



Стратегия до конца 2013 года

Борьба за рост:

Второе полугодие станет периодом
восстановления мировой экономики

Июнь 2013

Оглавление

Введение	3
США: безработица определит политику ФРС	5
Российская экономика: в надежде на восстановление	11
Ключевые события: битва за спасение экономики.....	15
Валютный рынок: что способно укрепить доллар?	18
Товарные рынки.....	20
Нефть: ценовая стабильность	20
Металлы: ждем сдержанного восстановления	21
Мировые индексы акций: постепенное восстановление интереса к риску	29
Еврооблигации: гособлигации США определяют динамику рынка.....	31
Рынок рублевых облигаций: все лучшее впереди	36
Нефтегазовая отрасль: обстановка остается стабильной	39
Банковский сектор: замедление продолжается	44
Металлургия: оттолкнуться ото дна.....	49
Химия: драйвер роста – Латинская Америка.....	55
Телекоммуникационный сектор: по-прежнему тихая гавань.....	59
Идеи на долговом рынке в прочих секторах.....	63
Прогноз основных индикаторов.....	64



Введение

Первая половина текущего года, как и прошлый год, выдалась очень сложной. Начало 2013 года можно охарактеризовать стабилизацией американской экономики, ожиданиями ускорения темпов роста китайской экономики, замедлением темпов снижения экономик европейских стран.

Начавшееся в конце 2012 года противостояние республиканцев и демократов привело к тому, что часть льгот богатых американцев по подоходному налогу была упразднена. Договориться конкурирующим партиям США по вопросу сокращения расходов бюджета так и не удалось, в силу вступил автоматический секвестр.

Китайская экономика неожиданно начала сбавлять темпы роста, что привело к тому, что основной индекс акций Поднебесной Shanghai Composite после уверенного роста в IV квартале 2012 года и в I квартале 2013 года двинулся вниз, полностью перекрыв предшествующий рост.

В Японии было сформировано новое правительство, которое предприняло активные действия по поддержанию экономики, выкупая облигации на открытом рынке. Связанное с этим ослабление иены и оживление экономики Страны восходящего солнца стали причинами бурного роста индекса NIKKEI 225.

Европейский валютный союз показывал слабые экономические результаты, несмотря на это, высокая ликвидность и снижение оценки рисков позволили европейским индексам акций расти первые 4,5 месяца текущего года.

Снижение уровня безработицы до уровня 7,5–7,6%, улучшение ситуации на рынке жилья позволили ФРС планировать начало постепенного сокращения третьего этапа количественного смягчения уже в текущем году.

Мы по-прежнему считаем, что 2013 год может стать решающим в преодолении европейского кризиса. Экономические показатели еврозоны, по нашему мнению, будут стабилизироваться, и появятся первые признаки роста.

Относительно макроэкономической ситуации в Соединенных Штатах, где монетарная политика ФРС будет определять движения на мировых финансовых рынках, мы ожидаем, что действия Федрезерва будут почти полностью зависеть от динамики на рынке труда с оглядкой на уровень инфляции.

В нашем базовом сценарии мы ждем сокращения показателя американской безработицы до уровня 7,2–7,3% к концу 2013 года, что позволит Федрезерву, начав уменьшать стимулирование в сентябре текущего года, полностью от него отказаться к октябрю 2014 года, когда уровень безработицы опустится ниже 6,8%. Что касается американской экономики в целом, мы ожидаем роста ВВП США на 2,2% в текущем году.

Согласно нашему базовому сценарию на 2013 касательно политики ФРС, относительно плавные темпы сокращения стимулирования регулятором позволят американским гособлигациям закончить год вблизи текущих уровней в диапазоне доходности 2,50–2,75% по 10-летним бумагам.

Такие уровни Treasuries будут способствовать росту суверенных евробондов РФ и всему рынку российских еврооблигаций в целом. К концу 2013 года мы ожидаем роста рынка от текущих уровней до отметок в диапазоне 120–125% от номинала по выпуску Russia-30 и до уровней 105–110% от номинала по евробонду Russia-42.

Основой нашей стратегии на 2013 на рынке евробондов является создание высокодоходного портфеля с долларовой доходностью около 9% годовых. Мы считаем, что, воспользовавшись текущей уникальной ситуацией очень низких цен на рынке,



инвесторы смогут получить крайне привлекательное соотношение риска и доходности по многим высокодоходным евробондам российских эмитентов.

В качестве инструментов хеджирования основной части нашей стратегии в еврооблигациях мы рассматриваем покупку американского доллара против российского рубля, а также открытие «длинной» позиции по 5-летнему CDS на российский валютный долг.

Относительно рынка рублевых облигаций, мы ожидаем, что в результате прогнозируемого нами на 2П13 снижения инфляции в России до 6,8–6,9%, доходность рублевых облигаций снизится. Доходность длинных ОФЗ с текущих уровней (8,0–8,5%) снизится до уровня 7,5–8,0%.

Потенциал роста рублевых бумаг корпоративного сектора будет зависеть от индивидуальных характеристик эмитентов и самих выпусков. Однако коррекция на рынке корпоративного рублевого долга создает хорошую точку для входа в рублевый долговой рынок с горизонтом до конца года.

Мы ждем роста ВВП России на 2,5–2,8% в 2013 году, а основным фактором укрепления российской экономики по-прежнему будут являться стабильно высокие цены на нефть. Полагаем, что котировки Brent на конец 2013 года составят \$105 за баррель североморской смеси Brent, что немногим выше текущего уровня.

Отток капитала из российского рынка, а также отсутствие значительного роста цен на нефть будут оказывать давление на валюту РФ. Рубль ослабнет, и мы прогнозируем рост стоимости бивалютной корзины до 37,50–38,50 рубля. Российская валюта ослабнет к доллару к концу 2013 года до 33,00–33,50 рубля за доллар. Валютная пара EUR/RUB на конец года составит 43,00–43,50 рубля за евро.

Американская валюта, в случае реализации нашего «базового» сценария сворачивания QE3, будет укрепляться, и индекс доллара DXY, по нашим расчетам, поднимется до уровня в 84,00 пункта, а соотношение единой европейской валюты и доллара снизится, по нашим прогнозам, до уровня 1,2800–1,3000.

Среди сырьевых товаров мы ожидаем умеренного восстановления спроса и цен на рынке черной и цветной металлургии, а также на рынке угля. Прогнозируем сдержанный рост цен на золото (\$1450–1500 за унцию), главными факторами для которого являются высокий спрос на физическое золото, прекращение продаж со стороны ETF, а также снижение опасений по поводу реализации сценария «быстрого отказа» ФРС от стимулирования экономики США.

Мировые индексы акций к концу 2013 года покажут сдержанный рост. Американский индекс S&P 500 вырастет по итогам второго полугодия до 1640–1680 пунктов. Индекс Dow Jones завершит год в диапазоне 15300–15600 пунктов. Французский индекс CAC 40, согласно нашим ожиданиям, укрепится к концу года до 3900–4100 пунктов. Германский индекс DAX, по нашим оценкам, вырастет до 8200–8400 пунктов.

Российские индексы акций также покажут укрепление во втором полугодии. Индекс ММВБ, по нашим оценкам, вырастет к концу года до 1440–1480 пунктов, а индекс РТС покажет более скромные результаты ввиду прогнозируемого нами ослабления рубля и завершит год в диапазоне 1370–1410 пунктов. Наиболее привлекательными секторами для инвестиций в российскую экономику мы видим металлургию (включая угольную отрасль) и нефтегазовый сектор. В случае отсутствия внутренних негативных драйверов лучше рынка будут выглядеть предприятия электроэнергетики.



США: безработица определит политику ФРС

Ожидания того, как будет изменяться политика Федеральной резервной системы (ФРС) США в контексте величины стимулирования американской экономики, по нашему мнению, будут определять движения на мировых финансовых рынках вплоть до весны следующего года.

Общий тренд улучшения на рынке труда, подъем в секторе жилья, а также длившееся до мая текущего года снижение ипотечных ставок в последние месяцы давало ФРС возможность рассмотреть перспективы сокращения программы стимулирования экономики.

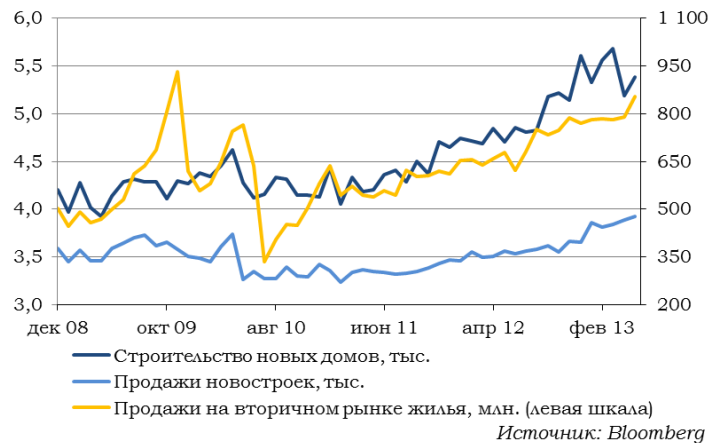
В то же время, Федеральному резерву можно не торопиться с сокращением стимулирования на \$85 миллиардов в месяц в связи с уменьшением инфляционного давления с конца 2011 года.

Тем не менее, хотя уровень инфляции и далек от целевого уровня в 2%, рост потребительской инфляции до 1,4% с 1,1% в годовом исчислении в мае все же намекает законодателям, что при сохранении таких темпов роста показателей они могут не успеть плавно сократить программу и вынуждены будут испытать негативное влияние относительно резкого снижения стимулирования.

В связи с присутствием свободного места для дальнейшего роста инфляции до целевого уровня на отметке 2,0% и на фоне далекого от целевого уровня в 6,5% значения безработицы (текущий уровень 7,6%), мы ожидаем, что Федеральное резерв начнет снижать объем выкупа активов в рамках третьего раунда количественного смягчения (QE3) не ранее чем на заседании в сентябре этого года.

Мы отмечаем, что хотя Федеральное резерв и изменил курс кредитно-денежной политики на июньском заседании, его подход к определению того, когда

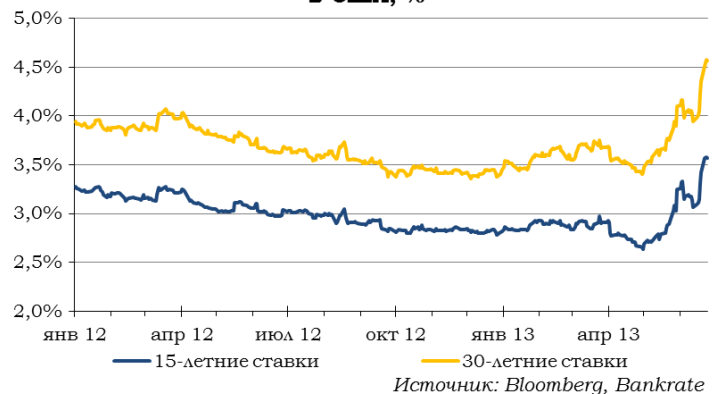
Восстановление рынка жилья в США



Динамика создания новых рабочих мест, тыс., и уровня безработицы, %



Динамика 15- и 30-летних ипотечных ставок в США, %



и какими темпами снижать стимулирование экономики, по-прежнему останется довольно гибким и будет зависеть от динамики целевых макроэкономических индикаторов и, прежде всего, уровня безработицы.

В этой связи, решение о первом снижении объемов стимулирования экономики, скорее, будет зависеть не столько от количества времени, которое пройдет после июньского заседания, где официально была обозначена новая политика ФРС, а от того, какую динамику покажет американский рынок труда.

Поэтому, на наш взгляд, имеет смысл рассмотреть 3 сценария поведения уровня безработицы на следующие 12 месяцев, от которых будет зависеть, когда ФРС начнет и какими темпами продолжит сокращать программу стимулирования экономики.

Сценарии учитывают наше мнение о том, что Федрезерв будет принимать решения по темпам сворачивания программы на чаще чем каждые 3 месяца, так как это минимальный срок, необходимый для понимания макроэкономических трендов.

«Базовый» сценарий

Согласно «базовому» сценарию, который мы рассматриваем как основной в нашей стратегии, текущий тренд на снижение уровня безработицы будет продолжен, и мы увидим темпы снижения уровня безработицы в среднем на 0,1% за каждые 2 месяца, начиная с июня текущего года. Такой тем снижения безработицы означает, что она достигнет уровня 7,2-7,3% к концу года с текущей отметки 7,6%.

Мы приняли данный сценарий за базовый в связи с тем, что, согласно обновленному в конце июня прогнозу, именно такого снижения безработицы к концу текущего года ждет ФРС США. Напомним, что в марте Федрезерв прогнозировал уровень безработицы на отметке 7,3-7,5% к концу года.

В этом сценарии мы не исключаем наличия месяцев, когда безработица будет расти, однако ее величина не должна при этом превышать текущего уровня в 7,6% и через 12 месяцев должна опуститься до отметки в 7,0%.

При таком развитии событий на рынке труда ФРС, на наш взгляд, сможет сократить текущую программу количественного смягчения в 4 этапа, решениями на 4 заседаниях. Причем решения будут зависеть от динамики уровня безработицы в предшествующие заседанию 3 месяца.

В случае реализации «базового» сценария, объявив о начале сокращения стимулирования в сентябре, Федрезерв сведет денежные вливания в экономику «на нет» к октябрю 2014 года, когда уровень безработицы, при оговоренных выше темпах, опустится ниже 6,8%.

Мы считаем, что, в случае реализации описанного сценария на рынке труда, Федрезерв будет вести себя именно так, поскольку на июньском заседании регулятором был обозначен приблизительный ориентир по уровню безработицы на уровне в 7%, по достижению которого он может полностью прекратить стимулирование экономики.

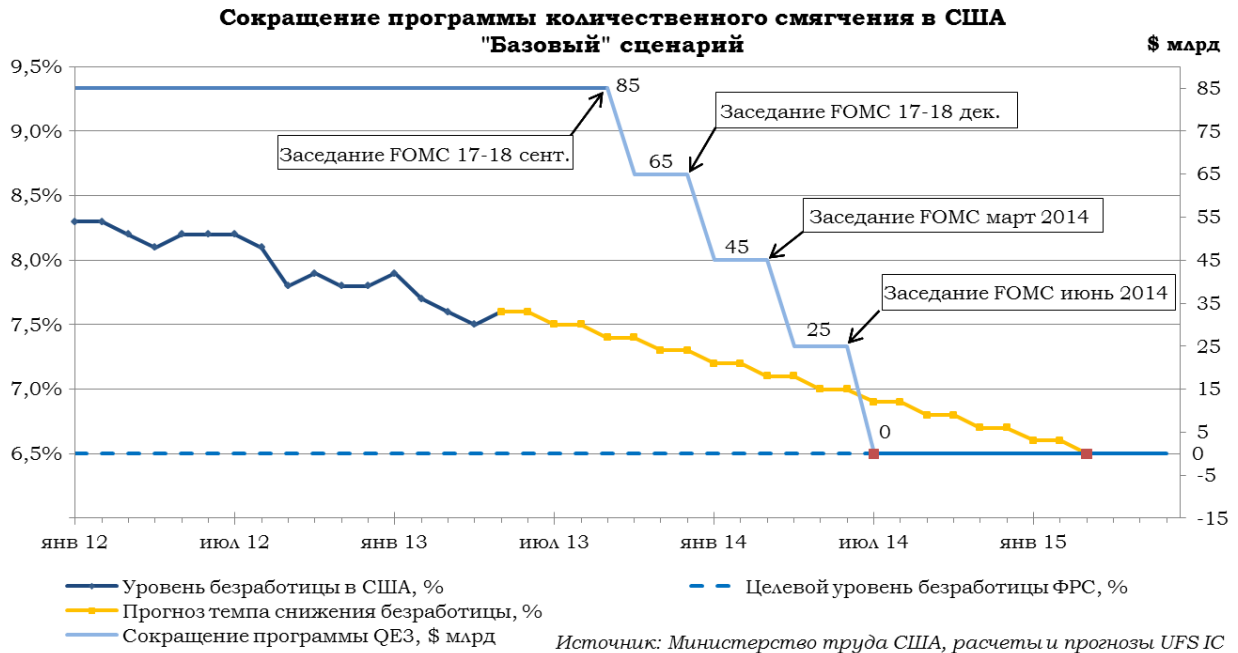
При этом глава ФРС Бен Бернанке дал понять, что ФРС не будет строго придерживаться данного ориентира, и мы, в связи с этим, ожидаем, что Центробанк захочет по возможности себя обезопасить и дождаться значения безработицы в 6,8%, прежде чем полностью прекратить процесс выкупа ценных бумаг.

Представленный выше «базовый сценарий» выглядит, нашему мнению, вполне логично, поскольку Федрезерв воспримет обозначенные темпы восстановления на рынке труда как достаточные для того, чтобы уровень безработицы уже без



стимулирования опустился к целевой отметке в 6,5% в начале 2015 года после достижения 6,8%.

При таких ожиданиях, отсутствие поддержки экономики с помощью вливания денежных средств начиная с октября 2014 года, выглядит, на наш взгляд, вполне обоснованным и мы считаем, что Федрезерв будет действовать именно так.



Тем не менее, мы отмечаем, что при достижении инфляцией в США уровня в 2,0% ФРС может ускорить отказ от смягчения, удвоив величину сокращения программы на совещании в декабре 2013 года или марте 2014 года.

Однако, учитывая текущие уровни инфляции в размере 1,4% и те темпы сокращения программы стимулирования, которые на наш взгляд были бы наиболее логичны в случае «базового сценария», вероятность того, что инфляция в США окажется на отметке в 2 % раньше, чем программа стимулирования будет в половину урезана, мы оцениваем как низкую.

Сценарий «быстрого отказа»

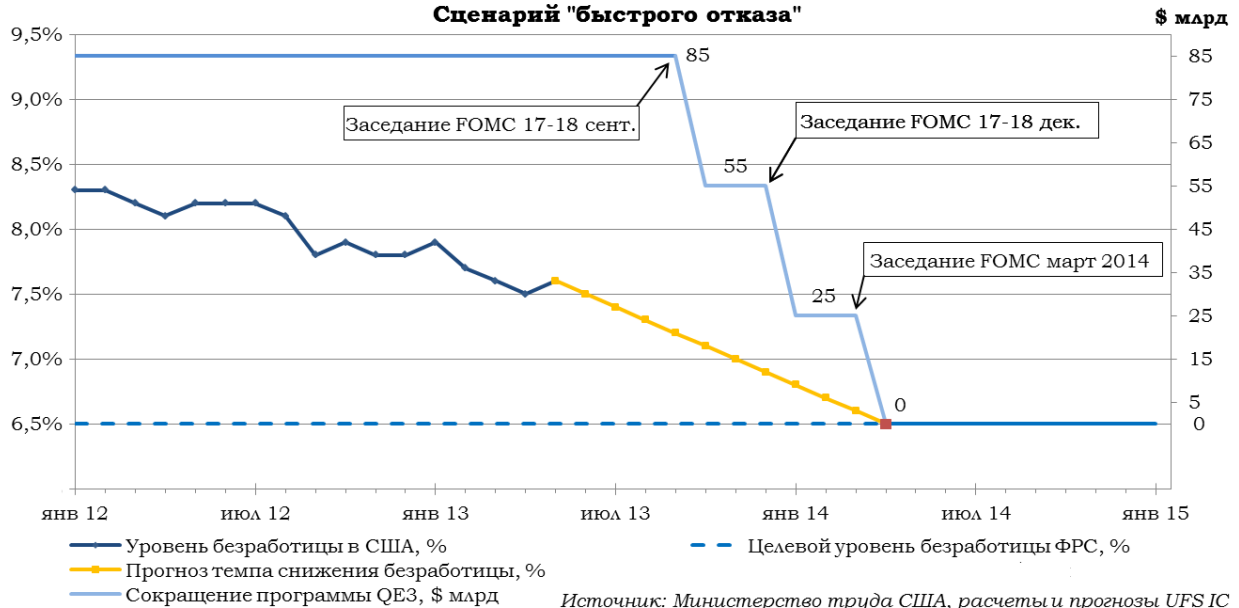
По нашему мнению, на текущий момент Федрезерв может принять решение об ускоренном отказе от программы количественного смягчения только если уровень безработицы будет снижаться в среднем на 0,1% каждый месяц или быстрее. При таком сценарии безработица в США достигнет целевой отметки ФРС в 6,5% уже через 10 месяцев или раньше, то есть не позднее апреля 2014 года.

В рамках данного сценария мы не исключаем отсутствия роста безработицы в каких-то из следующих месяцев, но при этом он не должен показывать увеличения более чем на 0,1% в месяц. Кроме того, три месяца подряд нейтральных данных или роста безработицы, мы будем рассматривать как сигнал к тому, что реализуется, скорее, наш «базовый» сценарий, нежели сценарий «быстрого отказа».

В случае реализации сценария «быстрого отказа» ФРС сократит стимулирование американской экономики в 3 этапа на заседаниях в сентябре, где будет объявлено о первоначальном сокращении программы на \$30 млрд в месяц, в декабре, где будет принято решение о сокращении программы еще на \$30 млрд и в марте, когда будет объявлено об окончательном отказе от стимулирования.



Сокращение программы количественного смягчения в США Сценарий "быстрого отказа"



При этом мы отмечаем, что в рамках такого сценария, динамика уровня инфляции, на наш взгляд, фактически не будет играть никакой роли, поскольку подобные темпы сокращения стимулирования и так являются предельно быстрыми.

В 2014 год американская экономика войдет со стимулированием лишь в \$25 млрд в месяц, которое исчезнет уже в марте и вряд ли будет способно оказать существенное инфляционное давление по сравнению с текущим стимулированием в объеме \$85 млрд в месяц.

Кроме того, на наш взгляд, Федер резерв, даже при динамике рынка труда, которая будет лучше рассматриваемой в «позитивном сценарии», вряд ли примет решение о более быстром отказе от стимулирования в связи с его потенциальной опасностью для, по-прежнему, относительно хрупкого восстановления экономики США.

Так, например, замедление темпов выкупа активов ФРС приведет к дальнейшему росту процентных ставок по ипотечным кредитам, что негативно повлияет как на финансовую систему, так и на реальный сектор экономики.

Более резкий и существенный темп сокращения QE3, по нашему мнению, будет идти вразрез с традиционным относительно плавным подходом американского регулятора к решению макроэкономических задач и, в конечном итоге, найдет негативное отражение в уровне безработицы.

В этой связи, мы ожидаем, что с высокой долей вероятности Федер резерв не пойдет на более быстрый отказ от стимулирования, и в крайнем случае будет сокращать стимулирование так, как это представлено в описанном выше сценарии «быстрого отказа».

Сценарий «постепенного сокращения»

На наш взгляд, развитие ситуации в американской экономике, согласно которому безработица будет снижаться в среднем на 0,1% лишь каждые три месяца, вынудит ФРС крайне осторожно подходить к сокращению стимулирования поскольку. Мы не исключаем, что при таком развитии событий ФРС может пойти даже на увеличение программы выкупа в какой-то из моментов времени.

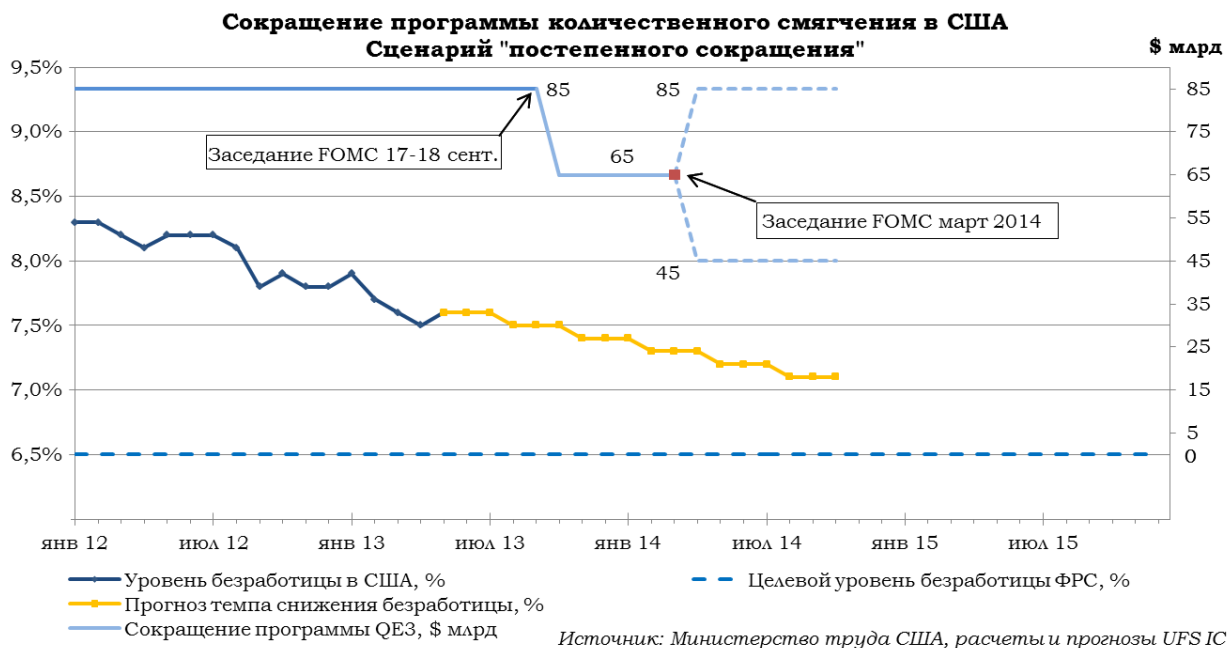


Мы воспринимаем данный сценарий, как максимально негативный для американского рынка труда, хуже которого может быть только почти полное отсутствие прогресса, и при таком развитии событий целевого уровня безработицы в 6,5% он достигнет лишь через 2,5 года к началу 2016 года.

Подобный сценарий допускает более частую растущую динамику уровня безработицы, однако её снижение более чем на 0,2% в течение 2 месяцев или более будет означать, что происходит реализация «базового», а не «негативного» сценария.

Согласно данному сценарию, сокращение уровня безработицы в среднем на 0,1% каждые 3 месяца, начиная с июня 2013 года, приведет к тому, что уровень безработицы к декабрю 2013 года опустится с текущих уровней лишь до 7,3–7,4%, что не позволит Федрезерву на декабрьском заседании принять решение о дальнейшем сокращении программы смягчения.

Скорее всего, в этом случае ФРС подождет мартовского заседания, когда безработица по сценарию «постепенного сокращения» снизится до 7,2–7,3%, что позволит регулятору принять решение о новой ступени сокращения стимулирования или о его увеличении в связи с крайне медленным и неуверенным восстановлением рынка труда.



На таком временном горизонте риски того, что инфляция останется ниже целевого уровня, существенно выше, чем на горизонте до года, который характерен для «быстрого отказа» сценария. В этой связи для «постепенного сокращения» сценария существенно более высокую важность принимает уровень инфляции.

Так, например, учитывая текущий уровень годовой инфляции на отметке 1,4%, его превышение уровня в 2,0% выглядит вполне возможным, что заставит ФРС начать ускоренными темпами отказываться от смягчения.

Однако вопрос о том, возможен ли отказ от смягчения при уровне безработицы выше 7,0%, столь медленных темпах восстановления рынка труда и учитывая негативный эффект от вынужденного и резкого отказа от стимулирования, остается открытым.

В такой ситуации Федрезерву придется «угнаться за двумя зайцами». С одной стороны, продолжать стимулировать восстановление экономики США и,



соответственно, рынка труда, а с другой, удерживать уровень инфляции ниже целевой отметки.

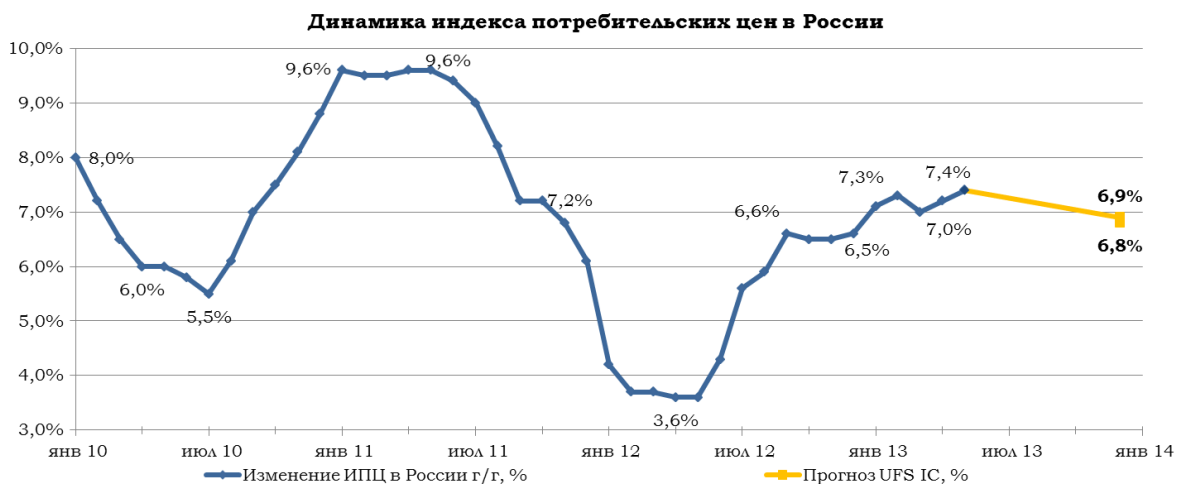
На текущий момент сложно сказать, какую сторону выберет Федрезерв — повысит ли регулятор допустимый уровень инфляции и продолжит стимулирование или откажется от стимулирования, не достигнув целевой отметки по безработице.

Можно лишь предположить, что в случае такого развития ситуации мы можем не увидеть сокращения смягчения, а, наоборот, в какие-то периоды в течение следующих 2 лет столкнуться с его увеличением.



Российская экономика: в надежде на восстановление

В течение первого полугодия текущего года инфляция в России оставалась на высоком уровне. Рост индекса потребительских цен в годовом выражении на конец мая текущего года составил 7,4%, что является 21-месячным максимумом. При этом рост цен в значительной степени был создан немонетарными факторами. Основной вклад в рост внесли цены на плодоовощную продукцию и регулируемые государством транспортные тарифы. Продолжившийся рост цен на плодоовощную продукцию, по всей видимости, связан с плохим прошлогодним урожаем и затянувшейся зимой, в результате чего выросли цены на хранение урожая. Между тем базовая инфляция, очищенная от влияния данных факторов, постепенно снижалась.



Источник: Bloomberg, Cbonds

В этом году фактор плохого урожая, скорее всего, будет отсутствовать. В частности, урожай зерновых, который является бенчмарком для оценки урожая по всему аграрному сектору, в этом году ожидается на уровне 97,4 млн тонн против 71 млн тонн в предыдущем году. Индексация тарифов на услуги ЖКХ и рост транспортных тарифов в этом году ожидаются меньше, чем в прошлом. Минфин по итогам года прогнозирует снижение инфляции до 6%.

При этом значительным фактором, поддерживающим рост инфляции, может стать ослабление курса рубля, которое наметилось в первом полугодии текущего года. Дополнительное инфляционное давление, создаваемое слабым рублем, может привести к корректировке прогноза Минфина. Наш прогноз по индексу потребительских цен к концу текущего года находится на уровне 6,8%–6,9%.

Текущее ослабление курса рубля вызвано охлаждением интереса инвесторов к риску на фоне слабой макроэкономической статистики, демонстрируемой странами Еврозоны и Китаем. Также важным фактором стало сокращение цен на нефть. Цена нефти марки Brent в июне находилась на уровне \$100–\$105 за баррель против \$110–\$118 в январе 2013 года. Цена бивалютной корзины в июне выросла до 37,9 рублей. Это несколько выше тех уровней, на которых ЦБ удержал падение рубля в 2011 и 2012 годах путем валютных интервенций. ЦБ проводит активные валютные интервенции, не давая российской валюте обесцениться еще сильнее. Кроме того, планы ЦБ по переходу в режим таргетирования инфляции исключают ослабление рубля. Э. Набиуллина намерена после прихода на место главы ЦБ придерживаться той же политики. Это создает для ЦБ дополнительную мотивацию по защите рубля от дальнейшего падения. На наш взгляд, интервенции ЦБ действительно позволят рублю несколько окрепнуть, несмотря на заявления А. Силуанова об ожидаемых в августе



приобретениях Минфином валюты. При этом вероятность девальвации увеличится в случае, если во втором полугодии снижение темпов экономического роста в России продолжится, что на данный момент противоречит нашему прогнозу.

Однако цены на нефть останутся вблизи текущих низких уровней — в районе \$105 за баррель. Это будет приводить к тому, что давление на курс рубля сохранится. В результате стоимость бивалютной корзины останется ближе к верхней границе валютного коридора. Наиболее вероятная стоимость бивалютной корзины к концу года, на наш взгляд, составляет 37,5–38,5 руб. при курсе доллара 33,0–33,5 руб. и курсе евро 43,0–43,5 руб.

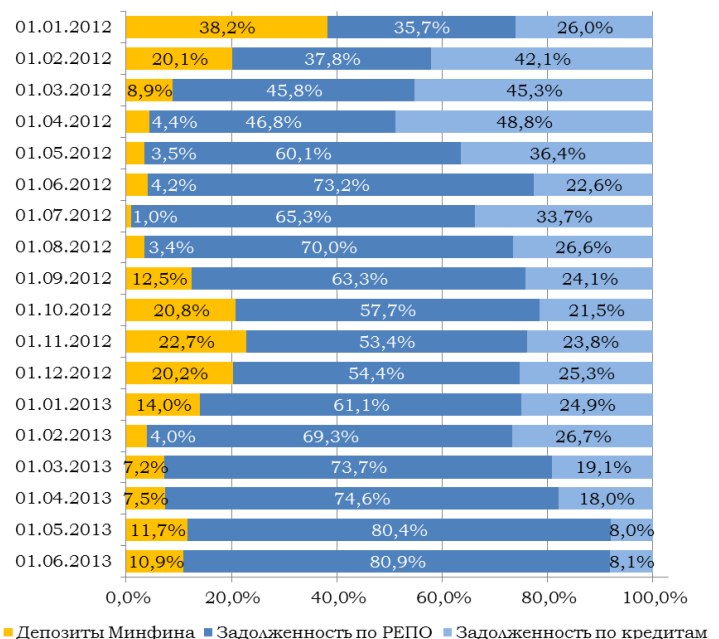
Дефицит ликвидности после января 2013 года продолжил расти. По нашим оценкам, чистая ликвидная позиция (ЧЛП) кредитных организаций на 1 июня 2013 года составила -1,5 трлн руб. по сравнению с минимумом, достигнутым в декабре прошлого года на уровне -2,0 трлн руб. При этом фондирование за счет коротких операций РЕПО в течение первого полугодия текущего года стало играть большую роль. Доля задолженности кредитных организаций по операциям РЕПО, преимущественно краткосрочным, на 1 июня 2013 года составила около 80% против 45% в начале года. Задолженность по операциям РЕПО кредитных организаций перед ЦБ достигала 2,2 трлн руб., что является историческим максимумом.

Основным фактором, поддерживающим дефицит ликвидности, остался отток капитала.

Напомним, что в 2012 году, по уточненным данным ЦБ, чистый отток капитала составил \$54,1 млрд. При этом в первом квартале текущего года показатель сократился до \$25,8 млрд по сравнению с \$33,6 млрд за аналогичный период предыдущего года. На наш взгляд, чистый отток капитала во второй половине текущего года будет равен приблизительно нулю. Этому будет способствовать общее улучшение инвестиционного климата в стране, что связано в частности с ожидаемым снижением инфляции. В итоге наш прогноз по чистому оттоку капитала на текущий год составляет \$40–30 млрд. С другой стороны, продолжающееся замедление кредитования способствовало снижению спроса кредитных организаций на ликвидность.

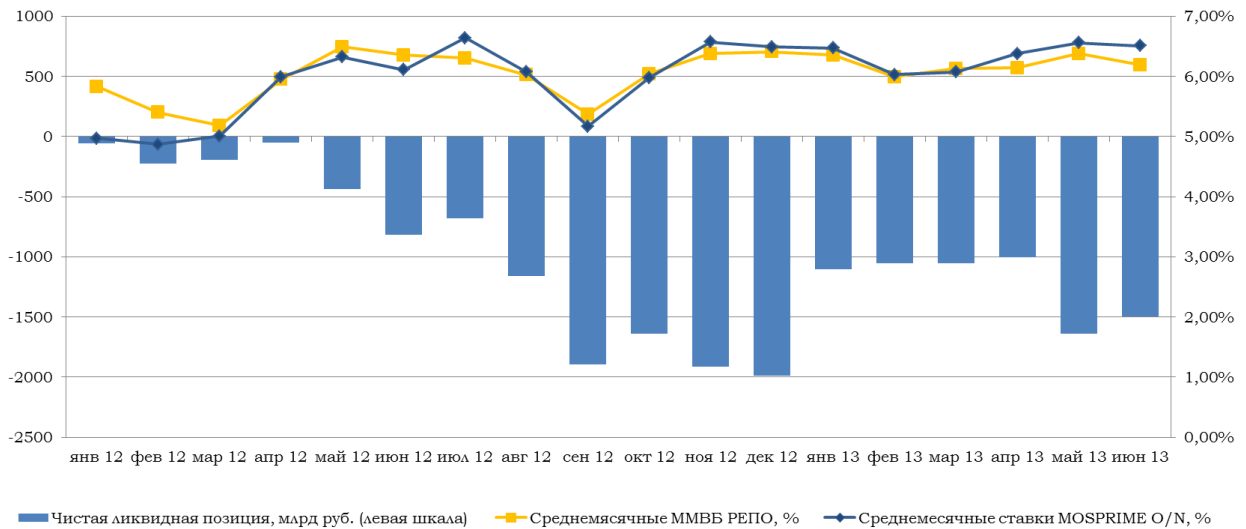
В целом напряженность на денежном рынке не ослабевала. Ставки привлечения средств на денежном рынке оставались на достаточно высоком уровне. Ставка по однодневному РЕПО облигаций на ММВБ, а также индикативная ставка MOSPRIME O/N оставались выше 6% годовых. Это способствовало поддержанию высокой стоимости фондирования по всему банковскому сектору. При этом на денежном рынке банки предъявляли спрос в основном на короткую ликвидность (до 1 недели), так как ставки по более длинным операциям оставались несколько выше.

Структура задолженности банков перед ЦБ и Минфином



Источник: ЦБ, Минфин, расчеты UFS IC

Динамика ЧЛП и ставок денежного рынка



Источник: ЦБ, Минфин, расчеты UFS IC

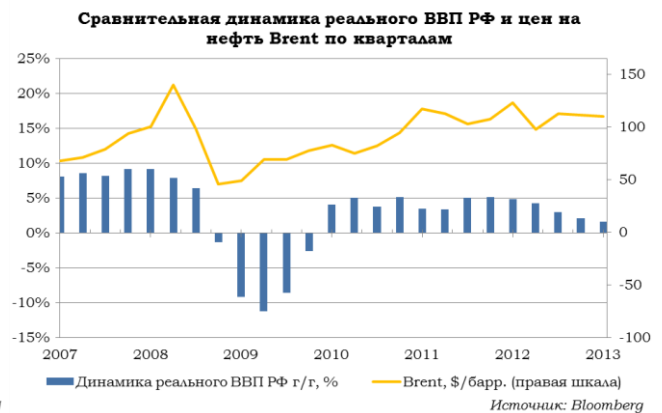
Кредитно-денежная политика ЦБ оставалась достаточно жесткой, чего требует курс на переход в режим таргетирования инфляции к 2015 году. Жесткости кредитной политики способствовал рост инфляции. На ежемесячных заседаниях, проводимых в течение полугодия, ЦБ сохранил ставку рефинансирования на уровне 8,25%. При этом был снижен ряд процентных ставок по второстепенным операциям предоставления ликвидности. Целевой показатель инфляции ЦБ в 2013 году составляет 5,5–6,0%. Тем не менее, представители ЦБ не раз заявляли о возможном снижении ставки рефинансирования даже в том случае, если инфляция не достигнет целевого диапазона. На наш взгляд, наиболее вероятно, что инфляция снизится до уровня 6,8%–6,9%, что к концу текущего года позволит ЦБ снизить ставку рефинансирования до 7,75%–8,00%.

При этом само по себе снижение ставки рефинансирования вряд ли поможет улучшить ликвидность банков. Это связано с тем, что основная часть госфондирования банковской системы обеспечивается операциями РЕПО. Снижение ставок по операциям этого типа, которое будет сопровождаться, по всей видимости, снижением ставки рефинансирования либо следовать после него, было бы наиболее эффективно.

Вместе с тем мы позитивно оцениваем действия правительства и ЦБ, направленные на упреждение влияния слабости трансмиссионного механизма банковской системы, которое может привести к дополнительным трудностям на пути к достижению долгосрочных целей кредитно-денежной политики. С этой целью обсуждается возможность передать ЦБ полномочия по прямому управлению ставками по кредитам, выдаваемым реальному сектору.

Замедление роста ВВП в течение первого полугодия 2013 года продолжилось. Рост ВВП в 2012 году составил 3,4%. Вместе с тем по итогам первого квартала 2013 года ВВП вырос лишь на 1,6%. Среди основных причин продолжающегося замедления российской экономики — сокращение мировых цен на сырье, которое вызвано общим сокращением темпов роста мировой экономики. При этом доходы населения продолжили расти в реальном выражении. Рост реального располагаемого дохода, который в апреле составил 4,2% в годовом выражении, был в основном обеспечен ростом зарплат сотрудников бюджетной сферы и индексацией пенсий. Рост дохода у относительно малообеспеченной части населения сказался в основном на росте розничных продаж. Розничные продажи в реальном выражении в апреле выросли на

4,1% год к году. При этом покупки автомашин и жилья от замедления роста перешли к сокращению. В мае годовое замедление продаж легковых машин составило 12%.



Министерство экономического развития РФ и ряд международных организаций понизили прогноз роста ВВП в России в этом году. По нашим оценкам, темпы роста ВВП во втором полугодии текущего года несколько ускорятся, составив 2,5–2,8% по итогам текущего года. Рост будет поддержан, в частности, ожидаемым нами снижением инфляции во втором полугодии. Также росту будет способствовать восстановление спроса на внешних рынках.

Закон о федеральном бюджете на 2013 год в последней редакции, на 7 июня 2013 года, предполагает объем доходной части на уровне 12,9 трлн руб. Расходы запланированы на уровне 13,4 трлн руб. Таким образом, дефицит бюджета планируется на уровне 521 млрд руб.

По итогам пяти месяцев текущего года бюджет вышел в профицит, который составил 128 млрд руб. Профицит объясняется рядом сезонных факторов. Однако поступления в федеральный бюджет снизились по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. В результате возможно небольшое отклонение дефицита федерального бюджета от прогноза в большую сторону. Однако уже одно размещение суверенных облигаций объемом \$7 млрд, которое намечено на июль текущего года, позволит покрыть более трети дефицита федерального бюджета.



Ключевые события: битва за спасение экономики

До февраля 2013 года основные конкурирующие партии США республиканцы и демократы не смогли договориться по вопросу сокращения расходов бюджета. С марта текущего года вступил в силу автоматический секвестр бюджета. На примере стран европейского валютного союза совершенно ясно, подобный шаг в долгосрочной перспективе оздоровит первую экономику мира, на среднесрочном временном отрезке способен замедлить рост экономики и вызвать рост безработицы. В целом, экономика Соединенных Штатов очень емкая и может значительно легче перенести относительно плавное сокращение расходов.

К сентябрю в североамериканских штатах вновь встанет вопрос увеличения планки государственного долга, а вместе с ним могут вновь возникнуть на повестке дня вопросы увеличения доходной части бюджета и сокращения расходов. К этому моменту Федеральная резервная система обретет нового главу, что будет ещё одной точкой риска для глобального рынка, поскольку со сменой председателя ФРС может измениться стиль работы всего ведомства.

Как мы и полагали, Федеральная резервная система не пошла в июне на сворачивание третьего этапа количественного смягчения. Основным вопросом, который интересовал инвесторов, было, продолжит ли Федрезерв QE3. Как неоднократно заявлял глава ведомства Бен Бернанке, ориентиром для сворачивания QE3 является снижение безработицы до 6,5% при инфляции не выше 2,5%. В настоящий момент количество незанятых трудоспособных американцев составляет 7,6%, а инфляция по итогам первых четырех месяцев текущего года в годовом исчислении находится на уровне 1,1%. Другими словами, налицо условия продолжения QE3, которые озвучивались ранее Б. Бернанке. В последнее время активно обсуждался вопрос досрочного завершения третьего этапа смягчения. Многие эксперты и некоторые директора ФРС высказывали мнение - смягчение уже неэффективно, что, в свою очередь, вызывает обеспокоенность инвесторов.

По итогам июньского заседания ФРС, которое проходило 18-19 числа, было заявлено, Федрезерв готов начать постепенное сворачивание третьего этапа выкупа облигаций уже в этом году, при условии сохранения стабильного роста экономики США. Однако рост американской экономики не столь сильный и устойчивый, по этой причине сворачивание программы количественного смягчения может быть отложено на более поздний момент. Так рост ВВП США в I квартале 2013 года согласно окончательной оценке составил лишь 1,8%. Полагаем, ожидать постепенного сокращения монетарного стимулирования от ФРС можно не раньше осени 2013 года при условии стабилизации ситуации в экономике страны.

Усредненный прогноз по росту экономики Соединенных Штатов на текущий год составляет порядка 2,0%. Ранее наш прогноз составлял 2,2%, мы улучшили ожидания по ВВП США до 2,3%.

Европейская экономика в первой половине текущего года снизилась сильнее ожиданий экспертов. ВВП Еврозоны по итогам первой четверти 2013 года в квартальном выражении снизился на 0,5%. Однако мы позитивно смотрим на ситуацию в европейском валютном союзе во второй половине 2013 года. Наши ожидания соответствуют прогнозу экспертов ЕЦБ, неоднократно озвучиваемому главой ведомства Марио Драги, согласно которому экономика европейского союза во второй половине текущего года еврозона преодолит существующую негативную динамику и начнет демонстрировать признаки восстановления.

Европейский центральный банк активно стимулирует экономику союза. Инструментами поддержки являются операции долгосрочного рефинансирования



(longer-term refinancing operations, LTRO), связанный выкуп облигаций, а также низкая ставка рефинансирования. К слову сказать, ранее мы прогнозировали снижение ставки Центробанком еврозоны до уровня 0,5% годовых, что и произошло в начале мая. По словам главы ведомства, ЕЦБ и в дальнейшем в случае необходимости готов снижать процентные ставки вплоть до отрицательных значений. Однако относительно высокое инфляционное давление будет сдерживать ЕЦБ от подобного шага. Предельным уровнем роста потребительских цен ЕЦБ называет планку в 2%, при этом прогноз ИПЦ на текущий год составляет 1,4%. При этом накопленная за 5 месяцев 2013 года инфляция в годовом выражении составляет 1,62%, нетрудно посчитать, последующие 7 месяцев инфляция не должна превышать 1,25%. Достичь столь низкого роста потребительских цен при низкой ставке рефинансирования и росте экономики очень сложно. Можно предположить, эксперты ЕЦБ, рассматривая основной сценарий развития ситуации в зоне евро, не закладывали дальнейшее понижение ставки.

Последние прогнозы ведущих мировых экономических институтов по ВВП Еврозоны в текущем году в среднем находятся на уровне -0,5%. Мы ранее прогнозировали стагнацию экономики европейского валютного союза, однако ситуация в первой половине года развивалась несколько хуже, чем ожидали, в связи с этим мы понизили наши ожидания с 0,0% до -0,3%.

В текущем году неожиданно слабые результаты демонстрирует Китай. Объем импортных операций не показывает устойчивого прироста, прирост экспорта снижается, что мы связываем с затянувшимся глубоким кризисом экономики европейских стран. При этом цены производителей уже порядка пяти кварталов продолжают снижаться, что указывает на отсутствие спроса. По сути, рынки сбыта не могут обеспечить производителям КНР возможность реализации потенциала, что сдерживает рост экономики Поднебесной. На этом фоне промышленное производство Китая постепенно замедляет свой рост, деловая активность в производственной сфере по версии HSBC по итогам мая 2013 года сократилась, усиливая опасения инвесторов.

Несмотря на невнятные результаты, показываемые Китаем в начале 2013 года, прогнозы по росту ВВП Поднебесной остаются на относительно высоком уровне в 8,0%. Ожидаемое восстановление экономики еврозоны во второй половине текущего года позволяет инвесторам надеяться на улучшение ситуации.

Осенью 2012 года Япония обрела нового премьер-министра Синдзо Абэ, который позже сформировал новое правительство, а также лоббировал назначение нового главы Банка Японии Харухико Куроды. Основой экономической политики Страны восходящего солнца стало активное монетарное стимулирование. Японский Центробанк намерен потратить ¥60–70 трлн, что по текущему курсу (95 иен за доллар) составляет \$632–737 млрд. Основным ориентиром политики дешевых денег властей Японии стало достижение инфляции 2% до конца 2015 года, к концу текущего года планируется разогнать инфляцию до уровня 0,9–1%.

Усилия правительства и Банка Японии отчасти возымели действие. По итогам первых четырех месяцев 2013 года сохраняется дефляция на уровне 0,65% в годовом исчислении; промышленное производство прибавляет по 0,9–1% в месяц; ВВП по итогам III квартала вырос на 1,0% в месячном выражении и на 4,1% в годовом исчислении, что соответствует темпам роста показателя середины нулевых годов.

Продолжает сохраняться напряженность на Ближнем Востоке и в Арабском мире. Противостояние Ирана и Запада по вопросу ядерной программы обуславливает наличие наценки за риск в стоимости североморской смеси нефти Brent, которая с начала года сократилась с уровня \$20 за баррель до \$7,5. Сокращение поставок нефти из Исламской Республики было компенсировано увеличением поставок из других регионов. Тут стоит отметить, эксперты уверены, Иран активно сбывает свою нефть



через третьи страны, однако достоверно оценить объем таких поставок не представляется возможным. Одновременно перманентно ведутся переговоры шестерки (США, Германия, Великобритания, Франция, Китай и Россия) и Ирана, а также МАГАТЭ и Ирана по ядерной программе Тегерана, которые так и не имеют прогресса.

В середине июня 2013 года в Иране состоялись президентские выборы, результатом которых стало избрание на пост главы государства Хассана Роухани. Новый президент Исламской Республики декларирует активизацию переговорного процесса с шестеркой, но не намерен отказываться от обогащения урана, повысив прозрачность ядерной программы для сторонних наблюдателей. Западные политики, в свою очередь, позитивно отреагировали на избрание Хассана Роухани президентом Ирана и выражают надежду на сближение. В итоге появилась надежда на возвращение республики на рынок нефти, что стало одной из причин сокращения премии за риск в цене на Brent. Однако не стоит ждать быстрого решения старых проблем, по всей вероятности, наценка в стоимости североморской смеси будет сохраняться продолжительное время.



Валютный рынок: что способно укрепить доллар?

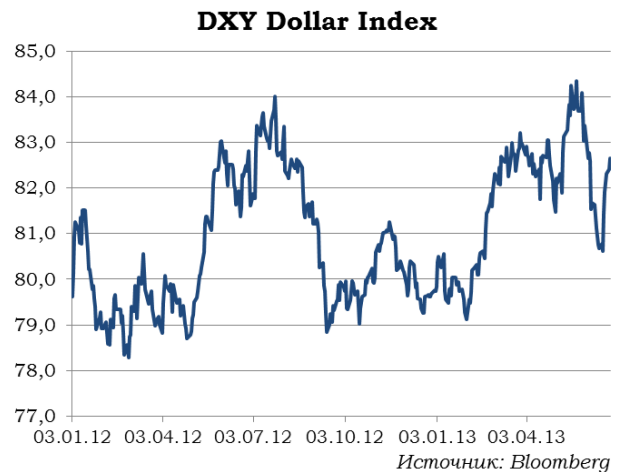
Динамику рынков валют в ближайшие полгода будут определять следующие факторы: ожидания начала постепенного сворачивания третьего этапа количественного смягчения от ФРС; продолжение сверхмягкой монетарной политики от ЕЦБ, возможность дальнейшего снижения ставки европейским Центробанком; сверхмягкая политика Банка Японии.

Сокращение Соединенными Штатами расходов бюджета также может отразиться на валютном рынке, возможное замедление темпов роста, обусловленное секвестром, приведет при определенных условиях к снижению интереса инвесторов к американским активам, что может привести к ослаблению американской валюты.

Позитивным для американского рынка фактором, который работает на укрепление доллара США, является тот факт, что в июне текущего года рейтинговое агентство Standard & Poor's улучшило прогноз кредитного рейтинга североамериканских штатов с «негативного» до «стабильного». Не исключаем, что в случае позитивного развития дальнейшей ситуации в экономике США Standard & Poor's может вернуть Соединенным Штатам Америки наивысший кредитный рейтинг.

В целом же мы полагаем, недавнее обнародование главой ФРС Бенем Бернанке намерения уже в этом году начать сокращать объем выкупа облигаций является первым сигналом к прекращению так называемых «валютных войн». Дальнейшее ослабление валют не приносит желаемого результата, и в ближайшие годы на первый план может выйти стимулирование экономики посредством инфраструктурных проектов, направленных на создание новых рабочих мест и стимулирование бизнеса.

В начале 2013 года мы прогнозировали рост основной валютной пары на окончание текущего года до отметки 1,3580. Наш январский прогноз по укреплению евро был неожиданно быстро выполнен, уже в феврале 2013 года единая европейская валюта укрепилась до значения 1,3711, в связи с чем мы даем дальнейший прогноз по динамике основных мировых валют. Как следует из предпосылок, приведенных выше, мы ожидаем укрепления доллара в ближайшие полгода, полагаем, соотношение единой европейской валюты и доллара в конце 2013 года снизится в диапазон 1,2800–1,3000. Соответственно, нами был пересмотрен прогноз по индексу DXY: вместо снижения к отметке 76,25 пункта мы прогнозируем рост отношения доллара к шести основным валютам до уровня 84 пункта.



В начале 2013 года мы предполагали, что японские власти предпримут активные действия по монетарному стимулированию экономики страны, в связи с чем прогнозировали ослабление иены. Мы полагали, в текущем году валютная пара

доллар/иена достигнет пика на уровне 94–95 йен за доллар и к концу года вернется к отметке 90 йен. Ослабление валюты Страны восходящего солнца оказалось несколько сильнее, в мае соотношение валют достигло значения 103,74 пункта. К началу следующего года валютная пара доллар/иена может достичь уровня 95–100 йен за доллар.

Полгода назад мы прогнозировали стоимость североморской смеси нефти Brent к концу года на отметке \$120 за баррель, сейчас мы снижаем наш прогноз до уровня \$105 за бочку. В связи со снижением прогноза по нефти изменен прогноз по рублевым парам в сторону ослабления российской валюты. Как мы предполагали, низкие темпы роста российской экономики, сохраняющийся высокий уровень рисков и продолжающийся отток капитала из страны станут дополнительными факторами ослабления валюты РФ.



Ранее мы прогнозировали рост стоимости бивалютной корзины до уровня 35,90 рублей. При этом мы предполагали небольшой рост соотношения американского доллара и рубля в течение 2013 года до 30,90 рубля за доллар, предполагаемый диапазон пары был 29,50–31,00 рубля за доллар. Валютная пара евро/рубль прогнозировалась в пределах значений 40,00–42,50 рубля за евро и 41,96 рубля за евро на конец текущего года. Новый прогноз составляет 38,00 рублей по бивалютной корзине, пара доллар/рубль видится нам на уровне 33,00–33,50 рубля за доллар, соотношение единой европейской валюты и рубля завершит 2013 год в диапазоне 43,00–43,50 рубля за евро.



Товарные рынки

Нефть: ценовая стабильность

Основным драйвером роста стоимости нефти по-прежнему остается рост потребления нефти, которое балансирует в последние месяцы вокруг отметки 90 млн барр./сутки. Основным потребителем нефти является Китай, рост экономики которого и обеспечивает прирост. Темпы роста спроса на нефть значительно замедлились.

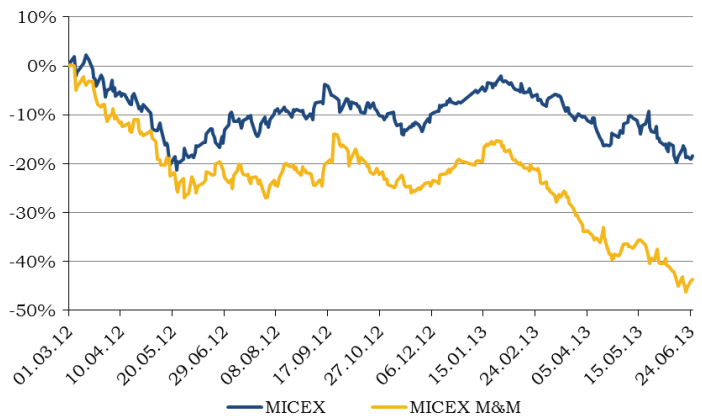
Вторым основным фактором, поддерживающим цены на черное золото, является сверхмягкая монетарная политика, которую проводят центробанки мира. Покупательная способность валют постепенно снижается, что вынуждает потребителей платить большее количество денег за единицу товара при прочих равных условиях.

Факторами, сдерживающими котировки на нефть, являются рост предложения со стороны нефтяников, замедление темпов роста мировой экономики. Объявленное в июне текущего года намерение ФРС постепенно начать сворачивать третий этап количественного смягчения оказало давление на нефтяные цены.

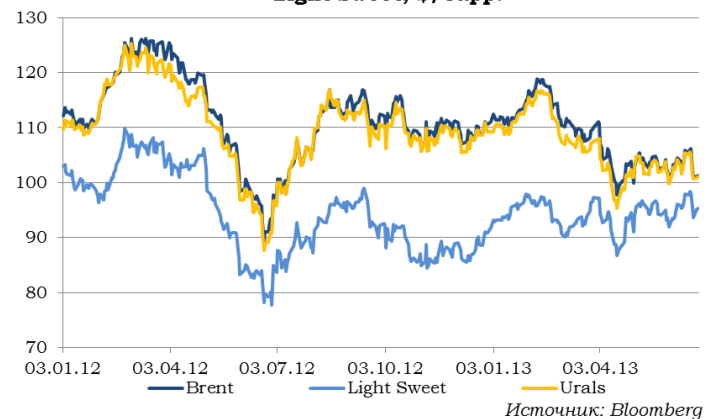
В течение первых неполных 6 месяцев 2013 года стоимость североморской смеси Brent снизилась на 8,42% с отметки \$111,11 за баррель до \$101,75 за бочку. В начале февраля котировки нефти достигали своего максимума в \$119,17 за баррель, а к апрелю снизились до \$96,75.

Мы предполагаем стабилизацию ситуации в глобальной экономике, что стимулирует рост потребления углеводородов, однако этого не будет достаточно для существенного роста стоимости нефти. Снижение премии за риск в стоимости Brent компенсирует рост цены, вызванный увеличением спроса на черное золото. Котировки нефти в этом году неожиданно быстро достигли нашего целевого уровня в \$102 за баррель, который мы ожидали на конец года. Мы установили новый целевой уровень на конец 2013 года, \$105 за баррель нефти марки Brent.

Относительная динамика отраслевого индекса на ММВБ

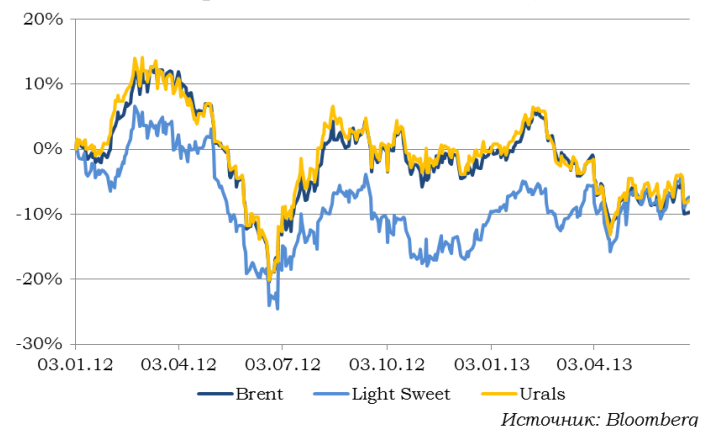


Динамика стоимости нефти марок Urals, Brent, Light Sweet, \$/барр.



Источник: Bloomberg

Прирост стоимости нефти марок Urals, Brent, Light Sweet с начала 2012 года, %



Источник: Bloomberg



Металлы: ждем сдержанного восстановления

Начало года в целом было достаточно оптимистичным для рынка металлов и угля — котировки находились на уровнях конца 2012 года и даже демонстрировали попытки роста. Однако долгожданного восстановления сырьевых рынков так и не произошло. Несмотря на то, что производство по отдельным промышленным товарам действительно начало сокращаться, должной реакции со стороны спроса так и не последовало. Опасения замедления мировой экономики продолжили нарастать, Китай начал демонстрировать признаки замедления. Впоследствии к этому добавились валютные факторы — укрепление доллара и опасения сворачивания QE3, также играющие на стороне американской валюты и против сырьевых товаров.

В результате по большинству сырьевых товаров возобновились нисходящие тенденции, и котировки вновь опустились на уровни минимумов прошлого года или даже ниже.

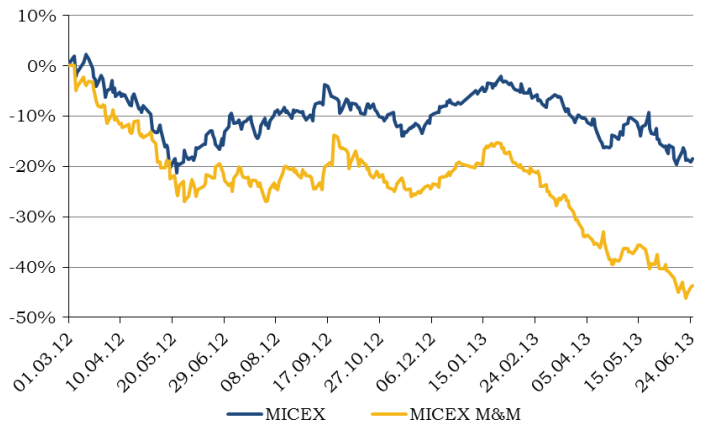
Уголь

Рынки угля в полной мере отражают общую ситуацию. В начале года наблюдался умеренный рост цен. В Китае коксующийся уголь к февралю подорожал более чем на 8% на опасениях удорожания поставок из Австралии из-за возможной волны повышения процентных ставок в этой стране и традиционных для начала года климатических трудностей (сезон дождей). Однако китайская экономика продолжила замедляться, тогда как Банк Австралии не стал повышать ставки и до сих пор занимает выжидательную позицию. В результате цены вновь пошли вниз и к середине года потеряли порядка 10–17% для разных марок угля по сравнению с концом 2012 года.

На российском рынке ситуация не отличалась разнообразием, так как наиболее крупные потребители в значительной степени обеспечены углем за счет собственных добывающих мощностей. Цены на коксующийся уголь остались на низком уровне, фактически сравнявшись с себестоимостью большинства производителей.

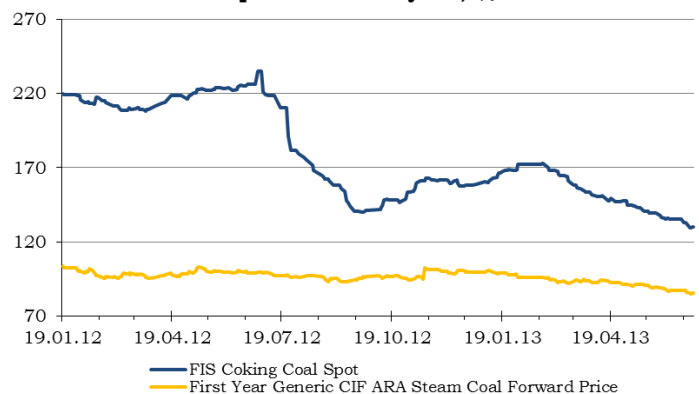
Американский рынок немного поддержали стимулирующие меры, принятые регулятором, однако полноценного восстановления так и не произошло. В лучшем случае удалось добиться стабильного функционирования наиболее эффективных производителей с минимальной рентабельностью, в том числе это касается американских активов российских компаний, таких как «Северсталь» и «Мечел».

Относительная динамика отраслевого индекса на ММВБ



Источник: Bloomberg

Динамика стоимости коксующегося и энергетического угля, \$/т



Источник: Bloomberg



Поддержку российским производителям угля оказывает понимание основными потребителями в ЮВА (Китай, Северная Корея, Япония) того факта, что «ценовая идилия» с австралийскими поставками достаточно зыбкая, и цены на уголь и другое сырье из этой страны неизбежно начнут расти в будущем. В такой ситуации потребители ищут возможности диверсификации поставок и обращаются в первую очередь к российским производителям. С начала 2013 года заключено уже несколько крупных контрактов на поставку коксующегося угля в Китай и Северную Корею с основными игроками российского угольного рынка — «Мечелом» и «Распадской». Рынки ЮВА в целом труднодоступны для других энергоносителей, поэтому спрос на уголь в этом регионе будет только расти. Умеренную поддержку котировкам может оказать и активное вливание ликвидности со стороны Банка Японии, которое в целом стимулирует инфляционные процессы в регионе.

У энергетического угля есть неплохие шансы укрепить позиции на мировом рынке относительно других энергоносителей. Международное энергетическое агентство, например, прогнозирует, что к 2017 году доля угля сравняется с таковой у нефти. Мы скептически оцениваем эти прогнозы, но вытеснение других энергоносителей, в частности газа, более дешевым углем на европейском рынке уже наблюдается в полной мере. Сейчас этот процесс всецело связан с предельно низкими ценами на энергетический уголь в отличие от относительно дорогих газа и нефти, однако энергетическая индустрия довольно инертна и вряд ли сможет быстро перестроиться обратно, если ценовая конъюнктура изменится. Мы ожидаем, что факт предпочтения сейчас европейскими энергетиками более дешевого угля более дорогому газу в последующие годы будет стимулировать повышение цен на энергетические угли.

Позитивные факторы по-прежнему не вступили в силу, но «пружина» рынка сжата уже до предела, и мы не ожидаем, что возможно долговременное снижение цен на угольную продукцию существенно ниже текущих уровней. Замедление экономики в Китае и возможное укрепление доллара в случае активного сворачивания стимулирующих мер в США могут еще отсрочить восстановление на этом рынке, но мы уверены, что восстановление в металлургии, скорее всего, начнется именно с сырья — угля и железной руды. Неожиданно поддержать сырьевые рынки может восстановление деловой активности в Европе — там ситуация сейчас выглядит несколько лучше, чем мы ожидали в начале года.

В течение летних месяцев, традиционно не отличающихся высокой производственной и потребительской активностью, мы не ожидаем сильных движений в ценах на угольную продукцию, но осенью с началом традиционного оживления и следом за этим отопительного сезона цены могут начать восстанавливаться. Мы более консервативно смотрим на перспективы этого рынка, чем в начале года, но по-прежнему ожидаем, что во втором полугодии будут преобладать восстановительные тенденции, и надеемся, что угольные котировки закончат год, как минимум, без снижения.

Железная руда

На рынке железной руды в начале года ситуация развивалась довольно позитивно. Погодные условия в северо-восточных провинциях Китая, где сосредоточено большинство китайских ГОКов, в феврале – марте неожиданно оказались суровыми настолько, что целый ряд предприятий вынужден был приостановить добычу и отгрузку руды. При этом китайские компании, несмотря на избыток предложения стальной продукции внутри страны и за рубежом, сохранили высокие объемы выплавки металла. По данным китайской государственной статистической службы, в марте в стране было произведено рекордное количество стали — 66,3 млн т. Это подстегнуло импорт и рост цен на руду на мировом рынке.



Тем не менее, повышение цен оказалось непродолжительным. В апреле спотовые котировки на железную руду снова пошли вниз, опустившись со \$160 до менее \$140 за т CFR Китай и к середине года достигнув уровней порядка \$110 за тонну. Потребители пополнили запасы и снова снизили активность, чему способствовала неблагоприятная китайская статистика. В первом квартале 2013 года ВВП страны увеличился только на 7,7% против 7,9% в тот же период годом ранее. Ранее эксперты прогнозировали, что этот показатель составит около 8,0%.



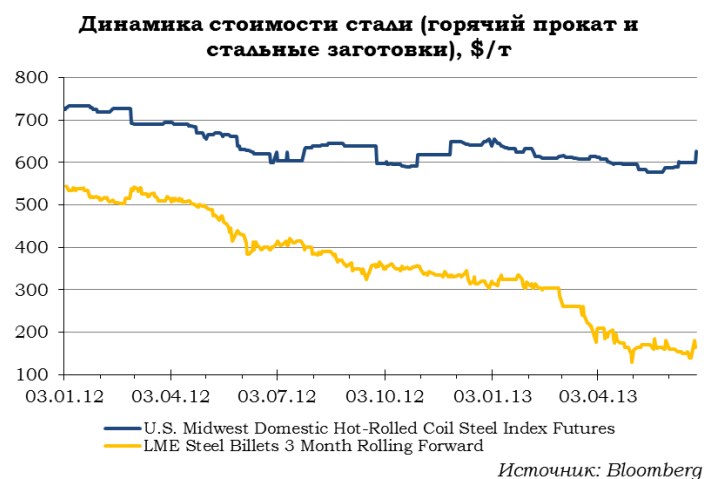
К тому же в конце марта большинство простаивающих железорудных ГОКов в Китае возобновили работу и на рынке вновь стало доминировать предложение. Равновесие может немного восстановиться за счет сокращения экспорта руды из Индии, но факторов для новой волны роста пока не наблюдается. Кроме того, в последние годы большинство крупных производителей руды расширяли производственные мощности, поэтому избыток предложения может сохраняться до тех пор, пока не улучшится динамика спроса.

Мы не разделяем негативных прогнозов ряда экспертов и ждем умеренного восстановления цен на железную руду во втором полугодии, но едва ли им удастся преодолеть весенние максимумы. Это в целом неплохо для российских металлургических холдингов, так как рудная продукция занимает лишь незначительную часть в их выручке, и цены на руду в большей степени влияют на себестоимость, нежели на выручку.

Сталь

Вопреки росту цен на сырье, цены на сталь не смогли продемонстрировать выраженного роста из-за относительно слабого спроса. Таким образом, временное повышение цен на руду стало скорее негативным фактором для российских сталепроизводителей.

Китайские производители стали, вероятно, продолжат наращивать выплавку после восстановления поставок местной руды, что на фоне замедляющейся экономики будет оказывать давление на импорт, но мы ожидаем, что спрос все же несколько увеличится ближе к концу года.



Продолжающийся кризис в Европе по-прежнему обуславливает крайне слабое состояние рынка сталепроката, и восстановление все еще находится под вопросом. Тем не менее, мы не исключаем улучшения активности в Европе во втором полугодии — это может простимулировать спрос на сталь и поддержать производителей.



В США рынок оживился в начале года, но надолго энтузиазма вновь не хватило. Сохраняется риск того, что сокращение бюджетных расходов окажет негативное воздействие на рост американской экономики ближе к концу года. Это сделает восстановление металлургической отрасли в стране более длительным.

Российский рынок остается достаточно стабильным. Скорее всего, по итогам 2К13 мы увидим рост цен на отдельные виды продукции, в частности — сортовой прокат — из-за позднего сезонного роста активности в строительстве. Повышенным спросом будет пользоваться трубная продукция из-за запуска крупных инфраструктурных проектов «Газпромом» и «Транснефтью». При этом, в текущем году «Газпром» перешел на прямые контракты с производителями — это позволит выиграть обеим сторонам, так как ранее большинство сделок совершалось через посредников, которым доставалась большая часть маржи.

Мы ожидаем, что рынок стальной продукции все же начнет постепенно восстанавливаться во втором полугодии, прирастая в основном Азией, а также Россией и странами СНГ. Ситуация в Европе несколько стабилизировалась, хотя для серьезного восстановления поводов пока мало. Но если снижение темпов замедления экономики сохранится, цены могут начать восстанавливаться и здесь.

Неоднозначно пока выглядят только перспективы американского рынка — сокращение дефицита бюджета, которое сейчас является основной темой на повестке дня в США, может оказать серьезное давление на реальную экономику ближе к концу года.

Падение деловой активности в Китае и страхи сворачивания стимулирующей политики ФРС вызвали распродажи в большинстве сырьевых и промышленных активов, включая стальную продукцию, в результате рынки выглядят перепроданными. На фоне традиционного осеннего оживления в мировой экономике и снижения неопределенности на валютных рынках, мы ожидаем умеренного восстановления спроса и цен на сырьевые активы. Однако ценам вряд ли удастся подняться существенно выше уровней начала года.

Цветные металлы

Цветные металлы более интенсивно реагируют на настроения на рынках и ожидания относительно роста мировой экономики, отчасти из-за более развитой беспоставочной торговли этими товарами. В целом же, тенденции напоминают таковые в черной металлургии: низкий спрос и негативные ожидания оказывают давление на котировки.

В начале года цены на промышленные металлы показывали умеренное восстановление, но уже в начале весны по большинству металлов возобновилась негативная динамика. Замедление в Китае и очередное обострение в еврозоне стали тому причиной. Ситуация стабилизировалась в последующие месяцы, но факторов для роста так и не появилось. К началу лета добавились опасения сворачивания QE3 и валютный фактор. В результате большинство цветных металлов опустились до минимумов прошлого года или даже обновили их.

Цены на **алюминий** опустились в район минимумов прошлого года, порядка \$1800 за тонну, локально котировки опускались до более низких уровней. Текущие уровни ниже себестоимости практически всех крупных производителей на мировом рынке, поэтому основные игроки уже начали сокращать производственные мощности.



Китайский алюминиевый гигант Chalco принял решение сократить в этом году производство на 380 тысяч тонн. В Alcoa рассматривают возможность снижения выпуска на 460 тысяч тонн в течение 15 месяцев. «РУСАЛ» также планирует сократить в 2013 году производство на 300 тысяч тонн, а к 2015 году закрыть 275 тысяч тонн мощностей.

Сокращение мощностей должно снизить предложение и оказать поддержку ценам на алюминий. Мы ожидаем, что к концу года увидим цены на алюминий на более высоких уровнях. Среднесрочно котировки, как минимум, должны подняться выше уровня в \$2000 за тонну, иначе производителям придется дальше сокращать выпуск.

Цены на **медь** уже уверенно преодолели минимумы 2012 года, но поддержкой могут выступить минимумы 2011 года в районе \$6600 за тонну. Медь наиболее сильно реагирует на ожидания рыночных игроков — это очень хороший впередсмотрящий индикатор активности в мировой экономике. Текущие уровни отражают довольно депрессивные ожидания на рынках, связанные с замедлением в Китае и возможным снижением темпов роста в США после сокращения государственных расходов. Тем не менее, ситуация в США пока развивается лучше, чем можно было предположить. Замедление роста возможно, но заметно это будет не ранее конца года. Спрос в Китае достаточно стабилен, несмотря на замедление деловой активности, а Европа начинает показывать признаки улучшения не только в Германии, но и в других ключевых странах. Если европейская статистика продолжит улучшаться, инвесторы могут воспрянуть духом.

Пока мы придерживаемся мнения, что минимумы 2011 года устоят, и цены на медь смогут показать восстановление с текущих уровней. Едва ли удастся достичь уровней начала года (~\$8000 за тонну), но рост в район \$7500 за тонну к концу года выглядит вполне достижимым.

Ситуация в **никеле**, к нашему удивлению, выглядит еще более тяжелой. Котировки на LME уверенно преодолели минимумы прошлого года еще в апреле, и остановить снижение пока не удалось. Котировки прошли психологически важный уровень в \$15 000 за тонну и продолжают снижаться, торгуясь уже ниже \$14 000 за тонну по трехмесячному поставочному форварду. Более длинные контракты пока торгуются на более высоких уровнях, но тенденции в целом совпадают. В отличие от меди, у никеля нет выраженных технических поддержек на текущих уровнях, поэтому ситуация выглядит достаточно тяжело.



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Это отчасти удивительно, поскольку при текущих ценах чистый товарный никель уже продается существенно дешевле себестоимости Nickel Pig Iron в Китае (оценивается приблизительно в \$15 000 в пересчете на тонну никеля) — менее качественного заменителя. Причем издержки производства никеля в чугуне будут только расти, так как основной поставщик рудного сырья — Индонезия — повышает пошлины и готовится к полному эмбарго на вывоз природного сырья. Ситуация, таким образом, выглядит довольно нелепой, и мы не ожидаем, что она может сохраняться долго. На текущих уровнях у многих производителей никеля также начинают возникать проблемы с рентабельностью. Нескольким особняком здесь стоит «Норильский никель», который полностью покрывает издержки добычи никеля за счет продажи сопутствующих металлов — меди, платины и палладия. Фактически, «Норникелю» выгодно продавать никель при любой цене, что, впрочем, не значит, что компания полностью нечувствительна к уровню цен.

Другие цветные металлы — олово, цинк, свинец, хром — выглядят сильнее, чем никель или медь, они продолжают торговаться выше минимумов прошлого года и в меньшей степени реагируют на ухудшение ожиданий относительно динамики мировой экономики. В значительной степени это связано с тем, что рынок производных по этим металлам не так сильно развит, и значительная доля торгов приходится на поставочную торговлю. Спрос же остается достаточно стабильным со стороны автомобильной индустрии, а также производителей электроники.

Тем не менее, текущий уровень цен также можно назвать очень низким. Большинство некрупных производителей на текущих уровнях также нерентабельны. Это касается и российских производителей.

Мы ожидаем, что вторая половина года будет в целом более благоприятной для рынков этих металлов.

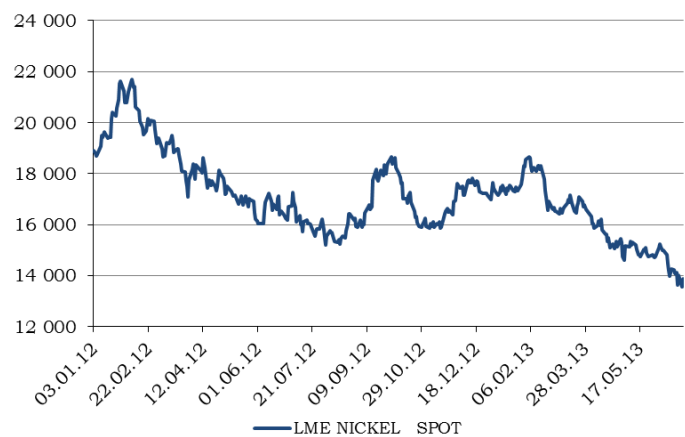
Драгоценные металлы

Драгоценные металлы, помимо свойств, демонстрируемых другими металлами, зачастую демонстрируют свойства защитного актива, к которому инвесторы проявляют интерес при значительном снижении склонности к риску. Поэтому они могут вести себя как проциклично, как большинство металлов, так, в ряде случаев, и контрциклично.

Однако в текущем году они слабо демонстрируют эти свойства. Во многом тому способствуют валютные риски — укрепление доллара действует против драгоценных металлов и в роли промышленных товаров, и в роли «псевдовалюта» — из соображений кэрри-трейд.

Золото оказалось под повышенным давлением из-за изменений в американском законодательстве, вынудившем ETF продавать «бумажное» золото, в то же время спрос на физический металл только усилился, и многие трейдеры отмечают жесткий дефицит физического золота на рынке. Весной к этому добавились опасения относительно того, что Кипр вынужден будет распродать свои золотые резервы.

Динамика стоимости никеля, \$/т



Источник: Bloomberg



В начале лета Индия — крупнейший импортер желтого металла — повысила импортную пошлину на золото с 6% до 8%, а всего с начала года — в 4 раза. К тому же в прошлом году были введены ограничения на импорт золота банками. По прогнозам ряда экспертов, импорт золота в Индию упадет в этом году на 20%. Мы ожидаем, что снижение будет менее выраженным, так как культурные стереотипы сложно побороть экономическими санкциями, к тому же падение цен на золото отчасти нивелирует рост пошлин.

С другой стороны, целый ряд центробанков заявил о желании пополнить золотовалютные резервы, наблюдая довольно низкие ценовые уровни на золото — это касается, в том числе, китайского и российского центробанков.

Американские ETF в значительной степени уже вышли из золотых производных, и по мере снижения неопределенности и опасений жесткого выхода ФРС из программ количественного смягчения котировки золота будут восстанавливаться. Мы ожидаем, что к концу года они могут вернуться в район \$1450–\$1500 за унцию.

На фоне негатива в золоте несколько укрепила свои позиции **платина**. Несмотря на то, что на рынке также преобладала негативная динамика котировок, платина продолжила уверенно удерживать более высокие уровни, чем золото, хотя в последние годы преобладала обратная тенденция.

Перспективы платины выглядят более благоприятно, так как в отличие от золота, добываемого повсеместно, добыча платины фактически сосредоточена в двух регионах — в России и на юге Африки. Страны – производители ведут активные переговоры для формирования в будущем своего рода «платинового ОПЕК». Если это удастся осуществить, цены на платину станут более стабильными и производители смогут контролировать объем предложения на мировом рынке, удерживая котировки от падения при неблагоприятной конъюнктуре.

Однако это перспектива нескольких лет. До конца же года мы не ожидаем увидеть сильных движений в спреде золото – платина и ждем котировки к концу года примерно на тех же уровнях, что и по золоту.

Динамика стоимости золота, \$/унция



Источник: Bloomberg

Динамика стоимости платины, \$/унция



Источник: Bloomberg



Такая картина в целом закономерна не только для самой платины, но и для всех металлов платиновой группы. Несколько особняком держится только **палладий**. У данного металла наиболее очевидные фундаментальные перспективы роста — рынок палладия традиционно дефицитен, при этом существенного расширения мощностей на мировом рынке ожидать не стоит — это вопрос нескольких лет. В прошлые годы недостаток предложения палладия компенсировался распродажей запасов из российских резервов, но согласно большинству оценок (мы также поддерживаем эту позицию), эти запасы близки к истощению или уже истощены. Уже в среднесрочной перспективе рынок палладия рискует стать выраженно дефицитным, и это подстегнет котировки. Стабильный спрос на данный металл обеспечивает автомобильная промышленность, где палладий активно заменяет более дорогую платину. Ювелирная отрасль также активно расширяет применение палладия.

Улучшение настроений на мировых рынках во втором полугодии может стимулировать хороший рост в палладии — ожидаем его подорожания по сравнению с 2012 годом и текущими уровнями. Ждем котировки в районе \$800 за унцию и выше.

Хуже других драгоценных и редкоземельных металлов выглядит **серебро**. Спрос со стороны реального сектора на данный металл довольно низок, а ювелирная отрасль достаточно стабильна и не испытывает недостатка в металле. Мы также надеемся увидеть некоторое восстановление котировок во втором полугодии, но вряд ли оно будет значительным. Скорее всего, серебро закончит этот год снижением.

Динамика стоимости палладия, \$/унция



Источник: Bloomberg

Динамика стоимости серебра, \$/унция



Источник: Bloomberg



Мировые индексы акций: постепенное восстановление интереса к риску

Несмотря на то, что мы, согласно нашему «базовому» сценарию, предполагаем начало постепенного сворачивания ФРС третьего этапа количественного смягчения, низкие ставки и высокая ликвидность продолжают оказывать позитивное действие на рынок акций. Выходящие статистические данные свидетельствуют об умеренном росте экономики Соединенных Штатов, ситуация на рынке труда улучшается, риски сокращаются.

В течение первых 5,5 месяцев 2013 года индекс широкого рынка S&P500 показывал устойчивый рост, вплоть до июньского заседания Комитета по открытым рынкам Федрезерва, на котором было сказано, что при условии продолжения улучшения ситуации в экономике страны ведомство начнет постепенно сокращать объем выкупа облигаций и планирует завершить сворачивание QE3 к середине 2014 года.

В период с 1 января 2013 года до 18 июня с. г. значение индекса повысилось на 15,82% с отметки 1426,19 пункта до уровня 1651,81 пункта. В конце мая индекс обновил исторический максимум, который в настоящий момент составляет 1687,18 пункта, в этот момент рост S&P500 с начала года составил 18,3%. Ожидания, а затем и обнародование намерения Федрезерва начать постепенное сокращение QE3 дали повод для коррекционного снижения индекса, которое развивается и в настоящее время.

По итогам торгов 19 июня значение индекса находится на уровне 1628,93 пункта, что на 3,45% ниже максимального значения. Полагаем, в ходе коррекции S&P500 снизится до уровня 1500 пунктов, после чего возобновит рост. В начале текущего года мы прогнозировали, что индекс S&P500 на конец 2013 года составит 1530–1540 пунктов, однако, в связи с несколько более быстрыми темпами роста индекса и увеличением привлекательности американских акций, мы повышаем прогноз значения индекса по итогам года до диапазона 1640-1680 пунктов. Также мы увеличиваем прогноз по индексу Dow Jones с 14000 пунктов до диапазона 15300-15600 пунктов.

Рецессия экономики еврозоны оказалась несколько более глубокой, чем ожидали эксперты, на протяжении 6 кварталов ВВП еврозоны снижается. Столь длительное сжатие экономики европейского валютного союза, рост безработицы, сокращение промышленного производства, снижение деловой активности привели к тому, что Европейский центральный банк был вынужден предпринять активные действия по стимулированию экономики.

В мае текущего года была снижена ставка рефинансирования, до минимального в истории зоны евро уровня в 0,5%. ЕЦБ также продолжает программу льготного кредитования банковской системы и обладает полномочиями связанного выкупа облигаций. Нужно отметить, темпы снижения показателей еврозоны постепенно замедляются, и в ближайшее время мы ожидаем стабилизации ситуации и начала перехода к росту, темпы которых будут во второй половине года умеренными.

Несмотря на сжатие экономики еврозоны, основные индексы акций Старого Света росли и обновили максимумы. Однако в мае – июне практически весь прирост индексов был растерян, что стало следствием целого ряда причин, таких как: медленное восстановление экономики еврозоны; замедление роста экономики Китая; ожидаемое начало постепенного сворачивания монетарного стимулирования Федеральной резервной системой.



Мы ожидаем умеренного роста показателей еврозоны, что должно значительно улучшить настроения игроков и привлечь внимание к акциям Европы. В этой связи мы повышаем прогноз на окончание 2013 года по индексу DAX до диапазона 8200-8400 пунктов, а также увеличиваем прогноз по индексу CAC 40 на конец текущего года до диапазона 3900-4100 пунктов.

Рост оценки рисков в первой половине текущего года привел к бегству капитала в качество. На фоне роста индексов акций развитых экономик мира индексы акций РФ ощутимо снизились. Так, Индекс ММВБ к 24 июня снизился с начала года на 11,92% с отметки 1474,72 до значения 1298,89 пункта.

Индекс РТС показал более существенное падение, потеряв 18,42%, сократившись с уровня 1526,98 до 1245,72 пункта. Ослабление рубля в первом полугодии 2013 года (на начало дня 24 июня) на 7,53% сдержало снижение Индекса ММВБ примерно на эту же величину, отсюда мы наблюдаем существенное расхождение в величине относительного снижения Индекса ММВБ и Индекса РТС.

Исходя из значительного снижения темпов роста экономики России, сокращения потребления российской нефти, а также по причине достаточно глубокого снижения стоимости акций российских эмитентов, мы снижаем прогноз индексов РТС и ММВБ на конец года до 1390 и 1460 пунктов, соответственно. Диапазон, в котором год завершит индекс ММВБ, составляет 1440-1480 пунктов. Индекс РТС завершит текущий год в диапазоне 1370-1410 пунктов.

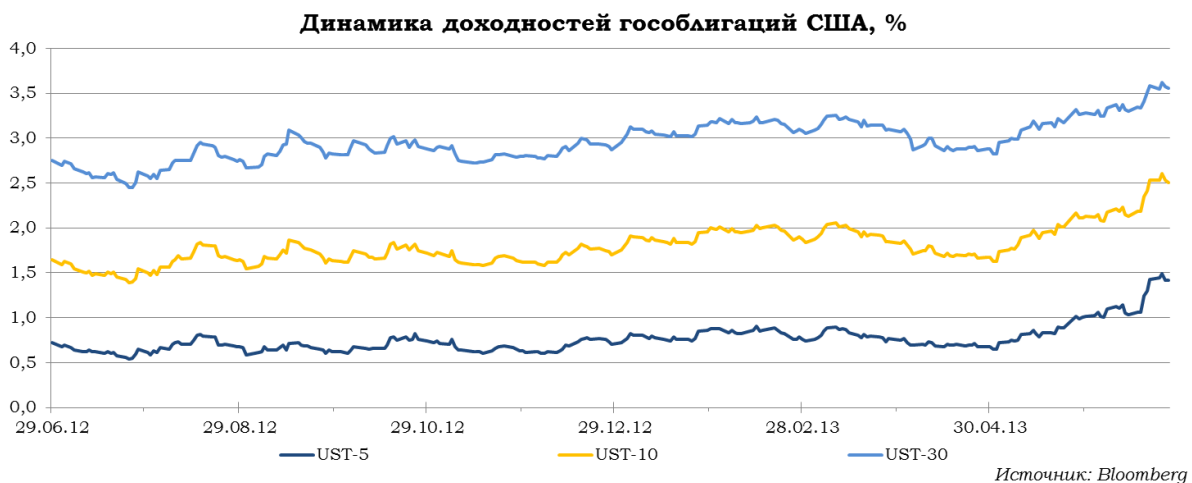


Еврооблигации: гособлигации США определяют динамику рынка

В первом квартале мы наблюдали рост доходности российских еврооблигаций, однако после стабилизации ситуации в банковской сфере на Кипре доходности на рынке к концу апреля вернулись к уровням осени 2012 года.

Тем не менее, с начала мая на международных рынках облигаций мы наблюдаем фронтальное снижение цен, ключевая причина которого кроется в изменении курса монетарной политики Федеральной резервной системы (ФРС) США. Американский Центробанк в мае дал понять, а в июне официально сообщил о намерении свернуть действующую программу по стимулированию экономики с помощью выкупа активов на \$85 млрд в месяц.

Тот факт, что помимо постепенного отказа от выкупа ипотечных ценных бумаг (MBS), сворачивание стимулирования включает и отказ от продолжения выкупа дальних (6–30 лет) гособлигаций США в обмен на продажу более коротких (Twist), спровоцировал сильнейшее снижение цен на долгосрочные облигации американского Казначейства.



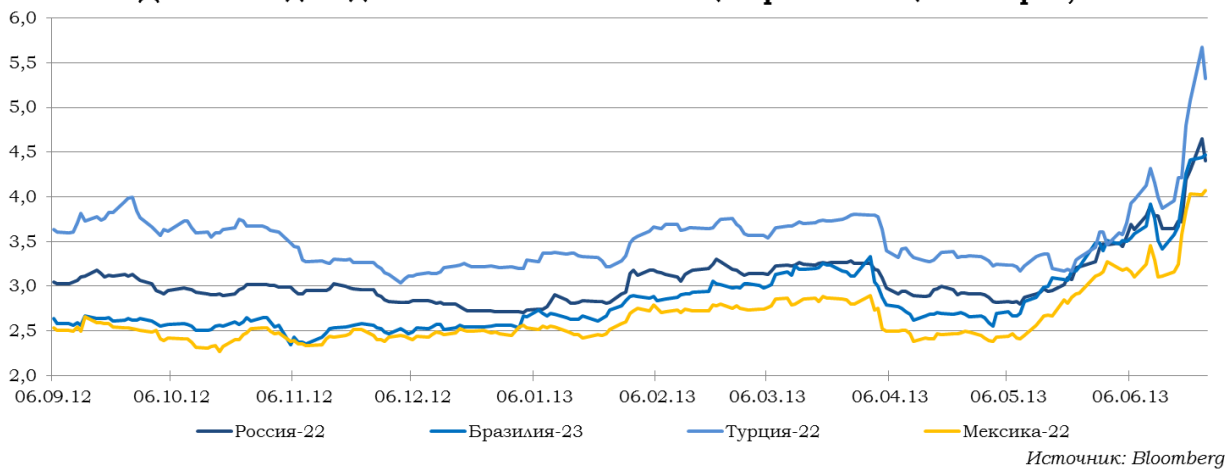
Интересно отметить, что аналогичная американским облигациям динамика прослеживалась и в других облигациях стран с наибольшими суверенными рейтингами, таких как Германия, Канада, Швеция, Норвегия и Финляндия. Вместе с ростом доходности гособлигаций США и Германии росли и ставки свопов в долларах и евро.



Рекордный рост доходности 10-летних облигаций США до уровня 2,65% к концу июня с 1,60% в начале мая сопровождался снижением котировок бондов и на развивающихся рынках. Так, среди облигаций стран с развивающимися экономиками, которые имеют долларовые суверенные облигации, доходность 10-летних бумаг Бразилии (BBB/Ваа2/BBB) с начала мая выросла в 1,82 раза до 4,8% к концу июня.

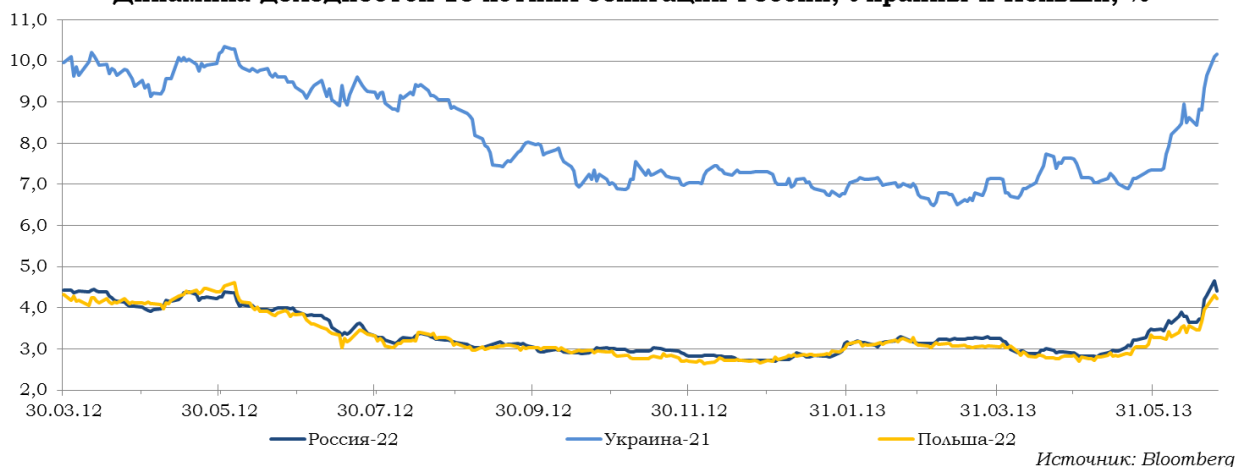
Доходность бондов Турции (BB+/Ваа3/BBB-), в том числе и из-за политического фактора, укрепилась в 1,71 раза до 5,7%, доходность гособлигаций Мексики (BBB/Ваа1/BBB+) выросла в 1,75 раза до 4,2%, а доходность суверенных облигаций России (BBB/Ваа1/BBB) укрепилась в 1,6 раза до 4,6%.

Динамика доходностей 10-летних облигаций развивающихся стран, %



Видно, что российские 10-летние облигации выглядят несколько лучше своих аналогов. Тем не менее, противостоять общему тренду российским облигациям не удастся. Аналогично выглядит ситуация и с гособлигациями стран Восточной Европы и СНГ, например с 10-летними бумагами Польши, Украины и Казахстана.

Динамика доходностей 10-летних облигаций России, Украины и Польши, %



Из представленных выше графиков хорошо видно, что снижение интереса инвесторов к гособлигациям носит глобальный масштаб. Вместе с окончанием программы количественного смягчения в США крупные инвесторы видят и конец периода низких ставок, которые помогали им получать требуемую прибыль даже при минимальных ставках в гособлигациях.

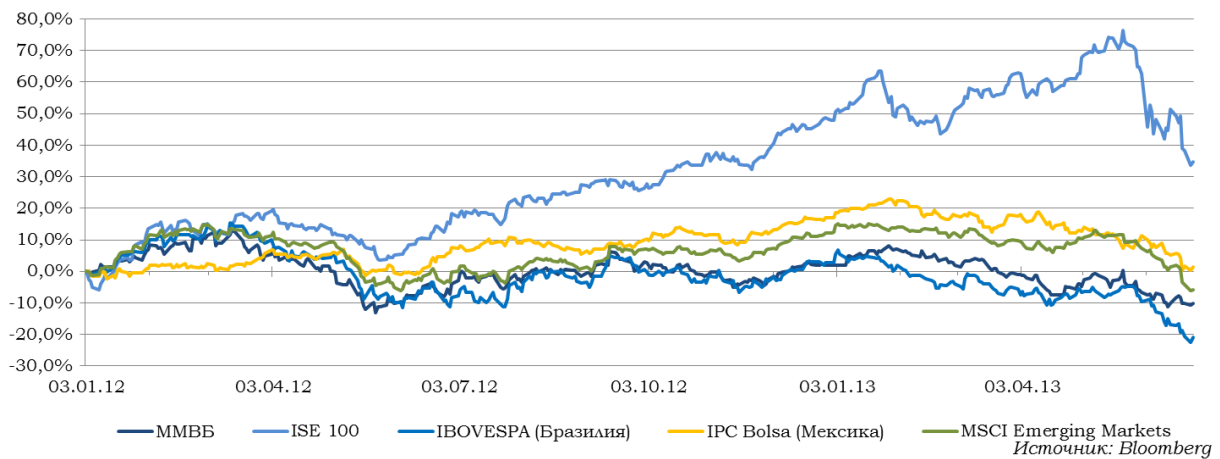
Снижения доходности гособлигаций большинства стран сравнимы с изменениями доходности Treasuries, и мы ожидаем, что зависимость котировок суверенных бондов

развивающихся рынков от доходности 10-летних облигаций США сохранится. Тем не менее, текущая глобальная переоценка рисков инвесторами после объявления о сворачивании QE приведет к тому, что участники рынка сосредоточатся на фундаментальных факторах каждой страны с развивающейся экономикой для определения привлекательности инвестиций.

Проще говоря, фактора простой перепроданности евробондов той или иной страны будет недостаточно для привлечения интереса инвесторов. В этой связи мы ожидаем, что в ближайшие полгода важность макроэкономических данных в контексте их влияния на динамику евробондов любой из стран с развивающейся экономикой приобретет особую значимость.

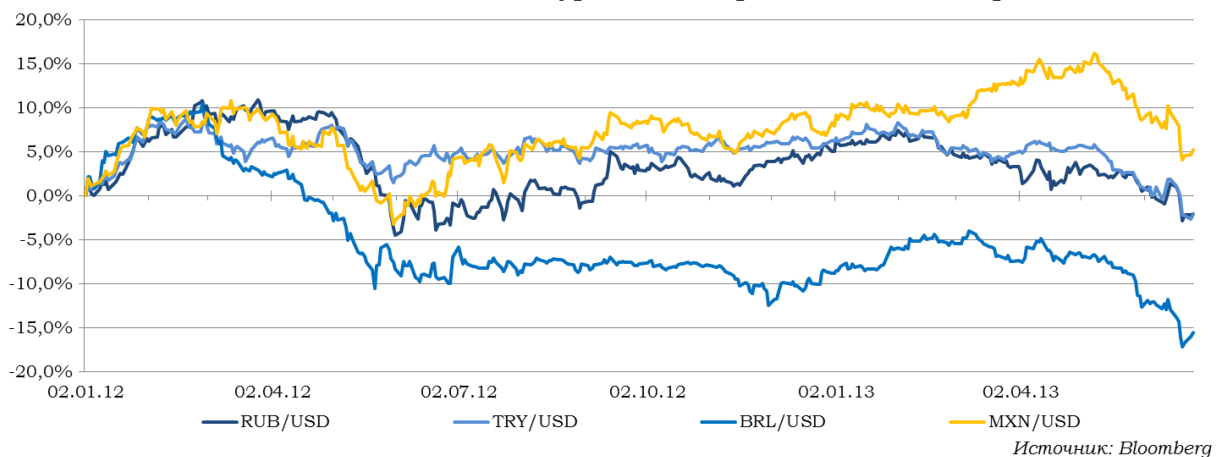
Мы отмечаем, что прошедшие за последние 8 недель продажи облигаций сделали доходности многих корпоративных евробондов развивающихся рынков очень привлекательными относительно долларовых депозитов. Помимо этого, мы считаем, что привлекательность долларовых евробондов развивающихся стран будет расти в течение следующего полугодия в связи с отсутствием существенного роста фондовых индексов в большинстве развивающихся экономик.

Относительная динамика индексов развивающихся стран



Мы ожидаем, что крупные инвесторы в развивающиеся рынки предпочтут избирательные покупки наиболее привлекательных долларовых евробондов инвестированию в акции или локальные облигации, чья доходность для иностранных инвесторов проигрывает из-за недавнего резкого ослабления курсов национальных валют.

Относительная динамика курсов валют развивающихся стран



Тем не менее, поскольку конечная динамика на рынках еврооблигаций стран с развивающейся экономикой будет определяться динамикой Treasuries, то применительно к рынку российский еврооблигаций, на наш взгляд, наиболее выигрышной стратегией будет создание высокодоходного портфеля долларовых евробондов с горизонтом инвестирования в 12–18 месяцев со средней доходностью около 9% годовых.

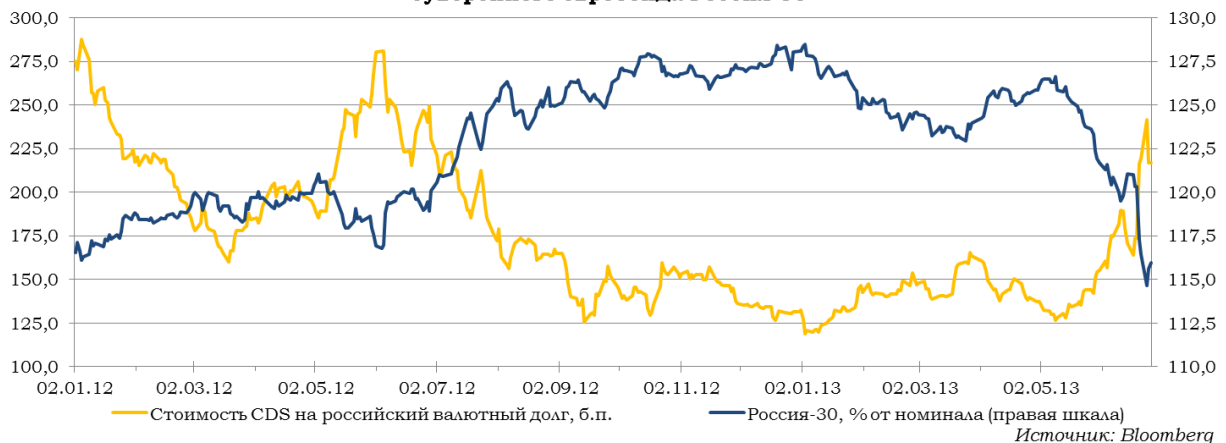
Такая стратегия позволит заинтересованным в российской экономике инвесторам:

- 1) Воспользоваться уникальным периодом очень высоких процентных ставок и низких цен на рынках облигаций развивающихся стран, которых не было уже около года.
- 2) Поучаствовать в широко прогнозируемой тенденции к глобальному укреплению доллара, в связи с ожиданиями подъема ставок в США в середине 2015 года.
- 3) Застраховать свои инвестиции от поддерживаемого российским правительством ослабления рубля, уже сильно подешевевшего в связи с глобальным перетоком капитала и рисками российской экономики.
- 4) Получить долларовую доходность на 50 б. п. выше максимально доступной в российской банковской системе в случае отсутствия снижения номинальной стоимости портфеля при существенно большей емкости данной стратегии, нежели высокодоходное депозитное инвестирование.

Мы отмечаем, что наиболее интересными инструментами хеджирования данного портфеля могли бы выступать:

- 1) Продажа российского рубля против американской валюты — данная позиция будет давать прибыль в случае снижения ожиданий по темпам роста российской экономики и сокращения стоимости евробондов, но необязательно ослабление рубля против доллара будет сопровождаться ухудшением фундаментальных показателей России как эмитента, что позволит получать прибыль и по позиции хеджирования и по купленным евробондам.
- 2) Покупка 5-летнего CDS на российский валютный долг — данная позиция является в чистом виде хеджированием рынка евробондов ввиду явной обратной динамики между ценами на отечественный суверенный долг в иностранной валюте и стоимостью данного инструмента.

Динамика цен 5-летнего CDS на российский долг и суверенного евробонда Россия-30



Подробно об инвестиционных идеях в российских евробондах, из которых, на наш взгляд, стоит сформировать высокодоходный портфель, вы можете прочитать ниже, в разделах, посвященных отдельным секторам отечественной экономики.



Относительно динамики наиболее ликвидных российских выпусков Россия-30 и Россия-42 и всей конъюнктуры рынка мы ожидаем, что в зависимости от того, по какому сценарию пойдет ФРС на осенних и зимних заседаниях, доходность UST-10 составит:

— «Базовый» сценарий — этот сценарий мы рассматриваем как основной и, в случае его реализации, доходность UST-10 завершит год около текущего пика в 2,65% в диапазоне 2,50–2,75% к концу года.

— Сценарий «быстрого отказа от QE» — в рамках этого сценария ФРС входит в 2014 год с QE в размере лишь \$25 млрд в месяц, и доходность UST-10 завершит 2013 год недалеко от уровня в 3,00% в диапазоне 2,75–3,25%.

— Сценарий «более медленного сокращения QE» — доходность UST-10 будет к концу года около уровня в 2,25% в диапазоне 2,00–2,50%.

Поскольку мы ожидаем, что российский рынок евробондов сохранит существенную зависимость и будет коррелировать с Treasuries, то в зависимости от того, где в конце года будет находиться доходность UST-10, для российских евробондов возможны 3 сценария:

- 1) «Базовый» сценарий, который мы рассматриваем как основной. В том случае, если доходность UST-10 будет к концу года на уровне текущего пика 24 июня и составит на конец года 2,50–2,75%, то эталонный выпуск Россия-30 завершит год в диапазоне 120–125% от номинала, а второй наиболее ликвидный выпуск Россия-42 закончит год в диапазоне 105–110% от номинала.
- 2) Сценарий «быстрого отказа от QE». В том случае, если доходность UST-10 будет к концу года около уровня в 3,00% и составит на конец года 2,75–3,25%, то эталонный выпуск Россия-30 завершит год в диапазоне 115–120% от номинала, а второй наиболее ликвидный выпуск Россия-42 закончит год в диапазоне 100–105% от номинала.
- 3) Сценарий «более медленного сокращения QE». Если же доходность UST-10 будет к концу года около уровня в 2,25% и составит на конец года 2,00–2,50%, то эталонный выпуск Россия-30 завершит год в диапазоне 125–130% от номинала, а второй наиболее ликвидный выпуск Россия-42 закончит год в диапазоне 110–115% от номинала.

Мы ожидаем, что с большой долей вероятности в течение второго полугодия будет реализовываться наш "базовый" сценарий, в результате чего доходность Treasuries окажется в конце года в диапазоне 2,50–2,75%. Таким образом, мы ожидаем, что цены российских евробондов завершат 2013 год в диапазоне 120–125% от номинала по выпуску Россия-30 и 105–110% от номинала по выпуску Россия-42.



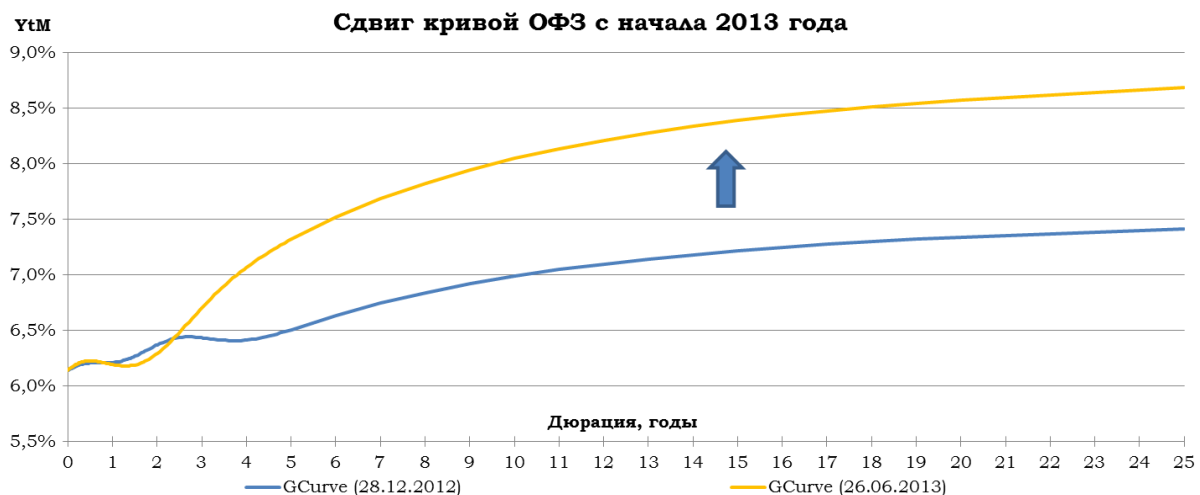
Рынок рублевых облигаций: все лучшее впереди

Вторичный рынок

В первом полугодии текущего года рублевый долговой рынок двигался и развивался неоднородно. В первом квартале завершилась либерализация рынка ОФЗ. Euroclear и Clearstream предоставили нерезидентам возможность совершения операций с суверенными российскими бумагами. Таким образом, идея либерализации, поддерживаемая ОФЗ во второй половине прошлого и в начале этого года, оказалась полностью исчерпана. В результате доходность суверенных рублевых облигаций, которая заметно снизилась с начала 2012 года на либерализации, начала расти. С минимумов, достигнутых в конце января, доходность ОФЗ выросла на 80 б. п. Сокращению интереса инвесторов к рублевому долгу способствовало также ослабление курса рубля, наблюдавшееся с января текущего года. В начале января стоимость бивалютной корзины находилась на уровне 33,4 руб, в июне был достигнут максимум на уровне 37,9 руб. Дальнейшему ослаблению рубля, связанному с низкими ценами на нефть, помешали интервенции ЦБ.

Также коррекцию усилило некоторое разочарование инвесторов, связанное с тем, что ЦБ так и не понизил ставку рефинансирования, поскольку инфляция в течение первого полугодия оставалась на высоком уровне.

В результате коррекции на рынке рублевых облигаций спред облигаций эмитентов первого эшелона к ОФЗ вернулся приблизительно на уровень начала 2012 года. Это говорит о том, что масштабная коррекция в суверенных бумагах на данный момент завершилась и ОФЗ вновь обретают привлекательность. При этом интересны в первую очередь длинные бумаги, которые при коррекции просели наиболее заметно.



Наибольший интерес среди суверенных рублевых бондов представляет один из наиболее ликвидных выпусков на кривой, серии 26211. Его доходность с минимума на уровне 6,7% годовых выросла на 96 б. п. В течение ближайших нескольких месяцев ожидаем снижения доходности выпуска еще на 30 б. п., что с учетом дюрации в 7,41 лет приведет к росту цена выпуска более чем на 2%. Одним из факторов, которые могут оказать влияние на интерес инвесторов к рублевым займам, станет размещение нескольких выпусков суверенных еврооблигаций, которое ожидается в середине июля. С одной стороны, размещение долларовых долговых инструментов приведет к отвлечению средств инвесторов из ОФЗ, что может привести к падению цен на суверенные облигации. С другой стороны, Минфин временно сократит предложение ОФЗ на аукционах, что должно скомпенсировать возможный отток.



На первичном рынке в первом полугодии текущего года Минфин был достаточно активен, однако аукционы по государственным бумагам проходили с переменным успехом. Основным мотивом Минфина, по всей видимости, стало желание привлечь рублевый долг по относительно низкой доходности.

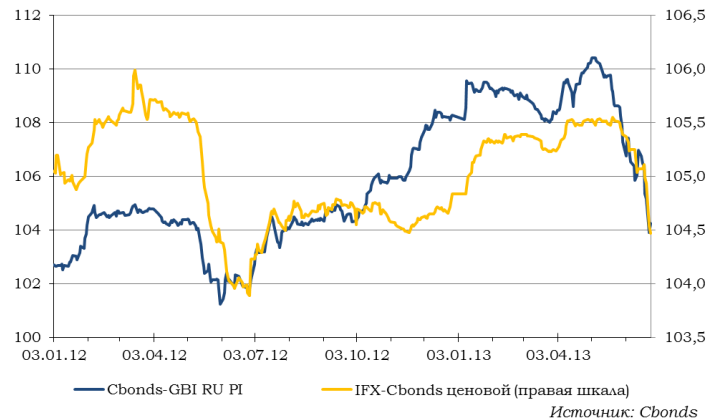
Часть аукционов, проходивших в мае, не позволила привлечь требуемый объем средств в связи с существенным снижением стоимости суверенных рублевых бондов, в результате которого изначально объявленные ориентиры на момент размещения оказывались ниже фактической доходности, сложившейся на рынке. Всего за первые пять месяцев текущего года Минфин привлек 351,7 млрд руб. против 211,6 млрд руб. за аналогичный период прошлого года. Пик заимствований государственного сектора пришелся на апрель, когда были размещены суверенные долговые бумаги общим объемом 123,6 млрд руб. При этом спрос на ОФЗ значительно перекрыл предложение, составив 400 млрд руб., что является рекордом за всю историю существования рынка. Фактор предстоящего размещения суверенных еврооблигаций должен ослабить аппетит Минфина к рублевому долгу.

Сектор корпоративных облигаций чувствовал себя значительно лучше. Основной идеей движения в корпоративном сегменте являлось сокращение спреда корпоративных облигаций к суверенным рублевым бондам. Это вполне естественно, так как в будущем ожидается либерализация и корпоративного сектора тоже. Давление на стоимость рублевых облигаций оказывало упомянутое выше ослабление курса рубля.

Корпоративные облигации упорно показывали рост, несмотря на падение стоимости рискованных активов по всему миру. Среднее сокращение доходности с начала года, по нашим оценкам, составило около 50 б. п. Однако в последние торговые сессии мая началась коррекция, которая продолжается до сих пор.

Наиболее сильно выглядели корпоративные облигации первого и третьего эшелона. Поддержку первому эшелону оказало положение ЦБ 387-П, пришедшее с 1 февраля 2013 года на смену существовавшему ранее положению 313-П. В данном положении предусмотрены повышенные коэффициенты специального кредитного риска, учитываемые при расчете достаточности капитала кредитными организациями для бумаг с рейтингами ниже инвестиционной категории. При этом в число бумаг с низким риском попали бумаги с рейтингами на уровне Ваа3/BBB-, которые в наибольшей степени и выиграли от данного изменения в регулировании деятельности кредитных организаций. В дальнейшем в связи с ожидаемым ужесточением регулирования деятельности банков, в частности введением стандартов Базель-III,

Динамика ценовых индикаторов государственных и корпоративных рублевых облигаций



Динамика индикативных доходностей государственных и корпоративных рублевых облигаций



значение данного фактора может усилиться, что окажет дополнительную поддержку бондам компаний второго эшелона.

Лучше рынка выглядели облигации банковского сектора, ритейлеры, телекомы.

Слабо смотрелись эмитенты строительной отрасли и добывающие компании. Основным фактором является снижение мировых цен на металлы и сокращение внутреннего спроса.

Как и в предыдущие периоды, дефолты, которые происходили в первой половине 2013 года, пришлось в основном на представителей строительной отрасли, которые не имели кредитных рейтингов от ведущих рейтинговых агентств. Общий объем эмиссий, по которым был допущен дефолт в первом полугодии текущего года, сократился, по нашим оценкам, с 9,1 млрд руб. до 4,1 млрд руб. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Таким образом, общее кредитное качество эмитентов рублевых облигаций остается высоким.

Ожидаемое нами снижение инфляции приведет к росту рублевых облигаций в связи с тем, что инвесторы проявят дополнительный интерес к рублевому долгу в случае роста реальной доходности. Это делает инвестиции в данный сегмент финансового рынка более интересными.

Первичный рынок

Самые низкие за предыдущий трехлетний период доходности подготовили в первом полугодии благодатную почву для активности корпоративных эмитентов на локальном рынке. В результате за пять месяцев с начала года на первичном рынке были размещены облигации общим объемом 596,8 млрд руб. Это приблизительно на четверть больше, чем в аналогичном периоде прошлого года. При этом около 40% всего объема пришлось на облигации финансового сектора.

На текущий момент эмитенты решили взять некоторую паузу после пика во второй половине мая текущего года. Снижение активности с одной стороны объясняется сезонным фактором, с другой — повышенная волатильность на рынке и заметные движения курса рубля создают негативную рыночную конъюнктуру. Во втором полугодии в связи с ожидаемым нами сокращением инфляции доходности рублевых облигаций сократятся, так как реальная доходность на рублевом долговом рынке вырастет, и это спровоцирует покупки рублевых бумаг.

Снижение доходности рублевых корпоративных облигаций приведет к росту предложения на первичном рынке. В связи с этим во втором полугодии ожидаем роста размещений.



Нефтегазовая отрасль: обстановка остается стабильной

Нефтяные компании

Для нефтяников первая половина года была довольно тяжелой, но в целом повторила 1П12 «в миниатюре» — цены были на более низком уровне в начале года, при этом, так же как и в 1П12, они снижались, но и снижение было менее драматическим, нежели в 1П12. Итоги первого квартала говорят об умеренном ухудшении финансовых показателей на фоне 4К12, в котором цены были выше. В 2К13 ожидаем близких результатов, так как цены на нефть в целом стабилизировались в районе \$100–103 за баррель сорта Brent. Каких-

либо серьезных изменений налогового режима не происходило, поэтому ситуация в целом развивалась в ожидаемом ключе. И хотя результаты в целом по отрасли немного хуже, чем мы ожидали в начале года, они уже отражены в цене.

Мы не ожидаем, что ситуация в отрасли изменится драматическим образом во второй половине года. Решающим фактором останется динамика нефтяных котировок. Постепенно растут опасения удешевления нефти, в пользу чего говорят слабый спрос и технические факторы. В то же время, пока «черное золото» ведет себя достаточно стабильно, а ослабление рубля, которое ускорилось в 2К13 и может продолжиться во второй половине года, окажет поддержку рентабельности нефтяных компаний, так как большую часть расходов они несут в рублях, тогда как выручку получают в иностранной валюте.

В начале второго полугодия, помимо динамики нефтяных цен, внимание можно обратить на внутренние корпоративные события, однако после дивидендных выплат интерес к нефтяным бумагам традиционно ослабевает, и вряд ли стоит ожидать появления мощных внутренних драйверов.

На наш взгляд, на рынке акций в котировки сейчас закладываются ожидания дальнейшего снижения цен на нефть, и если этого не произойдет в летние месяцы, интерес к бумагам нефтегазового сектора вернется, но, вероятнее всего, это произойдет ближе к отопительному сезону — то есть уже осенью.

Газовые компании

В газовой отрасли конъюнктура рынка продолжает оставаться слабой. Хотя в 1К13 спрос в Европе неожиданно вырос на фоне холодной зимы, «Газпрому» все равно пришлось снижать цены и идти на уступки потребителям. Даже на внутреннем рынке наблюдалось снижение объемов поставок. Тарифные решения по внутреннему рынку принимались неблагоприятные для «Газпрома» (отказ от ежегодной 15%-й индексации). В США «сланцевая революция» идет полным ходом и также заставляет производителей «традиционного» газа нервничать.

Более актуальной стала тематика СПГ, камнем преткновения стало регулирование доступа к этому рынку. Здесь независимые производители газа добились неплохих успехов, и пока ситуация развивается так, что они должны все же получить доступ к



экспортному рынку СПГ. Активное развитие СПГ-проектов позволит российским компаниям занять часть азиатского рынка. Но конкуренция здесь продолжает возрастать.

Как мы и ожидали, для «Газпрома» этот год оказался очень тяжелым. Никакие улучшения внутри компании, никакие удачные сделки пока не могут изменить уверенно негативное отношение участников рынка к этой компании. Независимые же производители выглядят не так плохо — в целом на уровне нефтяников или даже лучше.

Мы ожидаем, что позиции независимых поставщиков газа продолжат укрепляться, тогда как для «Газпрома» 2013 год может стать переломным. Либо компания убедит рынок в том, что она готова меняться, либо ее придется, так или иначе, реформировать. Все чаще звучат разговоры о возможном разделении монополии. Позитивные изменения внутри компании также есть, но пока рынок предпочитает их игнорировать и выжидать.

Инвестиционные идеи на долговом рынке

Мы не ожидаем существенного роста еврооблигаций компаний нефтегазового сектора первого эшелона. Бумаги «Газпрома» вряд ли будут пользоваться повышенным спросом в связи со снижением отпускных цен госмонополии и существенным ослаблением позиций на рынке СПГ в связи с перспективами либерализации экспорта. Евробонды другой государственной компании, «Роснефти», также вряд ли будут выглядеть привлекательными на фоне резкого увеличения долговой нагрузки компании после приобретения ТНК-ВР. Несколько лучше сектора могут выглядеть еврооблигации крупнейшей частной нефтяной компании «Лукойл», поскольку мы ожидаем дальнейшего увеличения показателей операционной эффективности компании. Несколько интереснее остальных крупных нефтегазовых компаний выглядит также «Новатэк», перспективы роста выручки которого в свете новых СПГ-проектов могут поддержать интерес к долговым инструментам компании.

На этом фоне в контексте нашей стратегии на 2 полугодие 2013 в еврооблигациях мы выделяем лишь несколько выпусков нефтегазового сектора, среди которых бумаги со средней дюрацией и доходностью около 6% — LUKOIL-23 (YTM-5,87%, Z-спред 324 б. п.) и NVTKRM (YTM-5,93%, Z-спред 334 б. п.). Кроме того, достаточно интересно по текущим ценам выглядит дебютный евробонд компании Gunvor GUNVOR-18 (YTM-7,34%, Z-спред 581 б. п.). Тем не менее, основной идеей в секторе, с точки зрения формирования высокодоходного портфеля, является евробонд VOSTOK-20 (YTM-8,73%, Z-спред 668 б. п.) небольшой нефтяной компании Alliance Oil.

Эмитенты рублевых облигаций сектора обладают высоким кредитным качеством. Среди них практически отсутствуют высокодоходные выпуски. Исключением является ЯТЭК (-/-/В-), единственный выпуск, облигации которого торгуются с доходностью 12,41% при дюрации 0,45 лет. Однако бумага имеет низкую ликвидность. Представляют интерес как бумаги для удержания до погашения рублевые облигации НК Альянс (В+/-/В). Данные бумаги торгуются со спредом к кривой «Башнефти» (-/Ва2/ВВ) на уровне 200 б. п. Однако краткосрочные спекулятивные идеи в бумагах данного эмитента отсутствуют в связи с низким уровнем их ликвидности. Интересен выпуск Башнефть серии 4, который торгуется с небольшим спредом к кривой «Башнефти» на уровне 80–90 б. п. Ожидаем сокращения доходности выпуска в среднесрочной перспективе, по крайней мере, на 50 б. п., что с учетом дюрации в 1,5 лет приведет к росту цены на 0,75%. Прочие рублевые облигации отрасли не являются привлекательными в связи с низкой доходностью и ограниченной ликвидностью бумаг.

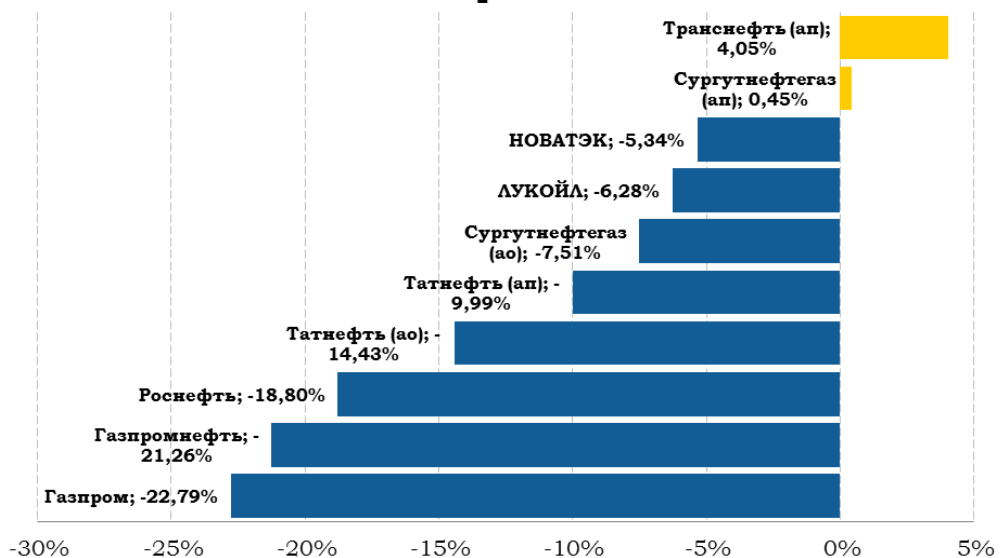


Инвестиционные идеи в акциях

Бумаги сектора ощутимо снизились в 1П13 на фоне дешевающей нефти, негативной динамики добавили и закрытия реестров акционеров под дивидендные выплаты. Осенью традиционно начнется отопительный сезон — спрос на энергоносители будет повышенным; кроме того, в наиболее традиционные «дивидендные» бумаги инвесторы начинают заходить уже с осени, поэтому после летнего «затишья» нефтяные бумаги вновь могут стать интересны участникам рынка.

До этого же момента основные дивидендные бумаги — «Башнефть», «Татнефть», «Сургутнефтегаз» — вероятно, не будут пользоваться высоким спросом.

Динамика котировок акций нефтегазового сектора за 1П13



Источник: Bloomberg

«Роснефть» значительно увеличила долговую нагрузку в результате приобретения ТНК-ВР и продолжает при этом запускать крупные проекты, которые требуют еще больших вложений. Это вынуждает инвесторов проявлять осторожность с данной бумагой. Фактически самой крупной нефтяной компании в мире теперь нужно будет доказать, что все приобретения были оправданы и компания может удержать эффективность бизнеса на высоком уровне. Если руководству это удастся и внешний фон не будет располагать к продажам — ожидаем восстановления котировок нефтяной компании. Мы оцениваем справедливую стоимость акций «Роснефти» в 280 рублей за бумагу. Однако остается и второй вариант — «Роснефть» может превратиться в неповоротливого и неэффективного гиганта, такого как «Газпром», и потерять доверие инвесторов.

Мы продолжаем с интересом смотреть на акции «ЛУКОЙЛа». Изменение стратегии компании и расчет на улучшение динамики добычи могут изменить отношение инвесторов к акциям. «ЛУКОЙЛ» активно расширяет гринфилд-проекты, но это будет заметно в динамике добычи компании только через несколько лет.

Тем не менее, несмотря на то, что руководство решило сделать ставку на рост операционных показателей, по эффективности бизнеса «ЛУКОЙЛ» остается одной из ведущих компаний в отрасли, и в условиях ухудшения финансового положения конкурентов участники рынка высоко это ценят. Акции «ЛУКОЙЛа» продолжают торговаться в широком боковике, несмотря на снижение цен на нефть в 1П13,



руководство компании по-прежнему охотно приобретает бумаги собственной компании, демонстрируя веру в ее перспективы.

Поддержать покупателей могут и выплаты промежуточных дивидендов, которые компания начала осуществлять в прошлом году.

«ЛУКОЙЛ» по-прежнему одна из самых сильных бумаг на рынке, и если индексы будут восстанавливаться во втором полугодии, «ЛУКОЙЛ» может стать неплохой ставкой на рост. Мы оцениваем справедливую стоимость компании в 2640 рублей за бумагу.

Что касается «Газпрома», в текущих условиях мы по-прежнему видим мало среднесрочных драйверов для роста в его бумагах, ситуация в целом выглядит скорее негативной, хотя дальнейшее снижение выглядит уже совсем невероятным.

В последние месяцы руководство «Газпрома» начало широкомасштабную «работу над ошибками». Компания ищет способы повышения капитализации, пытается повысить эффективность собственных проектов, а риторика в вопросах экспансии на зарубежных (прежде всего европейских) рынках все больше склоняется в сторону экономической целесообразности, а не имперских воззваний и стратегических планов, рассчитанных на десятилетия вперед. Компания повысила дивидендные выплаты, работает над улучшением прозрачности расходования инвестиционных бюджетов, и в целом корпоративная культура начинает показывать признаки улучшения.

Это длительный процесс, и он, вероятно, займет еще много времени, но в результате инвесторы могут значительно пересмотреть свое отношение к бумаге. Если руководству монополии удастся достигнуть поставленных целей, это должно вызвать рост рыночных мультипликаторов компании до среднерыночных уровней. Для «Газпрома» это может означать дву- и даже трехкратный рост капитализации при сохранении текущих денежных потоков.

Проблема в том, что это длительный и вялотекущий процесс, и для перелома нисходящего тренда в бумаге потребуются более явные и более сильные драйверы. Таким драйвером, вероятно, может стать начало полномасштабных поставок газа в Китай. Пока же фундаментальные факторы, в том числе конъюнктура газового рынка, действуют на стороне «медведей».

В бумагах сейчас преобладают психология и технические факторы, поэтому сложно сказать, когда именно акции монополии нащупают «дно». В то же время, текущие уровни выглядят уже паталогически низкими, и есть ощущение, что в средне- и долгосрочной перспективе «Газпром» просто не сможет находиться на таких низких уровнях. Скорее всего, игроки постепенно начнут подбирать бумаги газовой монополии, как минимум в расчете на дивиденды, которые обещают очень хорошую доходность на текущих ценовых уровнях — так как размер выплат был увеличен, а прибыль компания по-прежнему генерирует очень приличную. Начало отопительного сезона также должно поддержать покупателей в «Газпроме».

Мы оцениваем справедливую стоимость компании в 185 рублей за бумагу, но пока рынок игнорирует фундаментальные факторы, и мы не ожидаем, что эта цель реализуется в текущем году.

«НОВАТЭК» кажется интереснее как компания. Последние подвижки в сфере предоставления независимым компаниям доступа к экспортному рынку СПГ должны зажечь для «НОВАТЭКа» зеленый свет. Мы пока подтверждаем оценку справедливой стоимости компании на уровне 415 рублей за бумагу.

После снижения котировок в первой половине года акции компании уже не выглядят такими дорогими, и можно рассчитывать на умеренное восстановление котировок в среднесрочной перспективе, как минимум в район годовых максимумов.



Рыночные мультипликаторы компаний нефтегазового сектора

	EV/ЕБИТДА		P/S		P/E		NetDebt/ ЕБИТДА
	2012	2013П	2012	2013П	2012	2013П	
Газпром	2,33	2,36	0,54	0,52	2,15	2,38	0,66
Лукойл	3,10	3,00	0,39	0,38	4,97	4,96	0,21
Сургутнефтегаз	1,84	2,09	0,97	1,06	6,06	4,83	0,36
Татнефть	-	-	0,63	0,69	5,74	5,91	0,59
Роснефть	7,32	5,16	0,81	0,61	6,55	6,00	3,29
Транснефть	2,58	2,63	0,36	0,36	3,19	3,23	0,57
Газпромнефть	2,42	2,17	0,71	0,68	2,89	2,72	0,72
Башнефть	4,63	4,73	0,72	0,67	232,12	7,59	1,42
НОВАТЭК	11,79	9,51	4,88	3,70	15,08	11,83	1,04
Среднее	3,68	3,44	0,77	0,72	7,54	4,89	0,66

Источник: Bloomberg



Банковский сектор: замедление продолжается

Наши ожидания на первую половину 2013 года в банковской сфере в целом оправдались. Перегретый в предыдущие годы рынок кредитования продолжил замедляться. По мере насыщения рынка и расширения круга заемщиков качество кредитных портфелей начало показывать признаки ухудшения даже у лидеров в этом отношении, таких как Сбербанк. При этом ЦБ продолжил постепенно повышать требования к достаточности капитала банков в преддверии перехода на Базель-3.



Таким образом, темпы роста кредитных портфелей ощутимо снизились, а маржа банков оказалась под давлением сразу нескольких факторов.

Во-первых, на фоне замедления рынка и снижения спроса на кредиты банки вынуждены были возобновить снижение ставок по отдельным видам кредитования. Это негативно сказалось на ЧПМ, но не смогло удержать темпы роста кредитования на высоком уровне.

Во-вторых, ухудшение качества кредитных портфелей и повышение требований ЦБ вынудили банки активно наращивать резервы в 1П13, что напрямую оказало негативное влияние на прибыль банков.

Наконец, фондирование осталось достаточно дорогим. Уровень денежной ликвидности в банковской сфере остался на низком уровне, ставки на долговых рынках постепенно начали повышаться, и эта тенденция ускорилась в 2К13. Таким образом, ЧПМ оказалась под давлением и со стороны процентных расходов.

В результате темпы роста прибыли российских банков существенно замедлились, а по итогам 2К13, вероятно, будет снижение. Так, у Сбербанка в России прибыль по итогам мая продемонстрировала снижение 3-й месяц подряд, и мы не ожидаем перелома этой тенденции в июне.

С другой стороны, капитализация нераспределенной прибыли и ряд удачных сделок на рынках капитала несколько повысили уровень достаточности капитала у основных игроков банковского рынка, в особенности это касается ВТБ, который провел очень успешное размещение акций на сумму более 102 млрд рублей. Тем не менее, этого удалось добиться преимущественно за счет привлечения большего числа «якорных» стратегических инвесторов. Глобально акционерный рынок остается закрытым для большинства российских банков. Ставки же на долговых рынках демонстрируют заметный рост в 2К13, что затруднит дальнейшее повышение достаточности капитала в целом по отрасли.

Не до конца ясной остается позиция ЦБ, который продолжает риторику возможного запуска мер стимулирования экономики, однако продолжает таргетировать инфляцию, которая пока находится на достаточно высоких значениях и не располагает к активному «смягчению». Если, вопреки ожиданиям, позиция ЦБ не изменится, ситуация в отрасли будет продолжать развиваться в текущем ключе, неуклонно переходя в стагнацию.



В случае же активного стимулирования экономики со стороны ЦБ последствия менее прозрачны. Многое будет зависеть от того, какие именно условия сложатся на рынках и какие именно меры будет использовать ЦБ. Высокие регулятивные риски для банков с государственным участием сохраняются. В частности, государство может обязать госбанки снизить ставки по отдельным видам кредитования в одностороннем порядке. Это может коснуться ипотечных кредитов, автокредитов и, возможно, кредитов малому бизнесу. Такие меры могут быть эффективны для стимулирования экономической активности, но они негативно скажутся на марже госбанков и качестве их кредитных портфелей.

Таким образом, независимо от того, как будут развиваться события в 2П13, банковский сектор не является нашим фаворитом. После крайне удачных 2011 и 2012 годов итоги 2013 года будут в лучшем случае скромными, в худшем — разочаровывающими. Возможно, внимание стоит обратить не на лидеров рынка, а на те бумаги, которые демонстрируют большую недооценку и имеют внутренние идеи для роста.

Инвестиционные идеи на долговом рынке

Ожидания снижения процентных доходов банков, затруднение наращивания достаточности капитала из-за необходимости увеличения отчислений в резервы и на фоне взлета процентных ставок на долговых рынках говорят о перспективе нейтрального движения большей части еврооблигаций банковского сектора первого эшелона.

Среди евробондов Сбербанка, ВТБ и Альфа-Банка с точки зрения опережающего роста цены и привлекательности уровня доходности интерес представляет лишь высокодоходный евробонд VTBRU-perpet. (YTM-8,68%, Z-спред 626 б. п.) с дюрацией около 6,5 лет, который хорошо подходит для нашей стратегии на 2 полугодие по формированию высокодоходного портфеля. Мы отмечаем при этом, что среди банков первого эшелона чуть лучше остальных бумаг будут смотреться евробонды Сбербанка, чьи квартальные результаты не столь сильно будут зависеть от предстоящей переоценки инвестиций в связи со снижением рынков облигаций.

Среди высокодоходных евробондов второго и третьего эшелонов банковского сектора мы видим целый ряд интересных инвестиционных идей, наиболее привлекательными из которых является покупка субординированного евробонда ТКС Банка с дюрацией менее 4 лет АКВНС (YTM-11,52%, Z-спред 1008 б. п.), доходность которого выросла за последние 2 недели до уровней начала марта без какого-либо значимого ухудшения кредитного профиля эмитента. Относительно схожего по уровню доходности субординированного выпуска банка Ренессанс Кредит RCCF-18 (YTM-11,45%, Z-спред 1000 б. п.) мы отмечаем наличие существенно более высоких рисков, нежели в бумагах ТКС Банка, в связи с чем не считаем отношение доходности к риску данного евробонда привлекательным.

Помимо прочего, для включения в портфель высокодоходных бумаг, на наш взгляд, хорошо подходят дальние субординированные выпуски банков МКБ, Номос-Банк и Промсвязьбанк, тогда как покупка евробондов банка «Санкт-Петербург» выглядит, по нашему мнению, уже не столь привлекательно ввиду несколько более низких кредитных метрик эмитента. В число потенциальных идей на покупку среди банков инвестиционного рейтинга мы также заносим короткий старший выпуск Ренессанс Кредита RCCF-16 (YTM-8,86%, Z-спред 806 б. п.) и субординированный евробонд банка Русский Стандарт RUSB-18 (YTM-9,73%, Z-спред 829 б. п.). Тем не менее, мы отмечаем, что для инвестиций в эти бумаги имеет смысл подождать несколько более привлекательных уровней доходности в связи с уровнями рисков бумаг данных банков.



Банковский сектор традиционно предлагает инвесторам наиболее богатые возможности выбора. Приблизительно половина рублевых облигаций, находящихся сейчас в обращении, размещена эмитентами банковского сектора.

Интересной особенностью многих банков второго и третьего эшелона является необыкновенно большой угол наклона кривой доходности по отношению к ОФЗ. В связи с этим дальние выпуски таких банков выглядят достаточно привлекательно. В качестве примера можно отметить выпуск Банк Восточный Экспресс, 02, который торгуется со спредом в 640 б. п. к GCurve. При этом спред более коротких выпусков банка к суверенной кривой не превышает 360 б. п. Отметим, что указанный выпуск постепенно растет на рынке, который в целом демонстрирует снижение.

Среди прочих примеров банков с крутой кривой наклонности можно отметить Номос-Банк, Промсвязьбанк и некоторые другие.

Среди банковских облигаций первого эшелона торговых идей не так много, так как бумаги обладают невысокой ликвидностью. Тем не менее, бумаги ЮниКредит Банка являются несколько недооцененными, что создает потенциал для сокращения их доходности. Спред к кривой АИЖК составляет около 60 б. п. Наиболее интересен выпуск ЮниКредит Банка серии БО-7.

Среди банков, недавно вышедших на вторичный рынок, следует отметить облигации Свяznego Банка серии БО-1, которые выросли приблизительно на четверть процента и на данный момент вновь вернулись к номиналу. Слабый рубль пока не дает бумаге расти, однако при малейшем внешнем позитиве ожидаем роста цены до 100,5–100,6% процентов от номинала.

Интересен недавно размещенный дебютный выпуск Совкомбанка серии 02, который имеет также годовую оферту. Доходность первичного размещения составила 11,56% годовых, тогда как наша оценка справедливой доходности данного выпуска находится на уровне 11% годовых.

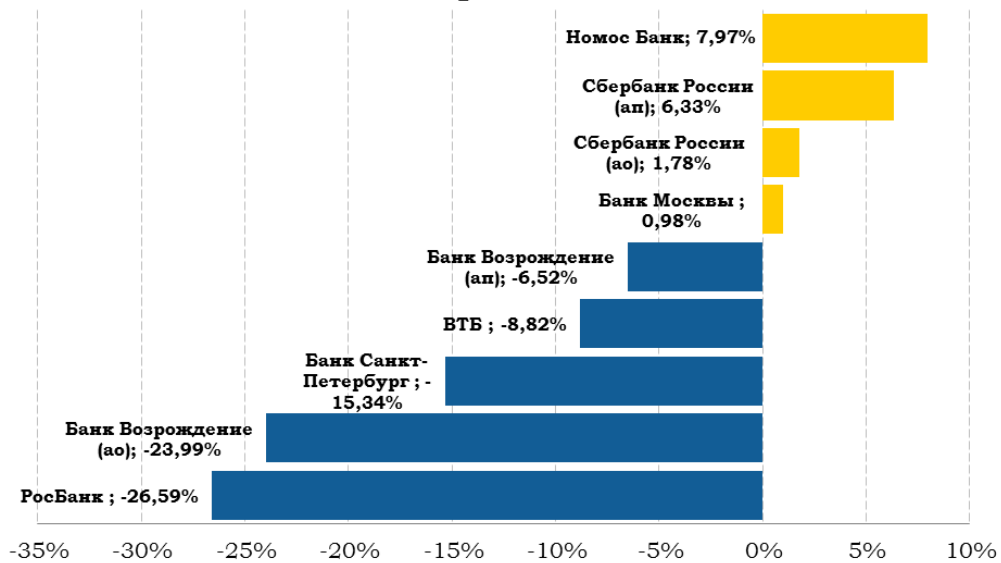
Облигации ТКС Банка, которые долго оставались одной из наиболее привлекательных инвестиционных идей на рублевом рынке, за последний год существенно укрепились и выглядят даже несколько перекупленными. Тем не менее, если банк после ожидаемой продажи попадет «в хорошие руки» или будет повышен его кредитный рейтинг, то возможно продолжение ралли в облигациях банка.

Инвестиционные идеи в акциях

Отсутствие стимулов для бурного роста, нарастающие риски и продолжающееся «закручивание гаек» в секторе делают акции российских банков не самым привлекательным вложением. Ликвидные банковские бумаги (Сбербанк, ВТБ) по-прежнему будут неплохо реагировать на внешний позитив, но в большей степени будут подвержены внешнему негативу. Их можно порекомендовать, если ситуация с долговыми проблемами в Европе примет благоприятный оборот, а американцы сумеют решить проблему сокращения дефицита бюджета без пагубных последствий для экономики — это будет заметно ближе к концу года.

Низколиквидные бумаги (Возрождение, БСП) ведут себя слишком непредсказуемо и интересны, на наш взгляд, только в долгосрочной перспективе.

Динамика котировок акций банковского сектора за 1П13



Источник: Bloomberg

Фундаментально наиболее сильным из публичных банков по-прежнему выглядит Сбербанк, на акции которого мы сохраняем умеренно позитивный взгляд. Однако промежуточная отчетность отражает замедление роста кредитного портфеля и по-прежнему высокий рост операционных издержек, прибыль может снизиться уже по итогам 2К13. Сбербанк показал два года очень хорошего роста и длительное время был локомотивом банковского сектора и всего российского рынка акций. В результате бумаги Сбербанка выглядят ощутимо дорогими, при этом ухудшения, наблюдаемые в отрасли, в полной мере отражаются на показателях банка. Именно Сбербанк может больше всего пострадать от возможных неблагоприятных решений регулятора. Технические факторы пока также не на стороне роста.

Мы оставляем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка на 2013 год на уровне 132,8 рубля. Однако явных локальных драйверов для роста в бумагах нет, поэтому их покупка на текущих уровнях выглядит не слишком интересной идеей.

На наш взгляд, во второй половине года более интересным вариантом выглядит ВТБ. Основной негатив в бумаге в начале года был обусловлен опасениями SPO, которое могло создать значительный «навес» со стороны продавцов на рынке. Также были сомнения относительно того, каким образом ВТБ сможет продать такой большой пакет на достаточно «узком» рынке. Пугал и предыдущий опыт размещений ВТБ, который весь без исключения был резко негативным для инвесторов.

Тем не менее, банк смог очень грамотно организовать сделку за счет привлечения стратегических инвесторов, в число которых вошли текущие миноритарии ВТБ, а также несколько суверенных фондов. Наряду с 9%-м дисконтом, это обеспечило хороший спрос на бумаги, причем цена так и не опустилась до уровней размещения ни до SPO, ни после — таким образом, инвесторы смогли впервые заработать на размещении ВТБ. Весь объем размещения (102,5 млрд рублей) пошел напрямую в капитал банка, достаточность повысилась до более комфортных уровней. Теперь у ВТБ нет крупных источников внутреннего негатива, и мы ожидаем, что его дисконт к Сбербанку будет сокращаться.



Наша оценка справедливой стоимости акций ВТБ — 6,5 копеек за бумагу. И если во втором полугодии мы увидим позитивный отклик на увеличение достаточности капитала в операционных показателях банка, мы можем пересмотреть нашу оценку в сторону повышения.

Рыночные мультипликаторы компаний банковского сектора

	P/E		P/BV		ROE, %
	2012	2013П	2012	2013П	
Сбербанк	6,48	5,95	1,39	1,29	21,43
Возрождение	3,92	3,51	0,45	0,40	10,65
Банк Санкт-Петербург	8,13	4,12	0,35	0,34	3,65
ВТБ	5,20	4,09	0,61	0,57	12,64
Номос-Банк	6,83	6,14	1,16	0,96	18,36
Среднее	5,93	4,64	0,69	0,63	11,65

Источник: Bloomberg



Металлургия: оттолкнуться ото дна

После довольно тяжелого 2012 года долгожданного улучшения на рынках стальной продукции так и не произошло. Цены остались на низких уровнях и даже продолжили снижение. Спрос остался слабым на большинстве географических рынков. В России и Европе злую шутку с металлургами сыграл климатический фактор: зима оказалась затяжной в текущем году, в результате весенний рост активности произошел позже, чем обычно — в конце первого – начале второго квартала. В итоге результаты первого квартала у большинства производителей выглядели хуже ожиданий. Мы ожидаем улучшения показателей по итогам 2К12, однако здесь негативный эффект вызовет сокращение числа рабочих дней из-за майских праздников.



Источник: Bloomberg

В конце зимы выросли цены на рудное сырье, к чему большинство производителей оказалось не готово. В итоге рентабельность ухудшилась, несмотря на большую работу по контролю издержек, проведенную ранее. В 2К13 цены на руду вновь пошли вниз, поэтому итоги полугодия в целом будут лучше, чем результаты первого квартала.

В ожидании закономерного повышения цен на уголь многие производители сделали ставку на угольные проекты, однако пока эта ставка не сыграла — цены остаются достаточно низкими, несмотря на рост интереса со стороны азиатских потребителей.

Среди позитивных моментов можно отметить улучшение рентабельности зарубежных подразделений большинства российских металлургических холдингов, связанное с умеренным улучшением обстановки в США и отдельных странах Европы.

В целом металлурги очень хорошо поработали над улучшением эффективности бизнеса, структура продуктовых линеек и себестоимость конечной продукции значительно снизились за прошлый год. Тем не менее, ситуация в отрасли по-прежнему выглядит тяжелой, так как спрос не растет, и цены продолжают консолидироваться в районе «дна». Это оказывает сильное давление на котировки на фоне негативных ожиданий относительно роста мировой экономики. Однако если ситуация на рынках начнет улучшаться во втором полугодии, как мы того ожидаем, металлургический сектор может оказаться одним из наиболее интересных направлений для инвестирования.

При этом ожидаем, что восстановление, скорее всего, начнется на рынках угля и руды — эти компании первыми отреагируют на улучшение рыночных ожиданий. Среди прокатных компаний наиболее сильные позиции по-прежнему у производителей трубной продукции, так как сохраняется высокий спрос со стороны инфраструктурных проектов; кроме того, «Газпром» с этого года работает с производителями напрямую, а не через посредников.

Для «цветных» металлургов ключевым фактором станут цены на металлы — алюминий, никель, цинк, платину. Ситуация там пока выглядит даже более тяжелой, чем в черной металлургии. Ухудшилось и восприятие золотодобывающих компаний, так как цены на желтый металл показывают негативную динамику.



Инвестиционные идеи на долговом рынке

Слабые перспективы роста спроса на металлы и сохранение текущих низких цен на рынке не позволяют надеяться на рост выручки металлургических компаний во втором полугодии 2013 года. Хотя российские металлургические компании и придерживаются политики уменьшения капитальных затрат в попытках повысить уровни рентабельности производства, затянувшееся давление низких цен на металлы существенно снижает привлекательность евробондов данного сектора.

Среди компаний черной металлургии второго эшелона с точки зрения роста привлекательности для инвесторов чуть лучше бумаг НЛМК и «Металлоинвеста» продолжают выглядеть евробонды «Северстали» на фоне относительно низкой долговой нагрузки компании. В третьем эшелоне бумагам «Евраз» мешает укрепляться относительно высокая долговая нагрузка.

Среди компаний цветной металлургии первого эшелона мы также не ждем опережающей динамики: ни еврооблигации «Норникеля», ни выпуск «Полюс Золота», на наш взгляд, не покажут значимой опережающей динамики во втором полугодии.

Тем не менее, среди эмитентов третьего эшелона в рамках нашей стратегии по формированию среднесрочного высокодоходного портфеля, мы видим несколько привлекательных бумаг. Так, довольно интересно выглядит выпуск компании Nordgold NORDLI-18 (YTM-9,10%, Z-спред 759 б. п.). Относительно высокодоходного выпуска компании «Кокс» с погашением через 3 года КОКСРУ-16 (YTM-10,57%, Z-спред 975 б. п.) мы сохраняем рекомендацию вне рынка ввиду очень высокой долговой нагрузки при отрицательном чистом денежном потоке и низком уровне EBITDA.

Для инвесторов с высокой склонностью к риску могут оказаться интересными рублевые облигации «Мечела» (-/ВЗ/-). Компания существенно улучшила кредитный профиль путем привлечения финансирования на разработку Эльгинского месторождения в объеме \$2 млрд от ВЭБа. Также компании была открыта кредитная линия банком ВТБ на 40 млрд руб. Суммарного объема привлеченных средств достаточно для рефинансирования долга на ближайшие два года.

Поддержка государственных банков делает инвестиции в долг компании безопасными. Обращающиеся облигации предлагают доходность выше 18%, что является лучшей доходностью в третьем эшелоне. Наиболее интересны выпуски серий 13 и 14. В случае сокращения доходности по данным инструментам до 15% рекомендуем покинуть бумаги.

Из высокодоходных рублевых облигаций отрасли интересны облигации «РУСАЛа» (-/-/-). Компания также сокращает долговую нагрузку. Пакет акций «Норильского никеля», который также присутствует на балансе «РУСАЛа», на 85% покрывает долг компании. Спрос на алюминий в настоящее время более силен, чем спрос на многие другие металлы, включая сталь. Существенным плюсом данных рублевых облигаций «РУСАЛа» является их высокая ликвидность. Наиболее интересным является дальний выпуск серии 8, предлагающий доходность более 15% годовых.

Среди прочих интересных бумаг отрасли можно отметить рублевые облигации «Металлоинвеста». У компании мало погашений долга в 2013 и 2014 годах. Также на балансе компании находится пакет акций «Норильского никеля», который может послужить хорошим источником ликвидности в связи с агрессивной дивидендной политикой «Норильского никеля». Рублевые облигации «Металлоинвеста» (ВВ-/Ва2/ВВ-) торгуются приблизительно на уровне кривой ММК (-/Ва3/ВВ+) и чуть выше НЛМК (ВВВ-/Ваа3/ВВВ-). Вместе с тем «Металлоинвест» имеет положительные прогнозы от двух рейтинговых агентств, что создает потенциал для роста котировок облигаций компании.



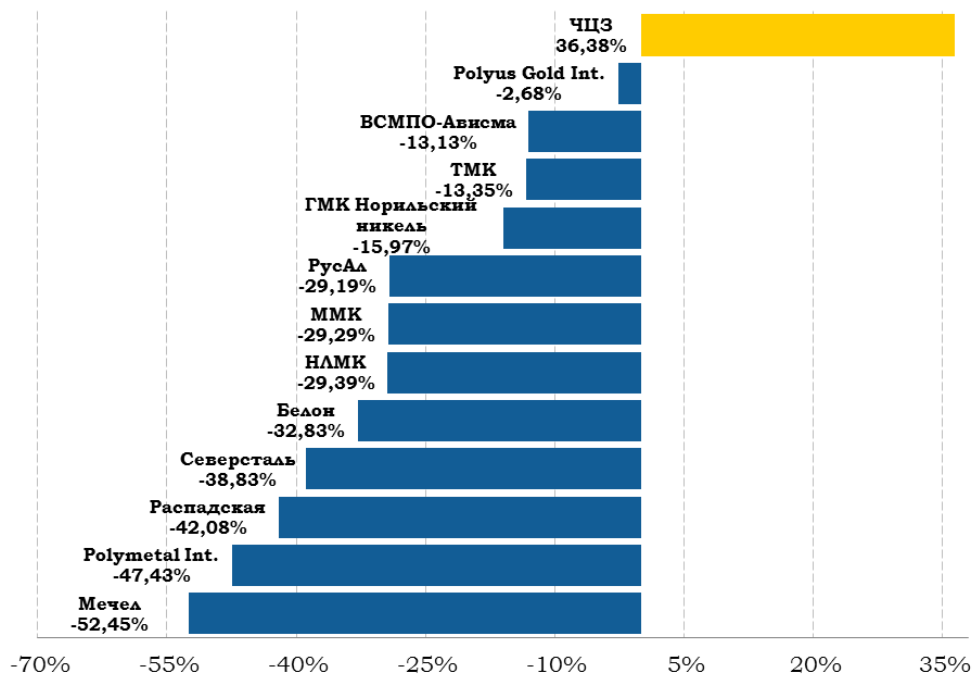
Единственным эмитентом, обладающим инвестиционным рейтингом в отрасли, является НАМК. Негативный прогноз от одного из рейтинговых агентств де факто не приведет к тому, что компания покинет первый эшелон. Вместе с тем, мы не ожидаем роста облигаций данного эмитента. Кроме того, ограниченная ликвидность рублевых облигаций НАМК снижает их привлекательность.

Инвестиционные идеи в акциях

Бумаги сектора в текущем году оказались под еще большим давлением на фоне ухудшения ожиданий относительно динамики мировой экономики и в целом слабых результатов 1К13. Котировки обновили прошлогодние минимумы по большинству бумаг, и теперь они выглядят перепроданными. Однако большинству производителей придется сражаться за положительную прибыль из-за слабого начала года и переоценки активов, поэтому в терминах мультипликаторов акции сектора не выглядят особенно дешевыми.

Большинству бумаг еще предстоит «нащупать дно», поэтому вложения в них выглядят рискованными. Вместе с этим после перелома нисходящей динамики вероятно сильное движение вверх. Причем наиболее интересны в сложившихся условиях даже не столько надежные и эффективные предприятия, сколько напротив — рискованные и «проблемные», так как они сильнее перепроданы и могут показать более интенсивное восстановление.

Динамика котировок акций металлургического сектора за 1П13



Источник: Bloomberg

По-прежнему лучшей компанией в отрасли черной металлургии мы считаем «Северсталь» — глубокая вертикальная интеграция, хороший контроль издержек, низкая долговая нагрузка и грамотное управление портфелем активов позволяют компании демонстрировать сильные финансовые показатели даже на неблагоприятном фоне. Мы оцениваем справедливую стоимость «Северстали» в 362,4



рубля за обыкновенную акцию. Укрепление цен на уголь должно вновь вернуть интерес игроков к вертикально-интегрированным предприятиям. Однако на позитивном фоне бумага может показать менее выраженный рост, чем менее эффективные конкуренты. Мы даунгрэйдили большую часть бумаг в секторе с учетом менее радужных ожиданий на текущий год, тем не менее, сохраняем умеренный оптимизм в отношении российских металлургов.

Более агрессивной ставкой на рост могут стать бумаги НЛМК, компания много работала над расширением производственной базы и в итоге попала в заложники низких цен на прокатную продукцию и невозможности снижать издержки на европейских заводах. Восстановление цен на продукцию позволит НЛМК восстановить выручку быстрее конкурентов. Наша оценка справедливой стоимости НЛМК — 62 рубля за акцию.

«Мечел» остается одной из наиболее рискованных, но потенциально — и наиболее доходных ставок в секторе.

Корпоративный фон в компании стабильно позитивный. «Мечел» продолжает распродавать непрофильные активы, заключать долгосрочные контракты и привлекать финансирование под ключевые инвестиционные проекты, не увеличивая и без того немалую долговую нагрузку. Негатив, который наблюдался в бумаге в первой половине года, связан преимущественно с негативными тенденциями на рынке, а также тем, что «Мечел» так и не начал сокращать долг. Кроме того, у инвесторов были опасения, что компании не удастся продлить условия разработки Эльгинского месторождения, которые компания нарушила бы из-за заморозки проекта в кризисные годы.

«Мечелу» удалось изменить условия лицензии в свою пользу, что немного успокоило инвесторов. Уже в первом квартале операционная эффективность ощутимо улучшилась за счет проводимых оптимизационных процедур. Мы ждем сохранения позитивных тенденций в последующих кварталах. Компания также запустила программу обратного выкупа на \$100 млн, чего должно быть достаточно, чтобы выкупить до трети free-float компании по текущим ценам. Программа выкупа должна стать существенным поддерживающим фактором для котировок в среднесрочной перспективе. Это позволит участника рынка более взвешенно относиться к бумаге и отыгрывать позитивные новости. Мы оцениваем справедливую стоимость компании после успешного завершения всех оптимизационных процедур в 220 рублей за бумагу.

В случае уверенного восстановления угольного рынка во втором полугодии интересен может быть и «ЕВРАЗ», так как он существенно расширил угольные мощности после консолидации «Распадской», однако долговая нагрузка также возросла, и инвесторы сдержанны в оценке приобретения. Сама «Распадская» также может показать кратный рост, но для этого необходимо не только восстановление цен, но и избавление от внутреннего негатива, в частности проблем на основной площадке — шахте «Распадская».

В цветной металлургии ситуация в целом довольно тяжелая. Мелкие производители выглядят весьма слабо из-за высокой себестоимости, низких цен на продукцию и отсутствия ресурсов для оптимизации затрат. Особняком стоят «РУСАЛ» и «Норильский никель». Разрешение конфликта между акционерами «Норникеля» является мощным внутренним фактором и потенциально — драйвером для роста. Однако неблагоприятная обстановка на рынках пока не дает этому драйверу реализоваться в полной мере.

«РУСАЛ» больше всего выигрывает от нового акционерного соглашения. Компания получает стабильный поток денежных средств в виде дивидендов, а также денежные средства от продажи части своего пакета, который при этом не уменьшится,



благодаря погашению квазиказначейских бумаг «Норникеля». Это могло бы стать мощным поддерживающим фактором, однако ситуация на рынке алюминия выглядит крайне негативно — цены опустились ниже себестоимости «РУСАЛа», и компания вынуждена сокращать неэффективные мощности, как и другие представители алюминиевой отрасли.

В результате ситуация в компании выглядит крайне тяжелой, котировки снизились с начала года на 35%, и теперь капитализация «РУСАЛа» фактически меньше, чем стоит принадлежащий ему пакет «Норникеля». Это создает хорошие возможности для роста после того, как цены на алюминий начнут восстанавливаться. Мы оцениваем справедливую стоимость РДР «РУСАЛа» в 215,6 рубля за расписку.

Сам «Норильский никель» выглядит более уверенно, так как, даже несмотря на значительное снижение цен на продукцию, может обеспечить себе высокую рентабельность. Вместе с тем, в текущих условиях даже для «Норильского никеля» обязательства по выплате дивидендов, которые компания взяла на себя, выглядят крайне тяжелыми. Денежного потока компании не хватает для финансирования одновременно дивидендных выплат и инвестиционной программы, в результате ГМК вынужден наращивать долг.

Это несколько приземляет позитив инвесторов относительно перспектив роста бумаги, которая сейчас фактически стоит меньше, чем приведенная стоимость ее ожидаемых дивидендов, которые, как показал опыт прошлого года, компания действительно собирается выплачивать в оговоренном размере.

При цене на никель в районе \$14 000 за тонну и ниже инвесторы очень настороженно относятся к компании, хотя, на наш взгляд, даже с учетом этого бумаги уже выглядят перепроданными. Но мы не ожидаем, что такие низкие цены могут сохраняться длительное время, так как это делает товарный никель более выгодным, чем менее качественный «никель в чугуне», который активно используется в китайской металлургической промышленности. Если цены продолжат оставаться на текущих уровнях, это должно стимулировать спрос на товарный никель и вынудит производителей NPI сокращать мощности. В дальнейшем это неизбежно приведет к росту цен на товарный никель.

Мы оцениваем справедливую стоимость акций «Норникеля» в 7080 рублей за бумагу и считаем их одной из наиболее интересных и наименее рискованных долгосрочных идей в секторе.

После того, как ряд компаний в прошлом году сменил юрисдикцию, в текущем году наметился обратный процесс — бумаги металлургических компаний, торгующихся на зарубежных площадках, начинают возвращаться в Россию: начались торги РДР «Полиметалла», о запуске аналогичной программы думает «ЕВРАЗ». «РУСАЛ» получает премиальный листинг на Московской Бирже.

Наиболее интересны в этом плане бумаги золотодобывающих компаний, которые фактически исчезли с российского рынка — «Полиметалл» провел делистинг после смены юрисдикции, бумаги «Полюс Золота» остались на бирже, но после изменения структуры холдинга их статус не ясен. Возвращение «Полиметалла» на российскую площадку может запустить целую волну «возвращений», в том числе и коснуться «Полюса» — это может стать долгожданным спасением для владельцев российских акций эмитента.



Рыночные мультипликаторы компаний металлургического сектора

	EV/ЕВITDA		P/S		P/E		NetDebt/ ЕВITDA
	2012	2013П	2012	2013П	2012	2013П	
ГМК Норильский никель	6,96	6,24	2,51	2,30	14,13	8,73	1,14
НЛМК	6,52	5,21	0,73	0,68	14,79	8,53	1,88
ЧЦЗ	1,71	1,76	0,46	0,42	6,02	6,53	-1,52
ММК	4,29	4,48	0,27	0,27	-	25,37	2,42
Северсталь	6,01	6,28	0,61	0,61	11,22	12,20	1,98
Poly metal Int.	4,28	4,88	1,60	1,56	6,87	8,42	1,05
Polyus Gold Int.	6,49	7,50	3,29	3,57	11,14	13,87	-0,41
ТМК	5,47	5,54	0,32	0,32	6,27	5,96	3,61
Мечел	7,76	6,30	0,10	0,10	51,30	5,91	6,87
Распадская	7,00	5,45	1,25	0,96	-	-	3,18
РусАл	20,97	12,42	0,77	0,71	-	10,64	11,83
Среднее	5,97	5,50	0,71	0,67	11,68	9,59	1,98

Источник: Bloomberg



Химия: драйвер роста – Латинская Америка

Производители минеральных удобрений начали год довольно слабо. Во-первых, в связи со слабым спросом со стороны Китая и Индии, во-вторых, из-за запоздавшего спроса из европейского региона на фоне затянувшейся зимы. Цены на основные виды удобрений были ниже прошлогодних уровней.

На результатах «Акрона» в первом квартале негативно сказалось падение спроса на сложные удобрения NPK в Китае (выручка подразделения «Хунжи-Акрон» снизилась более чем на 36% относительно 1К12). И даже увеличение спроса на азотные удобрения в связи с посевным сезоном в странах СНГ и Европе не смогло скомпенсировать это снижение.

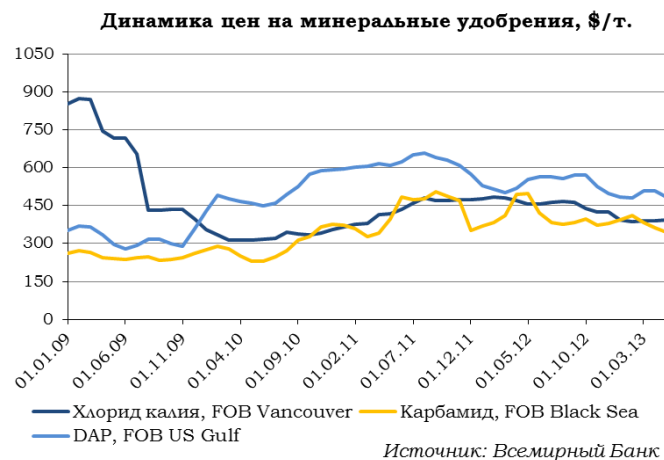
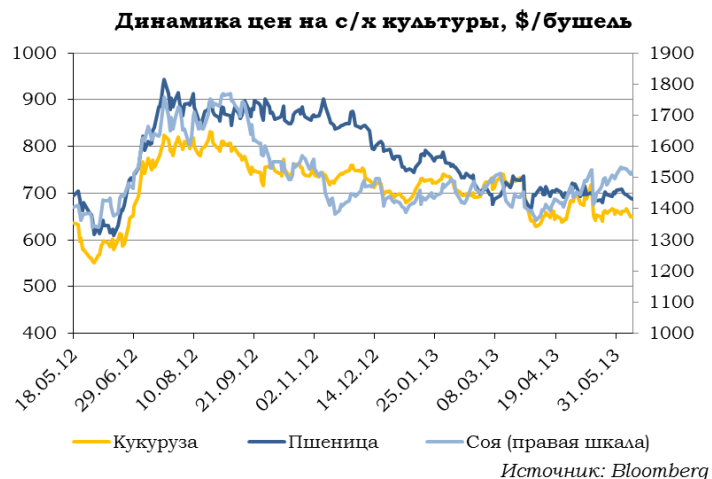
Производитель фосфорных удобрений «Фосагро» в 1К13 продемонстрировал высокие объемы продаж, однако низкие цены на продукцию негативно сказались на результатах. Рентабельность по EBITDA снизилась с 35% до 26%. Во второй половине 2013 года ожидаем роста спроса на комплексные удобрения, а также восстановления спроса на фосфорсодержащие удобрения, что должно будет оказать поддержку результатам компании.

Результатам «Уралкалия» в начале года оказали поддержку заключенные контракты на поставку калия в Индию и Китай, в итоге продажи в квартальном выражении показали рост. Однако в годовом сопоставлении спрос на удобрения снизился. На фоне невысокого внешнего спроса и, как следствие, неполной загрузки мощностей производитель имел возможность сосредоточиться на модернизации и расширении производственных площадей (Усть-Яйвинский рудник).

Мы прогнозируем, что во второй половине года ситуация в отрасли начнет восстанавливаться. Драйверами роста спроса будут служить страны Латинской Америки, а также постепенное сокращение складских запасов удобрений в Китае.

Во втором – третьем кварталах с выходом на рынок покупателей из Латинской Америки ожидаем увеличения продаж у всех отечественных производителей удобрений.

По ожиданиям Международной ассоциации производителей удобрений (IFA), в 2013 году на рынке сельхозпродукции сохранятся высокие цены и низкий уровень запасов после сокращения в 2012 году урожайности из-за неблагоприятных погодных условий в ключевых посевных регионах мира. Однако, несмотря на относительно



высокие цены на с/х культуры, мировой рынок удобрений находится сейчас не в лучшей форме.

Рынок калийных удобрений в 2012 году находился под влиянием слабого спроса в странах – основных импортерах хлоркалия. Так, в Китае спрос снизился в связи с большими накопленными складскими запасами удобрений. В итоге новые контракты на поставку калия в первом полугодии 2013 года были заключены по низким ценам, что задало тон мировой динамике цен на удобрение. В мае спотовые цены на хлористый калий (FOB Vancouver) опустились уже на 8% с начала года.

Кроме того, в Индии правительство урезало субсидии фермерам на покупку калийных и прочих удобрений. В 2013–2014 сельскохозяйственном году правительство Индии урежет субсидии на хлористый калий и фосфорные удобрения на 15%.

Несмотря на проблемы со спросом со стороны Китая и Индии, мировой спрос на калий поддерживается странами Северной и Латинской Америки, а также странами Юго-Восточной Азии. Производители удобрений особенно отмечают растущий спрос на калий в Бразилии.

IFA прогнозирует рост мирового потребления минеральных удобрений на 2,4% до 183 млн тонн в будущем сельскохозяйственном сезоне в основном за счет калия.

По нашим оценкам, мировой спрос на калий в 2013 году составит 54 млн тонн, что на 5,8% выше уровня прошлого года (51 млн тонн). Драйверами роста спроса будут страны Латинской Америки, фактором, сдерживающим спрос, — Индия. Мы также ожидаем, что по мере сокращения складских запасов спрос в Китае начнет постепенно восстанавливаться уже во 2П13. В пользу этого говорит ожидание канадским производителем Potash скорого заключения контрактов на поставку калия в Китай во 2П13. Руководство «Уралкалия», напротив, ожидает, что поставки в Китай возобновятся лишь в 2014 году, но по цене выше текущей (\$400/т).

На рынке азотных и фосфорных удобрений ситуация более благоприятная.

В 2012 году мировой спрос на азотные удобрения вырос на 1,8%. В начале 2013 года затянувшаяся зима на территории Северной Америки и некоторых европейских стран отсрочила начало посевного сезона, и, соответственно, спрос на азотные удобрения оказался не таким высоким, каким мог бы быть (его пик пришелся на конец первого квартала). Тем не менее, цены на основные виды азотных удобрений показали рост.

В то же время снижение спроса на фосфорные и калийные удобрения, главным образом, на рынках Китая и Юго-Восточной Азии ввиду неблагоприятных погодных условий, оказало давление на цены и объемы продаж NPK российских производителей («Акрон» и «Фосагро»). На снижении спроса на фосфорные удобрения сказался высокий уровень запасов в Индии, а также задержка в объявлении объемов государственных субсидий на 2013 год.

Инвестиционные идеи на долговом рынке

Согласно нашим ожиданиям, конъюнктура на рынке удобрений немного улучшится к концу года благодаря росту спроса в Латинской Америке. Тем не менее, ожидания относительно слабого спроса в Индии и не слишком существенное улучшение в Китае не позволяет рассчитывать на значимый рост выручки и рентабельности эмитентов данного сектора. На этом фоне, мы не ожидаем значительного укрепления евробондов «Фосагро» и «Уралкалия», хотя и отмечаем низкий уровень долговой нагрузки обеих компаний. Тем не менее, доходность единственного евробонда «Уралкалия» URKARM-18 (YTM- 4,71%, Z-спред 320 б. п.) не



позволяет рассчитывать на опережающую динамику, учитывая присутствие на рынке намного более интересных с точки зрения отношения риска к доходности бумаг.

Евробонд компании «Фосагро» PHORRU-18 (YTM- 4,71%, Z-спред 320 б. п.) также не предполагает опережающего роста цены при общем укреплении рынка. Несколько интереснее остальных евробондов сектора выглядит размещенный в конце года выпуск компании «Еврохим» EUCHEM-18 (YTM- 5,60%, Z-спред 424 б. п.). Однако на рост цены выпуска можно рассчитывать лишь с точки зрения сужения спреда с евробондом «Фосагро», величина которого превысила в последние дни 100 б. п. Кредитный профиль же «Еврохима» смотрится слабее «Уралкалия» и «Фосагро» — компания завершила 1K13 с отношением Чистого долга к EBITDA почти 2,2х.

Отдельно мы отмечаем обращающийся евробонд нефтехимической компании «Сибур» SIBUR-18 (YTM- 6,15%, Z-спред 472 б. п.) — за последние 6 недель выпуск подешевел почти на 10 п. п., что говорит о существенном потенциале роста в случае стабилизации ситуации в первом эшелоне и нефтяном секторе.

Хороших торговых идей в рублевых облигациях эмитентов химической отрасли мы не видим, так как облигации эмитентов данной отрасли традиционно имеют низкую ликвидность. Даже с учетом того, что облигации «Уралкалия» серии БО-1 (BBB-/Baa3/BBB-) предлагают спред около 350 б. п. к кривой «Акрона» (-/B1/B+), это обстоятельство не порождает торговую идею, так как приобрести облигации «Уралкалия» практически невозможно.

Тем не менее, наиболее ликвидными облигациями являются бонды «Акрона». Компания имеет невысокую долговую нагрузку и продолжает генерировать стабильный свободный денежный поток в текущих условиях слабой рыночной конъюнктуры. Вместе с тем, спред на уровне 220 б. п. к кривой ОФЗ при том, что, судя по уровню кредитных рейтингов, эмитента следовало бы причислить к третьему эшелону, не делает рублевые облигации «Акрона» привлекательными.

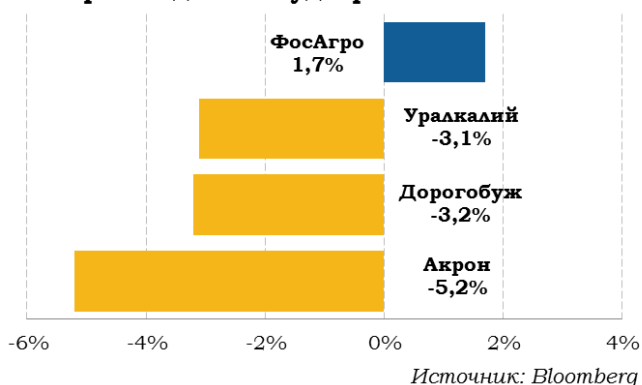
Инвестиционные идеи в акциях

На наш взгляд, одной из самых привлекательных бумаг в секторе остается «Акрон». Во-первых, компания в значительной степени недооценена относительно конкурентов при сравнении рыночных мультипликаторов. Во-вторых, компания обладает низкой долговой нагрузкой и высокими показателями рентабельности.

Риском для «Акрона» является дорожающее сырье для производства комплексных удобрений. Однако вскоре компания полностью перейдет на самообеспечение апатитовым концентратом (ГОК «Олений ручей»), и это снизит себестоимость продукции и увеличит рентабельность бизнеса.

Непонятными остаются намерения производителя в отношении польской Grupa Azoty: в июне «Акрон» увеличил свою долю в компании уже до 15,34%, потратив на приобретение акций \$150 млн с начала года, что оказывает давление на долговую нагрузку компании. Вместе с тем, акции Grupa Azoty выросли более чем на 30% с начала года, что делает актив привлекательным вложением.

Динамика котировок акций производителей удобрений в 1П 2013



Наша оценка справедливой стоимости акций «Акрона» — 1886 рублей, что предполагает потенциал роста к текущим уровням порядка 45%.

Еще одна идея в секторе — производитель калийных удобрений «Уралкалий». На протяжении первого полугодия акции компании показывают невыразительную динамику: поводов для роста нет (калийная отрасль переживает не лучшие времена), а сильно проседать котировкам не дает масштабная программа выкупа компанией собственных акций. Отчасти в силу этого многие инвесторы рассматривают бумагу как защитный актив. Текущая программа выкупа акций завершится в ноябре 2013 года, и пока неясно, будет ли она продолжена в дальнейшем, что создает дополнительные риски для котировок.

Негативных моментов в компании мы не видим. Фундаментально «Уралкалий» обладает сильными характеристиками: лидер в мировой калийной отрасли, стабильно высокие денежные потоки, долговая нагрузка находится на комфортном уровне.

В первом квартале продажи компании поддержало заключение контрактов с Индией и Китаем, однако цены поставок были ниже прошлогодних уровней. Отсутствие высокого спроса в этих регионах, являющихся основными рынками сбыта для компании, оказывает давление на продажи компании. В то же время, высоким темпом растет спрос на калий в Бразилии. В третьем квартале поддержку продажам окажет начало посевного сезона в странах Латинской Америки.

Согласно нашим прогнозам, продажи «Уралкалия» по итогам года составят 9,5–9,7 млн тонн (+3% г/г). Однако этот показатель мог бы быть выше (10,5–10,7 млн тонн) при наличии контрактов на поставку калия в Китай во 2П13.

Наша оценка справедливой стоимости акций — 295 рублей, потенциал роста — около 30%.

Рыночные мультипликаторы компаний химического сектора

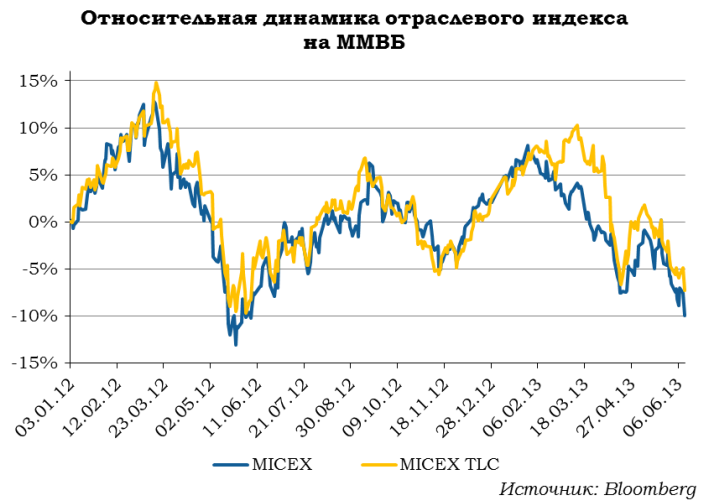
	EV/EBITDA		P/S		P/E		NetDebt/EBITDA
	2012	2013П	2012	2013П	2012	2013П	
Акрон	4,23	3,27	0,72	0,68	3,45	3,07	1,70
Уралкалий	10,21	9,16	5,56	4,96	13,75	12,15	0,95
Дорогобуж	3,03	2,36	0,82	0,66	-	-	0,40
ФосАгро	5,64	5,91	1,56	1,49	7,56	8,36	0,81
Среднее	4,93	4,59	1,19	1,09	7,56	8,36	0,88



Телекоммуникационный сектор: по-прежнему тихая гавань

В условиях высокого уровня проникновения сотовой связи в РФ (161% по итогам 2012 года) и практически остановившегося роста абонентской базы операторы пытаются наращивать выручку за счет развития таких сегментов, как мобильный интернет и VAS-услуги.

Стимулированию потребления трафика данных способствует растущая популярность смартфонов и планшетов. Согласно прогнозам агентства J'Son & Partners, озвученным в конце апреля на форуме «Телеком 2013: точки роста», продажи смартфонов в России к 2018 году составят 28 млн изделий против 12,3 млн в 2012 и 15,9 млн в 2013 году. Проникновение этих аппаратов составит около 60% в 2018 г. против 19% и 26% в прошлом и нынешнем годах соответственно.



Российские операторы уже сейчас отмечают сильный рост выручки именно в сегментах мобильной передачи данных, а также продажи оборудования. Лидером в сегменте мобильной передачи данных по объему выручки по итогам 1К13 остается «Мегафон» (10,36 млрд рублей), однако его уверенно догоняет МТС (10,1 млрд рублей). У «Вымпелкома» этот показатель в первом квартале составил 7,19 млрд рублей.

Учитывая спрос на передачу данных, операторы выделяют немалую часть своих капитальных затрат на развитие высокоскоростных беспроводных сетей LTE (сетей поколения 4G). Однако заметим, что сейчас на российском рынке практически нет мобильных устройств, поддерживающих 4G Интернет, в основном это модемы и роутеры.

В целом, российские телекоммуникационные компании начали 2013 год вполне успешно. По итогам 1К13 всем операторам «большой тройки» удалось увеличить рентабельность бизнеса: показатель рентабельности по OIBDA «Мегафона» вырос до 42,1%, МТС — до 47,8%, «Вымпелкома» — до 42%.

Самый высокий темп роста выручки показал «Мегафон» (+7,6% в годовом сопоставлении), за ним следуют российский бизнес МТС (+5,2%) и российский бизнес «Вымпелкома» (+5%). Совокупная выручка МТС выросла лишь на 2%, выручка «Вымпелкома» — на 1% (негативный вклад внесло итальянское подразделение оператора).

Несмотря на то, что телекоммуникационный индекс на ММВБ просел уже на 12% с начала года, акции сотовых операторов смотрятся в целом лучше рынка. Впечатляющую динамику показали акции «Мегафона» (прибавили около 40%). Бумаги МТС дорожали на протяжении первого квартала, но на текущий момент торгуются на уровнях начала года. Расписки «Вымпелкома» к концу полугодия подешевели на 10%.

Телекоммуникационная отрасль является, пожалуй, одной из самых устойчивых к колебаниям мировой экономики. Однако есть некоторые риски локального характера, способные оказать влияние на отрасль.

В долгосрочной перспективе риском для российских операторов является закон о возможности сохранения номера при смене мобильного оператора (MNP), который



должен вступить в силу 1 декабря 2013 года. Однако дата вступления закона в силу, с большой долей вероятности, будет отложена в связи с технической неготовностью сотовых операторов. Кроме того, недавно стало известно, что на роль оператора базы данных перенесенных номеров претендует уже не только Координационный центр национального домена сети Интернет (КЦНДСИ), но и Центральный научно-исследовательский институт связи (ЦНИИС), что подразумевает проведение конкурса и также отсрочивает введение закона. Таким образом, ожидать вступления закона в силу следует лишь к весне – лету 2014 года. Предполагается, что абонентам услуга обойдется не более чем в 100 рублей.

Говоря о последствиях введения закона, прежде всего, стоит упомянуть значительные затраты для операторов. «Вымпелком» оценивает свои расходы от введения MNP на уровне \$40 млн, «Мегафон» — на уровне \$60–100 млн. Кроме того, появление у абонентов возможности сменить оператора приведет к увеличению конкуренции в отрасли: телекомы будут вынуждены идти на уступки ради сохранения своих клиентов. Для сравнения, в Европе и США после внедрения MNP тарифы на услуги мобильной связи снизились в среднем на 4%. Не исключаем также, что произойдет небольшое перераспределение долей операторов на рынке.

Таким образом, внедрение MNP в России будет носить негативный характер для операторов. С другой стороны, у них есть еще полгода – год, чтобы как следует к этому подготовиться.

Значительным риском для отрасли является возможная сделка по объединению «Ростелекома» и Tele2 Россия. Весной ВТБ завершил сделку по приобретению российского бизнеса Tele2 за \$2,4 млрд, взяв также на себя долг компании в размере \$1,15 млрд. ВТБ приобрел непрофильный актив для последующей его продажи, и очевидно, что в роли покупателя выступит «Ростелеком». Модель объединения операторов будет выглядеть как совместное предприятие, в котором у «Ростелекома» появится доступ к мобильному бизнесу, у Tele2 — доступ к частотам 3G и 4G. Кроме того, Tele2 наконец сможет выйти на столичный рынок.

Пока «Ростелеком» занят вопросами реорганизации (присоединением «Связьинвеста») и вернется к теме объединения с Tele2 не раньше осени. Однако уже сейчас «Ростелеком» и Tele2 ведут переговоры по объединению сетей по принципу виртуального оператора (MVNO). С появлением нового крупного игрока операторы «большой тройки» могут потерять часть своих абонентов. По итогам 1K13 доля Tele2 на российском рынке по числу абонентов составляла 10%, у «Ростелекома» было 6%. Полагаем, что за счет эффекта синергии общая доля объединенного оператора на рынке превысит текущие 16%.

Во втором полугодии мы ожидаем, что операторы «большой тройки» продолжат показывать стабильные операционные денежные потоки. Драйвером роста выручки для всех телекомов останется сегмент мобильной передачи данных. Кроме того, на результатах выручки МТС положительно будет сказываться возобновление деятельности в Туркменистане.

Инвестиционные идеи на долговом рынке

Ожидание рынка о том, что компании телекоммуникационного сектора продолжат выглядеть значительно лучше нефтяных и металлургических компаний, поддержат евробонды компаний МТС и «Вымпелком». Среди множества евробондов «Вымпелкома» мы выделяем выпуск VIP-22 (УТМ- 7,07%, Z-спред 466 б. п.), который, несмотря на меньшую на 10 месяцев дюрацию относительно выпуска VIP-23 (УТМ- 7,05%, Z-спред 446 б. п.), предлагает на 20 б. п. больший Z-спред. Среди обращающихся евробондов компании МТС интерес, на наш взгляд, представляет



«старый», размещенный 3 года назад, выпуск MOBTEL-20 (YTM-5,70%, Z-спред 363 б. п.).

Фронтальный рост доходности на рынке пока не дает этому евробонду возможность сократить спред к среднерыночным свопам до уровня, по которому торгуется новый выпуск компании MOBTEL-23 (YTM-5,63%, Z-спред 295 б. п.), размещенный 3 месяца назад. Потенциал снижения доходности выпуска MOBTEL-20, таким образом, составляет, как минимум, 65–70 б. п. при росте цены до уровня в 121% от текущих отметок 116,6%. На текущий момент мы считаем эту идею одной из лучших среди евробондов телекоммуникационного сектора, однако отмечаем, что ее целью является заработок на росте цены евробонда, нежели получение высокой доходности к погашению. Что касается евробонда материнской для МТС компании АФК «Система», то, несмотря на довольно сильное снижение цены выпуска AFKSRU-19 (YTM-6,19%, Z-спред 437 б. п.) с середины мая, мы не ожидаем, что он будет выглядеть существенно лучше рынка во втором полугодии в связи с наличием у «Системы» множества других активов и факторов, от которых зависит ее кредитный профиль.

Долговые бумаги сектора имеют низкие кредитные риски, так как эмитенты сектора обладают способностью генерировать свободный денежный поток на стабильной основе, что в частности связано с невысокой эластичностью спроса на услуги компаний. Особенностью эмитентов отрасли с фундаментальной точки зрения также является низкий уровень долговой нагрузки. Это сказывается и на доходности рублевых облигаций в секторе, которая не превышает 9% годовых.

Облигации Теле2 (-/BB+/-) являются наиболее доходными долговыми инструментами сектора. Покупка компании банком ВТБ существенно снижает кредитные риски. Считаем, что облигации компании заслуживают наибольшего влияния в секторе, так как эмитент продолжает наращивать долю рынка благодаря бизнес-модели сотового дискаунтера даже в условиях острой конкуренции на рынке. Особенно интересен выпуск серии 3, который предлагает премию к кривой эмитента.

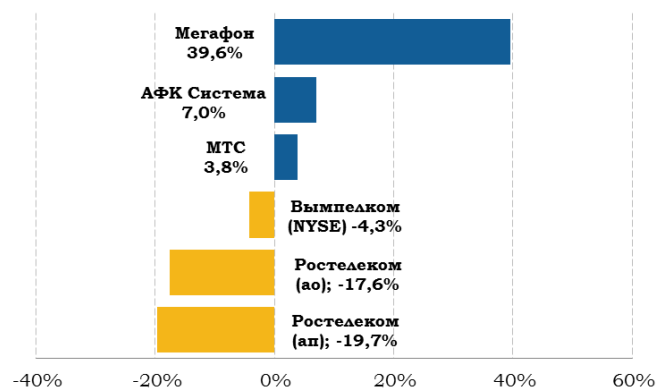
Облигации «Мегафона» (BBB-/-) интересны в связи с наличием кредитного рейтинга инвестиционного уровня и относительно хорошей ликвидностью. Роста каких-либо рублевых облигаций сектора в среднесрочной перспективе мы не ожидаем.

Инвестиционные идеи в акциях

На наш взгляд, наиболее привлекательными в секторе остаются акции МТС. Основным негативным моментом для компании остается прекращение деятельности в Узбекистане, что продолжает оказывать давление на финансовые показатели (OIBDA). В то же время возобновление операций в Туркменистане уже сейчас показывает хорошую рентабельность и положительную OIBDA.

Драйвером роста во второй половине года может стать выплата промежуточных дивидендов в размере 11 млрд рублей, согласно прогнозам руководства компании. Общая сумма дивидендов в 2013 году может на 30% превысить размер дивидендных выплат в 2012 году.

Динамика котировок акций телекоммуникационного сектора в 1П 2013



Источник: Bloomberg



Кроме того, компания ведет переговоры о покупке столичного интернет-провайдера «Акадо». В случае покупки МТС значительно расширит свое присутствие на рынке широкополосного доступа в интернет.

Стоит отметить, что при сравнении рыночных мультипликаторов МТС сейчас выглядит дешевле менее крупного «Мегафона». Мы считаем, что премия, с которой «Мегафон» торгуется к МТС, не оправдана фундаментально и должна снизиться.

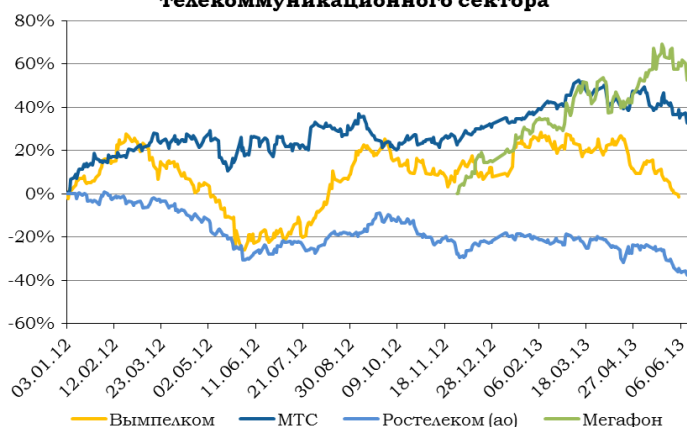
Учитывая сильные операционные показатели и хорошую рентабельность компании, оставляем оценку справедливой стоимости акций на уровне 320 рублей, справедливая стоимость ADR — \$21,2.

Относительно недавно появившиеся на рынке акции «Мегафона» по-прежнему пользуются популярностью среди инвесторов. После прошедшего в конце ноября 2012 года IPO котировки показали рост более чем на 60%.

В 2013 году мы ожидаем достаточно сильных финансовых показателей, исходя из уже опубликованных результатов 1К13, а также позитивных ожиданий на последующие кварталы. Основными драйверами роста выручки в 2013 году будут служить сегменты передачи данных и продажи оборудования. Согласно нашим прогнозам, по итогам года выручка «Мегафона» вырастет более чем на 5%, рентабельность по OIBDA достигнет 43,4%.

В целом, компания стабильно показывает неплохой операционный денежный поток, занимает второе место по величине абонентской базы в России. Кроме того, во второй половине года возможна выплата дополнительных дивидендов. Тем не менее, мы не ожидаем сильного роста котировок компании в дальнейшем, принимая во внимание тот факт, что по рыночным мультипликаторам компания торгуется дороже МТС. Наша целевая цена по бумаге — 1070 рублей за акцию.

Относительная динамика акций телекоммуникационного сектора



Источник: Bloomberg

Рыночные мультипликаторы компаний телекоммуникационного сектора

	EV/EBITDA		P/S		P/E		NetDebt/EBITDA
	2012	2013П	2012	2013П	2012	2013П	
МТС	4,54	4,49	1,46	1,43	18,03	10,94	1,07
Мегафон	6,30	5,82	2,33	2,17	14,31	13,30	0,81
Вымпелком	4,05	3,95	0,75	0,73	8,83	8,25	2,20
Ростелеком	3,99	4,04	0,92	0,90	7,32	8,91	1,70
Среднее	4,29	4,26	1,19	1,16	11,57	9,93	1,39



Идеи на долговом рынке в прочих секторах

Среди обращающихся на рынке евробондов, чьи эмитенты не являются представителями ни одного из вышеперечисленных секторов экономики, в рамках стратегии высокодоходного портфеля мы особенно выделяем выпуск компании ДВМП с колл-опционом в 2017 году FESHU-20 (YTM- 10,06%, Z-спред 802 б. п.). Относительно короткая дюрация до колл-опциона, очень высокая доходность, а также планы компании по долговой нагрузке позволяют говорить о целесообразности покупки данного евробонда, пользуясь текущей рыночной ситуацией. Относительно единственного обращающегося евробонда компании с госучастием «Совкомфлот», мы считаем, что выпуск SCFRU-17 (YTM-6,24%, Z-спред 490 б. п.) в текущей ситуации наличия на рынке множества идей интересен лишь на уровнях доходности от 6,5% и выше. Евробонд компании Brunswick Rail (YTM-6,94%, Z-спред 559 б. п.) также, на наш взгляд, не выглядит в текущих условиях достаточно привлекательным для покупки.

Несмотря на хорошие финансовые показатели эмитентов отрасли розничной торговли, явных торговых идей в рублевых бумагах данного сектора мы не видим. Высокодоходные бумаги сектора не обладают высоким кредитным качеством и являются низколиквидными. Среди таких бумаг можно выделить облигации «Обуви России» (-/-/-), «Детский мир» (-/-/-), ДОМО (-/-/-). Кривая «Магнита» (BB/-/-), наиболее качественного заемщика сектора, торгуется на уровне рублевых бумаг эмитентов с рейтингами инвестиционного уровня, что говорит о локальной перекупленности бумаг эмитента. Тем не менее, наиболее интересной бумагой в секторе можно считать выпуск Лента, ОЗ (B+/B1/-), который недавно был включен в Ломбардный список. Бумага торгуется с доходностью в 9,35% при дюрации 2,36 года. Спред к близким по дюрации облигациям X5 (B+/-/-) составляет 25 б. п. Мы не ожидаем снижения доходности выпуска. При этом бумага интересна в силу относительно хорошей ликвидности и неплохого кредитного качества эмитента.



Прогноз основных индикаторов

Основные показатели	2009	2010	2011	2012	2013П
EUR/USD	1,43	1,34	1,30	1,319	1,28-1,30
Индекс DXY	77,860	79,028	80,178	79,77	84,00
Бивалютная корзина/RUB, руб.	35,96	35,16	36,46	34,95	37,5-38,5
USD/RUB, руб.	30,04	30,54	32,14	30,53	33-33,5
EUR/RUB, руб.	43,25	40,83	41,72	40,25	43-43,5
Ставка ФРС	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Ставка ЕЦБ	1,00%	1,00%	1,00%	0,75%	0,25-0,50%
Ставка рефинансирования ЦБ РФ	8,75%	7,75%	8,00%	8,25%	7,75-8,0%
Международные резервы РФ, \$ млрд	439,45	479,379	498,649	537,1	520-530
Инфляция в РФ	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,8-6,9%
Инфляция в США	2,7%	1,5%	3,0%	1,7%	1,7%
Инфляция в Еврозоне	0,9%	2,2%	2,7%	2,2%	1,7-2,0%
ВВП США	-0,5%	3,1%	1,6%	2,2%	2,2%
ВВП Еврозоны	-2,3%	2,2%	0,7%	-0,9%	-0,3%
ВВП РФ	-2,6%	4,9%	4,3%	3,4%	2,5-2,8%
Отток(-)/приток(+) капитала в Россию, \$ млрд	-56,1	-34,4	-80,5	-56,8	-30
Цена на нефть марки Brent, \$	77,93	93,09	107,38	111,11	105
Золото (\$/унция, Лондон)	1096,20	1421,40	1566,80	1675,35	1450-1500
Серебро, \$	16,822	30,910	27,875	30,173	20-22
Медь, \$	7351,5	9644,0	7595,0	7907	7250-7500
S&P 500	1115,1	1257,64	1257,6	1426,19	1640-1680
Dow Jones	10428,1	11577,5	12217,6	13104,14	1530-1560
DAX	5957,43	6914,19	5898,35	7612,39	8200-8400
CAC40	3936,33	3804,78	3159,81	3641,07	3900-4100
Индекс ММВБ	1370,01	1687,99	1402,23	1474,72	1460
Индекс RTS	1444,61	1770,28	1381,87	1526,98	1390

* П – прогнозное значение

Источник: Bloomberg, прогноз: UFS IC



Департамент Аналитики

Павел Василиади Директор Департамента аналитики и риск-менеджмента	Тел. +7 (495) 781 72 97 vpa@ufs-federation.com
Илья Балакирев Ведущий аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 bia@ufs-federation.com
Алексей Козлов Главный аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 kaa@ufs-federation.com
Вадим Ведерников Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 vva@ufs-federation.com
Александр Черкасов Аналитик отдела анализа долговых рынков	Тел. +7 (495) 781 02 02 caa@ufs-federation.com
Анна Милостнова Аналитик отдела анализа рынков акций	Тел. +7 (495) 781 02 02 mav@ufs-federation.com
Каролина Беломестнова Помощник аналитика	Тел. +7 (495) 781 02 02 bkv@ufs-federation.com
Елена Селезнева Переводчик	Тел. +7 (495) 781 02 02 evs@ufs-federation.com

Департамент торговли и продаж

Алексей Лосев Директор Департамента Торговли и продаж	Тел. +7 (495) 781 73 03 las@ufs-federation.com
Илья Хомяков Начальник отдела Repo	Тел. +7 (495) 781 73 05 him@ufs-federation.com
Алексей Куц FI Sales and Trading	Тел. +7 (495) 781 73 01 kam@ufs-federation.com
Николай Полторанов Repo-Треjder	Тел. +7 (495) 781 73 04 pnr@ufs-federation.com
Игорь Ким Управляющий портфелем по акциям	Тел. +7 (495) 781 73 05 kim@ufs-federation.com

Брокерское обслуживание

+7 (495) 781 73 00

Фонды совместных инвестиций

+7 (495) 781 32 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

