Не в пользу продолжения роста евро относительно американского доллара с другой стороны выступает то, что пока ЕЦБ придерживается предельно мягкой денежно-кредитной политики (насколько это позволяют текущие макроэкономические условия) со стороны ФРС уже объявлены меры по сворачиванию политики количественного смягчения. Как мы знаем, с начала 2014 г. программа QE будет урезана на \$10 млрд ежемесячно. С одной стороны, это придаст вес USD, с другой — может негативно сказаться на казначейских облигациях, что приведет к росту их доходности. Последнее является фактором и для продолжения роста доходностей и по немецким Bunds. Как видно из графика ниже, за последний квартал корреляция между US Treasuries и немецкими суверенными бондами существенно возросла.

16.01.2014

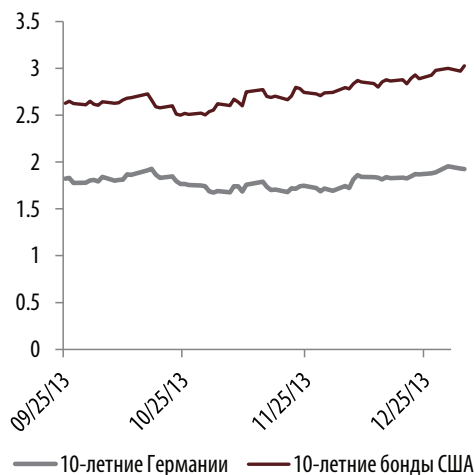
ГРАФИК 31. Скользящая корреляция между 10-летними облигациями США и Германии



Источник: Bloomberg

Если сопоставить динамику облигаций США и Германии, то при относительно большей устойчивости последних всё же видно, что периодически по ним происходит рост доходностей вслед за US Treasuries. Таким образом, сворачивания программы QE может негативно сказаться и на немецких гособлигациях.

ГРАФИК 32. Динамика доходностей облигаций США и Германии



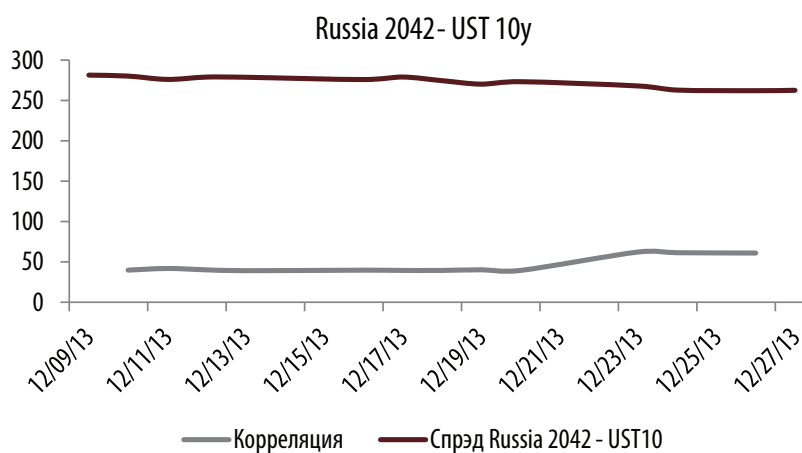
Источник: Bloomberg

16.01.2014

ЕВРОБОНДЫ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

Несмотря на то, что номинально по российским евробондам в уходящем квартале мы видели рост доходностей, в относительных единицах это был не самым неудачным периодом. Так спрэд между Russia 2042 и UST 10 снизился с 283 б.п. до 261 б.п. Тем не менее, подобная динамика является скорее следствием роста аппетита к риску на мировых рынках, а не улучшением сентимента в отношении России. В качестве яркого примера можно вспомнить динамику тех же облигаций PIGS, по которым наблюдалось не только уменьшение кредитных спрэдов к UST и немецким Bunds, но и фактическое снижение доходностей вопреки негативной динамики бенчмарков. Также можно отметить и увеличивающуюся корреляцию между российскими евробондами и UST в течение прошлого квартала, что также не свидетельствует в пользу возможности дальнейшего сужения кредитных спрэдов.

ГРАФИК 33. Корреляция и спрэд между доходностями



Источник: Bloomberg

В целом, на фоне замедления экономического роста РФ и дефицитного бюджета в настоящий момент не приходится надеяться на снижение премии за кредитный риск по российским евробондам. Также не вселяют пока оптимизма и корпоративные евробонды российских эмитентов неинвестиционного качества: в особенности это касается банковского сектора. Вспомним, что в ушедшем квартале на межбанковском рынке ставка MosPrime обновила свои двухлетние максимумы. В этих условиях следует сосредоточиться по-прежнему на относительно «коротких» выпусках хорошего кредитного качества. При этом, в отсутствие предпосылок для снижения доходности оптимальным будет покупка евробондов со встроенными опционами call эмитента, по которым будет предусмотрена дополнительная премия.

16.01.2014

РЫНКИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ ПОД ПРИЦЕЛОМ РЕГУЛЯТОРА

«ЛИЦЕНЗИОННЫЕ» СТРАСТИ НА БАНКОВСКОМ ПЛАЦДАРМЕ

Во второй декаде декабря Банк России вновь разворошил банковский улей, **отозвав лицензии** сразу у трёх его жителей — «Инвестбанка», «Смоленского банка», а также «Банка проектного финансирования» (БПФ). У данных организаций были выявлены грубые нарушения, за что они в итоге и заплатились самым дорогим, что у них было. Так или иначе, **«зачистка» продолжается**. В момент смены руководства ЦБ РФ (когда Сергей Игнатьев последний месяц пребывал во главе регулятора) мы услышали много откровений, которые впоследствии были подкреплены действиями, но уже со стороны новой главы — Эльвиры Набиуллиной. Борются, в частности, и с **«большой стиркой»** (отмыванием средств) среди банкиров. Многие лишившиеся погон банки были уличены в подобных махинациях. Также к этому приплюсовываются и предоставление заведомо ложной отчетности, прочие сомнительные операции, направленные на вывод активов, многократное нарушение требований и предписаний ЦБ РФ и другие нарушения.

Понятно, что в большинстве случаев лицензии отзывают за дело, а не просто так, на пустом месте, однако снятию **общерыночного напряжения** это не способствует. Как правило, после громкого разоблачения, как это было с «Мастер-Банком», а впоследствии с вышеупомянутой троицей, начинают расти межбанковские ставки. На этом фоне рубль не укрепляется, а слабеет (что также показательно), а Центробанк во имя обеспечения стабильности «заливает» рынок ликвидностью (лимиты по недельному РЕПО в конце года ни раз били исторические рекорды, об этом подробнее расскажем в последующих параграфах стратегии). Регулятор теперь куда в большей степени отвечает за контроль над кредитными организациями, обретая новый функционал. Собственно, отголоски этого мы и видим.

ГРАФИК 34. Помесячная статистика по страховым случаям АСВ



Источник: Агентство по страхованию вкладов

16.01.2014

Ни раз, кстати, происходящее комментировал президент «ВТБ 24» Михаил Задорнов, высказывания которого не способствовали улучшению настроения вкладчиков. Согласно его словам, **среди ТОП-50 банков также есть претенденты на отзыв лицензии**, такие кредитные организации уже находятся в предбанкротном состоянии. Дословно было сказано: «Рынок их знает и видит. Будет ли ЦБ у них отзываться лицензии? - Не знаю. Он, видимо, будет выстраивать политику так, чтобы иметь и свой ресурс, и ресурс АСВ, чтобы процесс был управляемый, чтобы люди не пугались» («Интерфакс»). После истории с «Мастер-банком» глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина также упоминала о том, что проблемы есть не только у этой кредитной организации.

Раз так (история с отзывами лицензий ещё не завершена), то возникает логичный вопрос «а **хватит ли средств у Агентства страхования вкладов (АСВ)** и надолго ли?». Мы видим, что пока чрезмерных поводов для беспокойства нет. Так, например, совокупный размер страхового фонда АСВ по состоянию на 2 декабря текущего года составлял 227.1 млрд рублей, за вычетом сформированного резерва для выплат по наступившим страховым случаям сумма получается более скромная — 185.5 млрд руб. Теперь посмотрим на депозитную базу банков с отзыванной 13 декабря лицензией. Так, «Инвестбанк» собрал депозитов почти на 40 млрд рублей, БПФ и «Смоленский банк» - по 15 млрд рублей с небольшим (если из этих сумм вычесть вклады, превышающие 700 тыс. рублей, то перечисленные три суммы будут меньше). Так что пока в резерве у АСВ остаётся ещё определённое количество средств — более 100 млрд рублей (**на несколько крупных банкротств хватит**). Но если и эти средства закончатся, то система коллапса не испытает. Не так давно (в конце октября) комитет Госдумы по финансовому рынку поддержал поправку, согласно которой **АСВ сможет брать у Центробанка кредиты без обеспечения** сроком до 5 лет в целях сохранения финансовой устойчивости банковской системы. Так что пока эта система обещает быть довольно стрессоустойчивой. Однако, как говорится, «на других надейся, а сам не плошай». Давать одному банку более 700 тыс. рублей (больше страховой суммы) сейчас явно не стоит. Лучше распределить свои финансы по нескольким кредитным организациям.

Тут, как говорится, главное не переборщить. Понятное дело, что на регуляторе сейчас большая ответственность по надзору, отмыв денег и отток капитала у всех уже как кость в горле, но надо понимать, что, спровоцировав массовую панику со стороны простых вкладчиков, можно получить совсем иную, не меньшую по масштабу и опасности проблему — **массовый отток вкладов населения с депозитов**. Нужно, как раз, больше бояться не роста недоверия банков друг к другу - они варятся в одной среде, а роста недоверия вкладчиков к сектору в целом. Естественно, после громких отзывов лицензий присутствует и напряжение в отношениях между самим регулятором и банками. Банкиры не на шутку, кстати, были перепуганы, просили представителей ЦБ РФ быть более осторожными в высказываниях на публике, так как «громкие» речи как раз могут вызвать волну недоверия.

Полагаем, что в следующем году отзыв лицензий найдёт своё продолжение, но «темпераментность» будет поменьше. Такой же позиции, кстати, придерживается и упомянутый выше Михаил Задорнов («продолжение в более упорядоченном режиме»).

Не одни мы испытываем беспокойство по поводу того, что с отзывом лицензий могут в какой-то момент переборщить. В декабре (акkurat 13 числа, после появления сообщения об очередном отзыве лицензий) по данному поводу высказался и нынешний глава Минэкономразвития (ещё не так давно числившийся в штате Центробанка) Алексей Улюкаев. Он выразил надежду на то, что ЦБ при формировании такой жесткой политики учли все риски: **«Реакция общества иногда бывает трудно предсказуема.** Конечно, она должна учитываться. Надеюсь, что коллеги тоже это учитывали».

16.01.2014

ПРОДОЛЖАЮЩАЯСЯ БОРЬБА С РОЗНИЧНЫМ КРЕДИТОВАНИЕМ

Банковский сектор в 2013 году не сильно-то стремился «залечь на дно», продолжая активно раздавать розничные кредиты. Как мы помним, в 2012 году темпы роста потребительского кредитования составили почти 40%. В 2013-м валовый результат по сектору, вероятнее всего, будет менее выразительным, но всё равно довольно-таки ярким и далёком от целей регулятора (в районе 30%). Однако **тенденция к замедлению темпов роста, на наш взгляд, продолжится и в следующем году**. Ряд превентивных мер Центробанк предпринял, но не за горами и новые стопоры.

Если говорить о том, что уже было сделано, то это, прежде всего, мартовское повышение требований к резервам по потребкредитам. Причём, не какое-то символическое, а более чем заметное — вдвое. Также, начиная с июля, были повышены коэффициенты риска по наиболее «ростовщическим» кредитам со ставкой более 25% годовых. Была введена следующая градация (согласно инструкции ЦБ РФ №139-И) исходя из размера полной стоимости кредита: до 25% - коэффициент 1; 25-25% - коэффициент 1.1%; 35-45% - коэффициент 1.4; 45-60% - коэффициент уже 1.7; как апогей — более 60% - коэффициент 2. В преддверии вступления в силу июльских поправок очень многие банки, кстати, «сбили» ставки, дабы минимально пострадать от новых требований.

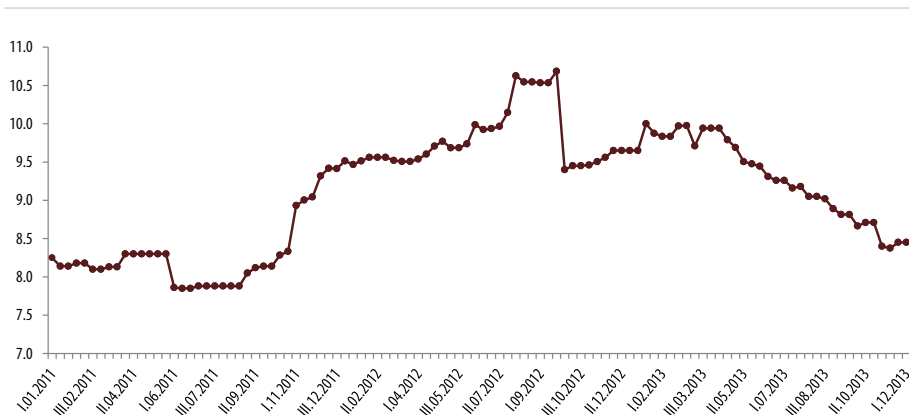
Планы на следующий год также довольно решительные. В частности, из уже озвученных выделим инициативы по дальнейшему повышению коэффициентов риска по необеспеченным потребительским кредитам по ссудам с наиболее завышенными ставками втрое! То есть, если сейчас коэффициент по кредитам со ставкой более 60% (см. выше) составляет 2, то будет он равен 6-ти. Если ставка от 45 до 60%, то коэффициент устремится с 1.7 до 3-х. Разница видна невооруженным глазом, для банков это существенная метаморфоза. Ни раз в прошлом году регулятор пытался узаконить поправку, запрещающую банкам выдавать кредиты по ставкам, сильно разнящимися со среднерыночными (более чем на 30%). Это удалось сделать не сразу, но всё же своего добились. Так, в третьей декаде декабря Владимир Путин подписал закон, согласно требованиям которого **полная стоимость потребительского кредита не сможет превышать рассчитанное ЦБ РФ среднерыночное значение более чем на треть**. Вступают в силу данные требования лишь с 1 июля 2014 года, однако и за полугодие они смогут оказать своё сдерживающее влияние на рынок. Тем самым, мы получим своеобразный **аналог средней депозитной ставки**, которая также рассчитывается регулятором и является ориентиром для банковского сообщества.

Кстати, раз уж речь зашла о депозитах, то и они волей-неволей страдают от действий регулятора, причём, довольно сильно. Вот, например, первый зампред ЦБ РФ, руководитель Службы Банка России по финансовым рынкам Сергей Швецов в первой половине декабря давал интервью на тему будущего нашего финансового рынка, в т.ч. и о роли надзорных органов, а также о необходимости повышения роли небанковского сектора на финансовом рынке. При этом присутствовала одна интересная фраза в его речи «абсолютно точно мы не собираемся стимулировать вложения физических лиц в инструменты небанковского сектора путем снижения привлекательности депозитов». Как мы уже написали выше, при текущей направленности политики регулятора этого избежать не получится. Почему? Центробанк продолжает и будет продолжать борьбу с кредитным перегревом, повышая требования по резервам и т.п. Уже два года в секторе потребительского кредитования - бум (рост на уровне 30-40 процентов), что сильно выбивается из видения регулятора. Естественно, **если кредитную активность будут продолжать сбивать, то и депозитов банкам столько не нужно будет**. И что они сделают, чтобы «охладить» пыл клиентов? Правильно, понизят ставки, что мы уже ощутили в текущем году.



16.01.2014

ГРАФИК 35. Максимальная процентная ставка по рублёвым вкладам десяти крупнейших банков (подекадные данные)



Источник: Банк России

Динамика депозитных ставок прекрасно прослеживается на представленном выше графике. Так, смотря на максимальную процентную ставку по рублёвым вкладам в ТОП-10 банков (её каждую декаду подсчитывает ЦБ РФ), мы видим, как значительно она снизилась с того момента, как была начата кампания против кредитного перегрева (это произошло ещё в 2012 году). Если говорить о прошедшем 2013-м году, то за данный отчётный период **ставка снизилась ни много ни мало на 1.2 п.п. – до уровня 8.45% годовых** с 9.65% годовых на конец октября. Безусловно, у большинства розничных банков ставки выше, но они должны в проводимой депозитной политике ориентироваться именно на этот бэнчмарк (средняя ставка + максимум 2 п.п.; всё, что выше, вызывает вопросы у регулятора).

В октябре прошлого года, кстати, первый зампред Банка России Алексей Симановский достаточно красочно и поэтично описал планы регулятора, сказав следующее: «Меня уже много лет рост любого сегмента активов не то что на 50% или 60%, но и на 40% напрягает, так сказать, не оставляет равнодушным. Я начинаю успокаиваться где-то с 25%, имея в виду российские условия. Это как температура. Некоторые и при 25% чувствуют себя комфортно, я чувствую, что немного жарковато. Когда 20-22%, - чувствую себя уже очень хорошо. Это нормальные условия экономического роста». Так что пока Алексей Симановский явно пребывает в тревожном состоянии, синдромы которого будут по-прежнему продолжать искоренять.

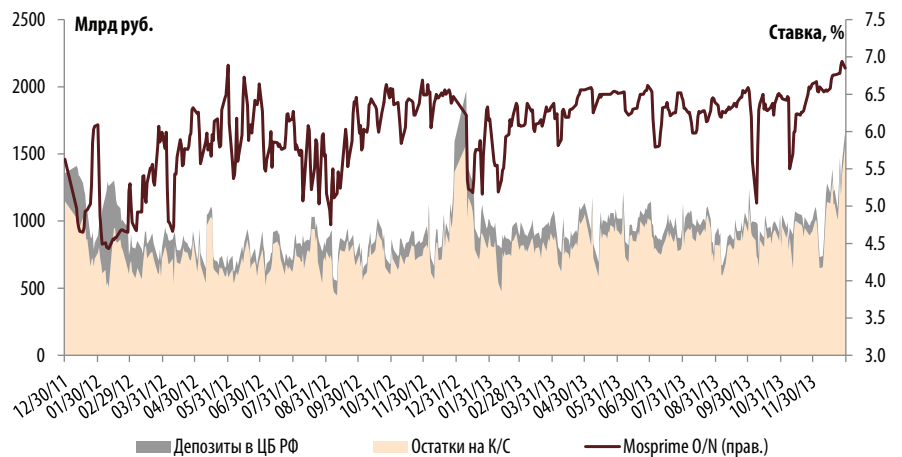
Резюмируя всё вышесказанное, **банкам сейчас приходится совсем не сладко**: Банк России ведёт с ними борьбу разными, подчас довольно утончёнными методами. Если борьба с кредитным перегревом вызывала у кредитных организаций терпимое беспokoйство, то вот **истории с отзывами лицензий**, нередко с криминальным сюжетом (отмывание преступных доходов и т.п.) уже **заставляют беспокоиться куда сильнее**. Они заставляют беспокоиться сами банки, которые задаются вопросом «кто на новенького». Они заставляют переживать вкладчиков, которым далеко не безразлична судьба своих кровных вложений. Также подобные «лицензионные страсти» **ставят под удар и бонды банков-эмитентов**. Немало профучастников закрывают лимиты на банки и их облигации (продавая уже имеющиеся в портфеле бонды), а также воздерживаются от покупок новых бумаг данной категории. Опираясь на вышесказанное, мы бы также пока советовали воздержаться от покупки таких облигаций в предстоящем квартале, сконцентрировав свое внимание на небанковских бумагах.

16.01.2014

ЛИКВИДНОСТЬ: МОРЕ ВОЛНУЕТСЯ РАЗ...

Текущие действия и проводимая Центробанком политика, бесспорно, говорят нам о **сохраняющемся дефиците ликвидности в банковском секторе**. Причём такой показатель, как совокупный объём банковской ликвидности (сумма средств банков на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ), сейчас становится всё менее актуальным, и надо смотреть на чистую ликвидную позицию. Первый показатель (совокупный объём) может казаться неплохим (выше триллиона), а вот чистая ликвидная позиция при этом будет находиться в глубоком минусе (более 2 трлн рублей).

ГРАФИК 36. Совокупный объём банковской ликвидности



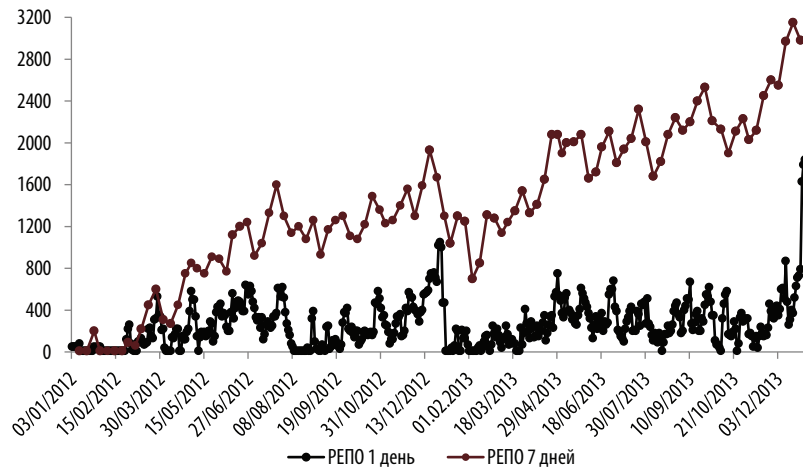
Источник: Банк России

Собственно, глядя на представленный выше график, мы видим, что в конце года на фоне «всплеска» ликвидности и предложения средств со стороны Банка России ставки, напротив, росли. Правила игры на денежно-кредитном рынке сейчас более сложные, чем несколько лет назад.

Критичной текущую ситуацию мы бы пока не стали называть, несмотря на то, что показатель по задолженности банков превысил уровни кризисного 2009 года. Львиная доля этой задолженности выпадает на краткосрочное РЕПО (1 день и неделя). Этот инструмент как раз и родился из последнего кризиса, до этого такой опции у банков не было. Так как тогда он только появился, то и распространён был не так широко. Тогда, в 2009-м, лимиты по РЕПО были куда меньше, чем сейчас, как правило, не превышая 100 млрд рублей ни по недельному, ни по 1-дневному РЕПО. Сейчас же лимит по недельному РЕПО составляет в большинстве случаев более 2 трлн рублей. Банк России в этом году, да и в прошлом квартале не раз устанавливал исторический рекорд по лимиту на данный вид операций, который в итоге превысил 3-триллионную отметку.

16.01.2014

ГРАФИК 37. Объем лимитов по одно- и семидневным аукционам прямого РЕПО ЦБ РФ

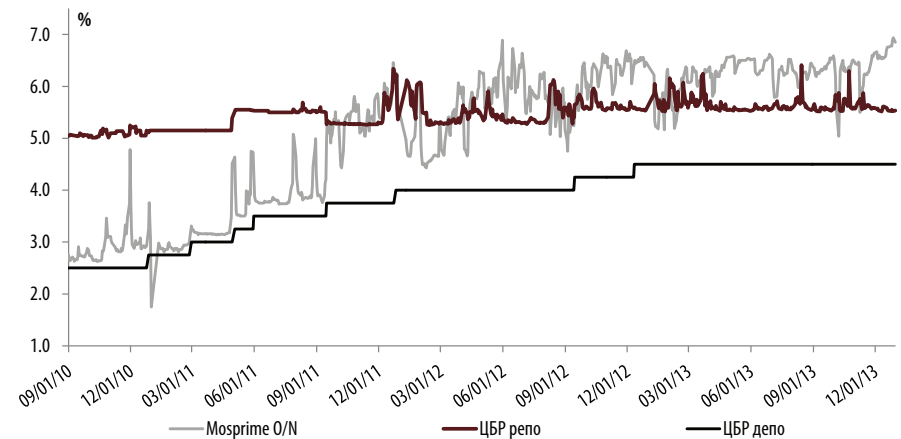


Источник: Банк России

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 выше, нежели в 3-м квартале (401 млрд рублей против 302 млрд рублей). По **недельному РЕПО** мы видели **очередные исторические максимумы**. Максимальным было значение в 3150 млрд рублей. Среднее же значение лимита по недельному РЕПО находилось на уровне 2435 млрд рублей в сравнении с 2100 млрд рублей прошлого квартала. В общем, сценарий предыдущего квартала повторился: в свете планируемого перевода рынка на недельное РЕПО Центробанк продолжает перемещать фокус своего внимания (объем предложения) на этот вид операций с более короткого 1-дневного РЕПО.

Однако, опять-таки бурное наводнение ликвидности, устроенное Центробанком в декабре во имя поддержания стабильности на банковской арене, **не смогло понизить ставки на межбанковском рынке**. Они, напротив, продолжали расти. В целом, декабрьский тройной отзыв лицензий в пятницу тринадцатого пришёлся не к месту, это было сделано в преддверии почти стартовавшего налогового периода. В итоге индикативная межбанковская ставка Mosprime по кредитам «овернайт» в последнем месяце года вплотную подошла к 7-процентному рубежу.

ГРАФИК 38. Динамика ставок межбанковского рынка (Mosprime O/N, ЦБР депозит, ЦБР репо)



Источник: Банк России

16.01.2014

В 2014 году ситуация с ликвидностью лучше не станет, ожидается дальнейшее нарастание дефицита. Так, например, в конце года по «ликвидному» поводу высказался глава Службы Центробанка по финансовым рынкам Сергей Швецов, который ожидает в предстоящем году роста дефицита ликвидности и дюрации сделок РЕПО (выступал он на Репо-форуме, проходящем в Москве). Ему вторила и первый зампред банка Ксения Юдаева, в качестве аргументации приводя цифры по уже очень солидной задолженности банков, в частности, и по РЕПО.

Ничего не поделаешь, нехватка ликвидности — уже хроника, и первую скрипку здесь предстоит играть никому иному, как ЦБ РФ. **Опции того же РЕПО (и не только), кстати, также планируется расширять,** давая банкам новые каналы ликвидности. Московская биржа, например, сообщила о том, что в 1-м полугодии 2014 года намерена допустить еврооблигации к биржевому РЕПО с ЦБ РФ, а также междилерскому РЕПО. На текущий момент ни с какими еврооблигациями кроме суверенных делать биржевое РЕПО с регулятором банки не могут.

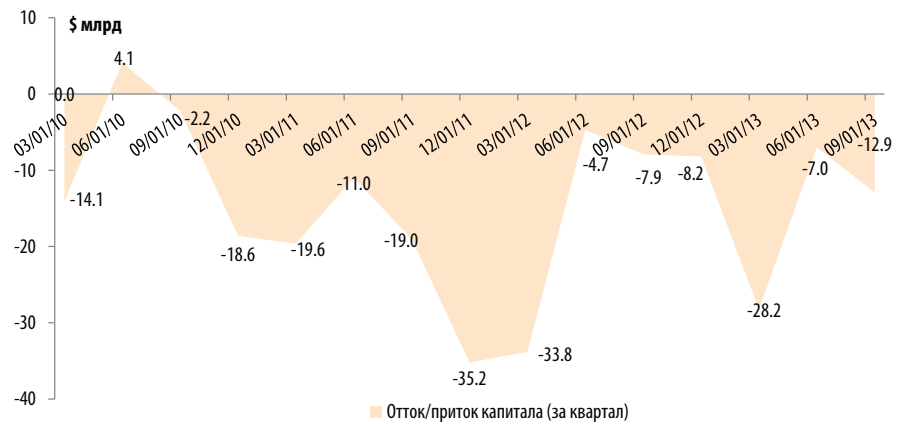
Полагаем, что основным каналом ликвидности в следующем году вновь останется **аукционное РЕПО с ЦБ РФ,** при этом лимиты по недельному РЕПО обновят новые максимумы (выше 3.15 трлн рублей). Произойдёт это потому, что Банк России окончательно сместит фокус своего внимания с 1-дневного на 7-дневное РЕПО. В феврале 2014 года, как мы знаем, регулятор приостановит проведение операций 1-дневного аукционного РЕПО на ежедневной основе. При этом окончательно списывать со счетов «короткое» РЕПО он не будет, оставив за собой право на проведение точечных (нерегулярных) аукционов РЕПО сроком 1-6 дней. Что касается **кредитов под нерыночные активы,** то данная практика найдёт продолжение и в следующем квартале, только будет она чуть видоизменена (об этом было сообщено в декабре). Также такие аукционы будут впредь проводиться не раз в квартал, а раз в месяц. Полагаем, что задолженность по данным операциям возрастет.

Не будем забывать и о том, что банкам **нужно будет считаться и с требованиями Базеля III.** Первый зампред Центробанка Ксения Юдаева ранее говорила о том, что регулятор планирует в 2014 году предоставлять банкам «линии ликвидности» для соответствия их нормативам краткосрочной ликвидности Базеля III. Согласно требованиям Базеля с 2015 года должны быть введены показатели ликвидности, до этого момента необходимо проработать **механизм «контрактных линий».** Такие линии будут преследовать своей целью поддержание достаточного уровня ликвидности у кредитных организаций в случае стрессовых и кризисных ситуаций.

К сожалению, **проблема оттока капитала так и не решилась,** так что наш скепсис по этому поводу в начале 2013 года был вполне уместен. На представленном ниже графике мы видим, что внутренняя копилка продолжает опустошаться, и конца-края этому пока не видно. Если мы просуммируем все выходявшие в этом году поквартальные данные, то увидим, что за 9 месяцев (январь-сентябрь) улетучился ещё 48.1 млрд долларов. В предшествующем 2012 году из страны убыло 54 с небольшим млрд долларов, так что лучше не только не стало, но и, скорее всего, итоговый результат будет только хуже. Причём данные по оттоку за октябрь 2013 года как-то «замыли», - в прессе сообщений на эту тему не было. За ноябрь предварительную цифру МЭР озвучило — в районе 4-5 млрд долларов. Ведомство, кстати, в начале декабря улучшило свой прогноз по оттоку на весь 2013 год до 57 млрд долларов с ранее ожидаемых 70 млрд долларов. До этого, в ноябре, свой прогноз улучшил и ЦБ РФ — до 55 млрд долларов с 62 млрд долларов.

16.01.2014

ГРАФИК 39. Приток/отток капитала в России (поквартальные данные)



Источник: Минфин, ЦБ РФ

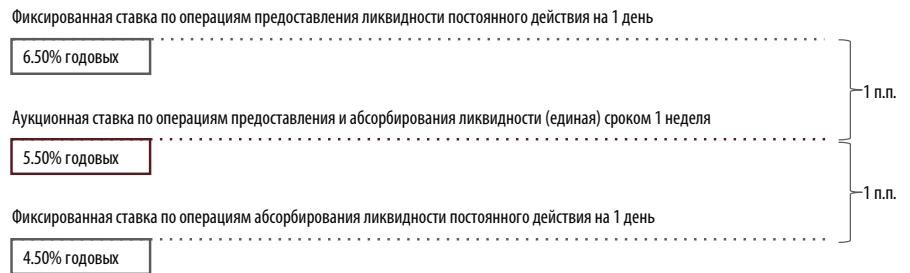
Вот вам и прогнозируемое многими в начале года замедление оттока. И становится эта проблема в текущих условиях (малая инвестиционная активность, замедление экономики и т.п.) всё большим бельмом на глазу. **Центробанку предстоит решать ещё одну дилемму: как заметно снизить отток, при этом не «убив» банковский сектор (не вызвав паники среди населения).** До этого главной темой для обсуждения (в момент руководства Сергея Игнатьева) была иная дилемма: понижать ставки или нет при не собирающейся замедляться инфляции и слабеющей экономике. Сейчас тема уже не так актуальна.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА: ВЫСОКАЯ ИНФЛЯЦИЯ ПОБЕДИЛА ЭКОНОМИЧЕСКУЮ СЛАБОСТЬ

После сентябрьского процентного прыжка, когда регулятор навёл генеральную уборку в процентных ставках, ничего интересного не происходило, - воцарился **абсолютный процентный штиль**. Напомним, что тогда ставка рефинансирования, снижения которой многие ждали с таким нетерпением, была объявлена второстепенной, её место (ключевой ставки) заняла недельная аукционная ставка по операциям предоставления (ломбардные аукционы, аукционы РЕПО) и абсорбирования ликвидности (депозиты), которая пока так и составляет 5.5% годовых. Тогда же был вокруг нового бэнчмарка (ключевой ставки) сформирован и своеобразный процентный коридор, да ещё и с функцией автоматической корректировки. Верхняя и нижняя границы удалены от центра 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»; 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.

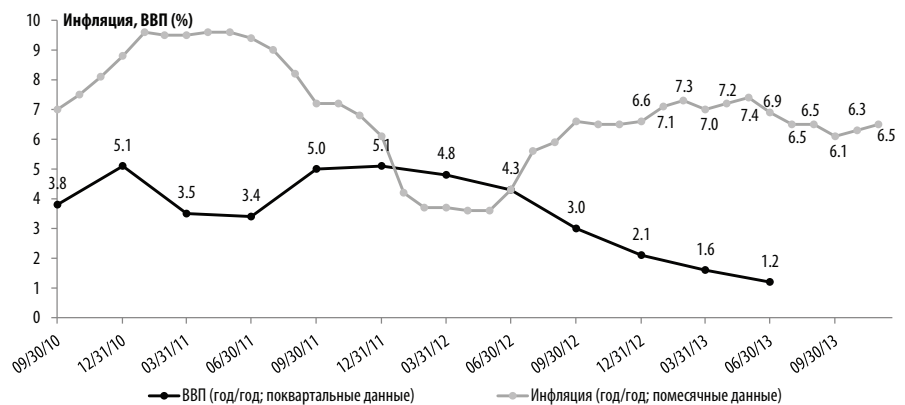


ГРАФИК 40. Процентный коридор Банка России



Собственно, **в последнем квартале года в инфляционном плане всё было довольно-таки безнадежно**. В годовом выражении показатель так и ни разу не вошёл в ключевой ориентир Центробанка в 5-6%. На конец ноября в годовом выражении инфляция равнялась 6.5%. На момент 23 декабря с начала года индикатор составил уже 6.3%, тем самым, ещё сильнее отдалившись от таргета регулятора.

ГРАФИК 41. Общая картина по России: ставки, ВВП, инфляция



Источник: Bloomberg

Интересным было высказывание Минэкономразвития Алексея Улюкаева по инфляционному поводу. По его словам инфляция по итогам 2013 года может с равной вероятностью составить как 6.2%, так и 6.5%. Собственно, этим он хотел подчеркнуть то, что тогда, уже в конце года, видоизменять прогноз было бы нелогично (дословно это было названо «бессмысленной суетой»). Полностью согласны с ним. Всем и так уже было понятно, что в целевой диапазон не уложиться, а «гадать на кофейной гуще» какой же будет инфляция — немного больше или нет — бессмысленно. Для нас главная фраза в этой непростой повести - «стабильно выше ориентира».

Что же касается **экономической картины**, то и тут ничего хорошего пока не произошло. Напротив, оценки темпов роста российского ВВП поступали всё более и более угрюмые. Минэкономразвития ухудшило свой годовой прогноз до 1.4% с предыдущих 1.8%. Также были ухудшены прогнозы и на 2014 (до 2.5% с 3.0%), 2015 (до 2.8% с 3.1%) годы. Более пессимистичными в своих оценках ставки и другие ключевые ведомства.

Говоря о перспективах предстоящего 1-го квартала 2014 года в плане снижения ключевой ставки, мы не испытываем больших иллюзий на этот счёт. Инфляция пока всё же не мизерная, а у Банка России есть относительно новая «фишка» - новый ориентир (ключевая ставка — 5.50%), который и так ниже уровня инфляции. Это своего рода хорошая защита от ненужных вопросов и нападок. В первом квартале неопределённости не будет меньше, так что разгонять инфляцию никто не захочет. **Полагаем, что ставку трогать не будут.**

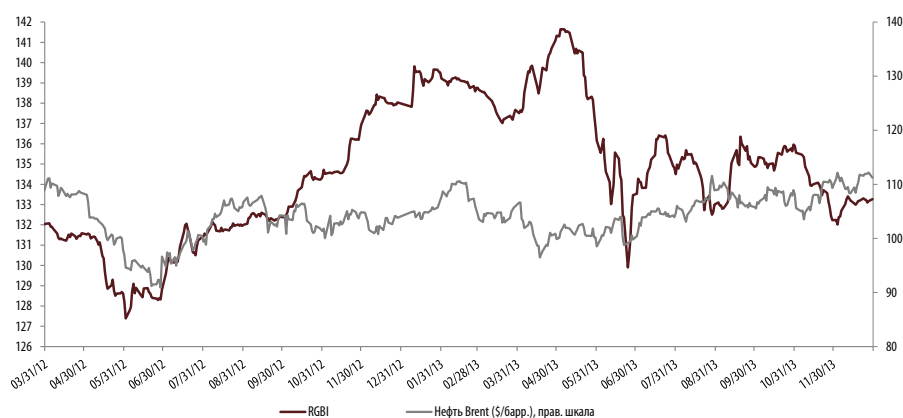
16.01.2014

РУБЛЁВЫЙ РЫНОК ДОЛГА ГОСУДАРСТВЕННЫЕ БУМАГИ: ОТНОСИТЕЛЬНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Прошедший 3-й квартал 2013 года **сектор госдолга в итоге завершил в умеренном минусе**. Так, ценовой индекс бумаг RGBI, рассчитываемый Московской биржей, снизился на 1.18% (кварталом ранее индикатор вырос на 1.04%) - до уровня 133.27 пункта.

Нельзя сказать о том, чтобы госсегмент совсем был обделён вниманием инвесторов (аукционы Минфина по размещению ОФЗ не раз сопровождался хорошим переспросом), однако свои **раздражители** всё же присутствовали. Собственно, сказывалось общерыночное напряжение, связанное с возможным сокращением программы QE в Штатах, что понижало спрос и на рискованные классы активов. О присутствии такого напряжения говорит, например, динамика кривой доходности индикативных американских 10-леток (US Treasuries). Мы видим, что после локального снижения доходность вновь возобновляет рост с третьей декады октября, хотя в то время на судьбу QE никто ещё не покушается. Сказывалось на рыночных настроениях и **напряжении на локальной банковской арене**, спровоцированное «громкими» отзывами лицензий у российских банков. Эта «лицензионная» сага, в частности, негативным образом отражалась и на самочувствии рубля, что также подрывало позиции рублёвых государственных бондов.

ГРАФИК 42. Динамика индекса государственных облигаций RGBI, нефть



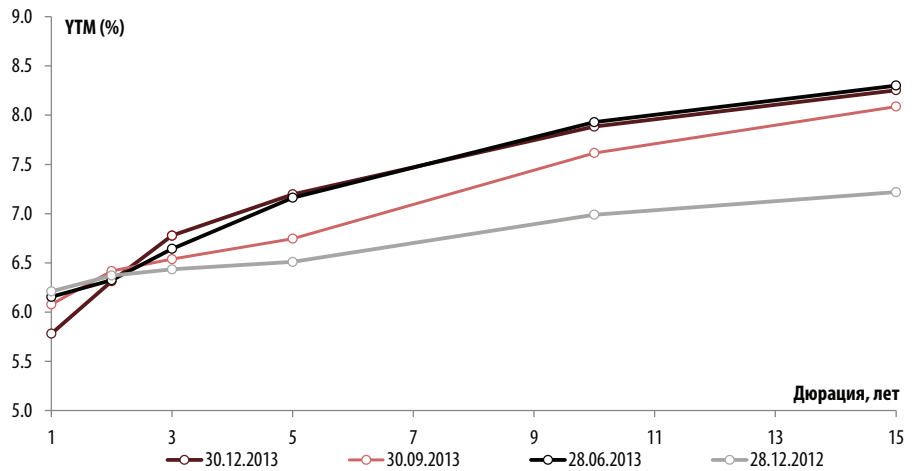
Источник: Московская биржа, Bloomberg

Нефть в целом выглядела в последнем квартале 2013 года довольно стабильно, зафиксировав по его итогам рост более чем на 5%. Однако российский рынок (не только ОФЗ, но и рубль, например) с нефтью в последнее время **раскоррелировались**: рост «чёрного золота» теперь далеко не всегда приводит к росту данных активов. Собственно, наглядное этому подтверждение мы можем получить, посмотрев на представленный выше график.

Что касается кривой доходностей ОФЗ, то в результате умеренного их роста она сместилась вверх, придя к уровням середины 2013 года.

16.01.2014

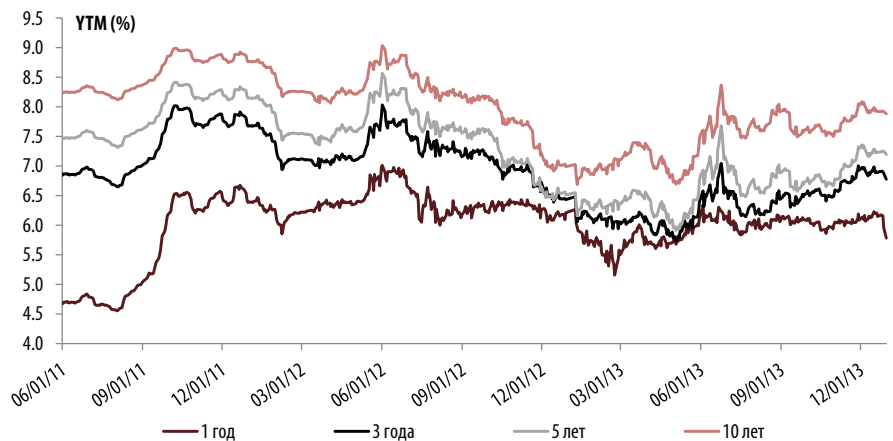
ГРАФИК 43. Кривая бескупонной доходности по ОФЗ



Источник: Bloomberg

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

ГРАФИК 44. Изотермные ряды по ОФЗ



Источник: Bloomberg

Реальные относительные изменения доходностей вы можете увидеть в представленной ниже таблице. Мы отмечаем, что **хуже всего чувствовали себя бонды с длительностью от 3 до 10 лет**, именно на их долю пришёлся наибольший рост доходностей. А более длинные бонды (15-25 лет) как раз пострадали менее сильно.

16.01.2014

ТАБЛИЦА 7. Срез доходностей ОФЗ

Срок (лет)	1	2	3	5	10	15	20	25
30.09.2013	6.08	6.42	6.54	6.75	7.62	8.09	8.36	8.54
31.10.2013	6.01	6.34	6.50	6.68	7.51	7.97	8.25	8.42
29.11.2013	6.08	6.52	6.93	7.30	8.03	8.42	8.65	8.80
30.12.2013	5.96	6.49	6.92	7.28	7.95	8.31	8.52	8.65
Дельта за октябрь (б.п.):	-7	-7	-4	-6	-11	-12	-12	-12
Дельта за ноябрь (б.п.):	8	18	43	61	52	45	41	38
Дельта за декабрь (б.п.):	-13	-3	-1	-1	-7	-11	-13	-15
Итого за квартал:	-12	8	38	54	34	22	16	11

Источник: Bloomberg

Первичный рынок принёс Минфину неплохие плоды. Безусловно, спрос не всегда дотягивал до пожеланий ведомства, но нередко он был и завораживающим. При этом министерство всегда предлагало два выпуска ОФЗ кряду в дни размещений (по средам), обычно не скромничая с объёмами. В итоге предложено бумаг было даже больше, чем изначально планировалось — 366.16 млрд рублей против 340 млрд рублей.

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

Срок до погашения ОФЗ	Объём предложения ОФЗ, млрд руб.		
	4-й квартал	3-й квартал	2-й квартал
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

Всего же удалось продать бондов на 298.24 млрд рублей, так что в целом результат оказался достаточно неплохим. Пока ещё Россия не столкнулась с масштабными бюджетными проблемами и может позволить себе продавать ОФЗ «по рынку», без больших премий к вторичным торгам. Однако, как мы знаем, будущее Минфин прогнозирует не очень благополучное, ожидая со временем нарастания бюджетного дефицита. Пусть пока ещё эти проблемы не докатились до нас, однако уже сейчас план по удлинению сроков долгов начинает выполняться. Полагаем, что и далее министерство будет продолжать **удлинять среднюю дюрацию портфеля ОФЗ**.

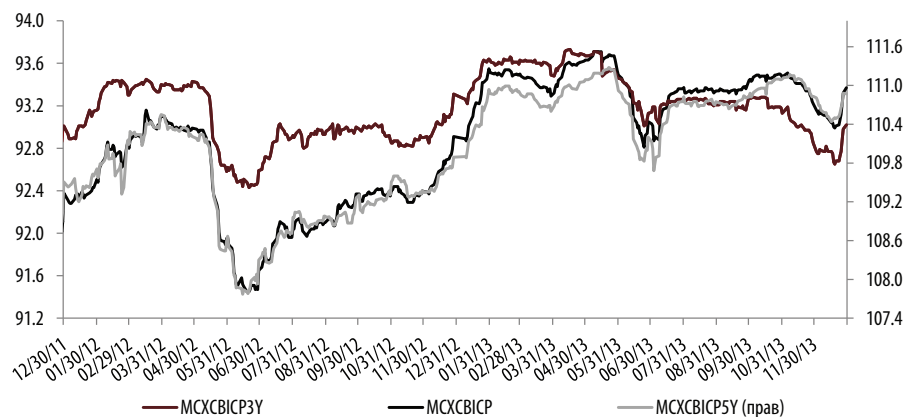
Не исключено, что в предстоящем квартале рынку удастся снять часть напряжения. В начале года ситуация с ликвидностью обычно бывает лучше среднего. Однако надо не забывать и о существующих рисках, как международного, так и локального размаха, которые могут существенно подпортить общую картину. Инвесторам (особенно в длинные бонды), безусловно, нужно держать руку на пульсе, также следя и за атмосферой в российском банковском секторе (дальнейшая тактика ЦБ РФ в плане отзыва лицензий).



КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР

Корпоративные рублёвые бонды львиную долю квартала также находились в неважном расположении духа: цены постепенно сползали вниз. Однако в конце года **участники торгов поднапряглись и обеспечили себе не такую уж плохую переоценку**. В итоге ценовой индекс бумаг МСЭХ СВІ СР, рассчитываемый Московской биржей, понизился всего на 0.07% (после роста предыдущего квартала на 0.42%). Октябрь, по сути, оказался «нулевым» (-0.03%), ноябрь убыточным (-0.27%), а вот декабрь выигрышным (+0.16%). Пока **сильно обольщаться явно не стоит**, рынок смог «отбить» убыток лишь в последние пару-тройку дней, что сильно мозолит взгляд и связано в большей степени именно с фактором конца календарного года.

ГРАФИК 45. Ценовые индексы корпоративных облигаций



Источник: Bloomberg

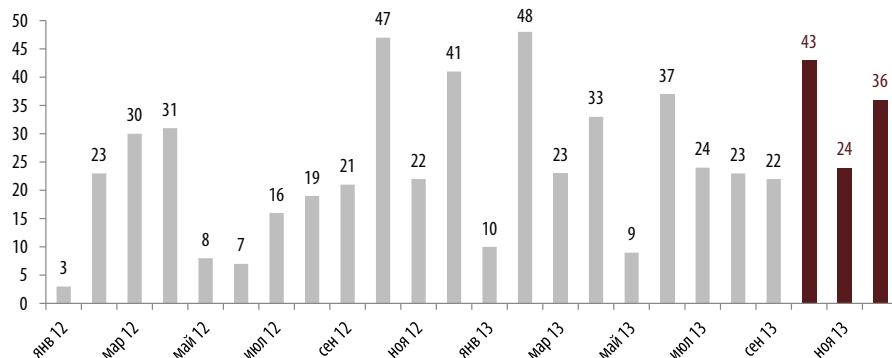
Собственно, **основным раздражителем сектора являлись как раз события не глобального, а локального розлива**, связанные с атаками на банковский сектор. В ноябре много шума наделал лишившийся лицензии «Мастер-банк» (20 число). Шум поднялся из-за того, что подобная история приключилась не с каким-то безликим дистанционно удалённым банком (до этого у дагестанских банков лицензии отзывались пачками, но это не вгоняло рынок в апатию), а с довольно известной кредитной организацией с очень крупной процессинговой сетью. Банк на то время входил в топ-100 по размеру активов, и данный страховой случай претендовал на первенство по масштабу за всю историю существования АСВ. В декабре (13 число), когда многие думали, что регулятор на этом успокоится (видя подобный скачок напряжения), рынок ознакомили с ещё одной **печальной трилогией** (одновременный отзыв лицензий сразу у трёх банков: «Инвестбанк», «Смоленский банк», БПФ). Собственно, подробнее о возможных негативных сценариях, а также существующем кризисе доверия на рынке вы можете прочитать в одном из предыдущих параграфов стратегии. Напряжение налицо, это выражается в **нехарактерно завышенных ставках на межбанке, притом что краткосрочной ликвидности со стороны ЦБ РФ - хоть отбавляй**.

Существующие страхи уже **поставили под удар банковские бонды** преимущественно тех эмитентов, которые не могут похвастаться более-менее солидным рейтингом хотя бы от одного из международных рейтинговых агентств. Немало профучастников закрывали лимиты на банки и их облигации (продавая уже имеющиеся в портфеле бонды) или хотя бы воздерживались от покупок новых бумаг данной категории. Естественно, это не лучшим образом сказывалось на котировках, в результате чего банковские бонды оказались в аутсайдерах квартала. Опираясь на вышесказанное, мы бы пока **советовали крайне взвешенно подходить к вопросу покупки банковских облигаций**.

16.01.2014

На первичном рынке активность находилась на достаточно хорошем уровне. Так, наиболее успешным в плане размещений месяцев выдался октябрь с результатом в 43 выпуска, в ноябре инвесторам сделали 24 предложения, а в декабре добавили ещё 36 выпусков.

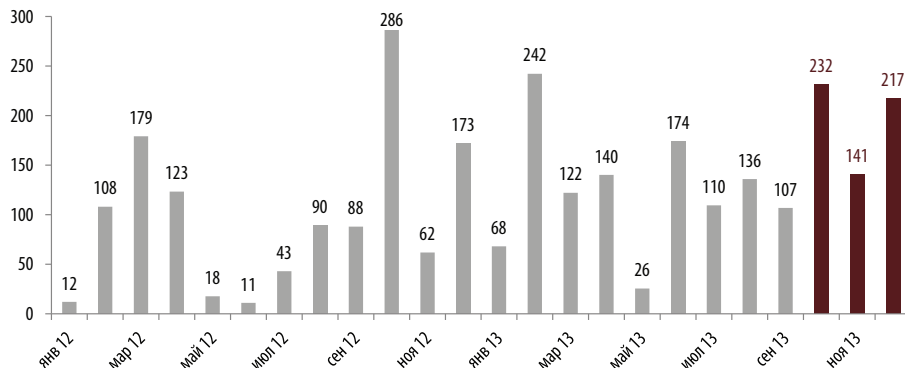
ГРАФИК 46. Количество размещенных выпусков (штук)



Источник: www.rusbonds.ru

Смотря на показатели суммарной выручки, полученной от размещения бондов, мы видим, что данные показатели были также вполне солидными.

ГРАФИК 47. Суммарная выручка при размещении облигаций, млрд руб.



Источник: www.rusbonds.ru

Было немало дебютов, среди которых фигурируют как банковские (Банк БФА-1-об; АйМаниБанк-1-об), так и небанковские заёмщики (Пионер ГК-1-об; ГЕО-ТЕК Сейсморазв-1-об). В предстоящем квартале активность также должна сохраниться на хорошем уровне ввиду того факта, что с долгосрочной ликвидностью дела по-прежнему обстоят довольно туго, а **выход на рынок долга – реальное и действенное решение.**

16.01.2014

БИТВА ЗА ЛОМБАРД: СТОИТ ЛИ ИГРА СВЕЧ?

Банк России последний раз обновлял свой ломбардный список в начале декабря (4 число). Прошёл Совет директоров, по итогам которого и было принято такое решение. В числе прочих **счастливиц** как раз оказались и относительно свежие дебаты октября, такие как: ГЕОТЕК Сейсмразв 1-об (дата размещения: 23.10.2013 г.), Пионер ГК 1-об (дата размещения: 30.10.2013 г.), Банк БФА 1-об (дата размещения: 01.10.2013 г.). Эмитенты всех этих выпусков имеют долгосрочные международные рейтинги от одного агентства - Standard&Poore's - на уровне «B», «B-» и «B» соответственно. Как мы знаем, для получения входного билета нужно как минимум обладать рейтингом не ниже В3/В-/В- (Moody's; S&P; Fitch). Обычно такие новости позитивны для эмитентов, повышая привлекательность их инструментов.

Незадолго до данного известия мы проводили **анализ того, какие выпуски могут быть включены в ломбардный список по рейтинговому критерию**. Таких выпусков на тот момент было совсем немного (см. таблицу снизу). Мы отбирали только тех эмитентов, которые на момент не были представлены в ломбарде ни одним из своих выпусков ввиду того, что **«сюрприз» в этом случае мог бы быть значительнее**.

ТАБЛИЦА 9. Выпуски эмитентов, которые не были представлены в ломбарде ни одним из своих выпусков на конец ноября, при этом соответствуя требованиям по рейтингам (данные на конец ноября)

Облигация, выпуск	Оферта	Погашение	Дюрац. дней	Доход-ть эфф., % год.	Цена чист, % ном.	Купон, % год	В обращении, млн. руб	Рейтинг эмитента (M/S&P/F)	Дата размещения	Статус эмиссии
КЕДР-1-об	28/12/2013	28/06/2014	31	11.16	99.97	10.75	1500	B2/-/-	28/06/2011	старый выпуск, не дебит
Держава АКБ-1-об		10/07/2023	44	10.1	99.99	9.75	1000	B3/-/-	15/04/2013	относительно свежий, не дебит
Держава АКБ-1-об	12/02/2014	13/08/2014	77	9.85	100.05	10	300	B3/-/-	17/08/2011	старый выпуск, дебит
ОбъединКондитерФин-1-об	14/04/2014	03/04/2023	138	10.64	100.02	10.5	1700	-/-/B	15/04/2013	относительно свежий, не дебит; на текущий момент единственный бонд компании
Экспобанк-3-об	28/06/2014	03/07/2016	205	11.93	100.03	11.5	1500	-/-/B	25/06/2013	относительно свежий, не дебит; на текущий момент единственный бонд компании
Русславбанк-1-об	04/08/2014	30/07/2018	239	13.55	99.4	12.25	1500	B3/-/-	05/08/2013	относительно свежий, дебит
Синергия-3-об		18/08/2014	257	8.14	100	8	2500	-/-/B	24/08/2009	старый выпуск, не дебит
Межтопэнергобанк-1-об	30/08/2014	31/08/2016	266	12.37	99.6	11.5	1500	-/B/-	29/08/2013	относительно свежий, дебит
Пробизнесбанк-7-об	02/09/2014	05/09/2015	270	10.7	100.38	11	2000	B3/-/B-	04/09/2012	старый выпуск, не дебит
Банк БФА-1-об	30/09/2014	27/09/2016	297	11.21	100.35	11.4	1500	-/B/-	01/10/2013	свежий дебит
АйМаниБанк-1-об	30/10/2014	27/10/2016	326	13.28	100.09	13	1500	B3/-/-	31/10/2013	свежий дебит
РМБ-1-об	14/11/2014	14/11/2016	342	11.81	100.01	11.5	1500	B3/-/-	14/11/2013	свежий не дебит, на текущий момент единственный бонд компании
Синергия-3-об		03/06/2015	380	10.29	101	11	2000	-/-/B	06/06/2012	старый выпуск, не дебит
Пионер ГК-1-об	29/04/2015	26/10/2016	482	14.15	101	14.5	2000	-/B/-	30/10/2013	свежий дебит
БалтИнвестБанк-2-об		10/09/2015	606	9.19	100	9	1500	B3/-/-	16/09/2010	старый выпуск, не дебит
ГЕОТЕК Сейсмразв-1-об	19/10/2016	17/10/2018	930	10.98	99.51	10.5	3000	-/B/-	23/10/2013	свежий дебит

Источник: www.cbonds.ru, www.rusbonds.ru

16.01.2014

Естественно, отыгрывать ломбардные идеи на коротких выпусках особого смысла нет, для этого нужно, чтобы выпуск был относительно длинным. В случае с короткими выпусками цены не сильно изменятся при скачке доходностей. Такой анализ мы также проводили, его результаты Вы можете увидеть в приведённой ниже таблице.

ТАБЛИЦА 10. Чувствительность цены выпусков к изменению доходности

Облигация, выпуск	Дюрац. дней	Процентное изменение цены при снижении доходности на *,** п.п.									
		1.00	0.90	0.80	0.70	0.60	0.50	0.40	0.30	0.20	0.10
КЕДР-1-боб	31	0.08%	0.07%	0.06%	0.06%	0.05%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%
Держава АКБ-1-боб	44										
Держава АКБ-1-об	77										
ОбъединКондитерФин-1-боб	138										
Экспобанк-3-об	205	0.51%	0.46%	0.41%	0.36%	0.31%	0.25%	0.20%	0.15%	0.10%	0.05%
Русславбанк-1-об	239	0.61%	0.55%	0.49%	0.43%	0.37%	0.30%	0.25%	0.19%	0.12%	0.07%
Синергия-3-об	257	0.66%	0.59%	0.53%	0.46%	0.39%	0.33%	0.26%	0.19%	0.13%	0.06%
Межтопэнергобанк-1-об	266	0.67%	0.60%	0.54%	0.47%	0.40%	0.33%	0.27%	0.20%	0.13%	0.07%
Пробизнесбанк-7-об	270	0.69%	0.62%	0.55%	0.48%	0.42%	0.35%	0.28%	0.21%	0.14%	0.07%
Банк БФА-1-об	297	0.75%	0.67%	0.60%	0.52%	0.45%	0.37%	0.30%	0.22%	0.15%	0.07%
АйМаниБанк-1-об	326	0.80%	0.72%	0.64%	0.56%	0.48%	0.40%	0.32%	0.24%	0.16%	0.08%
РМБ-1-боб	342	0.84%	0.76%	0.67%	0.59%	0.50%	0.42%	0.33%	0.25%	0.16%	0.08%
Синергия-3-боб	380	1.00%	0.90%	0.80%	0.70%	0.60%	0.50%	0.40%	0.30%	0.20%	0.10%
Пионер ГК-1-об	482	1.17%	1.05%	0.93%	0.82%	0.70%	0.58%	0.46%	0.34%	0.23%	0.11%
БалтИнвестБанк-2-об	606	1.56%	1.41%	1.25%	1.09%	0.93%	0.78%	0.62%	0.46%	0.31%	0.15%
ГЕОТЕК Сейсморазв-1-об	930	2.35%	2.11%	1.88%	1.64%	1.40%	1.17%	0.93%	0.70%	0.46%	0.23%

На примере первой строки Вы можете увидеть, что **короткие выпуски крайне слабо реагируют даже на изменение доходности почти на «фигуру»** (1 п.п.). Последующие три также выбывают из нашей выборки (так как дюрация у них слишком мала). Большая часть оставшихся бондов попадают в диапазон 200-350 дней по дюрации, имеются выпуски и подлиннее.

На самом деле, здесь всё очень относительно. Просчитать чувствительность цены к изменению доходности достаточно просто (для этого потребуется специальный калькулятор), а вот сказать, **каким для рынка будет сюрприз** от включения в ломбардный список бондов того или иного эмитента (как в реальных условиях среагирует на это цена), - **задача нетривиальная**.

Если смотреть на вышеупомянутый список (первая таблица параграфа), то мы увидим, что некоторые выпуски уже давным-давно обращаются, но их никак не включают в ломбардный список (например, Синергия-3-об, БалтИнвестБанк-2-об). В этом случае «сюрприз» для рынка может быть весьма существенен. Многие же из списка - свежие дебюты, подходящие по требованиям для включения в ломбард. Они могли туда ещё не попасть попросту в силу своей новизны. Однако и тут рынок не может быть уверен на все 100%, что их туда включат (ранее выпусков у эмитентов не было, соотв. и в ломбарде их не было, - не с чем сравнивать). В итоге последнее обновление ломбардного списка коснулось и тех и других. Так, например, туда **были включены как свежие дебюты** (Банк БФА-1-об, Пионер ГК-1-об, ГЕОТЕК Сейсморазв-1-об), **так и относительно свежие, и не дебюты** (Держава АКБ-1-боб — относительно свежий, не дебют; Экспобанк-3-об — относительно свежий, не дебют).

16.01.2014

У Центробанка осталось немного вариантов по наполнению ломбардного списка «новинками». Ряд банков с низкими рейтингами (однако удовлетворяющими требованиям по включению в ломбард) регулятор пока попросту обходит стороной.

Ещё интереснее становится, когда мы сравниваем жизнь выпусков «до» и «после» (ломбарда) и видим, что спустя месяц большинство из них стало смотреться не только не лучше, но даже хуже.

ТАБЛИЦА 11. Изменение доходности и цены ряда корпоративных бондов

Облигация, выпуск	Дох-ть эфф., % год.			Цена чист, % ном.		
	В конце декабря	В конце ноября	Дельта	В конце декабря	В конце ноября	Дельта
Держава АКБ-1-боб	10.11	10.1	0.01	100	99.99	0.01
Экспобанк-3-об	11.92	11.93	-0.01	100.04	100.03	0.01
Банк БФА-1-об	12	11.21	0.79	99.78	100.35	-0.57
Пионер ГК-1-об	14.53	14.15	0.38	100.5	101	-0.50
ГЕОТЕК Сейсморазв-1-об	11.03	10.98	0.05	99.4	99.51	-0.11

Источник: www.rusbonds.ru

Естественно, такой негативный эффект никак не связан с включением данных выпусков в ломбард. Просто позитивный эффект от этого события для них (бумаг эмитентов с низким рейтингом) был невелик. Спрос на такие активы сейчас малый, участники рынка предпочитают покупать более надежные бонды. Так что, резюмируя все выводы проведенного в данном параграфе анализа, **игра на ломбардных струнах в текущей рыночной ситуации не стоит свеч.**

16.01.2014

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВАРТАЛ 2014 ГОДА

Смотря на перспективы рынка корпоративного рублёвого долга в следующем квартале, мы бы посоветовали **крайне осторожно и обдуманно подходить к вопросу покупки банковских бондов** в свете наблюдающихся в секторе событий. Например, можно сосредоточить своё внимание на бумагах «Газпромбанка», ВТБ, ВЭБа, - т.е. **надежных инструментах эмитентов с высоким рейтингом и доверием на рынке**. Если выбирать небанковских эмитентов, то можно приобрести, например, бонды «Магнита», «Ленты», МТС, «Вымпелкома», «Металлоинвеста», «АЛРОСы». Можно включить туда в целях диверсификации также бумаги РЖД. **Никто не даст нам гарантии того, что в новом году Центробанк не продолжит отзывать лицензии**, что, в свою очередь, может привести к витку напряжения в секторе. Естественно, самое неприятное - остаться в бумагах банка с отозванной лицензией, но можно пострадать и от подрыва доверия к сектору в целом.

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.

Что касается структуры портфеля в **секторальном разрезе**, то в этот раз предлагаем выделить банковскому сектору меньше половины общего объема (35%), уделив **основное внимание бумагам нефинансового сектора (75%)**.

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.).

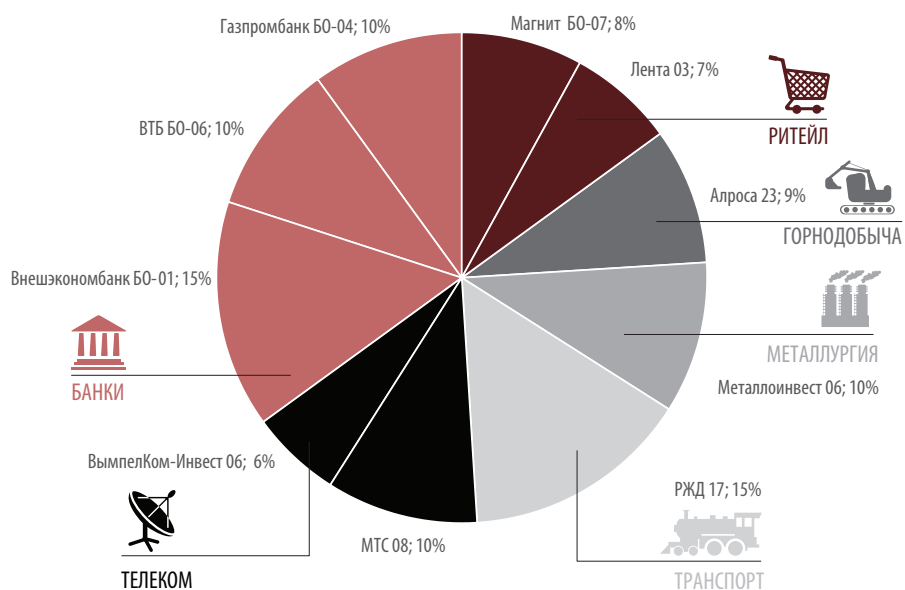
ТАБЛИЦА 12. Модельный портфель на IV квартал 2013 г.

№	Выпуск	Рейтинги Эмитента M/S&P/F	Объем выпуска (млрд руб.)	Дюрац. (дн.)	Дох-ть эфф., % год.	Цена, % ном./чист.	Текущ. купон (%)	Оферта	Погашение	Доля в портфеле
Финансовые организации										
1	Внешэкономбанк БО-01	Baa1/BBB/BBB	20	532	7.91	99.95	7.65	17/07/2015	15/07/2016	15%
2	ВТБ БО-06	Baa2/BBB/BBB	10	346	7.52	100.97	8.35	нет	19/12/2014	10%
3	Газпромбанк БО-04	Baa3/BBB-/BBB-	10	351	7.67	100.90	8.50	нет	20/12/2014	10%
Итого:										35%
Нефинансовые организации										
4	РЖД 17	Baa1/BBB/BBB	15	531	7.65	100.27	7.70	20/07/2015	16/07/2018	15%
5	МТС 08	Ba2/BB+/BB+	15	642	7.99	100.52	8.15	10/11/2015	03/11/2020	10%
6	Металлоинвест 06	Ba2/BB-/BB-	10	424	8.45	100.80	9.00	19/03/2015	10/03/2022	10%
7	Алроса 23	Ba3/BB-/BB-	7	509	7.79	101.90	8.95	нет	18/06/2015	9%
8	Магнит БО-07	-/BB/-	5	588	8.07	101.55	8.90	нет	21/09/2015	8%
9	Лента 03	B1/B+/-	4	714	8.89	102.50	10.00	01/03/2016	25/02/2020	7%
10	ВымпелКом-Инвест 06	-/-/-	10	613	8.45	100.01	8.30	нет	13/10/2015	6%
Итого:										65%
ВСЕГДА ПОРТФЕЛЬ:										100%

16.01.2014

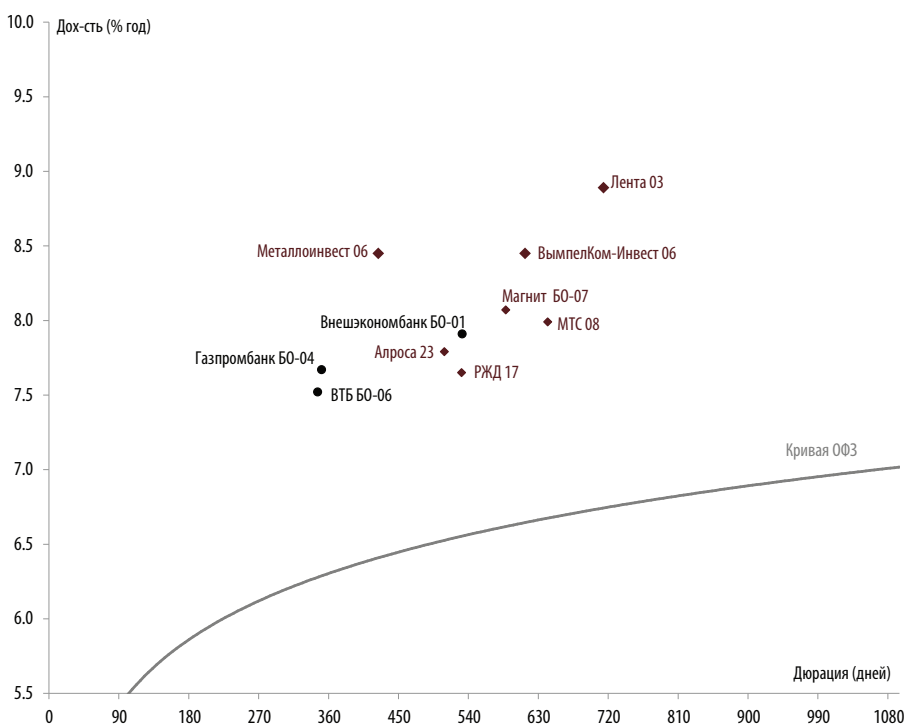


ГРАФИК 48. Отраслевая структура портфеля



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

ГРАФИК 49. Карта рынка по рекомендуемым облигациям



16.01.2014

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

ГЛАВНЫЕ СОБЫТИЯ ДЛЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ В IV КВ.

Несмотря на то, что индекс ММВБ по итогам 2013 года немного вырос, 4 квартал, да и весь прошедший год российский фондовый рынок не может занести себя в актив. В то время, как западные индексы (американские S&P 500, NASDAQ, немецкий DAX) выросли на 25-30% и несколько раз обновили абсолютные максимумы, наш рынок топтался на месте. Денежная ликвидность, возникшая благодаря программам количественного смягчения ФРС США, осела на развитых рынках и до развивающихся не дошла. По итогам года Emerging Portfolio Fund Research зафиксировал отток средств из фондов, инвестирующих в Бразилию, Индию, Россию. К примеру, из фондов, ориентированных на Россию, за год выведено \$3 млрд. Если отток продолжится теми же темпами, то через год средств западных фондов в России не останется. Отток капитала из России наблюдается также по данным министерства экономического развития (\$57 млрд) и Банка России (\$56 млрд).

Изменить эту тенденцию не смог даже выход на свободу в декабре Михаила Ходорковского. Для участников рынка это событие представляло слабый интерес — «дело «ЮКОСА» пересмотрено не будет, «Роснефть», ставшая владельцем основных активов «ЮКОСА» — признанная международным сообществом компания. Амнистия относительно Ходорковского и участниц Pussy Riot может свидетельствовать о некоторой либерализации российской политики перед Зимней Олимпиадой в Сочи, но масштабных последствий от этих шагов мы не ожидаем.

Обозначенные выше факты служат тревожным сигналом — без западных денег российский рынок будет вынужден «вариться в собственном соку» - его и без того «скромные» объёмы сократятся ещё сильнее. Надо признать, что ситуация в российской экономике сейчас довольно напряжённая — назревает стагнация. Темпы роста снижаются. Ещё в 2011 году ВВП вырос на 5% за год, на этот год прогноз правительства был 3%. Но за 2013 год по данным Минэкономразвития («министерство есть, а экономического развития нет») рост составит лишь 1.4%. Это, конечно, лучше чем падение ВВП на 10% в 2008-2009 годах, но хорошего мало. Ситуация стабильна лишь в нефтегазовом секторе (спрос на энергоносители в мире держится на высоком уровне), но в производственной сфере тенденция настораживает — промышленное производство по итогам года снизится. Снижение по итогам года будет также в грузообороте на железнодорожном и морском транспорте, строительстве и товарообороте. Показательная экономическая политика предприятий, большинство из которых отказалось от запуска новых проектов и закупок нового оборудования. Загрузка мощностей находится на невысоком уровне, а сами компании не готовы вкладывать новые средства в производство. За исключением показывающей стабильные результаты нефтяной отрасли рецессия одного из наших основных торговых партнёров - еврозоны - перекинулась на Россию. Наша страна продолжает сидеть на «нефтяной игле», безуспешно пытаясь диверсифицировать экономику.

Если мы посмотрим по секторам — спрос на продукции «металлургов» и производителей удобрений находится на низком уровне, а имевшие высокую долговую нагрузку («Мечел», «РУСАЛ», «Евраз») еле сводят концы с концами. Компании энергетического сектора нуждаются в модернизации активов, но тарифы жёстко регулируются государством. Есть проблемы в банковском секторе — «кредитный бум» в России пошёл на убыль, у банков растут просрочки платежей и отчисления в резервы. Кроме того, ужесточается регулирование со стороны ЦБ РФ, что ограничивает пространство для манёвра коммерческим банкам. В лучшем положении находятся нефтяной (благодаря высоким ценам на нефть) и потребительский (благодаря высокой покупательной способности населения) сектора.

СТРАТЕГИЯ I КВАРТАЛ 2014



16.01.2014

ТАБЛИЦА 13. Финансовые результаты российских компаний за 9 месяцев 2013 г.

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

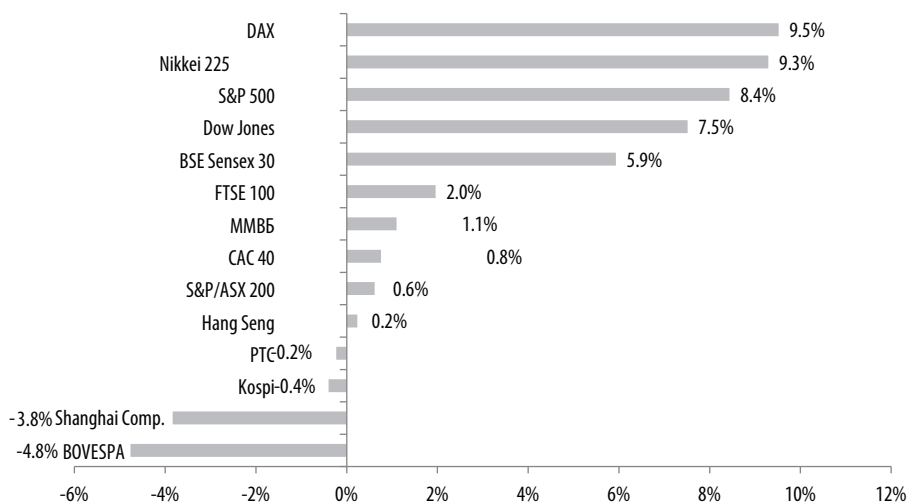
16.01.2014

Что произойдёт, если Brent опустится ниже \$100, легко представить — усугубление стагнации, дефицит бюджета и сопутствующие проблемы. Впрочем, правительство не теряет оптимизма: в прогнозах на 2014-2016 годы мы вновь видим рост ВВП на 3-3.3% ежегодно. Российский Центробанк с приходом Эльвиры Набиулиной больше ориентирован на сдерживание инфляции и поддержание курса рубля. Вместе с тем, в жертву приносится 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.

МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ (СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ)

ГРАФИК 50. Динамика основных страновых индексов за IV квартал 2013 г.



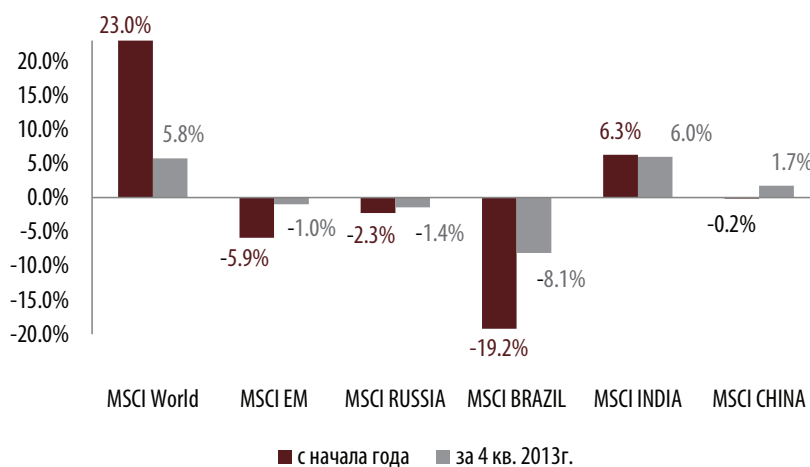
Источник: Bloomberg

В 4 квартале мировые индексы продолжили рост. Американские индексы S&P500, NASDAQ, DowJones, немецкий DAX по итогам года выросли на 25-30%, по нескольку раз обновив абсолютные максимумы. Главная причина - продолжающиеся программы стимулирования экономики от центробанков, обеспечившие рынки дешёвой ликвидностью.

В лидерах роста в 4 квартале оказались немецкий и японский фондовый индексы. Вместе с этим спрэд развитых рынков относительно развивающихся рынков продолжил расширяться. Так, за октябрь-ноябрь бразильский индекс Bovespa упал на 5%. Считая с января, индекс MSCI Emerging Markets упал на 5.9%. Российский фондовый индекс ММВБ за этот период вырос на 2%, удержавшись выше уровня 1500 пунктов. Индекс РТС из-за ослабления рубля смотрелся слабее (-5%). Последние четыре года на «российской фонде» нет роста, индексы болтаются в узком «боксовике», и интерес инвесторов снижается.

16.01.2014

ГРАФИК 51. Динамика основных сводных мировых индексов за IV квартал 2013 г.



Источник: Bloomberg

ПРОГНОЗ НА I КВАРТАЛ 2014 ГОДА

В первом квартале российский рынок может смотреться лучше внешних площадок — позитивно должна сказаться Олимпиада в Сочи (власти постараются избежать потрясений в связи с этим событием в ближайшие месяцы) и внимание мировой общественности к нашей стране. Пока непонятно, какой эффект принесёт проведения значимого спортивного события в нашу экономику. Есть два примера — позитивный и негативный. Летняя Олимпиада-2012 в Лондоне дала толчок ВВП Великобритании на 1%, а олимпиада в Афинах-2004 истощила «финансовую подушку» страны (и в конечном счёте привела к её банкротству). После олимпиады ВЭБу потребуется докапитализация на несколько сотен миллиардов рублей, так как большинство из построенных в Сочи объектов не будут востребованы после Олимпиады и будут проданы с молотка новым владельцам по низким ценам. Далее Россия начнёт готовиться к проведению Чемпионата Мира по футболу 2018, но это уже другая история.

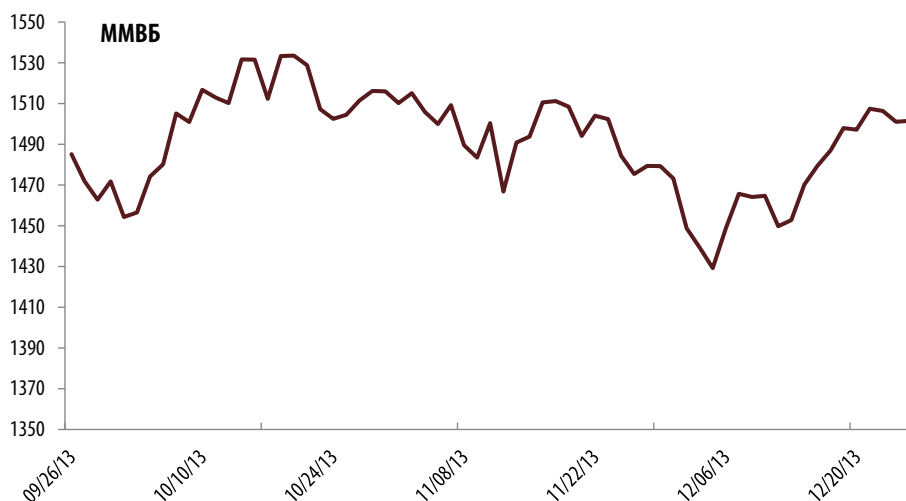
Впрочем, мы не исключаем рост индекса ММВБ на 5-10% в январе — феврале. При таком сценарии мы рекомендуем фиксировать прибыль в феврале — после Олимпиады не исключена коррекция вниз на фондовом рынке. Как мы уже писали, на западных рынках за счёт дешёвой ликвидности раздут «пузырь». Не исключено, что в начале следующего года он начнёт сдуваться (этому могут поспособствовать очередное обсуждение потолка госдолга в США и старт QE Exit). В случае падения западных рынков снижение не обойдёт стороной и Россию. В таких условиях покупателям нужно быть очень осторожными.

В любом случае, сильного роста российских индексов мы не ждём и рекомендуем избирательно подходить к выбору российских акций для вложения. Мы советуем присмотреться к бумагам с высокими дивидендными выплатами — спрос на них обычно начинает проявляться именно в 1 квартале. Интерес представляют «префы» «Татнефти» (ожидаемая дивидендная доходность 7-8%), «Сургутнефтегаза» (7-8%), а также «Норильский Никель» (4%), МТС (4-5%), «Мегафон» (3-4%) и ОГК-5(5%), а также на госкомпании, планирующие повысить уровень выплат дивидендов. Напомним, правительство планирует обязать компании направлять на дивиденды 25-35% чистой прибыли по МСФО. 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

16.01.2014

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.

ГРАФИК 52. Индекс ММВБ

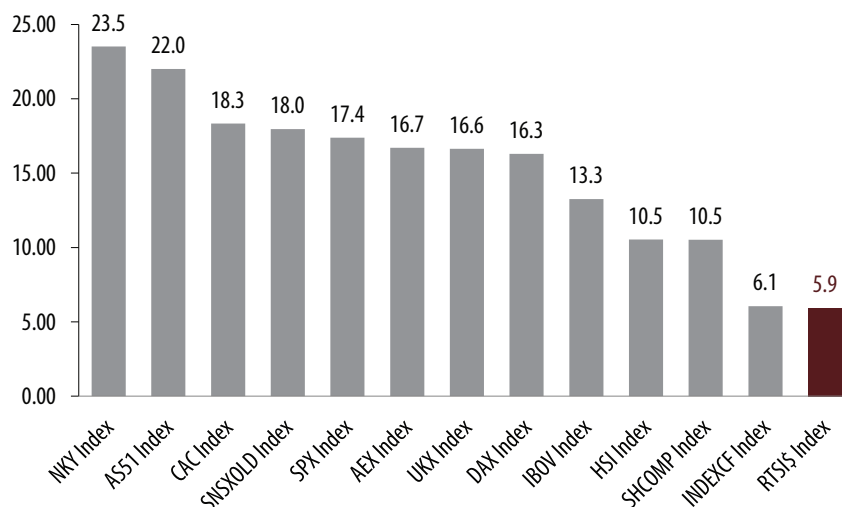


Источник: ММВБ

СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Российский фондовый рынок продолжает оставаться одним из самых недооценённых, заметно уступая зарубежным аналогам. Показатель «Цена/Прибыль» (P/E) российского рынка находится на уровне 6. Бразильский и китайский рынок оценены в 2 раза дороже.

ГРАФИК 53. Текущее соотношение Цена/Прибыль основных государственных индексов



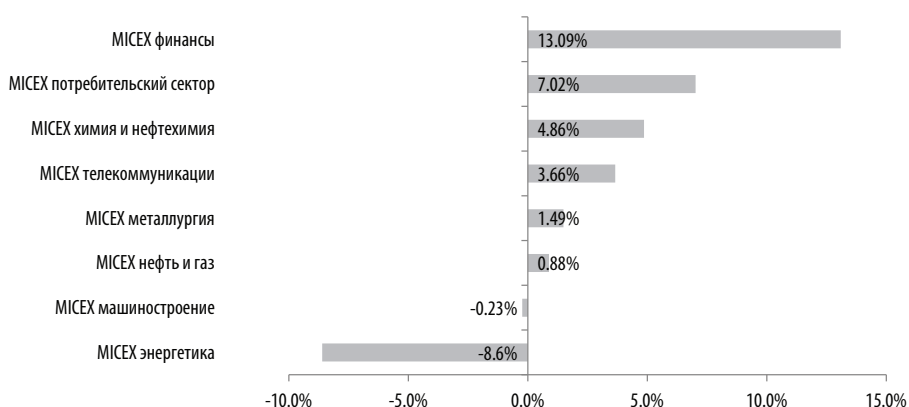
Источник: ММВБ

16.01.2014

ОТРАСЛЕВОЙ АНАЛИЗ

В 4 квартале большинство отраслевых индексов показало позитивную динамику. Лидером роста стал финансовый сектор (индекс MICEX FNL вырос на 13%). Главным аутсайдером стал энергетический сектор (индекс MICEX Power упал на 8.6%). При этом, по итогам октября-ноября он рухнул более чем на 15%, но в декабре отыграл половину снижения.

ГРАФИК 54. Динамика секторальных индексов ММВБ за IV кв. 2014 года



Источник: ММВБ

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 14. Динамика акций нефтегазового сектора в IV квартале 2013 г.

Компания	На начало квартала, 26.09.2013	На конец квартала, 26.12.2013	Изменение, %	
ЛУКОЙЛ	2 073.5	2 016.0	-3%	▼
РОСНЕФТЬ	263.1	248.0	-6%	▼
Газпром	145.9	140.4	-4%	▼
Газпромнефть	141.3	147.9	5%	▲
Башнефть	1 886.5	2 003.4	6%	▲
Сургутнефтегаз (прив)	23.3	25.7	10%	▲
Татнефть	215.0	208.5	-3%	▼
НОВАТЭК	385.5	404.5	5%	▲

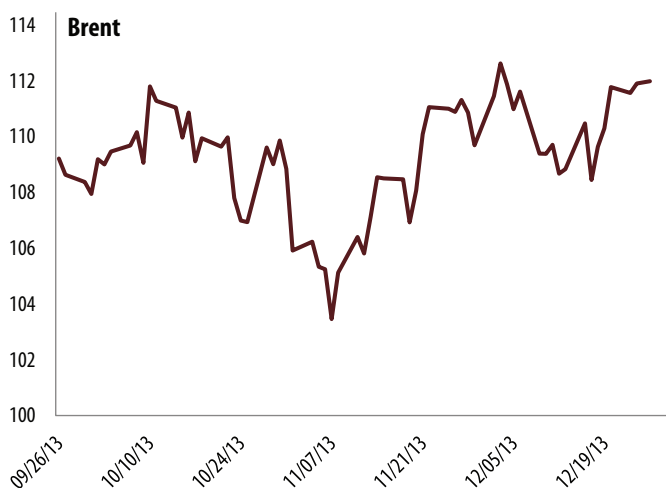
Источник: ММВБ

2013 год был достаточно успешным для российского нефтегазового сектора. Цены на нефть держались на высоком уровне (большую часть года котировки Brent были в районе \$110). По предварительным данным Минэнерго объём добычи нефти в России вырос на 1.2% г/г до 523.2 млн тонн. При этом продолжилась модернизация НПЗ (за три последних года в России реконструировано 33 крупных НПЗ мощностью более 1 млн тонн в год), а объём переработки увеличился на 3.1% до 278.5 млн тонн. Такие результаты радуют, особенно на фоне разговоров об истощении месторождений в Западной Сибири. В газовой отрасли объём добычи увеличился на 1.2% г/г до 664,8 млрд куб. метров.

16.01.2014

За счёт холодной зимы в Европе объём экспортных поставок в западном направлении вырос на 17%. Производственные планы российских компаний позволяют надеяться, что по итогам 2014 года объёмы добычи на фоне роста мирового энергопотребления продолжат расти. Главным экспортным рынком для российских компаний нефтегазового сектора становится Азиатско-тихоокеанский регион (прежде всего, Китай, Япония, Южная Корея).

ГРАФИК 55. Стоимость барреля нефти Brent в IV квартале 2013 г.



Источник: Bloomberg

ТАБЛИЦА 15. Сравнительные показатели российских и мировых нефтегазовых компаний

Компания	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Россия			
Газпром	2.6	2.5	0.9
Роснефть	7.5	5.5	1.1
ЛУКОЙЛ	-	-	-
ТНК-ВР	-	-	-
Сургутнефтегаз	6.0	2.5	0.7
Газпром Нефть	3.9	3.0	0.6
Татнефть	8.0	4.2	0.9
Башнефть	-	-	-
Среднее	5.6	3.5	0.82
Развитые страны			
Statoil	12.3	2.3	0.8
Exxon Mobil	13.5	6.0	1.1
Shell	10.5	4.5	0.6
Chevron	10.6	4.6	1.1
Total	10.8	4.0	0.7
BP	6.4	4.4	0.5
ConocoPhillips	11.6	4.6	1.8
ENI	16.4	3.5	0.7
Среднее	11.5	4.2	0.91

16.01.2014

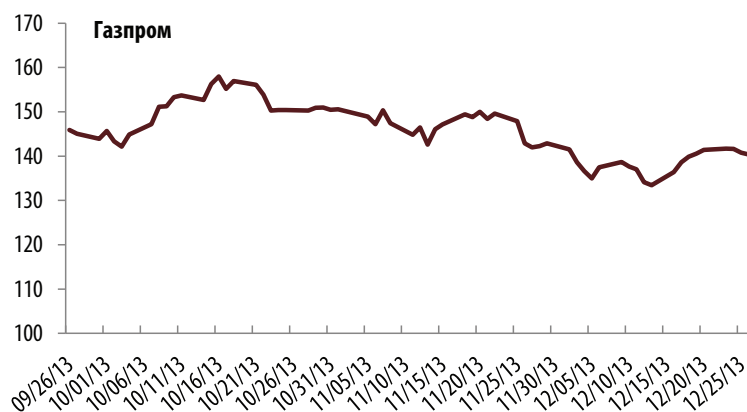
Компания	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Развивающиеся страны			
MOL	43.2	4.9	0.5
ONGC	10.3	4.3	1.4
PetroChina	11.9	5.8	0.8
CNOOC	7.6	3.9	1.9
BG GROUP	17.1	8.2	4.3
Petrobras	8.8	6.0	1.3
Occidental Petroleum	13.3	5.5	3.2
Sinopet		9.8	0.3
Repsol	14.7	5.8	0.7
Среднее	15.8	6.0	1.61

Источник: Bloomberg

Центральным событием 4 квартала стала либерализация рынка сжиженного природного газа с 1 декабря. Ранее монополию на СПГ имел «Газпром», теперь доступ к экспорту газа получили «Роснефть» и «НОВАТЭК». Ранее эти компании заключили предварительные контракты на поставку СПГ с зарубежными потребителями объемом 3 млн тонн и 5 млн тонн в год. Впрочем, «Газпром» по-прежнему сохраняет монополию на экспорт природного газа, и в обозримом будущем он будет контролировать 90% поставок российского газа. Тем более, что «Газпром» пока остаётся единственной российской компанией, запустившей завод по сжижению газа на Сахалине.

«Роснефть» и «НОВАТЭК» пока лишь начинают СПГ-проекты (заводы будут построены лишь через 3-4 года) и объёмы будущих поставок «Роснефти» и «НОВАТЭКа» не велики (в 10 раз меньше, чем у «Газпрома»), так что «Газпром» де-факто остаётся монополистом на газовом рынке. В 2014 году «Газпром» планирует нарастить добычу газа на 4.5% г/г до 518 млрд куб. метров. Но ослабление политических позиций «Газпрома» настораживает инвесторов. Тем более, что к 2020 году российский объём поставок СПГ может возрасти до 30-40 млн тонн. Напомним также хронические проблемы «национального достояния»: высокие капитальные затраты (впрочем, в последнее время есть некоторый прогресс — например, «Газпром» отказался от дорогого Штокманского проекта), растущие опережающими темпами операционные и коммерческие расходы и неясность вокруг заключения новых контрактов с европейскими и азиатскими потребителями.

ГРАФИК 56. Результаты торгов акциями «Газпром» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

16.01.2014

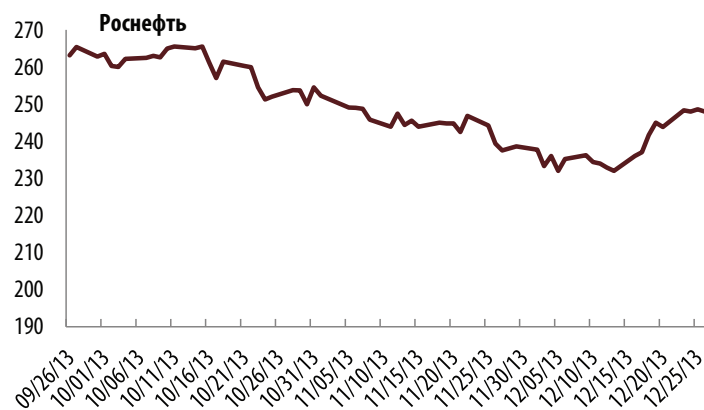
Акции «НОВАТЭКа» уверенно смотрелись в 4 квартале. Компании, наконец, удалось добиться доступа к экспорту СПГ, который компания просила с 2012 года. Таким образом, проект на Ямале может стать прорывным для «НОВАТЭКа». Впрочем, и без него объёмы реализации природного газа растут более чем на 10% в год, ещё более сильные результаты наблюдаются в финансовых показателях за счёт роста средних цен реализации. Но рост компании уже учтён в котировках - по сравнительным показателям акции «НОВАТЭКа» - одни из самых дорогих в российском нефтегазовом секторе.

Тем временем, «Роснефть», ведомая лоббистскими возможностями Игоря Сечина, продолжает консолидацию российских нефтяных активов. Кроме того, «Роснефть» активизировала свои газовые и шельфовые проекты. Вслед за покупками ТНК-ВР, газовых активов и «Итеры», в 4 квартале «Роснефть» приобрела контрольный пакет «Сибнефтегаза».

Суммарно «Роснефть» привлекла в 2013 году \$45 млрд кредитов, а чистый долг компании на конец 3 квартала составлял 1.9 трлн рублей. Учитывая риск снижения нефтяных цен (в этом случае «Роснефти» тяжело будет обслуживать возросший долг), инвесторы осторожно оценивают «Роснефть». Кроме того, до сих пор не опубликована стратегия развития компании. У участников рынка возникают подозрения, что «Роснефть» скупает все возможные для покупки российские нефтегазовые активы, не учитывая возможности интеграции новых активов в структуру холдинга. Учитывая амбиции Игоря Сечина, не исключено, что он может захотеться на присоединение «Башнефти» или «Сургутнефтегаза».

Если в ближайшие годы снижения цен на нефть удастся избежать (при этом компания заметно снизит долговую нагрузку), то мы видим потенциал роста бумаг крупнейшей мировой публичной нефтяной компании на 20-30%. Драйверами роста могут стать интеграция приобретённых активов и СПО на западных площадках, запланированное на 2015-2018 гг.

ГРАФИК 57. Результаты торгов акциями «Роснефти» в IV квартале 2013 г.

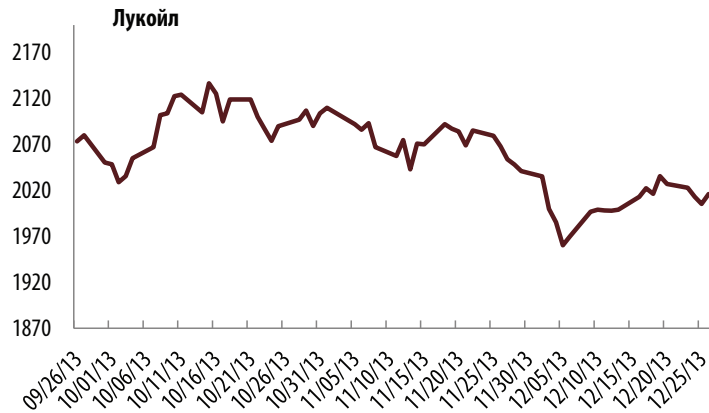


Источник: ММВБ

Один из наших фаворитов в нефтегазовом секторе — «ЛУКОЙЛ». Его акции смотрятся привлекательно по сравнительным показателям P/E и P/S. «ЛУКОЙЛ» является хорошо диверсифицированной компанией с высокой интеграцией бизнеса за счёт большого количества собственных НПЗ. У компании есть долгосрочная стратегия развития, а капитальные вложения компании прошлых лет начинают приносить отдачу, уровень добычи компании начал расти. Кроме того, компания увеличила размер дивидендов, а в 2014 году планирует разместить GDR в Гонконге.

16.01.2014

ГРАФИК 58. Результаты торгов акциями «ЛУКОЙЛ» в IV квартале 2013 г.

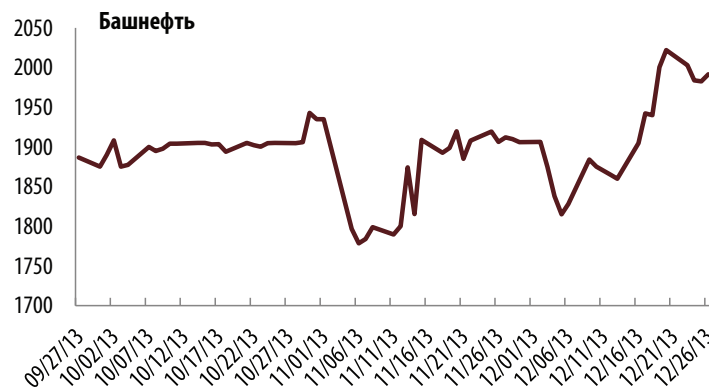


Источник: ММВБ

В ноябре стало известно о планах «Башнефти» во 2 полугодии 2014 года провести размещение акций на LSE. Компания уже начала подготовку к размещению. Для более высокой оценки со стороны инвесторов проводится реорганизация компании. В результате разделения активов «Системы-Инвест» 100%-ной дочке «Башнефти» - «Башнефть-Инвесту» - достанется 16.8% обыкновенных акций компании, а также долг «Системы-Инвест» перед «Башнефтью», составляющий около \$1.2 млрд. После раздела активов «Башнефть-Инвест» будет присоединена к «Башнефти», что приведет к погашению 20.2% обыкновенных акций «Башнефти» до 1 июля 2014 года. При этом будет ликвидировано перекрестное владение акциями. Кроме того, исполнительный директор «Башнефти» Александр Корсик заявил, что по итогам 2014 года на дивиденды будет направлен примерно такой же объем средств, как за 2013 год. В совокупности с погашением части бумаг это должно привести к росту дивиденда на акцию. Исходя из увеличения и дивидендов и подготовки к SPO, мы позитивно смотрим на перспективы акций «Башнефти».

Также позитивно мы смотрим на «Сургутнефтегаз» и «Татнефть». Эти компании показывают стабильные финансовые результаты, а дополнительный спрос на эти бумаги в 1 квартале обеспечит размер их годовых дивидендов.

ГРАФИК 59. Результаты торгов акциями «Башнефти» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

16.01.2014

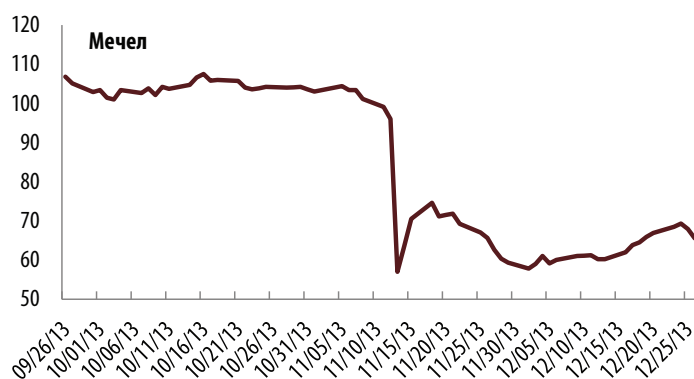
МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 16. Динамика акций металлургического сектора в IV квартале 2013 г.

Компания	На начало квартала, 26.09.2013	На конец квартала, 26.12.2013	Изменение, %	
Норильский Никель	4849.0	5363.0	11%	▲
ММК	8.3	7.3	-12%	▼
НЛМК	55.7	54.2	-3%	▼
Распадская	33.2	32.1	-3%	▼
Мечел	106.8	65.5	-39%	▼
Северсталь	294.9	314.9	7%	▲
Полюс Золото	908.0	778.1	-14%	▼

Источник: ММВБ

ГРАФИК 60. Результаты торгов акциями «Мечела» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

2013 год был непростым для металлургического сектора. С начала года цены на промышленные металлы упали на 15-20% и спрос на продукцию металлургии держится на низком уровне. В Европе в этом году продажи проката и слябов упали на 30%, а Китай нарастил мощности по выплавке стали до 800 млн тонн в год и перешёл на самообеспечение. Российская выплавка чугуна в текущем году упала на 1% т/г до 50 млн тонн, выплавка стали на 3% до 68.2 млн тонн, производство готового проката на 2.5% до 60.2 млн тонн. На этом фоне российские «металлурги» вынужденно сокращали свои административные и коммерческие расходы. Уменьшение капитальных затрат говорит о том, что компании не ждут восстановления спроса на продукцию в ближайшее время. Инвестиционные программы компаний 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. К примеру, у «Мечела» чистый долг составляет порядка \$10 млрд. Правда, в конце года «Мечелу» удалось договориться с кредиторами о ковенантных каникулах до конца 2014 года и заручится поддержкой Кремля (Владимир Путин заявил, что «Мечел» – хорошая компания и занимается важными проектами, к примеру Эльгинским месторождением угля).

16.01.2014

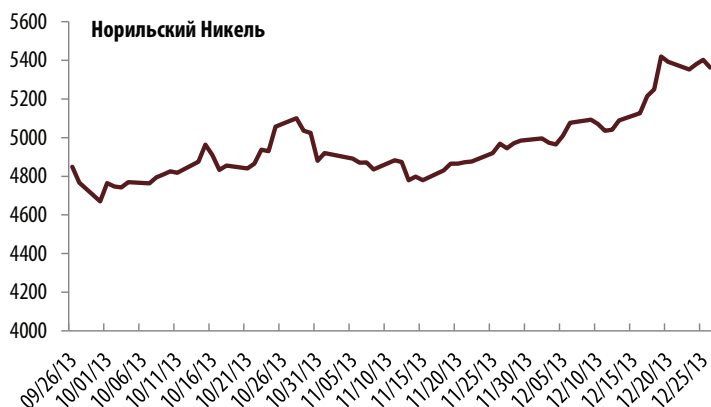
Похожая ситуация у «РУСАЛа». Чистый долг компании составляет около \$10.1 млрд — сопоставимо с годовой выручкой компании. Но компании удалось договориться о реструктуризации большей части долга. Кроме того, «РУСАЛ» получает стабильные дивиденды от «Норильского Никеля», которые позволяют обслуживать высокий долг. «РУСАЛ» продолжает оптимизацию своей структуры - неэффективные производства могут быть закрыты, а производство алюминия будет снижено на 300-350 тыс. тонн.

Лучше дела обстоят у компаний чёрной металлургии с невысокой долговой нагрузкой (НЛМК, ММК, «Северсталь»). К примеру, у «Северстали» долг/ЕБИТДА составляет всего 1.8, а рентабельность капитала - 11%, - более чем хорошие для отрасли показатели. Но из-за низкого спроса на их продукцию перспективы роста нет.

В 2014 году мы не ожидаем восстановления цен на промышленные металлы. Их рост возможен, если мировая экономика начнёт показывать признаки восстановления. В то же время внутренний спрос на продукцию металлургии благодаря крупным инфраструктурным проектам государства (Сочи-14, ЧМ-18, планы реконструкции БАМа и Транссиба) пока стабилен.

Исходя из вышесказанного, мы рекомендуем воздержаться от покупок акций «чёрной металлургии». Наш фаворит в секторе - ГМК «Норильский Никель». В компании наконец разрешён конфликт акционеров и была обновлена стратегия развития на 5 лет. «Норильский Никель» сосредоточится на проектах в Норильском промышленном районе и Заполярном филиале. При этом компания намерена работать только с первоклассными активами. Отметим, что при этом рентабельность по ЕБИТДА составляет 41% - в три раза выше, чем у представителей «чёрной металлургии». ГМК «Норникель» уникальный актив - один из крупнейших мировых производителей никеля, меди и палладия, обладающий рудами с высоким содержанием этих металлов, при этом с высоким показателем рентабельности 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 ВНР Billiton и Rio Tinto). Кроме того, в ближайшие годы «Норникель» планирует направлять на дивиденды 50% ЕБИТДА (но не менее \$2 млрд за 2013 и 2014 гг.) — солидный уровень выплат для акционеров.

ГРАФИК 61. Результаты торгов акциями ГМК «Норильский Никель» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

16.01.2014

ТЕЛЕКОМУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 17. Динамика акций телекоммуникационного сектора в IV квартале 2013г.

Компания	На начало квартала, 26.09.2013	На конец квартала, 26.12.2013	Изменение, %	
Ростелеком	103.32	110.75	7%	▲
МТС	320.01	327.59	2%	▲

Источник: ММВБ

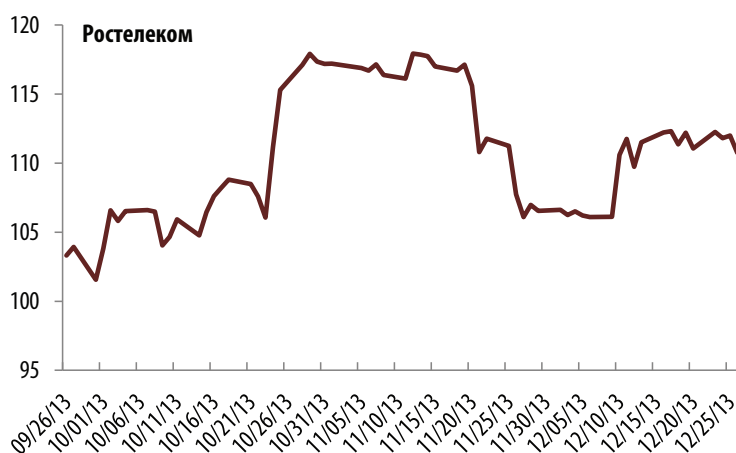
В 2013 году акции телекоммуникационного сектора показали неплохой рост. Несмотря на кризисные явления в российской экономике, отрасль чувствовала себя уверенно. Но, на наш взгляд, российский рынок сотовой связи уже достаточно насыщен. У ведущих операторов более 100 млн абонентов - сопоставимо с населением 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 (за исключением развёртывания сетей 3G) в ближайшее время не требуется. Компании достигли точки, откуда сложно расти дальше. Это подтверждают и 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.

Главное событие 3 квартала в секторе - создание совместного предприятия на базе сотовых активов «Ростелекома» и Tele2. После объединения можно ожидать появления в России нового крупного сотового оператора, у которого есть все шансы составить конкуренцию «большой тройке». В объединённую компанию Tele2 может привнести абонентскую базу (23 млн клиентов) и технологии, а «Ростелеком» - лицензии на 3G и 4G интернет и на работу в московском регионе. Следующим шагом на пути развития совместного бизнеса может стать попытка «покорения» Москвы, что, безусловно, будет серьёзным вызовом для компании - выход на новый рынок потребует осуществления крупных инвестиционных вложений в создание новой инфраструктуры (вышек и т.д.), а также затрат на маркетинг для успешного продвижения нового продукта. С другой стороны, московский регион — самый денежный и привлекательный. «Ростелеком» уже протестировал частоты Tele2 в части использования MVNO (когда один оператор сотовой связи использует существующую инфраструктуру другого оператора, но продаёт услуги под собственной маркой).

Появление новой сотовой компании может «взбодоражить» устоявшуюся ситуацию в секторе. Сейчас рынок поделен практически поровну, без признаков явного лидерства, между тремя операторами. Приход нового игрока приведёт к усилению конкуренции и, как следствие, ожесточенной борьбе за долю рынка. Мы позитивно смотрим на акции «Ростелекома» в долгосрочной перспективе, драйверы роста - приватизация компании, запланированная на 2014-2015 гг., размещение акций на LSE и утверждение дивидендной политики. На данный момент потенциал роста акций «Ростелекома» сдерживается неэффективной стратегией ведения бизнеса, ориентированной на низкорентабельные услуги и высокую социальную ответственность — последняя является неотъемлемым «бременем» статуса государственной компании. В частности, «Ростелеком» является генеральным спонсором Олимпийских игр в Сочи.

16.01.2014

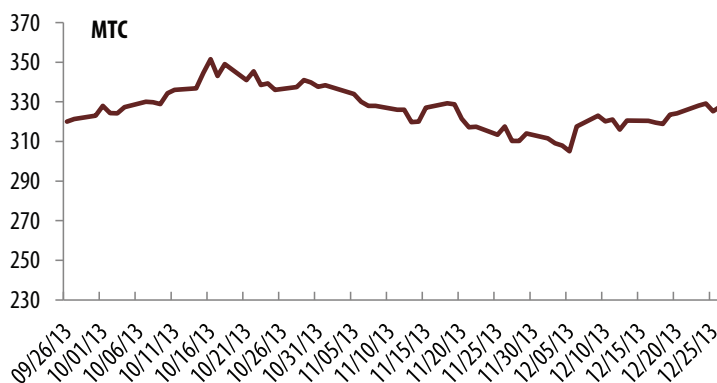
ГРАФИК 62. Результаты торгов акциями Ростелекома в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

На наш взгляд, остальные акции сектора могут быть интересны лишь с точки зрения получения высоких дивидендов. В остальном потенциал их роста уже исчерпан. Бумаги МТС и «Мегафона» перекуплены, а дисконт «Вымпелкома» объясняется высокой долговой нагрузкой и проблемами на ряде экспортных рынков.

ГРАФИК 63. Результаты торгов акциями МТС в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 18. Динамика акций банковского сектора в IV квартале 2013г.

Компания	На начало квартала, 26.09.2013	На конец квартала, 26.12.2013	Изменение, %	
Сбербанк	101.6	101.9	0%	▲
ВТБ	0.0433	0.0495	14%	▲
Банк Санкт-Петербург	43.8	41.7	-5%	▼
Банк Возрождение	347.0	450.0	30%	▲

Источник: ММВБ

16.01.2014

Если год назад мы говорили о «кредитном буме» в России и активном развитии банковского сектора, то сейчас банки начинают пожинать негативные плоды роста кредитных портфелей и ухудшения общей экономической ситуации в стране. О непростой ситуации в секторе можно судить по вышедшим отчётам за 9 месяцев 2013 года. Целый ряд кредитных организаций объявил о росте рисков в сегменте потребительского кредитования, есть проблемы с некоторыми корпоративными заёмщиками (вспоминаем «Мечел»). По сравнению с началом года у банков выросли просрочки и доля проблемных кредитов. В таких условиях банки вынуждены увеличивать резервы, что сказывается негативно на показателе чистой прибыли.

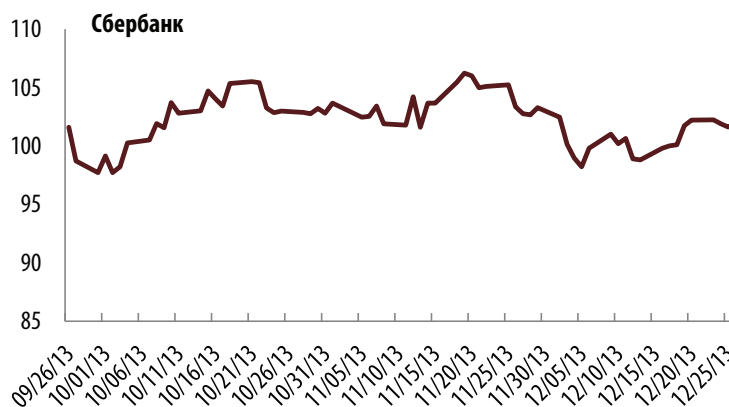
Кого-то это коснулось в большей степени («ХКФ-банк», «Промсвязьбанк»), кого-то в меньшей (ВТБ, «Банк Возрождение», «Банк Санкт-Петербург», «ТКС-банк», «Номос-банк», «Сбербанк»), но общий тренд налицо. Для примера, у «ХКФ-банка» на конец сентября 9.9% кредитов банка перешли в категорию необслуживаемых по сравнению с 6.5% в начале года. Резервы под обесценение активов выросли на 13.3 млрд рублей, чистая прибыль банка снизилась на 23% к/к до 9.4 млрд рублей. У «Сбербанка» резервы под возможные потери выросли на 106.8 млрд рублей, темпы роста чистой прибыли снизились (за 9 месяцев рост составил 2.1% - до 268.3 млрд рублей). Большинство банков планирует в ближайшее время ужесточить требования к заёмщикам и уменьшить размер кредитного портфеля (лишь «Сбербанк» продолжает активно наращивать его — в будущем это может сыграть с ним злую шутку).

На наш взгляд, непростая ситуация в банковском секторе в ближайшие месяцы сохранится. Темпы роста российской экономики снижаются, положение домохозяйств ухудшается. В связи с этим корпоративные заёмщики не берут новых кредитов, а доля «плохих» и просроченных розничных кредитов увеличивается. В ближайшие месяцы может ухудшиться внешний фон для сектора - ФРС США начнёт сворачивание программ стимулирования экономики, что неизбежно приведёт к снижению ликвидности в мировой финансовой системе.

Из событий 3 квартала выделим сверхудачное IPO «ТКС-Банка». Размещение прошло по верхней границе заявленного диапазона (\$17.5 за GDR). При этом TCS Group из-за ажиотажного спроса дважды увеличивала объём предложения, в итоге книга заявок была переподписана в 11 раз. Объём размещения составил 62.1 млн акций или \$1.087 млрд. Модель бизнеса банка, описанная в инвестиционном меморандуме, понравилась потенциальным инвесторам. Спрос на акции «ТКС-Банка» проявили западные фонды — они оценивали ТКС как IT-компанию, а не как кредитную организацию. «ТКС-Банк» был оценён в \$3.2 млрд, что соответствует 4.8 капитала компании. Для сравнения — остальные российские банки оценены в 0.7-1.2 капитала.

Отметим также включение акций Московской биржи в индекс MSCI Russia с весом 0.47%, в феврале вес этих акций может быть увеличен до 0.93%.

ГРАФИК 64. Результаты торгов акциями «Сбербанка» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

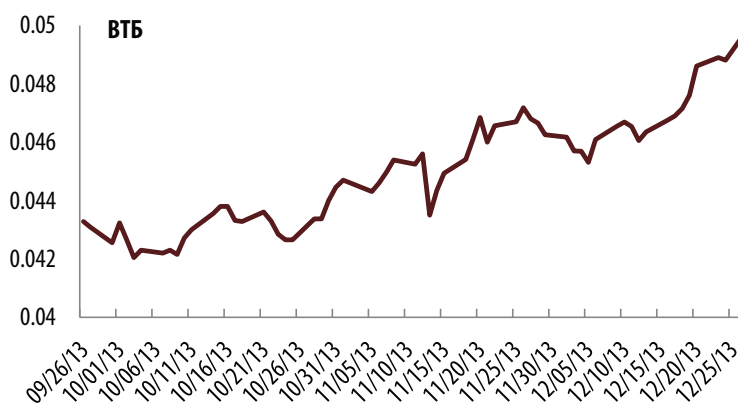
16.01.2014

Нашим фаворитом в секторе, несмотря на возросшие риски, остаётся «Сбербанк» — системообразующий банк, продолжающий международную экспансию. В ноябре «Сбербанк» опубликовал стратегию развития до 2018 года. Через 5 лет банк планирует увеличить прибыль и активы группы в 2 раза, сохранить рентабельность капитала на уровне 18-20%, снизить соотношение затрат к доходам до 40-43%. В качестве инструментов достижения роста прибыли выделяются изменение структуры бизнеса, увеличение комиссионных доходов и доходов от управления активами, страховыми и пенсионными накоплениями. В планах также - сократить 10-20% отделений по всей России (за счёт роста онлайн-операций и закрытия неэффективных точек). Кроме того, к 2018 году планируется увеличить зарубежные активы в 2,5-3 раза (при этом их доля возрастёт до 15%). Планы амбициозные, но когда речь идёт о 5-летней перспективе — ничего невозможного нет.

Тем временем, ВТБ никак не может достичь намеченных ранее целей. Глава банка Андрей Костин анонсировал, что по итогам года ВТБ получит 100 млрд рублей прибыли. По итогам 9 месяцев он, однако, не заработал и половины — 46 млрд рублей.

Мы не рекомендуем вложения в банки из второго эшелона («ТКС банк», «НОМОС-банк», «Возрождение», «Банк Санкт-Петербург») - они несут повышенные риски. Ситуация в российском банковском секторе ухудшается, ЦБ РФ ужесточает требования к банкам. Кроме того, с началом QE Exit негатив может придти с западных рынков. Активы Агентства по страхованию вкладов в 3 квартале были частично истребованы. И в случае ухудшения ситуации эти банки не могут рассчитывать на государственную поддержку по предоставлению дополнительного фондирования (в отличие от государственных «Сбербанка» и ВТБ).

ГРАФИК 65. Результаты торгов акциями ВТБ в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

СЕКТОР МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ

«Уралкалий» продолжает оставаться одним из главных ньюисмейкеров среди российских компаний. В ноябре-декабря Сулейман Керимов с соинвесторами (Филаретом Гальчевым и Анатолием Скуровым) продали свои доли в этом активе. Покупателями выступили группа «ОНЭКСИМ» Михаила Прохорова и Уралхим Дмитрия Мазепина. «ОНЭКСИМ» приобрёл 21.75% акций ОАО «Уралкалий», а «Уралхим» - 20%. Суммы сделок не разглашались, но Керимов изначально заявлял о том, что свой пакет продаст только с премией к рынку. Вероятно, вся компания при продаже была оценена в \$18-20 млрд (20-30% премия к рыночным котировкам).

«ОНЭКСИМ» и «Уралхим» заявили, что действуют независимо и эти покупки не взаимосвязаны. На наш взгляд, они несколько лукавят. По аналогичной схеме Керимов с партнёрами выкупал «Уралкалий» у Дмитрия Рыболовлева. В итоге Керимов

16.01.2014

приобрёл порядка 25% акций компании, по 7% - Филарет Гальчев и Анатолий Скуров. При этом никому из этого консорциума не принадлежало более 26% пакета, и, соответственно, не было обязательств выставлять оферту миноритариям и отчитываться перед ФАС. «ОНЭКСИМ» и «Уралхим» аналогично разбили приобретаемый пакет на две части. При этом в совокупности им принадлежит почти 50% компании (и операционный контроль) и нет обязательств выставлять оферту миноритариям. Миноритариям «Уралкалия», впрочем, не привыкать к такому отношению.

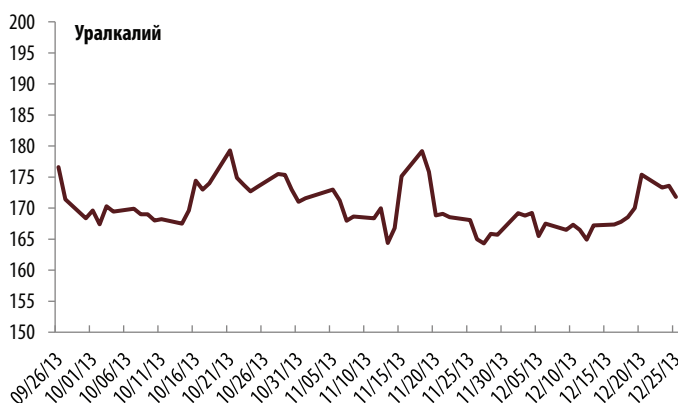
В целом, на наш взгляд, смена собственников компании — позитивный момент. Дмитрий Мазепин имеет большой опыт работы в секторе минеральных удобрений и видит перспективы развития бизнеса. У Прохорова же достаточно свободных денежных средств, чтобы это развитие обеспечить. После закрытия сделок мы ждём новостей о смене совета директоров компании (в него войдут представители «ОНЭКСИМа» и «Уралхима») и обновлённой стратегии развития компании. Вероятно, дивидендная политика не изменится, а отношения с Белоруссией потеплеют (Мазепин родился в Минске, а Александр Лукашенко заявлял о возможности продолжения сотрудничества с «Уралкалием» только после смены собственников компании).

В целом же сейчас у калийного бизнеса не лучшие времена — спрос на поташ на мировых рынках находится на низком уровне. У основных потребителей — Китая, Бразилии, Индии — высокий уровень запасов удобрений на складах и за последний год они не заключали крупных контрактов с поставщиками. «Уралкалий» в борьбе за рынки вынужден снижать цену на свою продукцию (в сентябре за счёт дисконта был заключен контракт с Малайзией). Но, учитывая нынешний неурожайный год, вероятно в следующем году спрос на поташ возрастет. Отдельно отметим, что производство удобрений — высокорентабельный бизнес. У самого «Уралкалия» рентабельность составляет почти 50%. Такого показателя нет ни в одной другой отрасли российской промышленности.

Отметим, что остальные российские производители удобрений в 2013 году чувствовали себя лучше. Если у «Уралкалия» производство сократилось на 2.7%, то у «Фосагро» оно выросло на 8.6%, а у «Акрона» — на 6%. Но компании поддерживали объёмы продаж в ущерб цене. Спот-цены на удобрения в 2013 году находились на низком уровне.

В 2014 ситуация может выправиться, спрос (и, соответственно, цены) на мировом рынке удобрений вырастут. «Уралкалий» рассчитывает на заключение контрактов с Бразилией и Индией, а «Фосагро» — с индийскими потребителями. У компаний сильные позиции на рынках — «Уралкалий» контролирует 40% мировых продаж поташа, а «Фосагро» — второй по размерам в Европе производитель сложных удобрений. Мы позитивно смотрим на их перспективы и ожидаем, что восстановление спроса найдёт отражение в котировках акций.

ГРАФИК 66. Результаты торгов акциями «Уралкалия» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

16.01.2014

ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 19. Динамика акций энергетического сектора в IV квартале 2013г.

Компания	На начало квартала, 26.09.2013	На конец квартала, 26.12.2013	Изменение, %	
Холдинг МРСК	1.017	0.782	-23.1%	▼
ФСК	0.102	0.104	2.4%	▲
Интер РАО	0.012	0.010	-15.7%	▼
РусГидро	0.565	0.572	1.2%	▲
ОГК-2	0.289	0.253	-12.4%	▼
Е.ОН Россия	2.525	2.350	-6.9%	▼
ОГК-5	1.155	1.118	-3.2%	▼
МОЭСК	1.193	1.395	16.9%	▲
МРСК Центр	0.268	0.220	-18.0%	▼
МРСК ЦП	0.086	0.067	-21.9%	▼
МРСК Волги	0.032	0.023	-28.5%	▼
МРСК Урала	0.088	0.063	-28.0%	▼
МРСК Сибири	0.084	0.084	0.5%	▲
ТГК-1	0.007	0.006	-3.5%	▼
Мосэнерго	1.077	0.874	-18.8%	▼

Источник: ММВБ

4 квартал для энергетического сектора можно разделить на две части - в октябре и ноябре бумаги отрасли находились под давлением, но в декабре им удалось скорректироваться вверх (после снижения индекса MICEX PWR на 50% за январь-ноябрь, опустившись до 4-летних минимумов). За последний месяц года индекс MICEX PWR вырос на %. Уверенный рост на высоких объемах показали «ИНТЕР РАО», ОГК-2, «Э.ОН Россия», «Мосэнерго», ТГК-1. На наш взгляд, это движение является снятием локальной перепроданности. Мы не ожидаем, что коррекция вверх перерастёт в полноценный рост бумаг сектора и рекомендуем использовать её для закрытия длинных позиций.

Ситуация в секторе по-прежнему тяжёлая: компаниям необходима модернизация, но жёсткое регулирование тарифов государством не позволяют этого сделать и факторов, которые могли бы изменить положение дел, пока не видно. За 2013 год было введено новых мощностей на 5.9 ГВт (главным образом, за счёт запуска блоков Богучанской ГЭС).

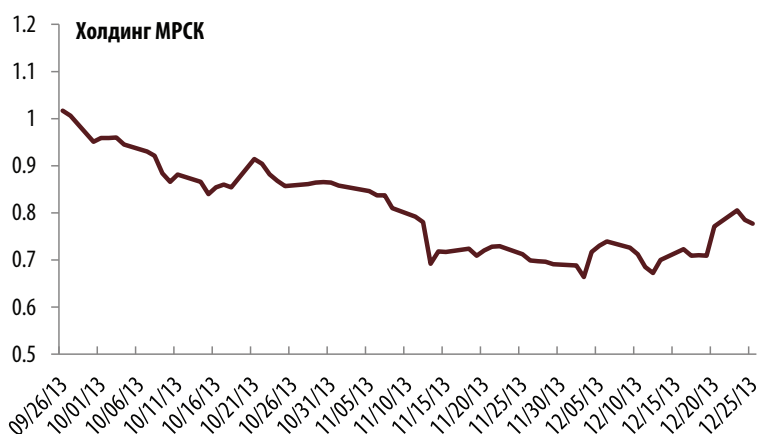
Пока не видно факторов, которые могут изменить положение дел. Министерство экономического развития проводит жёсткую политику контроля тарифов. В частности, МЭР РФ предлагает на 2014-2016 гг. установить предел роста тарифов для инфраструктурных монополий на уровне инфляция «минус» - т.е. для расчётов применять значение инфляции предшествующего года со специальным понижающим коэффициентом 0.7.

У целого ряда компаний сектора (особенно среди тепловых генераций) серьёзные финансовые проблемы. ТГК-2 в сентябре объявила дефолт по своим облигациям и с большим трудом договорилась с кредиторами о реструктуризации задолженности. 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 об-

16.01.2014

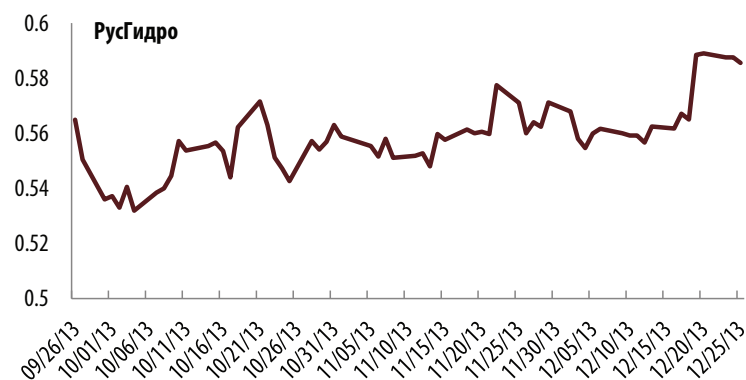
ладают неплохими активами. «Э.ОН Россия, кроме того, выплачивает высокие дивиденды (в 2012 году они составили 11% годовых), а «Энел-ОГК-5» планирует увеличить размер выплат акционерам. В будущем стоит присмотреться к «Русгидро». Это самая эффективная российская генерирующая компания, исходя из стоимости КВатта электроэнергии, но пока она занята решением операционных (есть ряд проблем связанных с неэффективностью госуправления) и стихийных (устранение последствий аварии на Саяно-Шушенской ГЭС и стихийного бедствия в Дальневосточном округе) проблем.

ГРАФИК 67. Результаты торгов акциями «Холдинг МРСК» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

ГРАФИК 68. Результаты торгов акциями «Русгидро» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

16.01.2014

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

ТАБЛИЦА 20. Динамика акций потребительского сектора в IV квартале 2013г.

Компания	На начало квартала, 26.09.2013	На конец квартала, 26.12.2013	Изменение, %	
X5 (GDR)	16.76	16.5	-2%	▼
Магнит	7516	8050	7%	▲
Дикси	440.0	406.0	-8%	▼
Мвидео	279.3	292.3	5%	▲
Фармстандарт	1 677.8	1 160.1	-31%	▼
Верофарм	900.0	947.0	5%	▲
Черкизово	501.1	571.6	14%	▲
Разгуляй	11.5	9.9	-14%	▼
Синергия	555	491.7	-11%	▼
ЛСР	569.5	602.9	6%	▲
ПИК	64.3	69.8	8.58%	▲

Источник: ММВБ

В 2013 году потребительский сектор был одной из немногих отраслей российской экономики, в которой отмечался рост. За январь-октябрь объём розничной торговли вырос на 3.8% (правда, темпы роста несколько снизились по сравнению с прошлым годом). Неудивительно, что финансовые показатели ритейлеров росли — за 3 квартала 2013 года выручка компаний выросла на 20-30%. Россия по-прежнему сохраняет потенциал роста розничного товарооборота по сравнению с развитыми странами. Потенциал развития есть и у компаний — доля розничных сетей в России составляет лишь 20%.

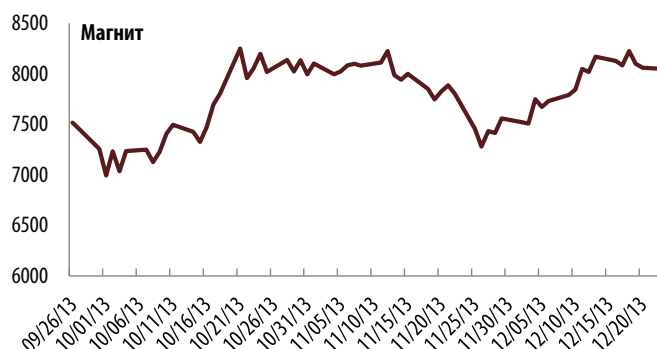
Лидером в ритейл-секторе (по выручке, капитализации и количеству магазинов) остается «Магнит». Нам нравится агрессивная стратегия развития компании, предусматривающая открытие порядка сотни новых магазинов ежемесячно. При этом компания намеренно не выходит в Московский регион, где есть повышенная конкуренция не только со стороны X5, но и зарубежных ритейлеров. За январь-ноябрь розничная выручка «Магнита» выросла на 30% г/г до 515.9 млрд рублей. За этот период ритейлер открыл 1036 магазинов (в декабре планируется открыть ещё 250-300 магазинов), вся сеть теперь насчитывает 7 920 тыс. магазинов, из них 7 060 тыс. магазинов «у дома», 152 гипермаркета, 34 магазина «Магнит семейный» и 674 магазина косметики.

Акции «Магнита», безусловно, интересный актив (они ликвидны, компания-лидер рынка - активно развивается, платит дивиденды), но по нашим оценкам они уже перекуплены.

Более интересны, на наш взгляд, акции «ДИКСИ». Компания динамично развивается, а менеджмент планирует удвоить выручку и количество магазинов сети в ближайшие два года, подняв рентабельность по EBITDA выше 7%. За 3 квартала 2013 года выручка компании увеличилась на 23.3% г/г до 131.6 млрд рублей, EBITDA на 30.2% до 8.09 млрд рублей, а чистая прибыль на 70.4% до 1.33 млрд рублей. За девять месяцев 2013 года компания открыла 168 магазинов. Общее количество магазинов достигло 1677. Сдерживающим фактором для акций «ДИКСИ» являются повышенная долговая нагрузка, невысокая рентабельность и ликвидность акций, а также отсутствие GDR. Из-за этого их не включают в свои портфели западные инвесторы.

16.01.2014

ГРАФИК 69. Результаты торгов акциями «Магнита» в IV квартале 2013 г.

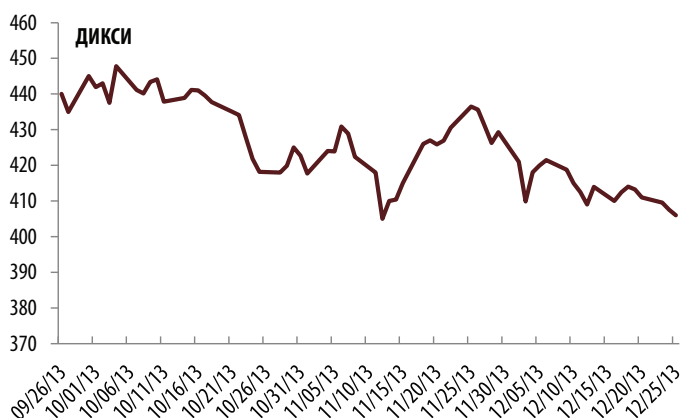


Источник: ММВБ

X5 Retail продолжает испытывать операционные проблемы. Прогресса после смены менеджмента пока не видно. Финансовые результаты по сравнению с конкурентами смотрятся слабо — выручка и прибыль растут заметно меньшими темпами, низкая рентабельность, высокие коммерческие и административные расходы, а также 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. Правда, сделка по покупке сети «Седьмой континент» сорвалась — стороны не сошлись в цене. Мы продолжаем следить за X5 Retail — если компании удастся выправить текущее положение, мы будем рекомендовать бумаги компании для покупки.

Отметим, что рост российского потребительского сектора сподвиг ряд компаний на проведение размещений — в первом полугодии 2014 года ожидаются IPO Детского мира и сети гипермаркетов «Лента», а во втором полугодии — сети «Метро» кэш энд керри.

ГРАФИК 70. Результаты торгов акциями «ДИКСИ» в IV квартале 2013 г.



Источник: ММВБ

В производителях продуктов питания наш фаворит - группа «Черкизово». Хотя этот год был не самым удачным для компании. За 9 месяцев чистая прибыль снизилась в 7 раз до \$23.1 млн, выручка за тот же период выросла на 5% до \$1.19 млрд. Акции «Черкизово» последние месяцы находились под давлением, так что компания рассматривает вариант проведения buy-back. Это позитивный сигнал для инвесторов — менеджмент компании видит недооценённость бумаг и уверен в будущем улучшении финансовых показателей. Дополнительную поддержку окажет государство — в 2014 программу господдержки аграрного сектора запланировано увеличить на 5.5 млрд рублей. Таким образом, на сельское хозяйство может быть выделено 167.8 млрд рублей.

16.01.2014

НАШИ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ ЗА IV КВ. 2013 ГОДА

Составленный нами инвестиционный портфель на 4 квартал показал доходность 4.3% при росте индекса ММВБ на 1%. Повышенная доходность была достигнута за счёт включения в портфель акций НМТП, «ЛУКОЙЛа» и «Ростелекома». Динамику слабее рынка из включённых в портфель бумаг продемонстрировала «ДИКСИ» — мы ждём, что она отыграет это отставание в 4 квартале.

ТАБЛИЦА 21. Динамика инвестиционных идей ИГ «Норд-Капитал» за IV кварталом 2013 г.

Компания	Цена на 26.09.2013, руб.	Цена на 26.12.2013, руб.	Доходность, %	
НОВАТЭК	385.5	404.52	4.9%	▲
Сургутнефтегаз	28.516	28.23	-1.0%	▼
Ростелеком	103.32	110.75	7.2%	▲
Фосагро	969.5	959.90	-1.0%	▼
МТС	320.01	327.59	2.4%	▲
Дикси	440.0	405.98	-7.7%	▼
Лукойл	1887.5	2078.00	10.1%	▲
Алроса	35.5	34.85	-1.8%	▼
НМТП	2.7597	3.48	26.1%	▲
Средневзвешенная доходность портфеля			4.3%	▲

Отдельным абзацем выделим акции российского фондового рынка, показавшие наилучшую и наихудшую динамику в 4 квартале.

ТАБЛИЦА 22. Лидеры роста и падения за IV квартал 2013 г.

Компания	Цена на 26.09.2013, руб.	Цена на 26.12.2013, руб.	Доходность, %	
Аэрофлот	54.45	84.70	55.6%	▲
АФК Система	33.89	44.909	32.5%	▲
ГМК Норникель	4849	5363.00	10.6%	▲
Мечел	106.8	65.5	-38.7%	▼
Россети	1.017	0.782	-23.1%	▼

В лидерах снижения оказались компании энергетического («Россети», «ИНТЕР РАО», «Мосэнерго») и металлургического («Мечел», ММК) секторов. Один из «металлургов» — ГМК в то же время оказался в лидерах роста. Вместе с «Аэрофлотом» и АФК «Система», которые стали бенефициарами новостей о проведении размещений в 2014 году (о SPO «Аэрофлота» на LSE объявило Росимущество, а «Система» планирует во втором полугодии провести SPO «Башнефти»).

16.01.2014

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА I КВАРТАЛ (TOP 10)

Для инвестиций в I квартале 2014 года мы рекомендуем сбалансированную инвестиционную стратегию, включающую дивидендные бумаги (исторически наибольший спрос на них проявляется именно в 1 квартале), в том числе из 1 эшелона и акции быстрорастущих компаний второго эшелона.

1. **«Газпром».** По нашему мнению, очередная газовая война с Украиной и Евро-союзом закончится в пользу «Газпрома». Особенно, если зима будет холодной. Дополнительный спрос на бумаги «газового монополиста» будет благодаря высоким дивидендным выплатам.
2. **ГМК «Норильский Никель».** В 4 квартале бумаги сформировали восходящий тренд, и на фоне повышенного спроса на дивидендные бумаги могут устремиться к уровням 5500-6000 рублей за акцию
3. **«Э.ОН Россия».** Акции энергетического сектора по-прежнему выглядят перепроданными. «Э.ОН Россия» – одна из наиболее интересных российских генерирующих компаний с качественными активами и сильным управлением. Дивидендная доходность по бумагам компании составит около 8%, что обеспечит дополнительный спрос.
4. **«Сургутнефтегаз» (привилегированные акции).** «Сургутнефтегаз» (преф) - самая популярная «дивидендная история» на российском рынке. По итогам 2013 года мы ожидаем высоких выплат акционерам (доходность порядка 7%).
5. **«Татнефть» (привилегированные акции).** Одни из самых доходных с точки зрения размера дивиденда бумаг на российском рынке.
6. **«Башнефть» (привилегированные акции).** Кроме высокой дивидендной доходности, ещё один позитивный фактор – планы компании во второй половине года провести SPO на LSE.
7. **МТС.** Компания обеспечивает большую дивидендную доходность. Кроме того, её акции недооценены относительно «Мегафона».
8. **«Фосагро».** Акции компании были перепроданы в 2013 году на фоне истории с другим производителем удобрений – «Уралкалия». На наш взгляд, в ближайшее время восстановления спрос на удобрения восстановится, что позитивно отразится на котировках «Фосагро».
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 1 квартале мы увидим снижение глобальных рынков. В этом случае коррекция затронет и российские индексы, а лучшей позицией будет отсутствие длинных позиций.

16.01.2014

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
Александра 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

16.01.2014

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

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

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

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

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

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

Кроме того, «Норд Капитал», ее руководители, сотрудники и/или связанные с ней лица могут иметь персональный интерес в ценных бумагах, 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».