

Стратегия 2014

Аппетит к продуманным рискам

Декабрь 2013

СТРАТЕГИЯ 2014

АППЕТИТ К ПРОДУМАННЫМ РИСКАМ

Текущая стадия экономического цикла предполагает увеличение доли акций и высокодоходных облигаций в портфелях инвесторов. Инфляция остается под контролем, при этом экономическая активность в развитых странах ускоряется. Такая тенденция формирует хороший потенциал для роста стоимости акций и высокодоходных облигаций, при этом низкая инфляция отрицательно сказывается на рынке сырьевых товаров.

Мировая экономика ускоряется. Темпы роста мировой экономики, по прогнозу МВФ, увеличатся с 2,9% в 2013 до 3,6% в 2014 году. При этом экономика развитых стран вырастет на 2% по сравнению с 1,2% в 2013 году, а в развивающихся странах темпы роста ускорятся с 4,5% до 5,1%.

Дивергенция сокращается. В последние несколько лет широко обсуждалась идея опережающего роста развивающихся стран по сравнению с развитыми. Последние данные говорят о том, что разрыв между развивающимися и развитыми странами, в последнее время существенно снизился. Разрыв между ростом ВВП стран БРИК и развитыми странами сократился с 5% в 2010-2011 годы до 2,5% в 2012-2013 году. В 2014г. ожидается дальнейшее сокращения данного показателя. При этом львиная доля роста ВВП стран БРИК приходится на одну страну - Китай.

Предпочтение валютам стран, которые имеют сильный платежный баланс. Вероятно, что разница в темпах роста между развитыми и развивающимися странами в ближайшие несколько лет больше не будет такой существенной, какой она была ранее. Замедление экономики особенно опасно, на наш взгляд, для валют тех стран, которые имеют существенные дефициты платежного баланса, таких как Турция, ЮАР, Индия, Бразилия, Индонезия. В свою очередь, те страны, которые поддерживают высокие темпы роста экономики и профицит текущего счета платежного баланса, такие как Корея, Китай, Тайвань, Сингапур, а также Норвегия и Швеция, имеют хорошие шансы на укрепление своих валют. Среди твердых валют мы отдаем предпочтение Доллару США и британскому фунту стерлингов по отношению к евро, так как эти страны находятся в более высокой фазе цикла по сравнению с Еврозоной, а также, потому что ЕЦБ возможно предпримет дополнительные меры поддержки экономики Еврозоны и ее банковского сектора в наступающем году.

Инфляция пока под контролем. С тех пор как мировые ЦБ увлеклись сверхмягкой монетарной политикой, инвесторы с опасением ожидают роста инфляции. Хотя известно, что инфляция может начаться довольно резко вслед за избыточным предложением денег, мы не видим существенных инфляционных предпосылок в следующем году. Причина в избытке производственных мощностей, которые накопили развитые и развивающиеся страны.

Сворачивание стимулов от мировых ЦБ не ранее середины года. Мы ожидаем, что активное сворачивание QE3 и других стимулирующих мер от мировых ЦБ начнется не ранее середины 2014 года. Объявление о начале сокращения программы QE3, вероятно, приведет к некоторому снижению

стоимости многих финансовых активов на глобальных рынках. Однако у ФРС, как и у других ЦБ мира, остаются, возможно, даже более эффективные инструменты стимулирования роста деловой активности, которыми они продолжают пользоваться еще длительное время, по крайней мере, еще в течение пары лет. В этой связи мы не видим сколько-нибудь фундаментально катастрофических последствий от сворачивания программы количественного смягчения в США для финансовых рынков. Пока в США и Европе не начнутся циклы роста ставок, мы рекомендуем использовать периоды турбулентности, для наращивания своих позиций в рискованных активах.

Ускорение темпов роста мировой экономики и умеренная инфляция является хорошим фундаментом, как для облигаций, так и акций. Но в отличие от облигаций, акции, особенно развивающихся стран, выглядят более дешевыми. Премия за риск инвестирования в акции по-прежнему находится выше исторических значений (сейчас 7% против 4,5% средней за 50 лет) даже на развитых рынках, которые выросли более чем на 20%-25% в текущем году.

Мы ожидаем, что акции покажут более высокую доходность, чем облигации и сырьевые товары в 2014 году. Западные фондовые рынки, вероятно, продолжают свой рост, но гораздо менее высокими темпами, чем в 2013 году. Рынки восточно-европейских стран, по нашим прогнозам, ждет существенная переоценка ввиду начала восстановления европейской экономики. Существенная переоценка может ожидать компании таких периферийных стран Еврозоны, как Италия и Испания, особенно банковского сектора, по мере приближения к банковскому союзу. В целом мы рекомендуем акции циклических компаний, прежде всего финансовых, с высоким коэффициентом бета.

Акции развивающихся стран будут в центре внимания. За последние два-три года акции развивающихся стран существенно отстали от своих аналогов с развитых рынков. В настоящее время дисконт по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA составляет более 35% и 22% соответственно. Мы ожидаем, что в 2014 году этот дисконт будет сокращаться и делаем ставку на акции компаний развивающихся стран Восточной Европы и в особенности России. Наиболее интересными, на наш взгляд, станут компании ориентированные на экспорт в Европу и на удовлетворение растущего внутреннего спроса.

Российский фондовый рынок самый дешевый в мире. Российский фондовый рынок, торгуется с мультипликатором P/E 4,5 и являясь самым дешевым рынком в мире (только у Замбии мультипликатор более низкий). Российский рынок торгуется с дисконтом 50% к рынкам развивающихся стран, по сравнению со средним дисконтом около 30% за последние пять лет.

Ставка на инструменты с фиксированным доходом останется актуальной. Мы считаем, что и в следующем году долговые инструменты продолжают показывать относительно высокие взвешенные на риск доходности. Ужесточение требований к капиталу финансовых компаний будет оказывать положительное влияние на облигации инвестиционного уровня, в то же время риск сворачивания QE3 в середине года может привести к росту кривой доходности американских казначейских облигаций. Поэтому, на наш

взгляд, наиболее оптимальным выбором будут краткосрочные и среднесрочные облигации эмитентов категории BB и BVB.

Лучший сегмент долгового рынка в текущем году – конвертируемые облигации, останется привлекательным и в следующем. С начала текущего года сегмент конвертируемых облигаций подорожал в среднем на 20%. Мы считаем, что в следующем году конвертируемые облигации принесут значительную прибыль инвесторам в виде купонного дохода и роста стоимости встроеного опциона на акции.

Высокодоходные облигации продолжают дорожать. С начала текущего года высокодоходные облигации, номинированные в долларах США, значительно обогнали бумаги инвестиционного уровня, подорожав в среднем на 10%. Мы считаем, что восстановление мировой экономики будет и дальше способствовать опережающей доходности высокодоходных облигаций по сравнению с облигациями инвестиционного уровня.

Наиболее рискованными мы считаем облигации развивающихся стран, номинированные в локальных валютах. Во многих развивающихся странах начинается цикл ужесточения кредитной политики, что наряду со слабостью локальных валют делает локальные облигации крайне рискованными. Исключение, пожалуй, составляют лишь облигации, номинированные в китайских юанях, которые мы считаем достаточно привлекательными для инвестирования на фоне роста доходностей и ожидания укрепления китайской валюты.

Рынок сырьевых товаров вряд ли восстановится в следующем году. С начала года стоимость сырьевых товаров снизилась в среднем на 11%, меньше всего падение отразилось на стоимости энергетических товаров, больше всего на металлах. Несмотря на ожидаемый рост спроса, он останется недостаточным для восстановления цен. Высокие цены предыдущих лет привели к избытку предложения, которое еще несколько лет будет оказывать давление на цены. Стратегия buy&hold на рынке сырьевых товаров больше не работает и сейчас время для точечных краткосрочных инвестиционных идей.

Целевой портфель. Наш целевой портфель на 2014 год на 60% (ранее 80%) состоит из облигаций, большую часть которых занимают кратко- и среднесрочные корпоративные облигации развивающихся стран, 10% (ранее 5%) приходится на конвертируемые облигации и 30% (ранее 15%) приходится на акции, основу которых составляют акции компаний развивающихся и развитых стран циклических отраслей.

СТРУКТУРА ОБЗОРА

Макроэкономическая конъюнктура.....	5
Мировая экономика	5
Экономика США	6
Экономика Еврзоны.....	11
Экономика Китая.....	14
Экономика России	16
Валютный рынок	20
Рынок облигаций	24
Итоги 2013 года	24
Ситуация на рынке казанчейских облигаций.....	25
Ситуация на рынке европейских облигаций	26
Ситуация на рынке облигаций развивающихся стран.....	29
Ситуация на рынке высокодоходных облигаций.....	36
Мировой рынок акций.....	40
Российский рынок акций.....	43
Мировой товарный рынок.....	50
Нефть.....	50
Газ.....	52
Золото	55
Черные металлы	56
Промышленные металлы	57
Минеральные удобрения	58

Макроэкономика

Мировая экономика

Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) понизила прогноз роста мирового ВВП в 2013 г. с 3,1 до 2,7%, в 2014 г. — с 4 до 3,6%. Главная причина корректировки — замедление роста развивающихся экономик. Прогноз роста стран БРИКС снижен с 5,7 до 4,9% в 2013 г. и с 6,5 до 5,6% в 2014 г., российской экономики — с 2,3 до 1,5% в этом году и с 3,6 до 2,3% в следующем.

Макроэкономические данные

	Рост ВВП			ИПЦ		
	2012	2013о	2014о	2012	2013о	2014о
В мире	3,20%	3,30%	4,00%	3,90%	3,80%	3,80%
DM	1,20%	1,20%	2,20%	2,00%	1,70%	2,00%
EM	5,10%	5,30%	5,70%	5,90%	5,90%	5,60%
США	2,20%	1,90%	3,00%	2,10%	1,80%	1,70%
Япония	2,00%	1,60%	1,40%	0,00%	0,10%	3,00%
Еврозона	-0,60%	-0,30%	1,10%	2,50%	1,70%	1,50%
Китай	7,80%	8,00%	8,20%	2,70%	3,00%	3,00%
Индия	4,00%	5,70%	6,20%	9,30%	10,80%	10,70%
Бразилия	0,90%	3,00%	4,00%	5,40%	6,10%	4,70%
Россия	3,40%	2,50%	2,20%	6,60%	5,70%	5,50%

Источник: Данные МВФ

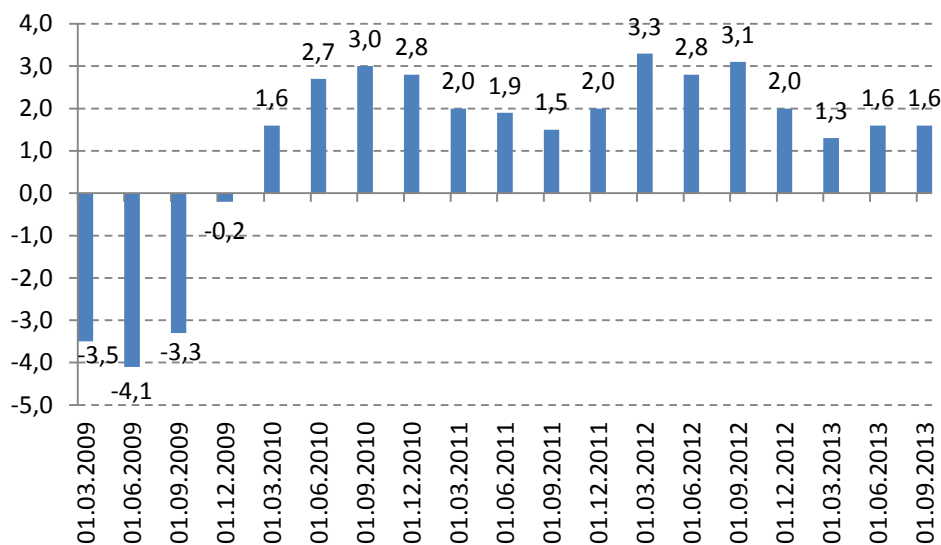
Развитые экономики становятся основным мотором роста... Развитые страны демонстрируют все больше признаков улучшения экономической ситуации. Так, экономика США ускорила экономический рост до 3,6% квартал к кварталу (в пересчете на годовые данные) в 3 кв. по сравнению с 2,5%, отмеченных по итогам 2 кв. 2013 г. Последние отчеты PMI подтверждают, что ведущие развитые экономики находятся на восходящей траектории. В частности, индекс улучшился в Европе (52,2 пункта в сентябре против августовских 51,5 пункта) и США (56,2 против 55,7 соответственно). Согласно нашим прогнозам, в среднесрочной перспективе переход от бюджетной экономии к стимулированию роста в Европе и ультрамягкая денежная политика в развитых странах поддержат экономический рост по обеим сторонам Атлантики.

...в то время как состояние развивающихся стран вселяет обеспокоенность. В отличие от развитых стран, развивающиеся государства демонстрируют замедление роста. Во 2 кв. 2013 г. экономика Китая сбавила темпы до 7,5% год к году, индонезийская – до 5,8%, экономика Индии – до 2,4%. Бразилия за тот же период ускорила свой рост до 3,3% год к году, однако последние данные PMI предполагают, что в 3 кв. ее экономика стагнировала. Индексы PMI указывают также на стагнацию в Индонезии, спад в Индии и умеренные темпы роста в Китае. Развивающиеся страны страдают от макроэкономических дисбалансов, оттока капитала и отсутствия структурных реформ. Несмотря на то что доля крупнейших развивающихся стран в российском экспорте невелика (6,8% приходится на Китай, 1,2% на Индию, 0,4% на Бразилию и 0,1% на Индонезию против 51,6%, которые обеспечивает ЕС), их экономические проблемы способны отразиться на России через цены на сырье и отток капитала.

США

Рост ВВП США в III квартале 2013 г. ускорился до 2,8% в пересчете на годовые темпы против 2,5% в апреле-июне. Тем самым подъем экономики страны стал максимальным с июля-сентября 2012 г.

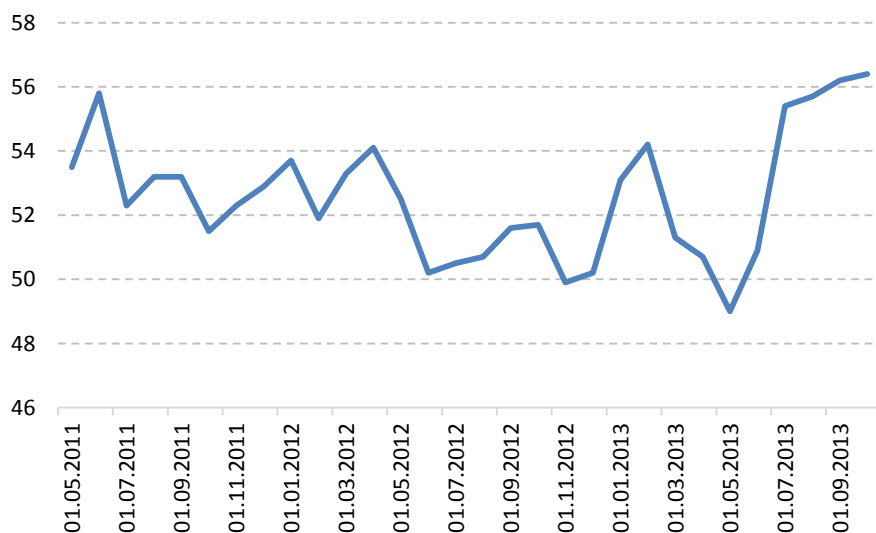
Темп роста ВВП США, % год-к-году



Источник: Bloomberg

Опережающие индикаторы, такие как индекс PMI (индекс менеджеров по закупкам), также свидетельствуют об ускорении американской экономики. Последнее опубликованное значение индекса PMI за октябрь составило 56,4 пункта, что является максимальным значением с апреля 2011г.

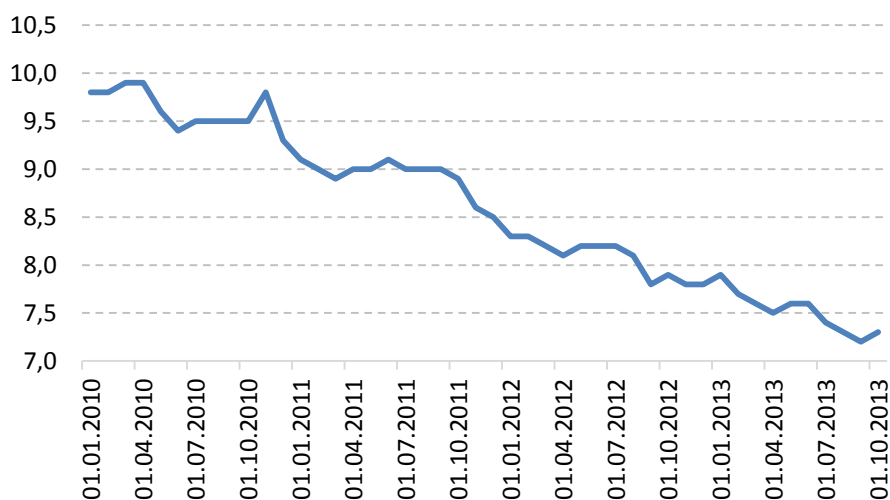
Динамика индекса PMI



Источник: Bloomberg

Безработица в США опустилась до уровня 2008 года. Рынок труда в США продемонстрировал существенное улучшение за последние два года и хотя до обозначенного ФРС приемлемого уровня безработицы в 6,5% еще далеко, достижение этого значения вполне вероятно в течение ближайших пару лет. Последнее значение уровня безработицы в октябре составило 7,3% по сравнению с 7,2% в сентябре, что было вызвано последствиями фискального кризиса, который привел к закрытию работы правительства более чем на две недели в октябре.

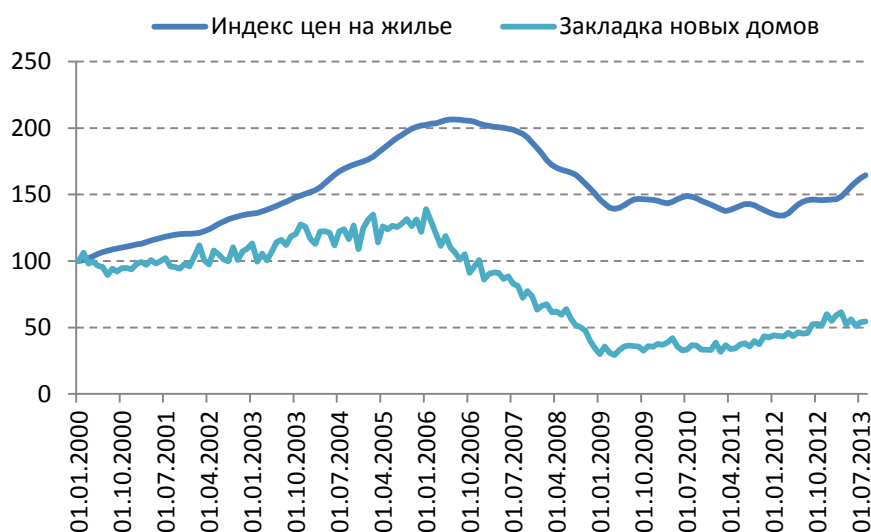
Уровень безработицы в США, %



Источник: Bloomberg

Рынок недвижимости США активно восстанавливается. Индекс цен на жилье S&P/Case-Shiller в 20 крупнейших городах США вырос в сентябре на 13,3% в годовом исчислении, продемонстрировав максимальный подъем с февраля 2006 г. Восстановление рынка труда, недвижимости и фондового рынка оказывает существенный благоприятный эффект на благосостояние американцев, увеличивая их потребительскую уверенность.

Динамика цен на жилье и закладка новых домов, (база – январь 2000)



Источник: Bloomberg

Объем ипотечных кредитов с просроченными платежами в США по итогам III квартала 2013г. сократился до минимального с 2008 г. уровня. С учетом сезонных колебаний уровень просрочки по всему объему выданных кредитов сократился до 6,41% - рекордно низкого уровня со II квартала 2008 г., по данным Ассоциации ипотечных банков США (MBA). В то же время уровень объем ипотечных кредитов с просроченными более 90 дней платежами за отчетный период составил 5,65%. Необходимо отметить, что 75% этих кредитов было взято еще в 2007 г.

Дефицит бюджета США опустился ниже \$1 трлн впервые с 2008 г. Дефицит американского бюджета в 2013 финансовом году, завершившимся 30 сентября 2013 г., составил \$680,3 млрд, тогда как годом ранее показатель равнялся \$1 089 млрд. Такого показателя удалось достичь за счет повышения налогов и восстановления экономики. Напомним, что максимальный дефицит бюджета по отношению к ВВП был зафиксирован в 2009 г. на отметке 10,1%. Затем по мере восстановления экономики показатель снижался и по итогам 2013 г. составил 4,1%. Стоит отметить, что в сентябре профицит бюджета составил 75,1 млрд.долл.

Фискальный кризис. Этой осенью в Вашингтоне разгорелся очередной раунд противостояния между республиканцами и демократами, в результате которого правительство страны прекратило работы более чем на две недели. В последний день перед возможным техническим дефолтом США, т.е.16 октября был принят проект временного бюджета сроком действия до 15 января и повышения потолка госдолга до необходимого уровня для осуществления расходов Минфином до 7 февраля. При этом был также создан двухпартийный комитет, который к 13 декабря должен выработать полноценный законопроект по бюджету на 2014 г.

Повторение осенних событий весьма вероятно. Любопытно, что 20 ноября были опубликованы новые оценки Бюджетного управления Конгресса США, в которых указано, что Минфин при текущих ограничениях может продолжить нормальное функционирование и оплачивать все счета вплоть до июня 2014 г. Таким образом, вероятность повторения приостановки работы правительства в январе резко возрастает, поскольку данная ситуация позволяет демократам тянуть время и настаивать на принятии их законопроекта бюджета, включающего запуск продвигаемой Б. Обамой медицинской программы в полном виде.

Монетарная политика

Новый глава ФРС и ожидания по QE3. Прикладными последствиями назначения Джанет Йеллен новым главой ФРС в январе 2014 г. мы считаем сохранение ставок на нулевых уровнях значительно более долгое время (два-три года), чем сейчас ожидает рынок (всего до 1K15-2K15), а также отсутствие резких движений во время сокращения программы выкупа QE3 и достаточно мягкая пролонгация этого процесса. Йеллен является явным «голубем», возможно, еще более либеральным, чем сам Бен Бернанке. Она намерена продолжать программу QE3 до тех пор, пока безработица не снизится до приемлемого уровня (6,5%), а рост ВВП не достигнет своего потенциала.

Таким образом, можно ожидать, что количественное смягчение продолжится как минимум до середины следующего года. Вполне возможно, что на решение членов FOMC по сворачиванию QE3 большое влияние окажет прогресс в разработке законопроекта по бюджету США на 2014 г. и члены ФРС займут выжидательную позицию как минимум до весны.

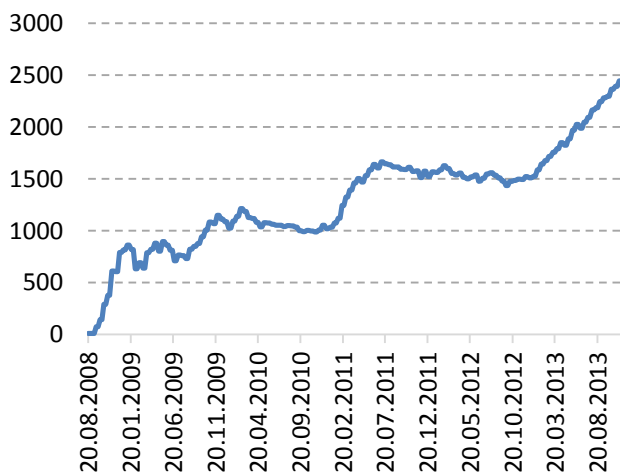
Установление отрицательной ставки по избыточным резервам важнее QE3.

Опубликованный 20 ноября протокол последнего заседания FOMC, состоявшегося 29-30 октября, оказался достаточно жестким – в нем указывается, что члены комитета готовы приступить к сокращению программы выкупа активов QE3 на одном из следующих заседаний, если экономические показатели улучшатся. После публикации протокола доходность UST 10 выросла до 2.80%. Однако стоит отметить и один очень яркий позитивный момент, которому, на наш взгляд, незаслуженно не придается большого значения: большинство участников заседания считают ценным дальнейшее обсуждение возможности установления отрицательных процентных ставок по избыточным резервам банков, находящимся на счетах ФРС.

Избыточные резервы в ФРС достигли рекордного значения. Целью программ количественного смягчения было стимулирование роста кредитной активности в банковском секторе, однако критики QE заслуженно считают, что программы во многом не справились с задачей из-за сопоставимого роста банковских избыточных резервов, которые, по последним данным, достигли в США \$2.31 трлн.

В результате дополнительные покупки активов в рамках QE3 приводят лишь к дальнейшему увеличению данных резервов, что не способствует росту экономики и из-за чего прекращение программы выкупа активов не должно само по себе стать негативным событием. Тем не менее, начало сокращения программы рассматривается многими в качестве сигнала о прекращении цикла агрессивного монетарного стимулирования ФРС, что как раз и заставляет инвесторов сокращать позиции в рисковом активах и увеличивает ожидания относительно роста процентных ставок.

Избыточные резервы в ФРС, млрд.долл.



Источник: Bloomberg

Избыточные резервы в ЕЦБ, млрд.долл.

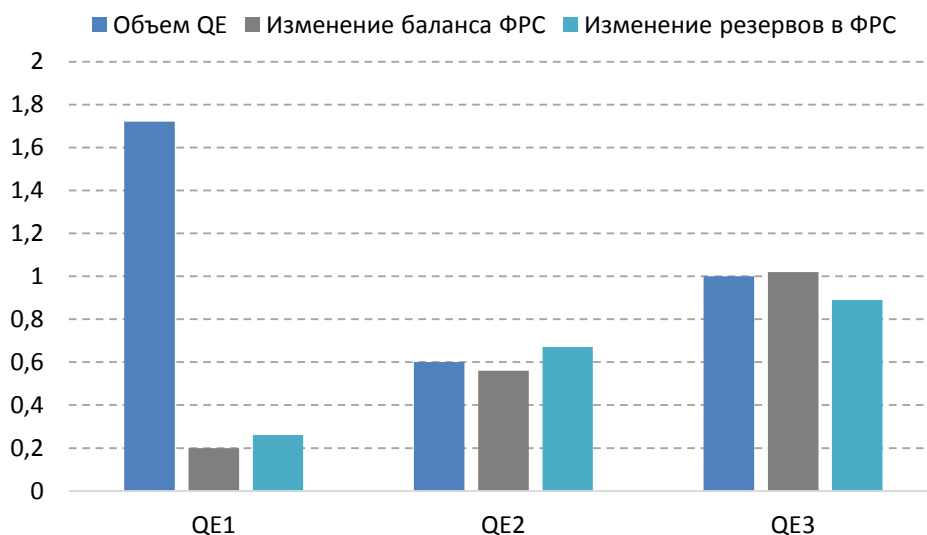


Источник: Bloomberg

На наш взгляд, не стоит бояться начала сокращения программы выкупа активов в США. В сложившейся ситуации более эффективным способом стимулирования роста банковской активности могли быть меры, направленные на уменьшение уровня избыточных резервов у банков. Одной из таких мер как раз и является понижение ставки по депозитам ФРС до отрицательной величины. В этом плане понижение депозитной ставки в США является значительно более эффективной мерой, чем в еврозоне. ЕЦБ на этой неделе подтвердил намерение снизить депозитную ставку до минус 0.1% в ближайшие месяцы. Однако объем избыточных резервов, находящихся на счетах ЕЦБ (см. Рис. 2), за последний год сильно сократился и составляет всего EUR 169 млрд (в 10(!) раз меньше, чем в США), что в значительной степени снижает позитивный эффект на рост активности в европейском банковском секторе от принятия данной меры.

QE3 неэффективна. Можно констатировать, что наибольший позитивный эффект с точки зрения реального увеличения денежного предложения произошел в рамках QE1, когда масштабные вливания ФРС в банковскую систему заменили краткосрочные инструменты предоставления ликвидности регулятора, широко используемые осенью 2008 г. Следствием операции QE1 стало лишь небольшое увеличение баланса ФРС и уровня избыточных резервов. По итогам QE2 и все еще действующей QE3 практически все средства, направленные на выкуп активов, напротив, вернулись на счета ФРС (90% от QE3), лишь незначительно изменив ситуацию в банковском секторе. В итоге ФРС может значительно более эффективно способствовать росту банковской активности путем создания стимулов для банков для снижения уровня избыточных резервов, чем просто продолжить действие программы QE3.

Эффект от действия программ QE, трлн. долл.

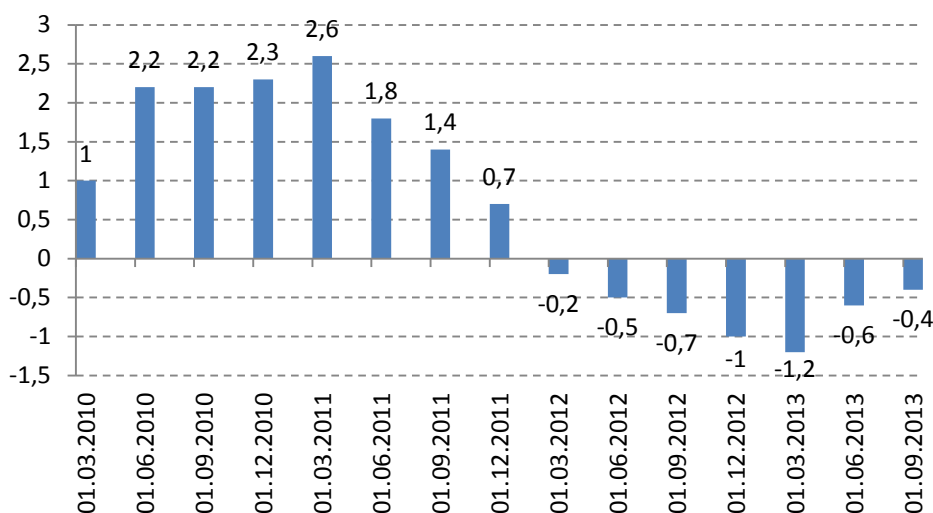


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Экономика Евросоюза

Последний год рецессии. По прогнозу ЕС и Еврокомиссии ВВП Еврозоны в 2014 году вырастет на 1,1%, по сравнению со снижением на 0,4% в 2013 и 0,7% в 2012г. В следующем году, по мнению Еврокомиссии, рецессия сохранится лишь на Кипре и в Словении. В этом году снижение ВВП Еврозоны существенно замедлилось с 1,2% в 1 кв. до 0,4% год-к-году в 3 кв.

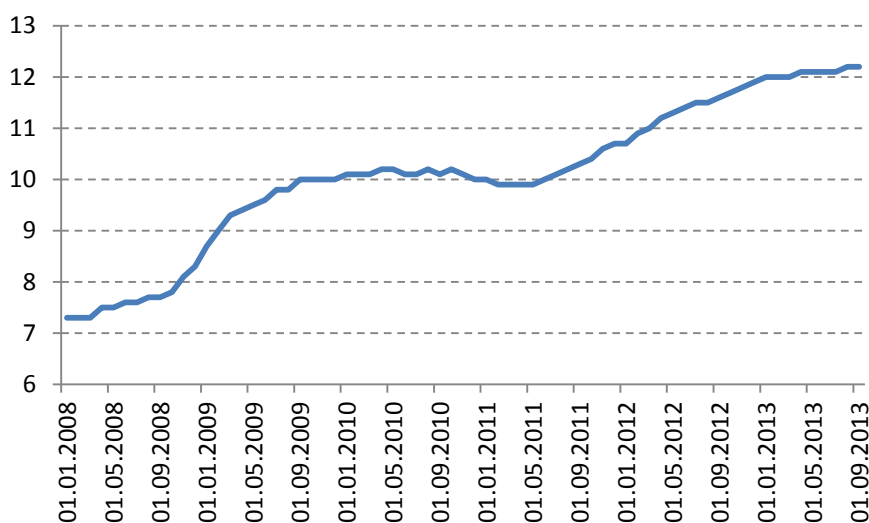
Темп роста ВВП Еврозоны (поквартально)



Источник: Bloomberg

Безработица на максимуме. Безработица к концу этого года выросла до 12,2%, что является самым высоким с момента создания валютного блока. Вполне вероятно, что безработица может не снизиться и в следующем году.

Динамика уровня безработицы в Еврозоне, %



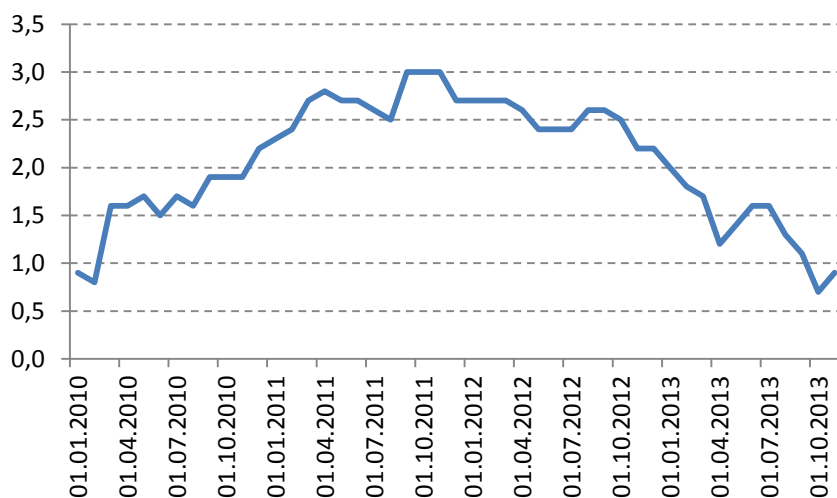
Источник: Bloomberg

Евროзона переживает период жесткой монетарной и чрезмерно жесткой бюджетной политики. Ее результатом стал рост уровня безработицы в еврозоне выше 12%, при том, что большая часть “южной” Европы находится практически в депрессии. Также не способствуют восстановлению и дефекты устройства монетарного союза. Неспособность ослабить валютный, означает, что корректирование курса должно происходить через «внутреннюю девальвацию», другими словами, через сокращение реальных зарплат. Сокращение реальных зарплат приводит к уменьшению в экономике совокупного спроса, поэтому неудивительно, что снижается реальный ВВП. Фактически, многие экономики еврозоны сократились в объемах примерно на 20% против докризисных уровней.

Порочный круг государство-банки сохраняется. Долговой и банковский кризис еврозоны, который начался в 2010, имел еще один неблагоприятный эффект – спасая банки еврозоны, правительства способствовали росту уровня госдолга своих стран. Банки до сих пор не отключены полностью от «искусственного жизнеобеспечения» – они по-прежнему зависят от ликвидности ЕЦБ. Проблема заключается в том, что банки используют эту систему, чтобы покупать суверенный долг. Таким образом порочный круг до сих пор сохраняется и на сегодняшний день нет предпосылок для его изменения.

Инфляция упала до минимума... Инфляция в еврозоне в октябре упала до 0,7%, что стало самым низким показателем почти за четыре года.

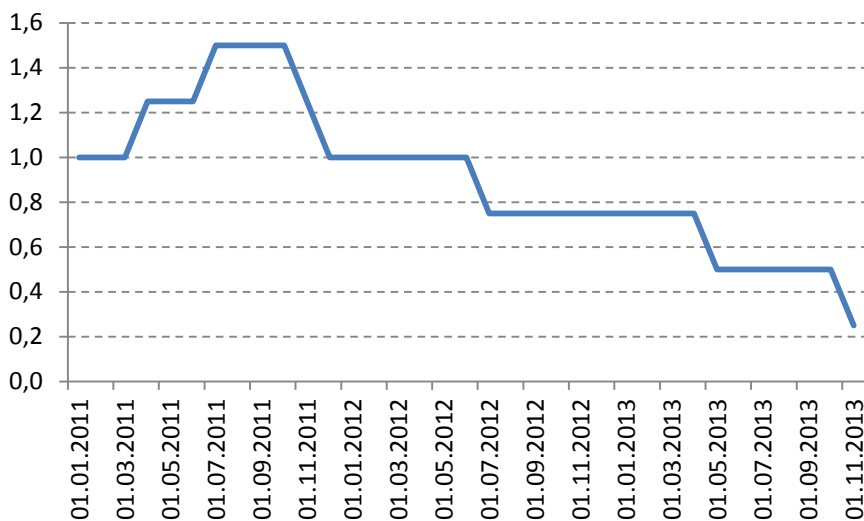
Темп роста инфляции в Еврозоне



Источник: Bloomberg

...что позволяет ЕЦБ продолжить стимулирование. По итогам последнего заседания Совета управляющих ЕЦБ в ноябре было принято решение снизить процентную ставку до 0,25% с 0,5%, в то время как маржинальная ставка была понижена до 0,75%. Решение стало ответом на резкое замедление инфляции на фоне рекордной безработицы, а также укрепление евро. Глава ЕЦБ не исключил возможности дальнейшего снижения ставки по кредитам вплоть до установления отрицательной ставки, если это будет необходимо. Драги также пообещал, что ЕЦБ сохранит ультрамягкую политику до середины 2015 года.

Ключевая процентная ставка ЕЦБ



Источник: Bloomberg

LTRO будет эффективнее отрицательной ставки по депозитам. Глава ЕЦБ не раз заявлял о намерении снизить депозитную ставку до минус 0.1% в ближайшие месяцы. Однако объем избыточных резервов, находящихся на счетах ЕЦБ, за последний год сильно сократился и составляет всего EUR 169 млрд (в 10 раз меньше, чем в США), что в значительной степени снижает позитивный эффект на рост активности в европейском банковском секторе от принятия данной меры. С другой стороны, эффективность могла бы значительно возрасти в случае проведения ЕЦБ новых аукционов предоставления долгосрочной ликвидности LTRO в ближайшие месяцы, возможность чего, кстати, уже не раз обсуждалась на советах директоров европейского регулятора.

Избыточные резервы ЕЦБ, млрд.долл.

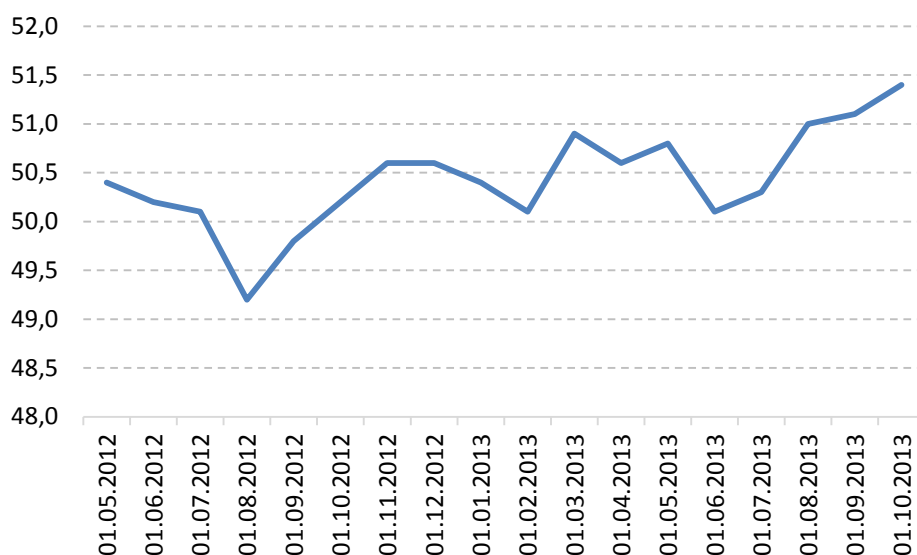


Источник: Bloomberg

Экономика Китая

Китайская экономика набирает обороты. В октябре индекс менеджеров по закупкам (PMI) в китайской промышленности вырос на 0,3 по сравнению с сентябрем и достиг максимума за последние 18 месяцев — 51,4. Об этом сообщают государственное управление статистики КНР и Китайская федерация логистики и закупок. Сводный PMI растет четвертый месяц подряд.

Динамика изменения индекса PMI, пунктов



Потребность в проведении структурных реформ в КНР назрела как раз в тот момент, когда период двузначного экономического роста, импульс которому давали стремительная урбанизация (в рамках инвестиционной модели роста экономики) и высокие темпы роста кредитования, завершился. Любопытно, что в официальном заявлении по итогам пленума задача дальнейшей урбанизации не ставится.

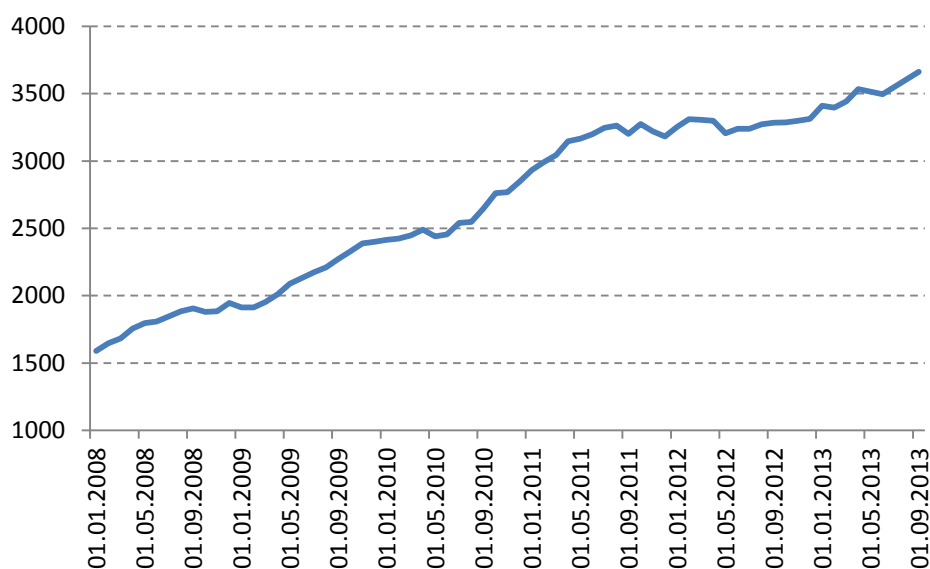
На сегодняшний день отношение объема выданных кредитов к ВВП Китая достигло 200%, значительно увеличившись за последние несколько лет. Государственное регулирование процентных ставок и высокая степень бюрократизации банковской системы привели к расцвету кредитования через так называемый теневой банковский сектор.

На этом фоне китайское руководство противится сколько-нибудь значительному расширению бюджетной политики, а увеличение госдолга на местном и национальном уровнях уменьшает пространство для бюджетного маневра. По данным Комиссии по регулированию банковского сектора в Китае, долг муниципальных властей по состоянию на середину 2013г. составлял 9,7 трлн. юаней (1,6 трлн. долл.)

Либерализация финансовой системы в Китае, в частности процентных ставок, может привести к значительному росту риска в финансовой системе страны, так как муниципальные хозяйства долги которых на сегодня оцениваются в 1,6 трлн. долл. США, испытают значительные проблемы со обслуживанием долга при росте процентных ставок. Текущая система распределения налоговой выручки, согласно которой муниципалитета ответственны за 80% расходов при этом получая только 40% налоговых платежей, подталкивает местные власти к росту заимствований, нагружая местные балансы долгом.

Китай может попасть в «ловушку среднего дохода», которая ранее уже помешала многим странам с низким уровнем дохода достичь устойчивого роста экономики. Однако учитывая размер страны, Китай может избежать этой участи. Кроме того, у Китая есть риск утратить «демографический дивиденд» – его трудовые ресурсы приближаются к пиковому уровню.

Динамика ЗВР Китая, млрд.долл.



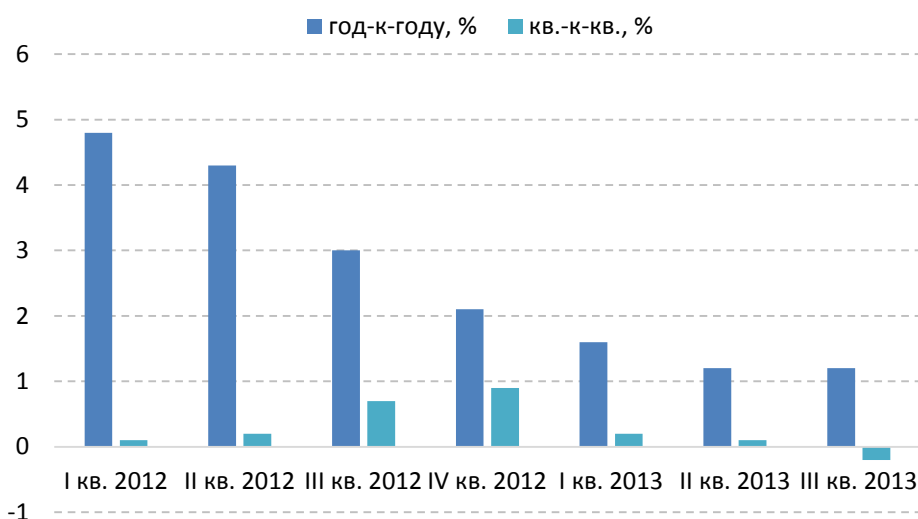
Источник: Bloomberg

Общий объем золотовалютных резервов Китая в III квартале 2013 г. вырос на \$166 млрд. до рекордного уровня в \$3,66 трлн – эта цифра выше, чем ВВП Германии, крупнейшей экономики Европы. Накопленный объем ЗВР в Китае более чем в три раза превышает объем валютных резервов любой другой страны.

Экономика России

Темп роста ВВП существенно замедлились. Обновленный прогноз Минэкономразвития по росту ВВП в 2013г. составляет 1,4%, что является минимальным темпом роста с 2009г. В январе - октябре экономика выросла лишь на 1,3%, что является также минимальным темпом роста среди крупнейших развивающихся стран. Надежда на небольшое оживление в IV квартале есть — должен произойти традиционный для конца года отскок по инвестициям и розничным продажам. Рост ВВП в 2014г. может составить 2,5%, а в 2015 г. — 2,8%, полагает Минэкономразвития. По нашим прогнозам рост ВВП в следующем году составит не более 2%. Из-за замораживания тарифов рост инвестиций в госсекторе будет не столь большим. Рост ВВП будет больше, только если сильно подорожает нефть или вырастет спрос на российский экспорт.

Темп роста ВВП поквартально, год-к-году



Ключевые индикаторы экономики России

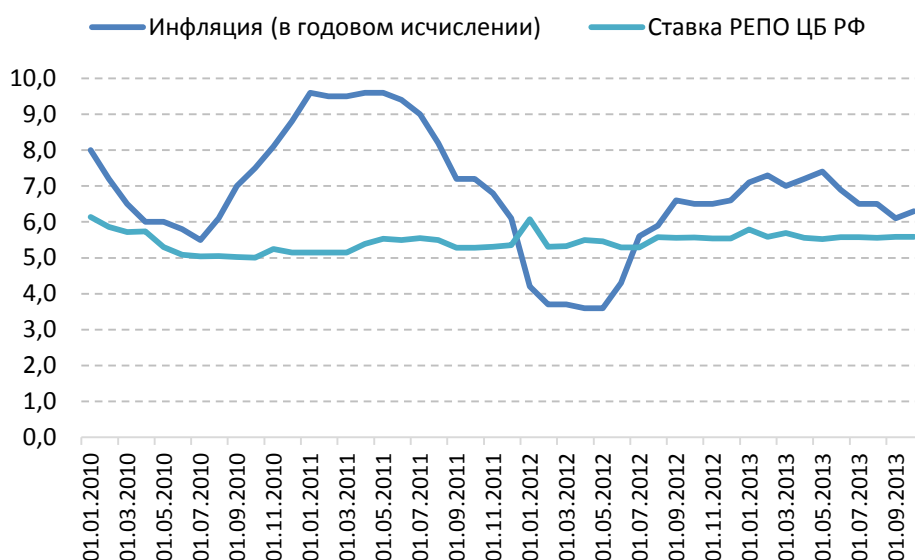
	2010	2011	2012	9 мес. 2013
ВВП, % г/г	4,5%	4,3%	3,4%	1,3%
Инвестиции, % г/г	6,0%	8,3%	6,6%	-1,4%
Строительство, % г/г	3,5%	5,1%	2,4%	-1,1%
Пром.производство, % г/г	8,2%	4,7%	2,6%	0,1%
Отток капитала, \$ млрд.	34	84	55	48

Источник: Всемирный банк, Росстат, ЦБ России

Негативные данные по потреблению и инвестициям. Макростатистика за 9М13 преподнесла два негативных сюрприза. Во-первых, несмотря на благоприятный эффект базы и значительное ускорение бюджетных расходов в 3кв. 2013, инвестиции упали на 1,4% г/г за 9М 2013. Это аналогично результату 1П 2013, что говорит о продолжающемся ухудшении настроений в реальном секторе. Во-вторых, рост розничной торговли замедлился до 3% г/г в сентябре и составил 3,8% г/г за 9М 2013, как и в 1П 2013. Это означает, что домохозяйства испытывают сложности с обслуживанием дорогих и коротких розничных кредитов и не могут наращивать потребление даже несмотря на продолжающийся рост зарплат и рекордно низкую безработицу.

Потребительская активность снижается. На потребление с начала года давило замедление роста потребкредитования, которое снизилось с 34,5% в январе до 28,6% в сентябре. Просроченная задолженность за то же время выросла на 35%. Рост зарплат поддерживается бюджетным сектором, однако и он не помог удержать динамику реальных доходов населения в сентябре от сокращения. Индекс потребительского доверия россиян в июле — сентябре 2013 г. снижался четвертый квартал подряд, зафиксировали эксперты Nielsen. Этот индикатор упал на 7 пунктов до 80 пунктов в III квартале 2013 г. по сравнению с аналогичным периодом 2012 г. и остался на уровне II квартала текущего года, самом низком со времени кризиса. Негативным образом на состояние потребительского доверия влияет замедление экономики и растущая стоимость услуг ЖКХ.

Динамика инфляции (помесечно в годовом исчислении)



Источник: Bloomberg

Замедление инфляции за счет снижения темпа роста тарифов... Накопленная инфляция с начала года (за 10 месяцев) составила 5,3%. Прогноз Минэкономразвития по годовой инфляции на 2013 год составляет 6,1%. Однако, скорее всего, данный показатель будет превышен и инфляция по итогам года составит 6,5%. Цель на 2014 и 2015 год – 4,5%. Замедление инфляции удастся добиться в случае замораживания тарифов естественных монополий. В 2014 г. тарифы для промышленных предприятий будут заморожены. Рост тарифов для населения в 2014 г. будет ограничен уровнем в 70% от потребительской инфляции нынешнего года (то есть составит 4,2% при условии, что правительству удастся удержать инфляцию в пределах целевых 6%). Тарифы в 2015 и 2016 г. будут повышены на величину инфляции за предыдущий год как для промышленных предприятий, так и для домохозяйств (приблизительно на 5% в 2015 г. и на 4–5% в 2016 г.). Все это означает существенное замедление роста тарифов относительно предыдущих нескольких лет. Напомним, что в 2013 г. цены на газ выросли на 15%, на электроэнергию – на 10–11,5%, на тепло – на 10,6%, на грузоперевозки по ж/д – на 7%.

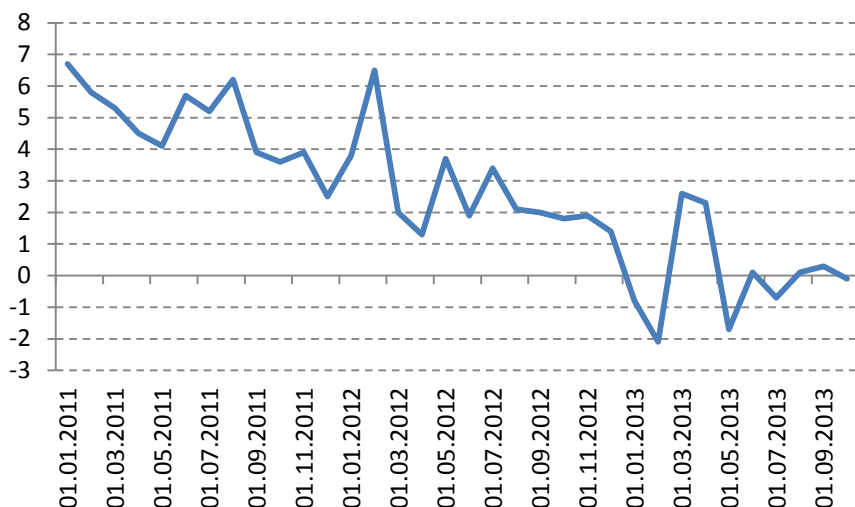
...позволит смягчить денежно-кредитную политику во 2 п/г 2014 г. Невзирая на текущую стагнацию в экономике, Банк России не спешит понижать ставки. Видимо, борьба с инфляцией главный приоритет для ЦБ вне зависимости от того, что происходит с экономикой. В ближайшие несколько месяцев инфляция, по нашим прогнозам, будет находиться у верхней границы целевого диапазона правительства, – соответственно, мы не ожидаем снижения ставок в ближайшие несколько месяцев. Тем не менее, в связи с принятием решения о нулевой индексации тарифов на услуги естественных монополий в 2014 г. мы ожидаем замедления инфляции в следующем году только за счет данного фактора почти на 1.0%, что делает реальным снижение инфляции до 4.5% по итогам 2014 г. И мы считаем, что ЦБ может в ближайшие 12 месяцев приступить к циклу понижения ключевых процентных ставок на 50-100 бп.

Улучшение экономической ситуации в Европе. Выход из рецессии Еврозоны и восстановление экономик восточноевропейских стран, на которые совокупно приходится почти 70% торговых потоков, благоприятно для российской экономики и в особенности экспортно-ориентированных отраслей. Улучшение ситуации в Европе ведет к росту спроса на российский экспорт. По данным Минэкономразвития, в 3 кв. 2013 г. экспорт увеличился на 3,6% год к году (до 130,1 млрд долл. со 125,6 млрд в 3 кв. 2012 г.). В то же время российский импорт вырос в 3 кв. 2013 г. лишь на 0,3% год к году (до 87,3 млрд долл. с 87 млрд годом ранее). Таким образом, профицит торгового баланса за указанный период увеличился на 11% (до 42,8 млрд долл. с 38,5 млрд долл. соответственно).

Масштабный отток капитала негативно сказывается на темпах экономического роста. Несмотря на существенное улучшение торгового баланса в 3 кв. 2013 г., российская экономика продолжает стагнировать вследствие значительного оттока капитала (12,9 млрд руб. в 3 кв. 2013 г. против 7,9 млрд долл. в 3 кв. 2012 г.). Отток капитала негативно отражается на динамике реального ВВП, промышленного производства и инвестиций. Кроме того, под давлением остается рубль. Отток капитала вызван растущими опасениями по поводу экономического роста в крупнейших развивающихся странах, а также усиливающейся неопределенностью в отношении динамики российской экономики в связи с резким замедлением роста реального ВВП с 5,1% год к году в 4 кв. 2011 г. до лишь 1,2% год к году во 2 кв. 2013 г. Мы считаем, что в среднесрочной перспективе масштабный отток капитала сохранится. По нашим прогнозам, в нынешнем году он достигнет 55–60 млрд долл.

Промпроизводство стагнирует. Несмотря на рост добычи полезных ископаемых рост промпроизводства по итогам 10 мес. 2013г. находится в нуле и вероятно останется таковым по итогам года. В обрабатывающих отраслях спад продолжается с мая, с 0,3% за январь — сентябрь он по итогам 10 месяцев увеличился до 0,6%. В энергетике за январь — октябрь падение на 0,3%. В плюсе остаются только добывающие отрасли (1,2%). Падает также транспорт, по данным РЖД, объем железнодорожной погрузки в России по итогам 2013 г. может сократиться на 3,1% до 1,233 млрд т. Вместе с тем рост корпоративного портфеля банков продолжает расти на 10-15% в год, тем самым увеличивая кредитный риск, которые могут материализоваться уже в следующем году.

Динамика промпроизводства, % год-к-году



Источник: Bloomberg

Добыча углеводородов максимумах. Добыча нефти в России достигла в октябре максимальных значений с момента распада СССР и составила 10,59 млн баррелей в сутки. На данный момент РФ занимает первое в мире место по добыче нефти. Растет также и добыча природного газа, в октябре показатель вырос на 14% и составил 2,02 млрд куб. м в сутки. В январе-октябре 2013 года добыча нефти, включая газовый конденсат, составила 434 млн тонн, что на 0,8% больше, чем в январе-октябре 2012 года. Добыча газа выросла на 2,6% - до 545 млрд кубометров. Минэнерго ожидает, что в текущем году будет добыто около 520 миллионов тонн нефти.

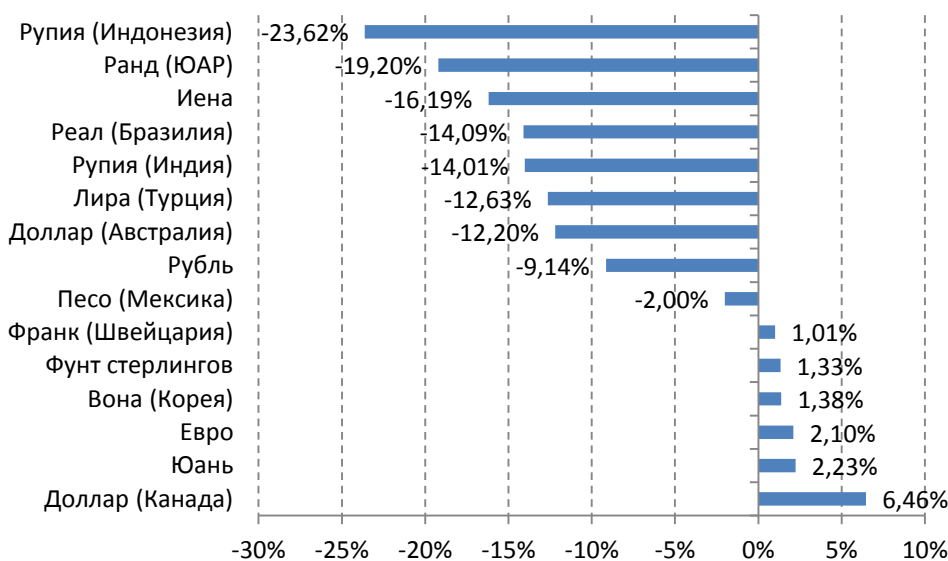
Валютный рынок

Валюты развивающихся подешевели, единственным исключением стал юань.

В этом году произошло серьезное обесценение валют развивающихся стран на фоне опасений инвесторов по поводу сворачивания стимулирующих мер со стороны ФРС, а также внутренними причинами, такими как падение темпов роста экономики и ухудшение платежного баланса. Единственным исключением стал, пожалуй, китайский юань, курс которого по отношению к доллару в этом году укрепился на 2,2%, а за последние три года на 7,8%.

Иена и австралийский Доллар также серьезно девальвировались. В отличие от большинства валют развитых стран австралийский доллар и японская иена значительно подешевели по отношению к доллару США, что было вызвано смягчением денежно-кредитной политики Австралийского ЦБ, который в этом году дважды снизил ставку до уровня 2,5% (с 3%) и Японского ЦБ, который предпринимает серьезные меры для стимулирования экономического роста и инфляции. Лучшую динамику среди валют развитых стран показал канадский Доллар, курс которого укрепился к доллару США почти на 6,5%.

Динамика курса валют по отношению к доллару США (с начала года)

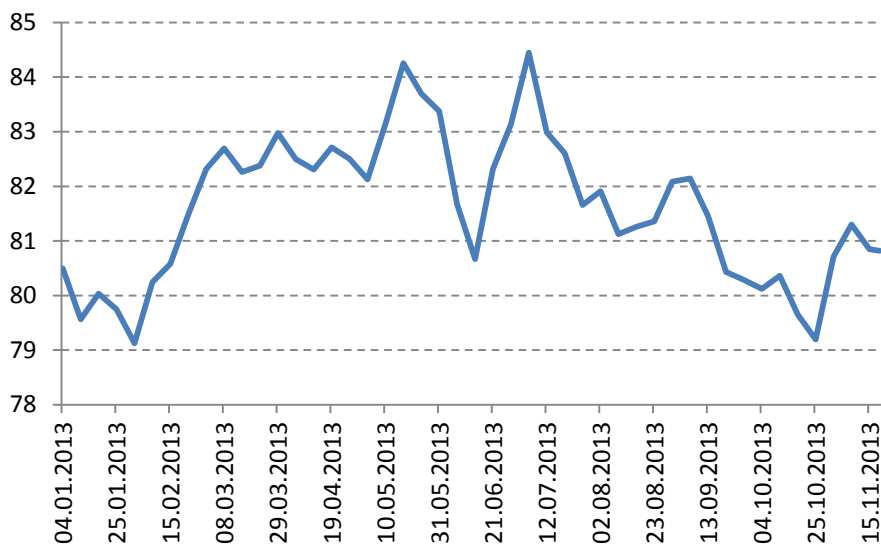


Источник: Bloomberg

Доллар

Качели от ФРС. В текущем году курс доллара к основным торговым валютам укрепился на 1,1%. После значительного укрепления в первой половине этого года, курс доллара значительно снизился во второй половине года. Динамику курса доллара определяли ожидания инвесторов по изменению политики ФРС. Соответственно, когда инвесторы ждали некоторого ужесточения кредитно-денежной политики курс доллара укреплялся, однако в сентябре комитет по открытым рынкам ФРС дал понять, что ужесточения не стоит ждать в ближайшее время.

Динамика индекса DXY (курс Доллара США к основным торговым валютам)

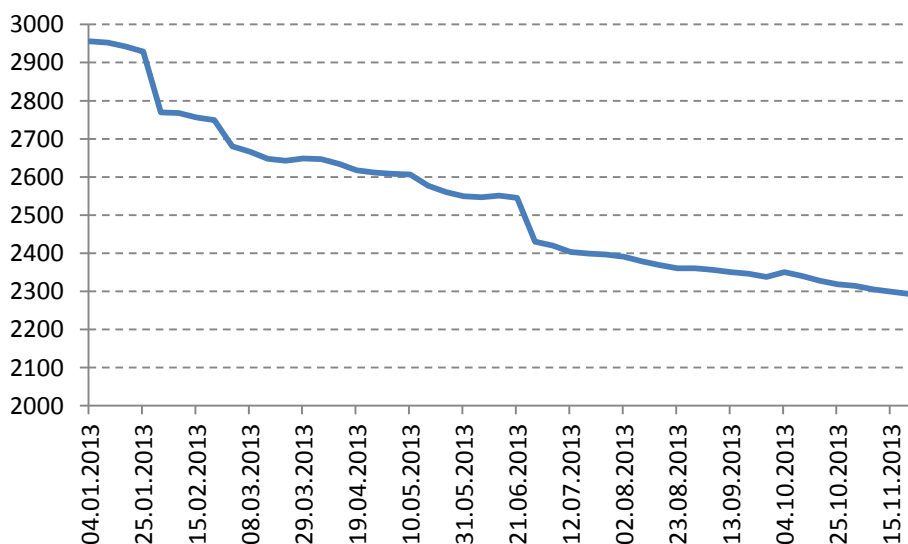


Источник: Bloomberg

Евро

В этом году курс евро достигал двухлетнего максимума – 1,38 по отношению к доллару США на фоне признаков улучшения экономической ситуации в валютном блоке и существенным сокращением баланса ЕЦБ (почти на 25%), свидетельствующем об ужесточении денежно-кредитной политики в регионе.

Активы на балансе ЕЦБ, млрд. евро

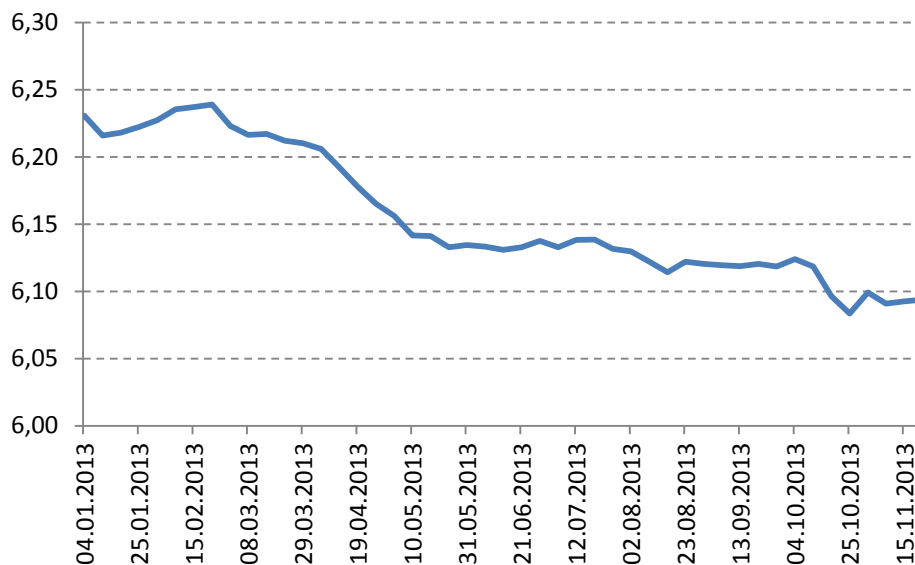


Источник: Bloomberg

Юань

С начала года валюта КНР укрепилась на 2,2%. Всего за последние три года курс юаня к доллару США вырос на 7,8% и на 26% с 2005 года.

Динамика курса юаня (\$/юань)



В конце ноября заместитель председателя Центробанка Китая И Ган заявил, что власти страны вскоре планируют полностью прекратить валютные интервенции на валютном рынке и расширят торговый диапазон юаня. По мнению И Гана, в долгосрочной перспективе рост курса юаня принесет Китаю больше выгод, нежели проблем. Прозвучавшие комментарии в целом созвучны планам китайских властей по продолжению либерализации курса юаня.

Либерализация валютного курса юаня будет способствовать укреплению китайской валюты. На наш взгляд, китайский юань является одной из наиболее интересных с точки зрения инвестирования валют на ближайшие несколько лет. Мы ожидаем укрепления национальной валюты Китайской Народной Республики на фоне увеличения ее использования в международных расчетах, а также ввиду долгосрочного изменения модели китайской экономики с экспортно-ориентированной на модель, основанную на внутреннем потреблении. Эти факторы должны положительно сказаться на обменном курсе юаня, который по нашим расчетам должен укрепиться как минимум на 5-7% в следующем году.

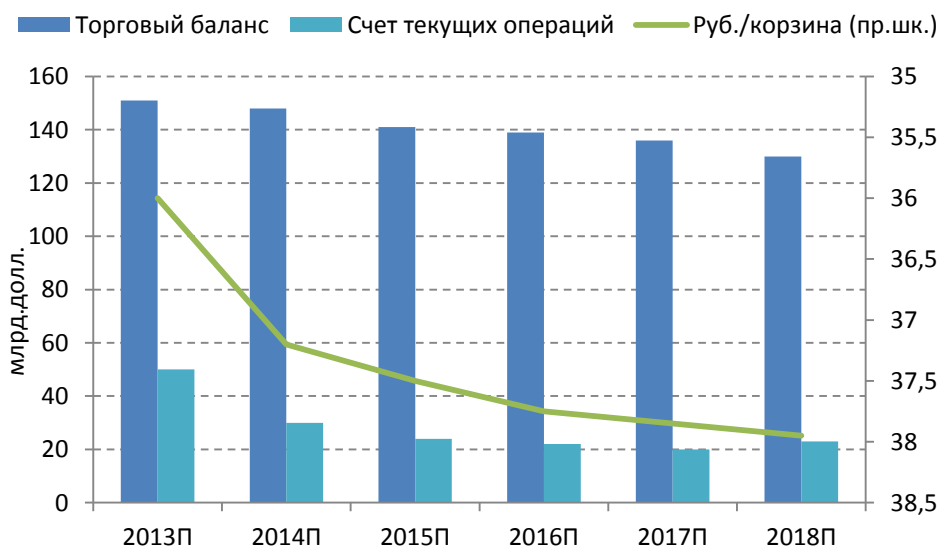
Рубль

Курс рубля на минимуме за пять лет. В конце ноября курс бивалютной корзины вырос до 38,5 руб. , таким дешевым рубль не был с августа 2009г. Доллар превысил отметку 33 руб., а евро 45 руб. Рубль дешевел, несмотря на высокие цены на нефть (выше \$110 за баррель) и дефицит ликвидности , вызванный периодом выплат налогов.

Мы сохраняем свой негативный настрой в отношении рубля. Замедление экономики, снижение профицита текущего счета платежного баланса и продолжающийся отток капитала оказывают негативное давление на курс российской валюты. При этом поддержка валютного рынка со стороны ЦБ, судя по всему, будет ограниченной. Согласно нашим ожиданиям в следующем году курс рубля к доллару может снизиться на 5-7% до 34,5-35 руб.за долл.США при сохранении высокой волатильности в течение года.

Слабые фундаментальные показатели и значительный отток капитала... Хотя переход на инфляционное таргетирование поможет снизить темпы роста цен в долгосрочной перспективе, он также означает сокращение интервенций ЦБ РФ на валютном рынке, а следовательно, дальнейшее усиление волатильности рубля. Российская валюта остается под давлением с мая нынешнего года вследствие значительного оттока капитала и неожиданного ухудшения фундаментальных показателей. По данным Банка России, профицит счета текущих операций в 3 кв. 2013 г. сократился до 1,1 млрд долл. – это минимальное значение с 3 кв. 1998 г. Такая динамика объясняется ухудшением баланса услуг (главным образом в сегменте иностранного туризма: минус 19,5 млрд долл. в 3 кв. 2013 г. против минус 14,9 млрд долл. в 3 кв. 2012 г.) и сальдо инвестиционного дохода (минус 15,9 млрд долл. в 3 кв. 2013 г. по сравнению с минус 11,6 млрд долл. годом ранее). Мы, впрочем, ожидаем, что в 4 кв. 2013 г. профицит счета текущих операций увеличится благодаря стабильно высоким нефтяным ценам и влиянию сезонных факторов, что может привести к некоторому укреплению рубля относительно текущих уровней.

Курс рубля к бивалютной корзине и платежный баланс



Ухудшение платежного баланса давит на рубль

Источник: ЦБ РФ, расчеты Прайм Марк

...предполагают постепенное ослабление рубля. Учитывая заметное сокращение профицита счета текущих операций по итогам 9 мес. 2013 г., в 2013 г. мы прогнозируем его на уровне 48,6 млрд долл. (против 72 млрд долл. в 2012 г.) и 5–30 млрд долл. в 2014–2016 гг. Слабые фундаментальные показатели и сохраняющийся масштабный отток капитала (60–70 млрд долл. в 2013 г., 50–60 млрд долл. в 2014 г. и 45–55 млрд долл. в 2015 г.) приведут к постепенному ослаблению рубля. Так, мы ожидаем, что его средний курс к бивалютной корзине составит 36,2 руб./корзина в 2013 г., 36,9 руб./корзина в 2014 г. и 37,4 руб./корзина в 2015 г.

Рынок облигаций

Итоги 2013 года

Неудачный год для казначейских облигаций и суверенных еврооблигаций развивающихся стран. Явными аутсайдерами, принесшими инвесторам наибольшие потери, стали казначейские облигации США (10-летние) и суверенные еврооблигации развивающихся стран, номинированные в долларах США, показавшие отрицательную доходность в размере 6,5% и 7,5% соответственно за последние 12 месяцев.

Успешный год для стран периферии Еврозоны, а также высокодоходных и конвертируемых облигаций. Одними из наиболее доходных в свою очередь оказались облигации проблемных стран Еврозоны, в частности облигации Испании и Португалии, показавшие двухзначную доходность. Как и в прошлом году существенно подорожали высокодоходные и конвертируемые облигации. Доходность по этим активам в долларах США составила 9% и 19% соответственно.

Динамика рынка инструментов с фиксированной доходностью (на 02.12.2013)

Доходность в долларах США	12 мес.
Денежный рынок	0.42
5 летние облигации США	-1.10
10 летние облигации США	-6.48
Индексируемые на инфляцию облигации США	-7.88
Финансовые компании с рейтингом А-	1.73
Промышленные компании с рейтингом ВВВ-	-1.60
Высокодоходные облигации США	8.97
Развивающиеся рынки	-7.46
<i>Евробонды Азия</i>	-9.31
<i>Евробонды Европа</i>	-5.81
<i>Евробонды Латинская Америка</i>	-8.11
<i>Локальные облигации развивающихся стран</i>	-1.04
<i>Локальные облигации Азия</i>	-2.13
<i>Локальные облигации Европа</i>	0.25
<i>Локальные облигации Латинская Америка</i>	0.69
Доходность в евро	12 мес.
Денежный рынок	0.24
5 летние облигации Германии	0.97
10 летние облигации Германии	0.59
5 летние облигации Франции	1.67
5 летние облигации Италии	9.53
5 летние облигации Испании	14.4
5 летние облигации Ирландии	8.26
5 летние облигации Португалии	13.0
Финансовые компании с рейтингом АА-	1.93
Промышленные компании с рейтингом ВВВ-	3.79
Европейские высокодоходные облигации	12.2

Доходность в швейцарских франках		12 мес.
Денежный рынок		0.07
5 летние облигации Швейцарии		-0.92
10 летние облигации Швейцарии		-2.39
Облигации с рейтингом AAA-AA с дюрацией 1-3 года		0.55
Облигации с рейтингом AAA-AA с дюрацией 3-5 лет		1.11
Облигации с рейтингом AAA-AA с дюрацией 5-7 лет		1.22
Конвертируемые облигации (в долл.США)		12 мес.
Глобальные конвертируемые облигации		19.3
Европейские конвертируемые облигации		14.5

Источник: Bloomberg, Datastream, JP Morgan, Bank of America Merrill Lynch

Ситуация на рынке казначейских облигаций США

В этом году доходность по 10-летним казначейским облигациям увеличилась на 100 б.п. с 1,8% до 2,8%, а в течение года доходила и до 3%. Это наиболее сильный рост доходности "treasuries" с 2010 г. В середине 2012 года доходность по 10-летним казначейским облигациям США достигла исторических минимумов (1,4%) и в тот момент была заметно ниже уровня инфляции. С тех пор ситуация существенно изменилась и сейчас доходность десятилетних облигаций достигает 2,8%, в то время как базовая инфляция составляет 1,7%.

Доходность десятилетних казначейских облигаций США



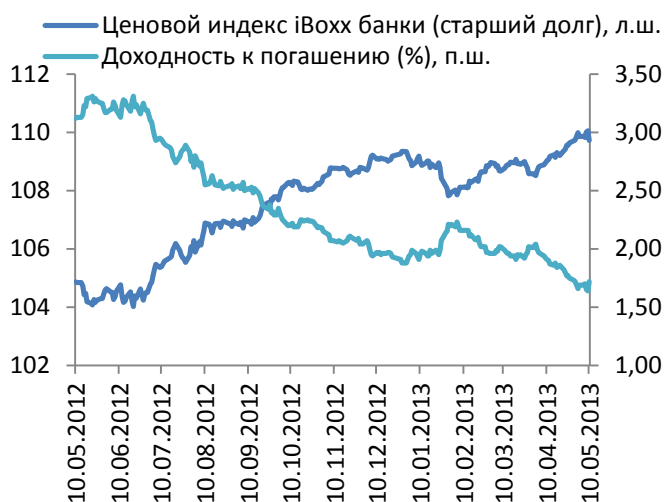
Источник: Bloomberg

Ситуация на рынке европейских облигаций

Банки

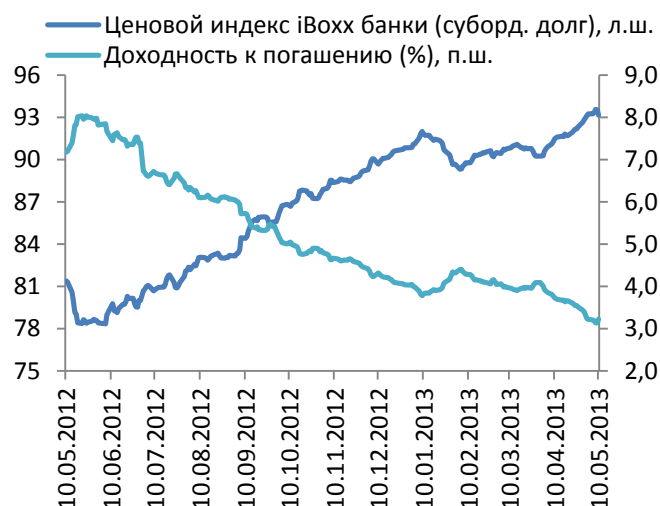
За последний год заметно выросли цены и снизились доходности на европейские банковские облигации. Особенно это заметно в субординированных облигациях, ценовой индекс которых, согласно расчетам iBoxx, вырос с 81 до 93 пунктов (+15%), в то время как индекс долга с преимущественным правом требования вырос на пять пунктов (+5%). В наибольшей степени этому способствовал ЕЦБ, за счет стабилизирующих мер которого улучшилась ситуация как на межбанковском рынке, так и на рынке капитала, так как снизились риски дефолта особенно в отношении субординированного долга, который наиболее подвержен потерям в случае неплатежеспособности эмитента. Продолжение смягчения денежно-кредитной политики со стороны ЕЦБ и применение нетрадиционных методов стимулирования финансовой системы поддержит текущий тренд на снижение доходностей в сегменте банковских облигаций.

Ценовой индекс облигаций банков с преимущественным правом требования (евро)



Источник: Markit

Ценовой индекс субординированных облигаций банков (евро)

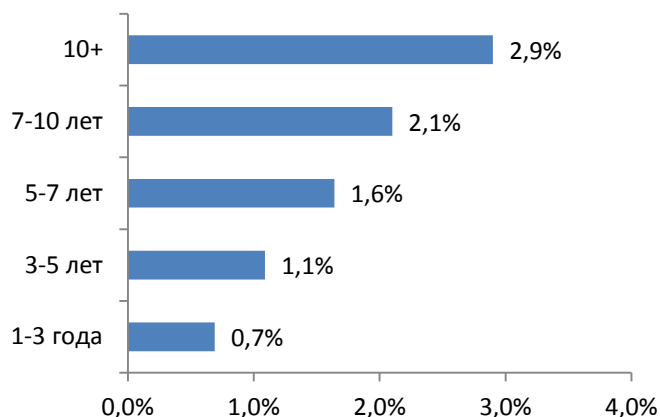


Источник: Markit

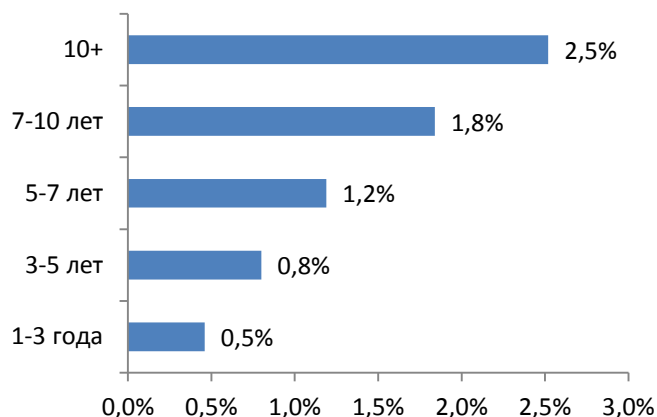
В настоящее время разница в доходности между старшим и субординированным долгом все еще остается значительной и составляет более 150 б.п. Однако это существенно меньше чем год назад, когда данный спред составлял 406 базисных пунктов. Дальнейшее сужение спреда возможно, однако потенциал его сокращения остается ограниченным и вряд ли будет ниже 100 б.п.

Спред доходностей между рейтингами AA и A составляет всего 35 б.п., в то время как доходности у банков с рейтингом BBB существенно выше по сравнению с эмитентами с рейтингом A на 161 б.п., и на 192 б.п. превышают доходность банков с рейтингом AA. Это объясняется тем, что среди банков с рейтингом BBB много итальянских и испанских банков, по которым инвесторы требуют гораздо более высокие доходности.

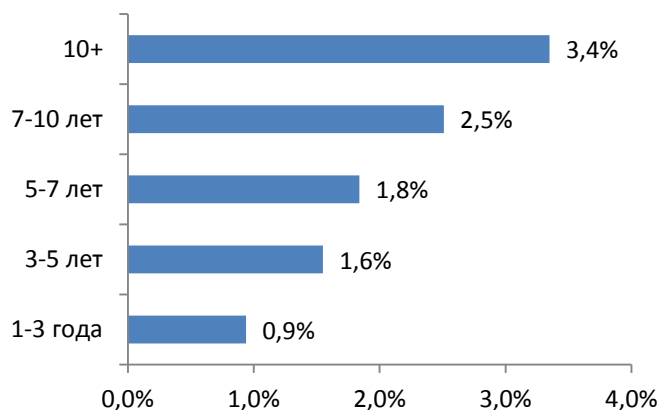
Доходность (в €) банковских облигаций (с рейтингом AA) в зависимости от срока погашения



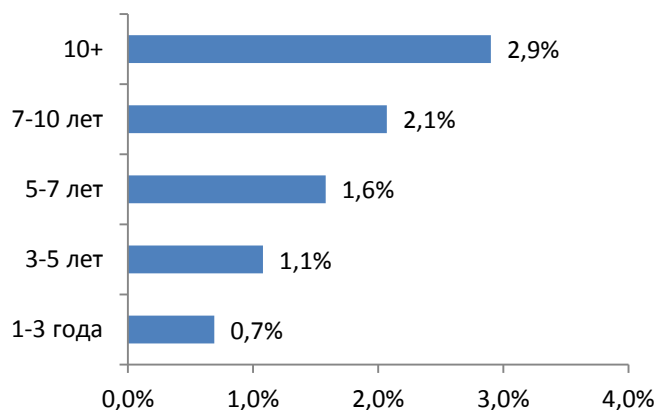
Доходность (в €) корпоративных облигаций (с рейтингом AA) в зависимости от срока погашения



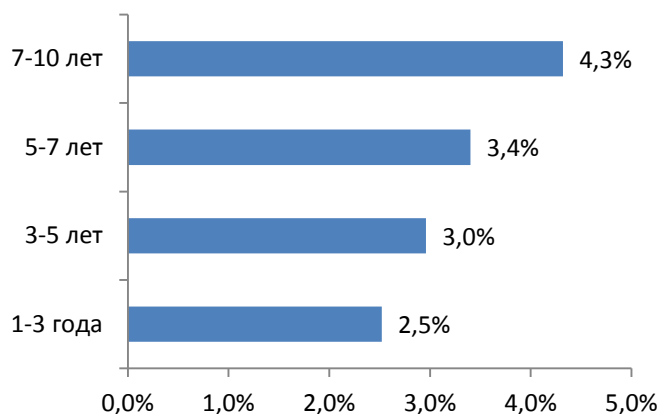
Доходность (в €) банковских облигаций (с рейтингом A) в зависимости от срока погашения



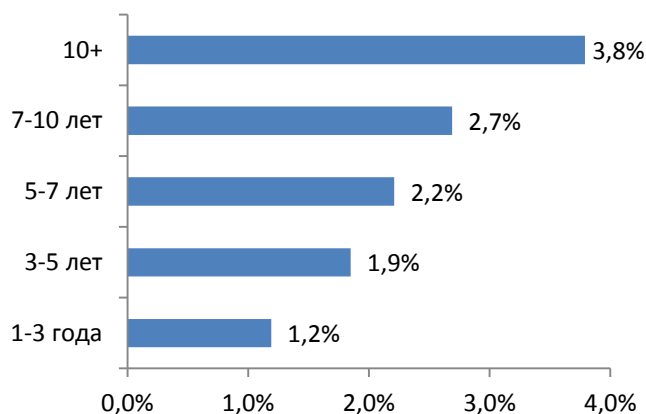
Доходность (в €) корпоративных облигаций (с рейтингом A) в зависимости от срока погашения



Доходность (в €) банковских облигаций (с рейтингом BBB) в зависимости от срока погашения



Доходность (в €) корпоративных облигаций (с рейтингом BBB) в зависимости от срока погашения



Облигации нефинансовых компаний

Доходность нефинансовых компаний с рейтингами AA-A в среднем на 33 б.п. ниже чем у банков, при этом у корпоративных эмитентов с рейтингом BBB доходность ниже на 132 б.п. У нефинансовых компаний инвестиционного уровня гораздо более низкие спреды между рейтингами, чем у банков. Так, например, спред между AA и A составляет всего 30 б.п., а между A и BBB в среднем 68 б.п. по всей длине кривой доходности.

Среди рассмотренных нами отраслей наилучшую динамику продемонстрировали облигации электроэнергетических компаний, которые показали прирост цен более чем на 10% за два года (как в USD, так и EUR). Далее следуют представители нефтегазового и телекоммуникационного сектора. Среди аутсайдеров представители металлургии, которые на фоне снижения цен и спроса на свою продукцию демонстрируют падение выручки и прибыли.

Прирост цен облигаций различных отраслей

	Изменение, в USD		Изменение, в EUR	
	1 год	2 года	1 год	2 года
Электроэнергетика	3,0%	14,7%	6,0%	10,7%
Нефть и газ	2,4%	11,1%	4,1%	8,7%
Телекомы	3,8%	8,8%	4,7%	7,9%
Автомобили	2,1%	7,3%	0,9%	3,7%
Металлургия	-0,6%	2,9%	1,7%	5,4%

Источник: Markit, расчеты Прайм Марк

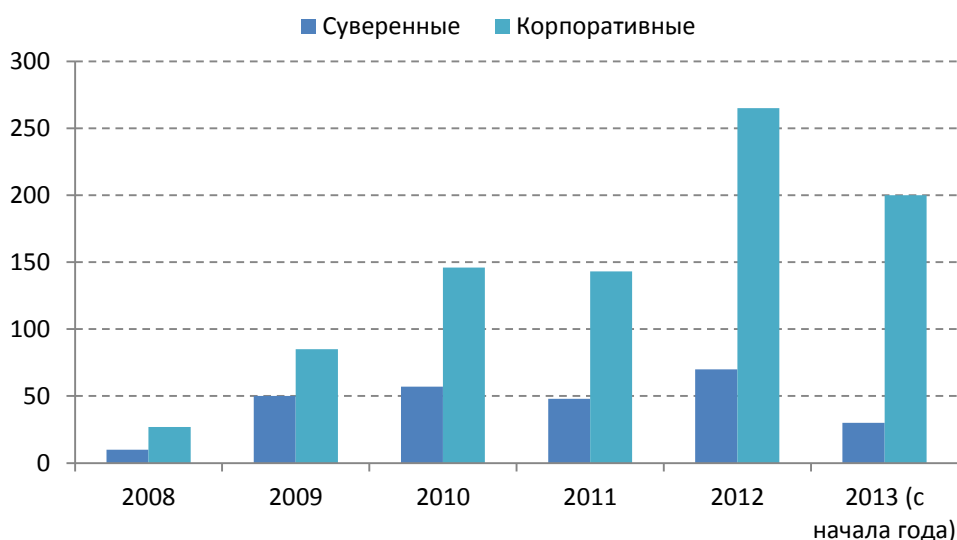
Ситуация на рынке облигаций развивающихся стран

Рынок облигаций развивающихся стран в последние годы был среди любимчиков инвесторов за счет высоких доходностей и умеренного риска. Наряду с высокодоходными облигациями (high yield bonds – им был посвящен наш предыдущий обзор “Высокодоходные долларовые облигации - Риск оправдан доходностью” от 01 августа 2013г.) облигации развивающихся стран (EM bonds) за последние четыре года стали самым прибыльным классом активов среди инструментов с фиксированной доходностью, показав прибыль на уровне 11,4% годовых.

Влияние ФРС. Заявления ФРС о возможном сокращении программы QE3, привели не только к росту доходностей американских казначейских облигаций (с мая доходность 10-летних облигаций увеличилась почти на 100 б.п.), но и коррекции на долговых рынках развивающихся стран. Индекс EMBI Global, отслеживающий динамику облигаций развивающихся стран, в период с мая по июнь снизился на 12%. Однако, после того как ФРС не оправдал ожидания рынка по сворачиванию программы на последнем заседании в сентябре, индекс вырос на 4,1%.

Коррекция затронула весь спектр долговых инструментов развивающихся стран. Облигации развивающихся стран, номинированные в долларах, ощутили негативный эффект от сдвига вверх кривой Treasuries почти на 100 б.п., в то же время облигации, номинированные в локальных валютах, подверглись еще большей коррекции на фоне ослабления локальных валют, таких как индийская рупия, бразильский реал, индонезийская рупия, турецкая лира и российский рубль, курс которых по отношению к доллару в период с мая по сентябрь снизился на 26%, 19%, 16%, 14% и 8% соответственно.

Объем размещений облигаций развивающихся стран, млрд.долл.



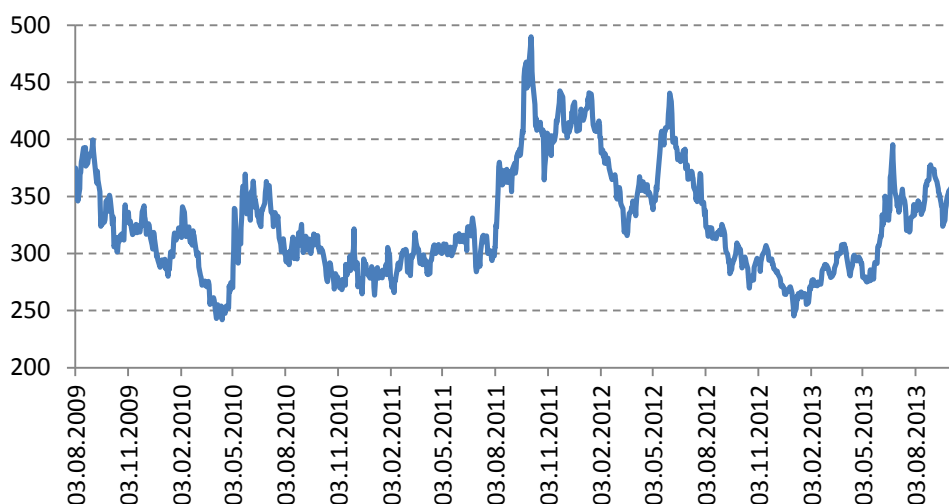
Источник: Dealogic

Суверенные облигации развивающихся стран

Суверенные облигации в долларах США

В настоящее время спред индекса EMBI Global, который измеряет доходность суверенных облигаций развивающихся стран, номинированных в долларах США, к казначейским облигациям США составляет 337 б.п., что всего на 12 б.п. больше среднего значения за последние 4 года. Таким образом, дальнейшее снижение доходностей возможно, однако, при отсутствии сдвига вниз кривой казначейских облигаций, оно будет весьма ограниченным.

Спред EMBI Global к казначейским облигациям США



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Бразилия привлекательнее России. Все пять нижеприведенных стран обладают примерно одинаковыми рейтингами, однако спреды к свопам по 10-летним облигациям составляют от 99 б.п. у Мексики до 234 у Индонезии. Мы считаем, что в настоящее время, кривая доходности Бразилии смотрится привлекательнее России, особенно на коротком отрезке кривой, а доходность индонезийских бумаг гораздо выше, чем у турецких.

Доходность к погашению суверенных облигаций (в USD)*, %

	Рейтинг	Срок до погашения							
		1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
USD свопы		0,33	0,47	0,77	1,57	2,21	2,82	3,34	3,71
Мексика	Ваа1/BBB	-	0,84	0,98	-	2,52	3,81	4,44	5,26
Россия	Ваа1/BBB	-	0,87	-	2,64	3,53	4,04	5,44	5,40
Бразилия	Ваа2/BBB	0,36	1,42	-	-	3,09	4,34	4,66	-
Турция	Ваа3/BBB-	1,23	2,00	2,91	3,71	4,42	4,77	5,90	5,94
Индонезия	Ваа3/BBB-	1,73	2,26	3,29	4,40	4,69	5,16	-	5,97

* на 02.12.2013

Источник: Bloomberg

Спред к USD свопам суверенных облигаций*, б.п.

	Срок до погашения							
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
Мексика	-	37	21	-	31	99	110	155
Россия	-	40	-	107	132	122	210	169
Бразилия	3	94	-	-	88	152	132	-
Турция	90	152	214	214	221	195	255	222
Индонезия	140	179	252	284	248	234	-	225

* на 02.12.2013

Источник: Bloomberg

Суверенные облигации в локальных валютах

Суверенные облигации. В период с мая по сентябрь индекс GBI-EM Global, измеряющий динамику облигаций в локальных валютах развивающихся стран, снизился на 15%, что стало самой масштабной коррекцией на этом рынке с осени 2008г. Основной причиной столь негативной динамики стали обесценение курса национальных валют и повышение процентных ставок в ряде стран.

Индекс GBI-EM Global



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

На локальном долговом рынке Индии и Индонезии, где реальные ставки по 10-летним облигациям являются отрицательными, на лицо образование пузыря. Локальные облигации Бразилии, Мексики и России выглядят более привлекательно. Наиболее высокие ставки на локальном рынке сейчас в Бразилии, однако, этот рынок закрыт для иностранных инвесторов. Что касается Мексики и России то здесь риск обесценения валют, на наш взгляд, перевешивает потенциальную доходность.

Доходность суверенных облигаций в локальных валютах

	Срок до погашения								Инфляция **, %	Реальная доходность*** , %
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y		
Китай	2,36	2,58	2,79	3,06	3,39	3,51	4,00	4,31	2,60	0,91
Мексика	3,50	3,63	4,00	4,60	5,21	5,91	6,37	7,27	3,40	2,51
Россия	6,71	6,73	6,78	6,95	7,36	7,69			6,10	1,59
Индонезия	6,17	6,83	7,18	7,36	7,76	7,91	8,33	8,75	8,40	-0,49
Турция	7,77	7,77	8,03	8,55	8,78	8,89	9,24	9,30	7,90	0,99
Индия	8,79	8,31	8,15	8,43	8,65	8,49			9,50	-1,01
Бразилия	10,15	10,80	11,19	11,29	11,47	-			5,90	5,57

* на 02.12.2013

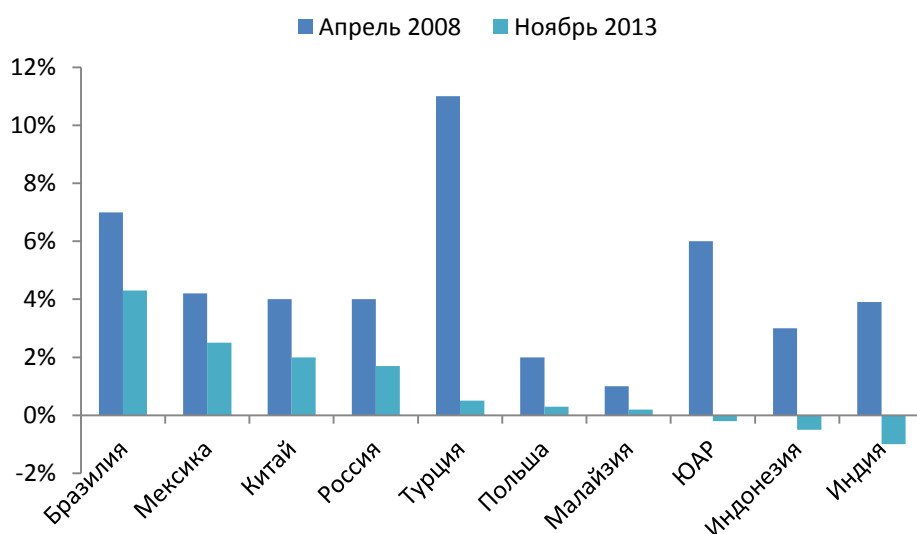
** последние данные по потребительской инфляции

*** Доходность 10Y облигаций - инфляция

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В целом, локальный рынок облигаций развивающихся стран стоит гораздо дороже, чем до кризиса. В настоящее время локальные облигации развивающихся стран представляют существенный риск для инвесторов на фоне низких реальных доходностей и риска обесценения локальных валют.

Реальные процентные ставки* апрель 2008/ ноябрь 2013



* В качестве реальных процентной ставки использовалась доходность 10-летних государственных облигаций за вычетом ожидаемой инфляции

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации развивающихся стран

Корпоративные облигации в долларах США

В настоящее время значение спреда облигации развивающихся стран к бенчмарк составляет 378 пунктов, что на 50 б.п. выше, чем в начале года, однако ниже среднего значения за последние 4 года (400 пунктов) и существенно ниже прошлогодних значений.

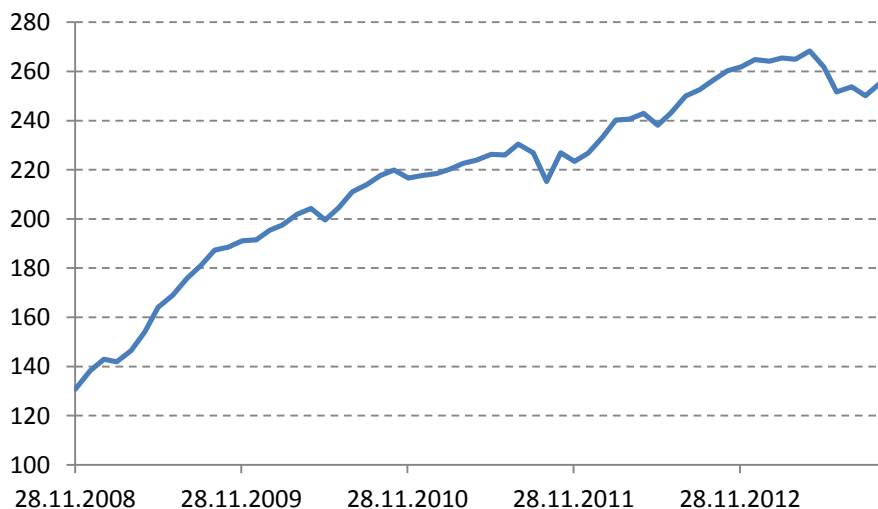
Спред индекса CEMBI к бенчмарк



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Текущая коррекция индекса CEMBI, отслеживающего динамику корпоративных выпусков развивающихся стран в USD, была самой значительной с 2008г. За период с мая по сентябрь индекс снизился на 7,7%. Однако за последний месяц индекс смог прибавить около 3%.

Динамика индекса CEMBI

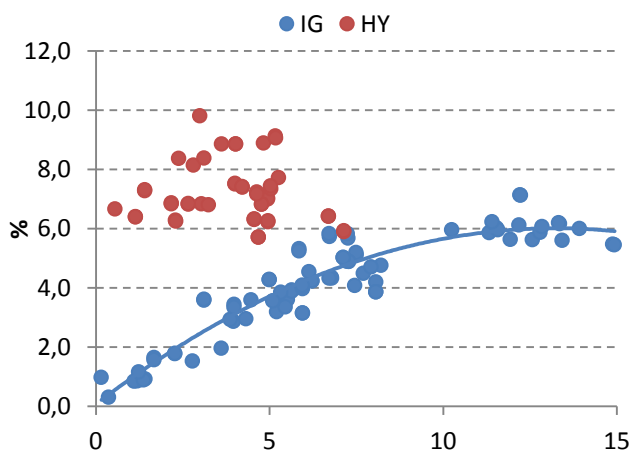


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Ниже мы приводим графики кривых доходностей корпоративных эмитентов развивающихся стран, номинированных в долларах США. Синим цветом отмечены выпуски инвестиционного уровня, красным – спекулятивного.

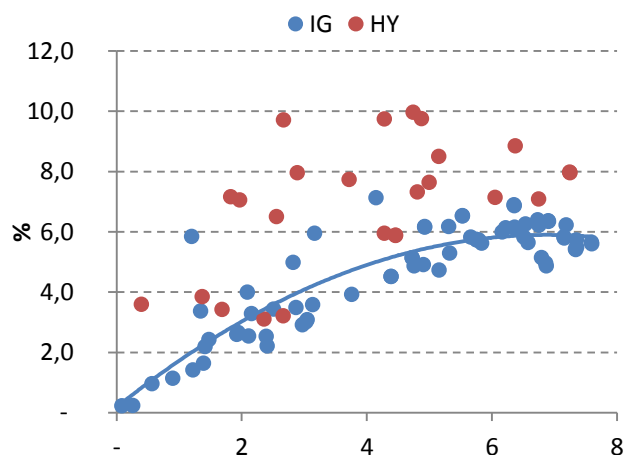
На коротком отрезке кривой наибольший интерес представляют Китайские и Турецкие корпоративные эмитенты, в среднем Бразильские и Российские. Дальние бумаги, на наш взгляд, сейчас наиболее рискованны для инвесторов, так как текущая доходность к погашению не компенсирует потенциальный риск снижения стоимости данных бумаг.

Корпоративные облигации Мексики (долл. США)



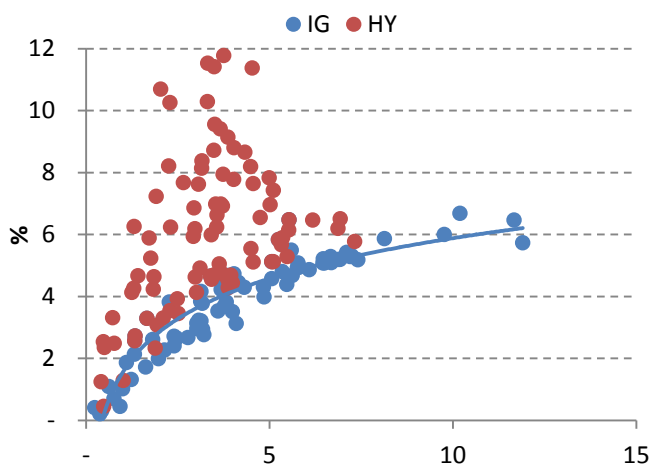
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации Бразилии (долл. США)



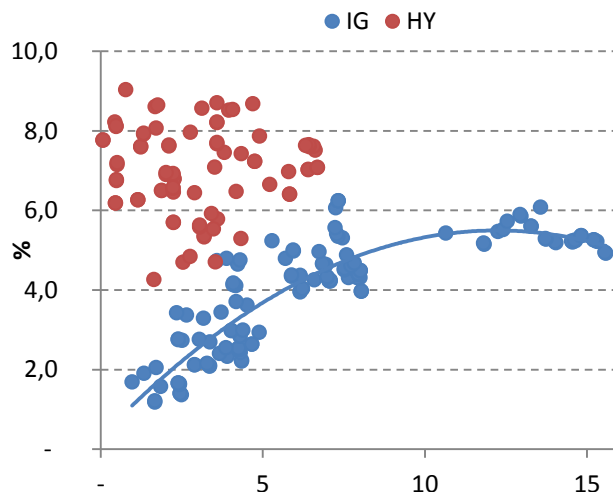
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации Россия (долл. США)



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

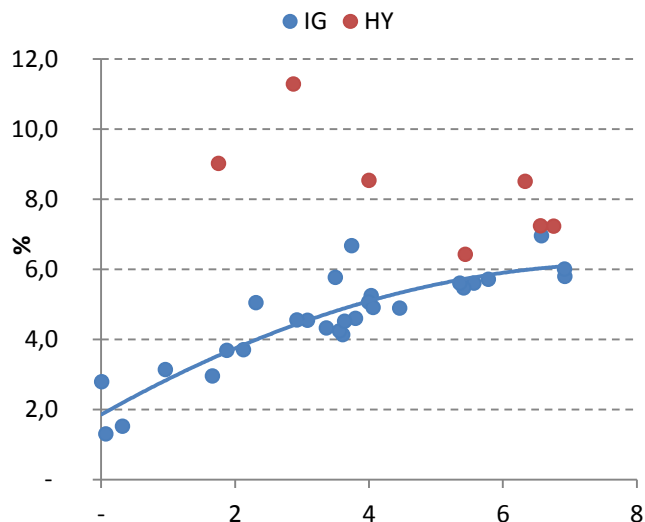
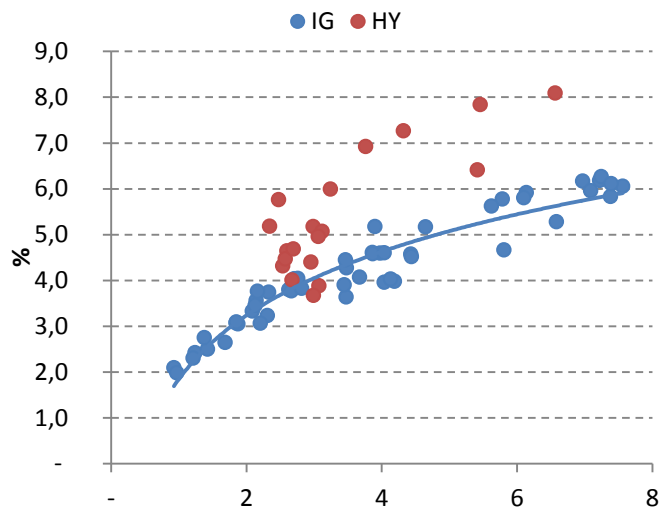
Корпоративные облигации Китая (долл. США)



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Корпоративные облигации Индии (долл. США)

Корпоративные облигации Турция (долл. США)



Корпоративные облигации в локальных валютах

Локальные корпоративные облигации в отличие от суверенных подверглись существенно меньшей коррекции. Индекс MVEMCL, отслеживающий динамику локальных корпоративных облигаций развивающихся стран за период с мая по сентябрь снизился лишь на 8%, в то время как индекс локальных суверенных облигаций на 15%. Мы связываем это с тем, что в суверенных облигациях больше спекулятивных денег, так как они более ликвидны. Рынок локальных суверенных облигаций, на наш взгляд, перегрет в гораздо большей степени, чем корпоративный.

Динамика индекса MVEMCL



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Среди локальных корпоративных облигаций мы обращаем внимание на корпоративных эмитентов стран с относительно сильной валютой, таких как китайский юань и корейская вона.

Высокодоходные облигации

Высокодоходные облигации оказались одним из самых доходных сегментов облигационного рынка на горизонте 1-3 года, обеспечив среднюю доходность в 10% годовых. В тоже время, в текущем году высокодоходные облигации пока уступают большинству других сегментов долгового рынка. Главной причиной отстающей динамики стала коррекция мая-июня этого года, которая привела к коррекции цен в этом сегменте на 6-8%.

Высокая доходность при умеренной волатильности. Доходность облигаций неинвестиционного уровня сопоставима с прибылью от акций, при этом, их волатильность существенно ниже. За последние 3-10 лет высокодоходные облигации стали одним из наиболее доходных классов активов, обеспечив доходность, сопоставимую с акциями при заметно меньшей волатильности.

Спреды разошлись, в то время как уровень дефолтов остался на прежнем уровне. Традиционно спреды по высокодоходным облигациям напрямую зависят от уровня дефолтов по ним. Во втором квартале 2013 года произошла коррекция, после которой спреды к бенчмарк* по высокодоходным выпускам вновь достигли 500 б.п. В настоящее время уровень дефолтов согласно оценкам Moody`s составляет порядка 3% от совокупного объема обращаемых бумаг по сравнению со средним историческим значением около 5%, а спреды по нашим оценкам имеют неплохой потенциал снижения до 380-400 б.п.

За последние 3-10 лет высокодоходные облигации стали одним из наиболее доходных классом активов, обеспечив доходность, сопоставимую с акциями, при гораздо меньшей волатильности.

Сравнение исторической доходности (в годовом исчислении)

	1 год	3 года	5 лет	10 лет	15 лет	20 лет
Barclays US High Yield	6,94%	25,23%	8,15%	9,51%	7,10%	8,18%
Barclays IG Corporate	10,37%	13,56%	7,03%	6,52%	6,80%	7,18%
Barclays US Aggregate Bond	8,37%	7,52%	6,36%	5,68%	6,35%	6,59%
JP Morgan EM Bond Index	13,92%	17,87%	8,79%	10,95%	9,80%	-
Barclays US Gov	8,85%	4,90%	6,22%	5,41%	6,16%	6,42%
Citi 10y T-Note	17,16%	6,50%	8,06%	6,38%	6,56%	6,63%
Russell 1000 Index	4,86%	26,25%	1,77%	4,63%	5,88%	8,49%
MSCI EM Equity	1,84%	24,73%	6,01%	13,27%	9,63%	17,34%
Citi World Government Bond Index	7,17%	4,08%	4,53%	4,23%	4,79%	5,87%

Источник: Russell, JP Morgan, Citi, MSCI

Низкая корреляция с другими классами активов. Высокодоходные облигации имеют низкую корреляцию с другими классами активов. Из таблицы ниже видно, что высокодоходные облигации имеют низкую корреляцию с государственными облигациями, облигациями инвестиционного уровня и акциями, что дает хорошую возможность инвестору диверсифицировать свой портфель.

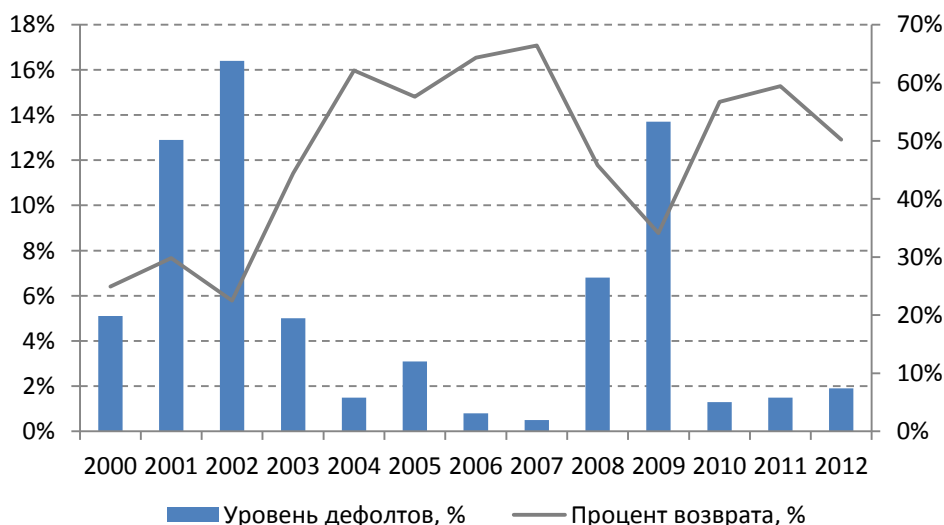
Корреляция между индексами

	BC High Yield	S&P 500	MSCI EM	BC IG Corp	JPM EMBI GBL	BC US AGG BOND	Citi WGBI	BC GOV	Citi 10y (T-NOTE)
BC High Yield	1,00	0,64	0,60	0,54	0,52	0,21	-0,07	-0,09	-0,13
Russell 1000	0,64	1,00	0,74	0,28	0,54	0,05	-0,13	-0,15	-0,18
MSCI EM	0,60	0,74	1,00	0,21	0,63	-0,05	-0,23	-0,24	-0,25
BC IG Corp	0,54	0,28	0,21	1,00	0,47	0,87	0,62	0,67	0,64
JPM EMBI GBL	0,52	0,54	0,63	0,47	1,00	0,34	0,19	0,17	0,16
BC US AGG BOND	0,21	0,05	-0,05	0,87	0,34	1,00	0,84	0,94	0,90
Citi WGBI	-0,07	-0,13	-0,23	0,62	0,19	0,84	1,00	0,89	0,88
BC GOV	-0,09	-0,15	-0,24	0,67	0,17	0,94	0,89	1,00	0,98
Citi 10y (T-NOTE)	-0,13	-0,18	-0,25	0,64	0,16	0,90	0,88	0,98	1,00

Источник: Russell

Ключевые метрики. Традиционно спреды по высокодоходным облигациям напрямую зависят от уровня дефолтов по ним. Однако, в последние годы эта зависимость была нарушена. Так, например, снижения уровня дефолтов в 2011 году привело к расширению спредов, а увеличение уровня дефолтов в 2012 году сопровождалось сужением спредов по высокодоходным облигациям. 2013 год начался с продолжения ралли на рынке высокодоходных облигаций при стабильном уровне дефолтов. Во 2 кв.2013 года последовала коррекция, после которой спреды по высокодоходным выпускам вновь достигли 500 б.п. В настоящее время уровень дефолтов согласно оценкам Moody's, составляет порядка 3% по сравнению со средним историческим значением около 5%, а спреды, на наш взгляд, имеют неплохой потенциал снижения до 380-400 б.п.

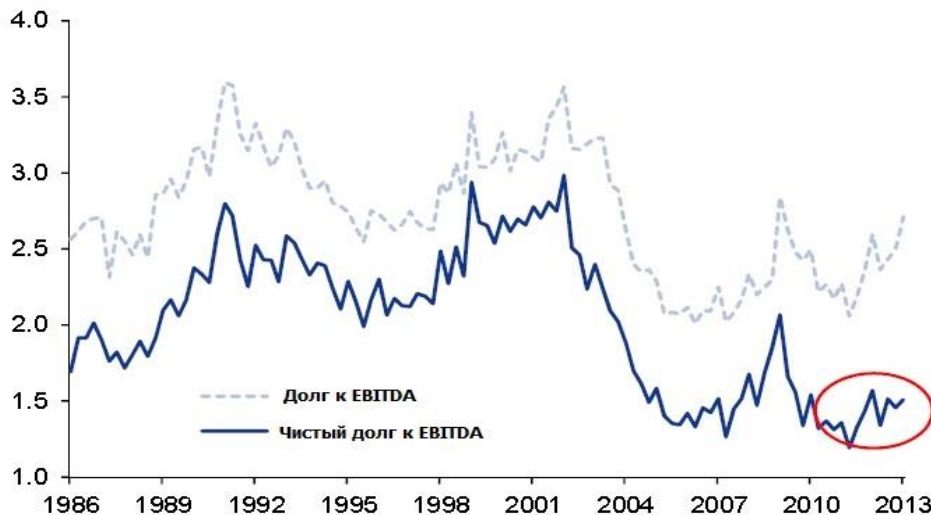
Динамика уровня дефолтов и процент возврата по высокодоходным облигациям



Источник: Fitch

Со времен кризиса 2008 года большинство эмитентов высокодоходных облигаций улучшили качество своих балансов за счет снижения уровня долговой нагрузки, более эффективному управлению ликвидностью и запасами, сокращению капитальных вложений, а также рефинансированию большинства краткосрочных облигаций. Бум выпуска облигаций позволил рефинансировать большую часть долговых обязательств эмитентам по низким процентным ставкам, что должно поддержать низкий уровень корпоративных дефолтов в ближайшие несколько лет.

Динамика долговой нагрузки высокодоходных эмитентов

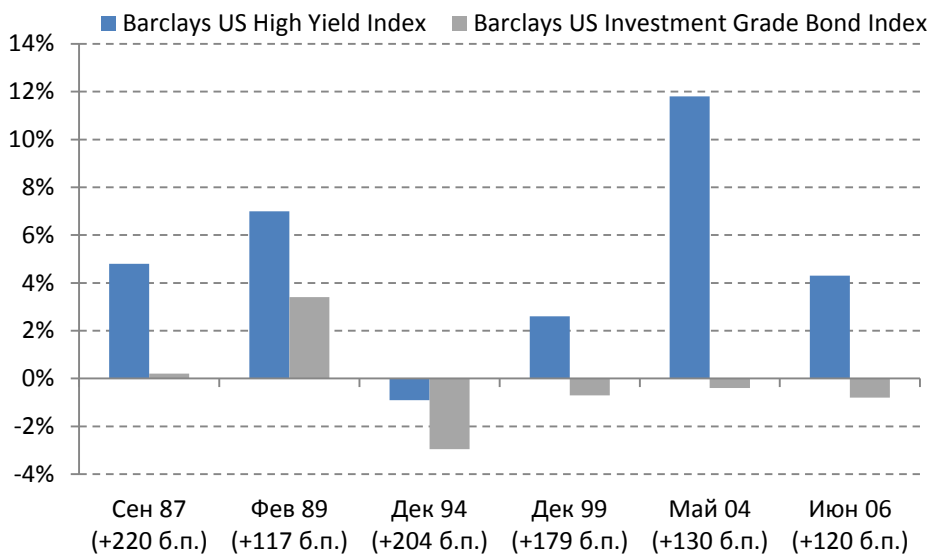


Источник: Compustat, Goldman Sachs

Защита при росте процентных ставок. Главным риском на рынке облигаций сегодня является риск дальнейшего роста процентных ставок. Несмотря на то, что за последние два месяца цены на облигации существенно скорректировались и доходности возросли, они все еще далеки от своих средних исторических значений. Как правило, растущие процентные ставки негативны для инструментов с фиксированной доходностью, однако высокодоходные облигации значительно менее чувствительны к росту процентных ставок. Более того, даже при растущих ставках высокодоходные облигации, как правило, показывают положительную доходность в отличие от других инструментов с фиксированной доходностью. Это вызвано тремя основными причинами.

За последние 25 лет в периоды, когда доходность казначейских облигаций вырастала более чем на 100 б.п., высокодоходные облигации демонстрировали, как правило, положительную доходность.

Сравнение доходности инструментов с фиксированной доходностью в периоды роста процентных ставок



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Рынок акций

Фондовые рынки развитых стран продолжили укреплять свое преимущество, показав впечатляющий рост в текущем году. Совокупный индекс развитых стран с начала года вырос более чем на 20% и почти на 40% за последние три года. Опережающий рост показывают фондовые рынки Японии, США и Германии. В то же время индекс фондовых рынков развивающихся стран снизился в этом году почти на 5% и почти не вырос за последние три года, отразив значительное охлаждение инвесторов к рынку развивающихся стран за последние годы.

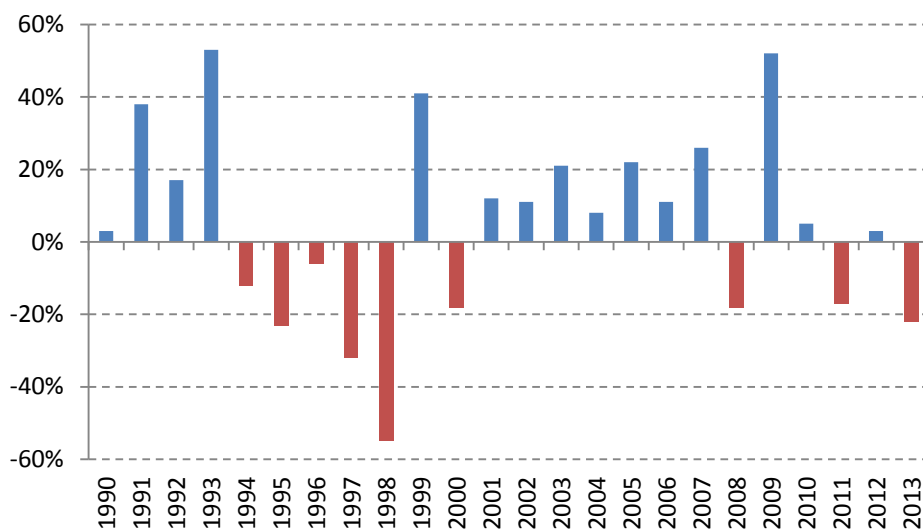
Динамика ключевых фондовых индексов

	с начала года	за три года
Nikkei 225	64,0%	46,6%
S&P 500	25,0%	59,3%
MSCI World	21,3%	38,9%
DAX	20,2%	52,4%
CAC 40	17,1%	6,6%
FTSE 100	12,1%	21,3%
Shanghai Composite	11,9%	-32,3%
SENSEX	5,7%	16,5%
BIST	-2,4%	41,7%
RTS	-4,2%	-6,5%
MSCI EM	-4,4%	2,0%
BOVESPA	-11,0%	-24,6%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В этом году многие фондовые рынки развитых стран обновили свои максимумы. Рекордные значения установили такие индексы как S&P 500 (США), DAX (Германия), FTSE 100 (Великобритания), многолетние максимумы установил японский Nikkei. Фондовые рынки развитых стран, включая проблемные страны Еврозоны, сначала года выросли более чем на 20%. В то время как рынки развивающихся стран показали сначала года отрицательную доходность. Дивергенция стала самой сильной по крайней мере со времен Азиатского кризиса 1997-1998 годов. С 2010 года доля развивающихся рынков в совокупной мировой капитализации фондовых рынков сокращалась и сейчас составляет менее 13%, по сравнению с 15% в 2010г. При этом нельзя забывать о том, что доля emerging markets в мировом ВВП составляет почти 40%.

Динамика индекса развивающихся стран (MSCI EM) против развитых (MSCI World)

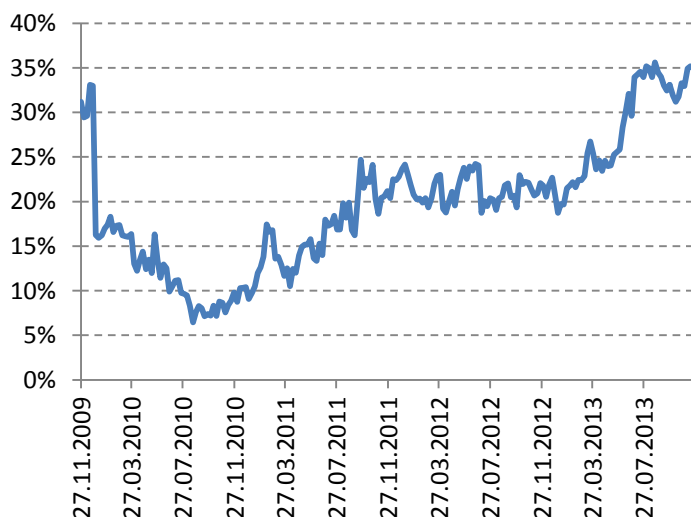


В этом году фондовые рынки развивающихся стран значительно отстали от развитых

Несмотря на существенный рост американского фондового рынка, премия за риск инвестирования в акции (ERP) остается очень высокой. Премия за риск инвестирования в акции снизилась с 9% (в конце 2012 г.) до 7,5%, но остается значительно выше среднего значения за последние 50 лет (4,5%). Это означает, что акции все еще остаются дешевыми. В то же время, дальнейшее снижение премии акций будет вызвано, на наш взгляд, не только ростом стоимости акций, но и увеличением доходности облигаций в перспективе 1-2 года. Мы ожидаем, что акции продолжат опережать облигации в ближайшие годы, но возможно в меньшей степени, чем это было в 2013 году.

Акции развитых стран существенно дороже развивающихся. Средний мультипликатор P/E (цена/прибыль) для развитых рынков сейчас составляет порядка 19, по сравнению с 12 для развивающихся рынков. Текущий дисконт развивающихся рынков является максимальным с 2009г. Мы ожидаем сокращения данного дисконта в следующем году.

Дисконт развивающихся рынков к развитым по мультипликатору P/E



Мультипликаторы

	P/E	EV/EBITDA
Nikkei 225	22,57	9,62
S&P 500	17,06	9,88
MSCI World	18,54	9,66
DAX	15,38	7,80
CAC 40	18,36	7,48
FTSE 100	16,51	7,97
Shanghai Composite	10,96	7,57
SENSEX	17,56	9,06
BIST Index	9,53	8,36
RTS	6,12	2,20
MSCI EM	12,04	7,58
BOVESPA	14,38	7,45

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Восстановление мировой экономики, вероятно, будет сопровождаться по-прежнему крайне низкой инфляцией (с учетом существенных объемов избыточных мощностей, накопленных за последние годы). Центральные банки в течение длительного срока продолжат повторять свои прогнозы о высокой вероятности сохранения процентных ставок на низком уровне. Такое сочетание — отличная питательная среда для подъема на рынках акций, даже с учетом того заметного роста, который они уже показали.

Мы думаем, что интересные возможности сейчас все больше и больше сконцентрированы среди компаний, обеспечивающих хорошую совокупную доходность, то есть имеющих хорошую дивидендную доходность в сочетании с устойчивой структурой баланса и высоким коэффициентом покрытия долговых выплат денежным потоком.

Во время жесткой фазы кризиса единственным типом роста, за который инвесторы готовы были платить соответствующие премии, был стабильный, предсказуемый рост продаж у компаний в «защитных» секторах экономики. Из-за этого более высокая дивидендная доходность у ряда компаний приводила, особенно в США, к тому, что их акции росли опережающими темпами, результаты лучше рынка показывали и компании с предсказуемым, стабильным ростом продаж в самых «защитных» секторах экономики, их акции, по крайней мере в Европе, достигли рекордных показателей относительной стоимости.

По мере снижения неопределенности у инвесторов должны удлиниться горизонты планирования. В выигрыше окажутся компании, которые смогут обеспечить высокий темп роста прибыли (благодаря высокой рентабельности) и бизнес которых может эффективно использовать возможности, появляющиеся на стадии посткризисного восстановления экономики.

За время острой фазы кризиса компании накопили существенный объем денежных средств на своем балансе. До недавнего времени компании предпочитали возвращать часть накопленной прибыли акционерам, выкупая акции с рынка или выплачивая дивиденды. По мере того как на рынок возвращается уверенность в перспективах развития экономики компании будут все больше вкладывать средства в капиталовложения и сделки по слиянию и поглощению. Эти тенденции в целом более позитивны для акционеров, чем для держателей корпоративных облигаций, поскольку повышают текущую или ожидаемую доходность акций.

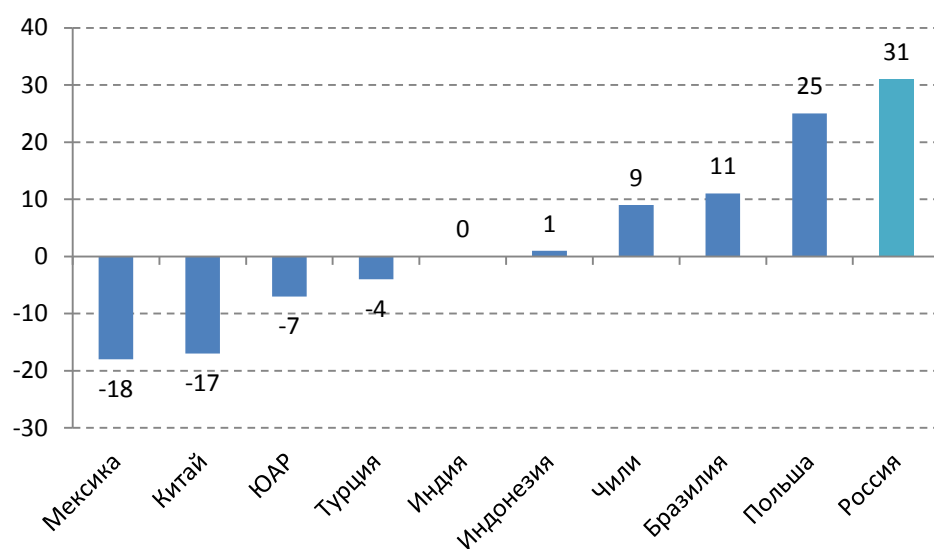
Российский рынок

Инвестиционные идеи в российских акциях. С точки зрения темпов роста бизнеса нашими фаворитами среди российских акций являются Магнит (локальные акции), Mail.ru, EDC и LSR. С точки зрения же дивидендной доходности мы выделяем Газпром, Норильской никель, Сургутнефтегаз (префы), МТС (локальные акции) и Мегафон.

Драйверы роста российского рынка

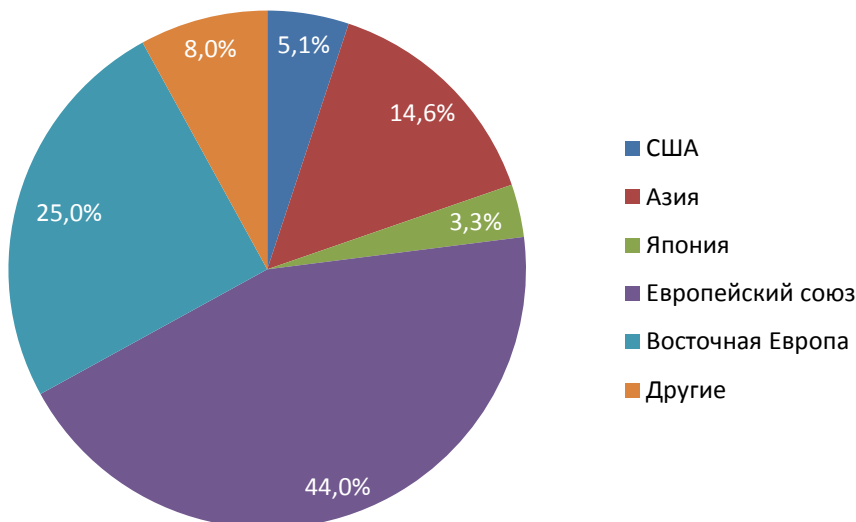
Значительный прогресс в рейтинге Doing Business. Россия поднялась с 111 на 92 место в рейтинге Doing Business за последний год, и сейчас она опережает Китай (96), Бразилию (116) и Индию (134). Хотя Россия все еще отстает от Мексики, ЮАР и Турции, за последние три года Россия поднялась в данном рейтинге на 31 строчку, что является лучшим результатом среди сопоставимых стран.

Изменения в рейтинге Doing Business за три года по странам



Улучшение экономической ситуации в Европе. Выход из рецессии Еврозоны и восстановление экономик восточноевропейских стран, на которые совокупно приходится почти 70% торговых потоков, благоприятно для российской экономики и в особенности экспортно-ориентированных отраслей. Улучшение ситуации в Европе ведет к росту спроса на российский экспорт. По данным Минэкономразвития, в 3 кв. 2013 г. экспорт увеличился на 3,6% год к году (до 130,1 млрд долл. со 125,6 млрд в 3 кв. 2012 г.). В то же время российский импорт вырос в 3 кв. 2013 г. лишь на 0,3% год к году (до 87,3 млрд долл. с 87 млрд годом ранее). Таким образом, профицит торгового баланса за указанный период увеличился на 11% (до 42,8 млрд долл. с 38,5 млрд долл. соответственно).

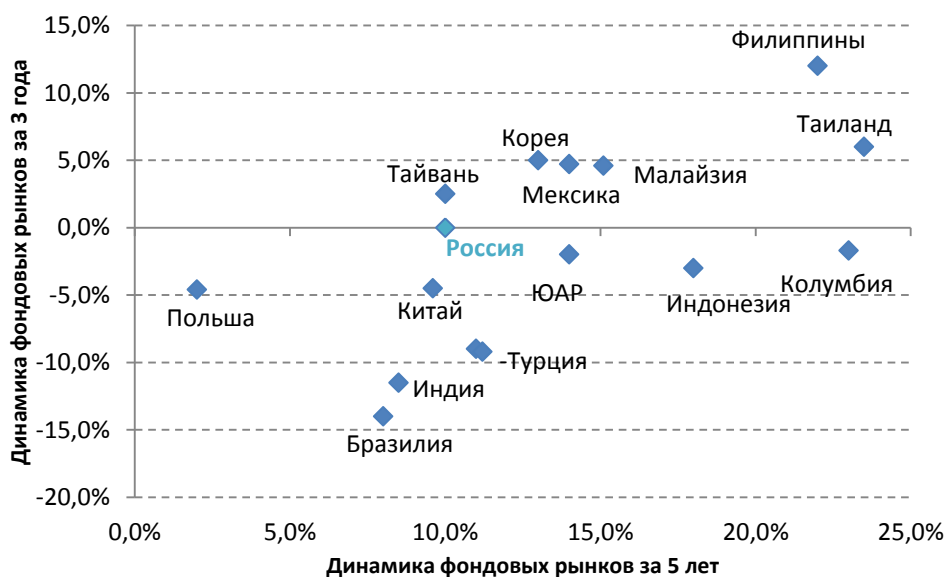
Структура внешнеторгового оборота России по регионам (за 2012 год)



Восстановление цен на сырьевые товары поддержит российский рынок. Российский фондовый рынок, а точнее индекс MSCI Russia и индекс РТС, почти на 2/3 состоят из акций компаний сырьевых секторов, таких как нефть и газ, металлургия и горнодобыча.

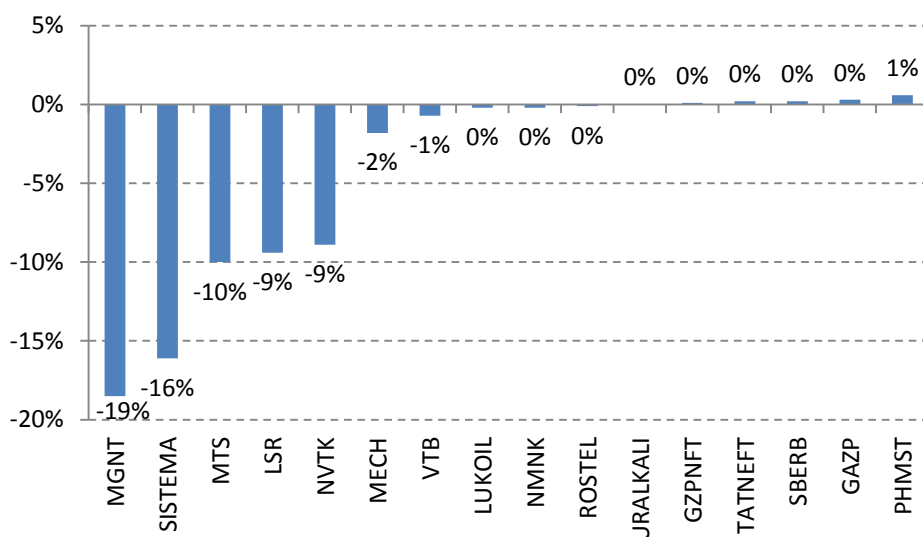
Динамика российского рынка выглядит лучше, чем у других стран БРИК, но хуже, чем у индексов фондового рынка таких стран как Филиппины, Тайланд, Корея, Малайзия, Тайвань и Мексика. Среднегодовой прирост российского индекса за 5 лет составил около 10%, во многом за счет динамики в 2009 году, когда индекс прибавил более 100%. При этом за последние три года российский рынок среднегодовая динамика составила около 0%.

Годовая доходность фондовых рынков за последние три и пять лет



Приход Euroclear и Clearstream на российский фондовый рынок приведет к росту стоимости локальных акций. Приход Euroclear и Clearstream с января 2014 года приведет к снижению дисконта некоторых локальных акций по отношению к депозитарным распискам, обращающимся на зарубежных рынках. Наиболее существенный дисконт сегодня наблюдается в локальных акциях, таких компаний как Магнит (18,6%), АФК Система (16,1%), МТС (10%), ЛСР (9,4%) и Новатек (8,9%).

Дисконт локальных акций к цене ADR/GDR, %



Сектор розницы и потребительских товаров лидер российского рынка. Среди отраслевых индексов наилучшую динамику за последние год продемонстрировал индекс потребительских товаров, выросший по итогам года на 24%. Совсем немного подорожали акции телекоммуникационных и финансовых компаний на 3,6% и 3,8% соответственно. Явными аутсайдерами стали акции компаний электроэнергетики и металлургических компаний. Сырьевой сектор, на наш взгляд, будет по-прежнему испытывать давление на фоне избытка предложения на мировом товарном рынке. Сектор потребительских товаров сохранит свою фундаментальную привлекательность из-за опережающего развития по сравнению с другими секторами экономики. Банковский сектор ждет консолидация и усиление позиций крупных банков, вдобавок наши крупнейшие банки в значительной степени недооценены по отношению к аналогам. Сектор телекоммуникаций очень привлекателен своими дивидендными доходностями.

Отраслевые индексы РТС*

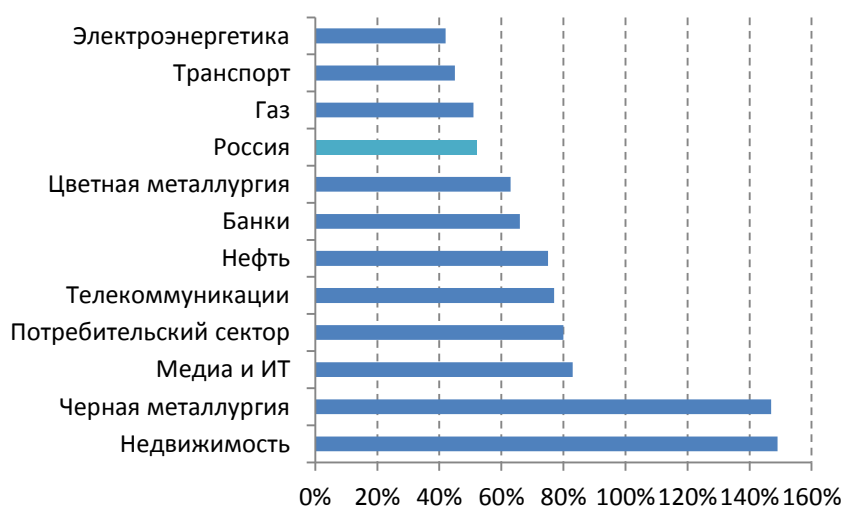
Отрасль	Изм. за 1 год, %
Электроэнергетика	-48,3%
Металлы и добыча	-28,5%
Химия и нефтехимия	-28,0%
Промышленность	-9,28%
Нефть и газ	-1,90%
Телекоммуникации	3,59%
Банки и финансы	3,83%
Потребительские товары	23,5%

Источник: РТС

*данные на 03.12.2013

Наиболее недооценены на российском фондовом рынке по сравнению с аналогами из развивающихся стран являются акции компаний электроэнергетики и транспорта, дисконт которых составляет порядка 60%. Наиболее же дорогими являются сектор недвижимости и черной металлургии, которые торгуются с премией около 50%.

Коэффициент P/E 2013о российских секторов в сравнении с аналогами развивающихся стран



Наиболее ликвидными на российском фондовом рынке являются акции банков и нефтегазовых компаний. Наиболее недооценены нефтегазовые компании и компании рынка электроэнергетики. Самые высокие мультипликаторы у компаний потребительского сектора и компаний добывающих драгоценные металлы.

Оценочные мультипликаторы

	Капитализация, \$ млн.	Дневной объем торгов, \$ млн.	2013о				2014о		
			P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA	P/BV	P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA
Банки	89 413	491	5,6	2%	-	0,9	4,9	7%	-
Газ	131 998	388	3,6	-7%	3,1	0,4	3,8	-4%	3,1
Нефть	231 042	388	5,1	-5%	3,1	0,7	5,6	-10%	3,2
Удобрения	21 808	211	11,1	-33%	7,6	1,6	11,5	-4%	8,0
Медиа	21 775	114	23,1	-36%	12,3	3,2	19,1	21%	9,8
Цветная металлургия	31 347	113	9,2	31%	5,2	1,0	8,6	5%	5,2
Мобильная связь	72 925	87	10,2	36%	4,3	2,3	9,5	8%	4,0
Потребительский сектор	48 382	82	18,4	6%	9,4	3,1	15,1	22%	8,0
Медиа	12 364	57	8,9	-16%	4,1	1,0	8,5	7%	3,8
Черная металлургия	27 499	52	19	-2%	6,1	0,7	12,1	60%	5,4
Электроэнергетика	37 585	46	4,6	24%	3	0,3	4,8	4%	3,3
Драгоценные металлы	24 023	41	12,1	-22%	6,5	1,5	10,2	18%	5,9
Транспорт	11 560	12	8,2	14%	5,4	1,0	6,8	21%	4,6
Уголь	6 811	11	отр.	-64%	9	0,3	68,9	-118%	7,4
Недвижимость	7 376	6	15	-41%	6,1	0,5	8,7	82%	3,4
Прочие	45 886	32	3,9	1%	2,3	0,6	3,8	4%	2,1

Россия	812 794	2128	5,8	-1%	3,7	0,7	5,8	0%	3,7
Россия (внутр. рынок)	344 295	925	7,2	7%	4,2	0,9	6,7	8%	3,9
Россия (экспортеры)	477 499	1203	5,1	-5%	3,5	0,6	5,3	-5%	3,6
Развивающиеся рынки			10,6	-2%	7,3	1,4	9,6	11%	6,7
Развитые рынки			14,6	5%	9,1	1,9	13,1	11%	8,4

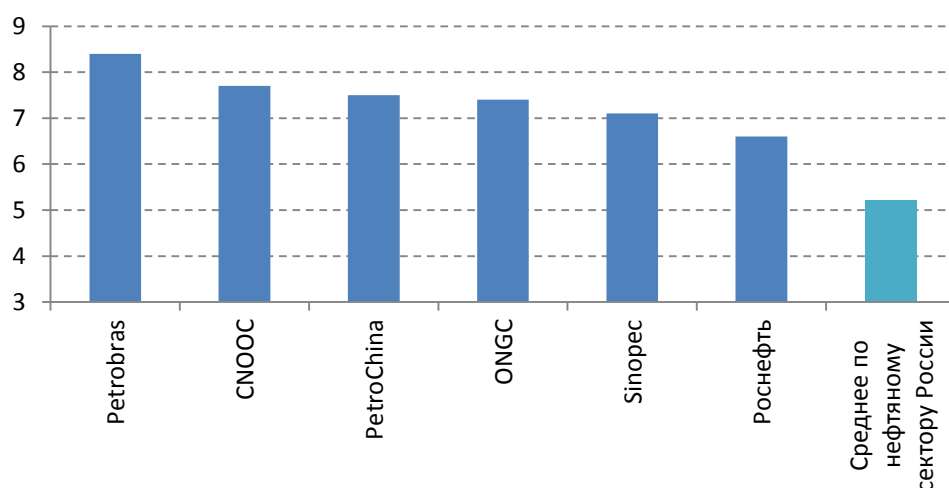
Источник: Vloomberg, расчеты Прайм Марк

Нефтегазовый сектор

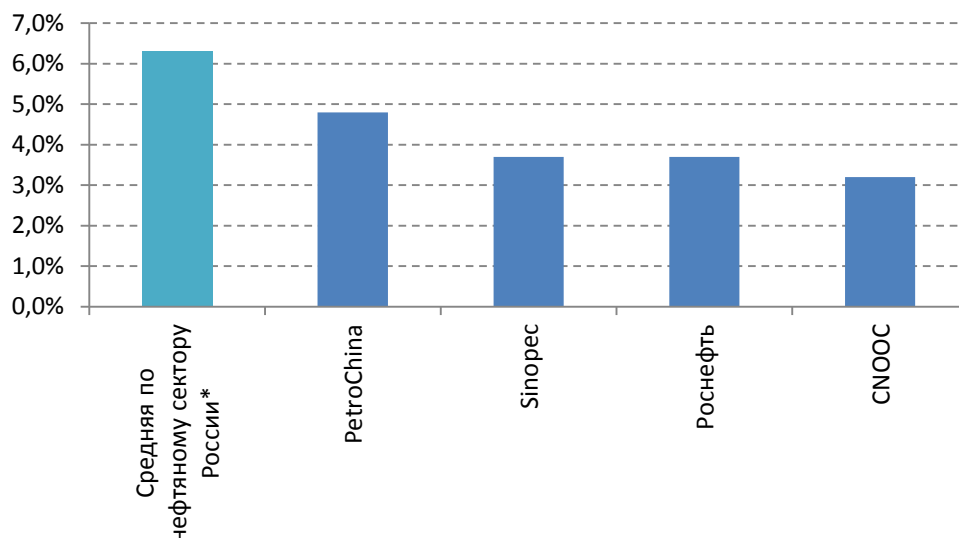
Мы считаем нефтяной сектор более привлекательным в текущих условиях.

Очевидно, что нефтяная отрасль выиграет от высоких цен на нефть и слабости национальной валюты. Более того, в периоды бегства от риска бумаги этого сектора опережают рынок благодаря низким оценкам (P/E 2014о – 5,6). В связи с этим мы рекомендуем повышать вес акций нефтяных компаний в инвестиционных портфелях – в первую очередь бумаг Газпром нефти, ЛУКОЙла и привилегированных акций Сургутнефтегаза и Татнефти. В тоже же время акции Роснефти, на наш взгляд, выглядят переоцененными.

Мультипликатор цена/прибыль 2014о мировых нефтегазовых компаний



Ожидаемая дивидендная доходность за год, % годовых



Медленно растущие компании “внутреннего рынка” становятся менее привлекательными. Напротив, сложившаяся ситуация неблагоприятна для отраслей, ориентированных на внутренний спрос и не показывающих впечатляющих темпов роста. К их числу относятся банковский и телекоммуникационный сектора: их показатели растут не столь быстро, чтобы компенсировать снижение рубля, из-за чего соответствующие бумаги демонстрируют динамику хуже рынка.

В то же время быстрорастущие компании остаются привлекательными. В частности, мы с оптимизмом относимся к российским интернет компаниям, предприятиям розничного сектора, транспортным компаниям и прочим эмитентам, демонстрирующим высокие темпы роста. Благодаря невысокой концентрации рынка эти сектора растут достаточно быстро, чтобы противостоять небольшому замедлению роста ВВП. Помимо традиционно ликвидных бумаг, таких как Яндекс и Магнит, мы также обращаем внимание на Группу ДИКСИ и Мостотрест.

Металлургия

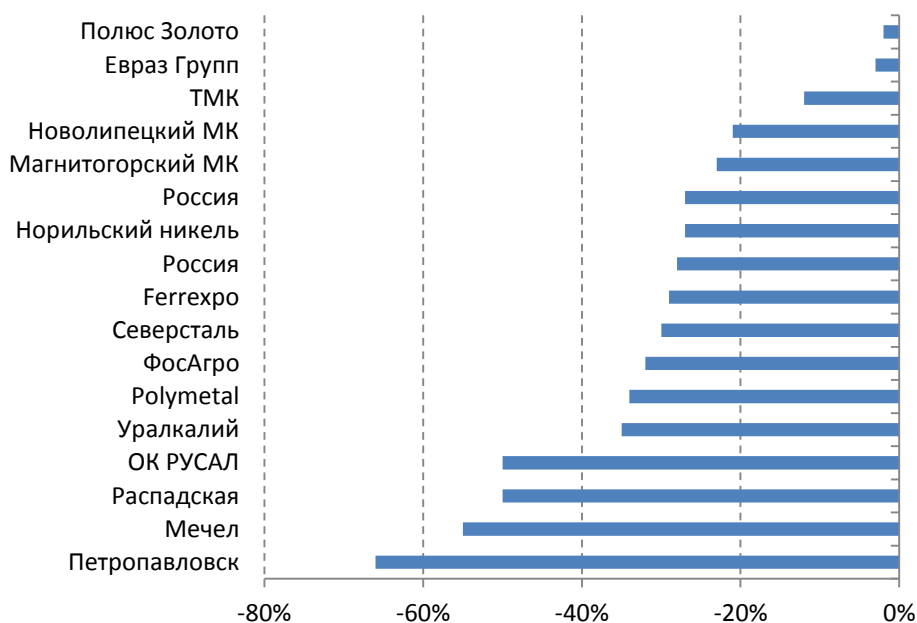
После спада в 2009 г. производство стали в России ежегодно увеличивалось вплоть до 2012 г., а в 2011 г. превысило докризисный уровень 2008 г. (68 млн т), достигнув отметки 68.7 млн т. По итогам 2012 г. увеличение производства стали составило 3.1% – до 70.9 млн т. Однако в 2013 г. тренд изменился, и по итогам 6М13 производство стали в России сократилось на 3%. В условиях сложившейся сложной рыночной ситуации российские сталелитейные компании, следуя мировому тренду, снижают производство, а на первый план выходит повышение эффективности бизнеса.

Более быстрое снижение цен на сталь, по сравнению с ценами на сырье, оказало давление на рентабельность российских сталелитейных компаний. Рентабельность по EBITDA в сталелитейном секторе опустилась ниже 20% и не превысит этот уровень в ближайшей перспективе, что ставит перед компаниями задачу тщательного контроля затрат и наращивания производства высокомаржинальной продукции.

Падение спроса на экспортных рынках обуславливает переориентацию российских компаний на более стабильный внутренний рынок. Доля продаж на внутренний рынок у российских компаний, за исключением НЛМК, превышает 50%. В России основным драйвером рынка остается строительство, прежде всего благодаря росту государственных инвестиций в инфраструктурные объекты. Дополнительным фактором поддержки выступает увеличение жилищного строительства.

Отсутствие потребности в значительных расходах для финансирования инвестиций в ближайшие годы поддержит кредитоспособность. Ликвидность большинства российских металлургических компаний также не вызывает опасений, учитывая, что потребности в рефинансировании на ближайший год закрыты. Доступ к банковской ликвидности в настоящее время заметно лучше, чем в кризисный период 2008-2009 гг.

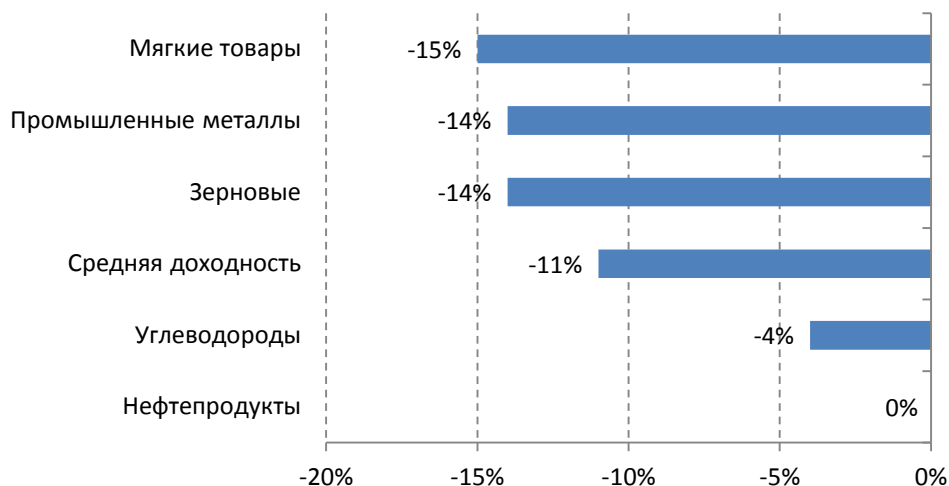
Динамика акций металлургических компаний с начала года



Товарные рынки

2013 год был неудачным для рынка сырьевых товаров. Общая доходность с начала года по декабрь составила минус 11%. Лучшую динамику показали энергетические товары и нефтепродукты, стоимость которых почти не изменилась, в то же время цена на драгоценные и промышленные металлы, а также мягкие товары (товары типа кофе, какао, сахара, хлопка), снизилась на 29% и 17% соответственно.

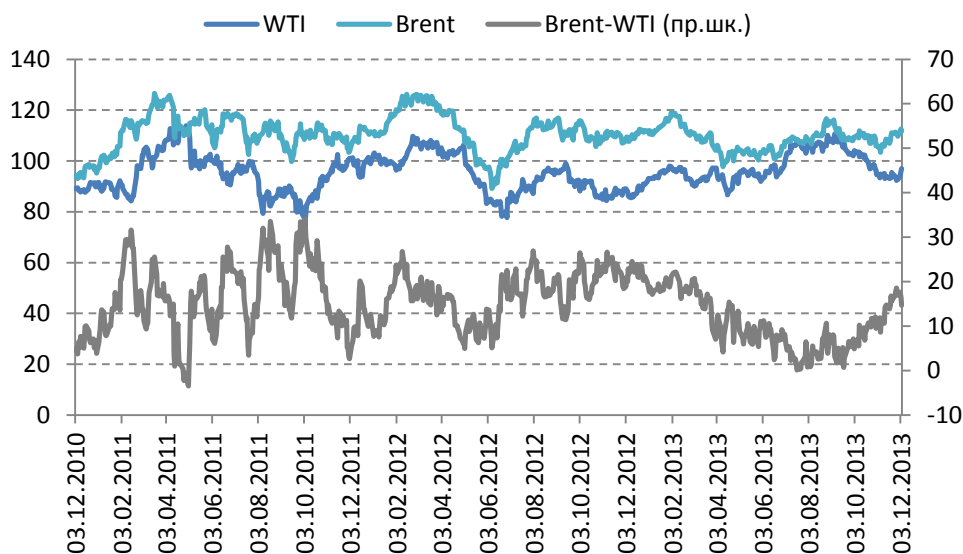
Индексы сырьевых товаров DJ-UBS



Нефть

С начала года цены на нефть марки Brent почти не изменились, в то время как на нефть марки WTI выросли на 7,9%. Спред между двумя марками уменьшился с 21 до 14 долларов США.

Динамика цен на нефть марки Brent и WTI

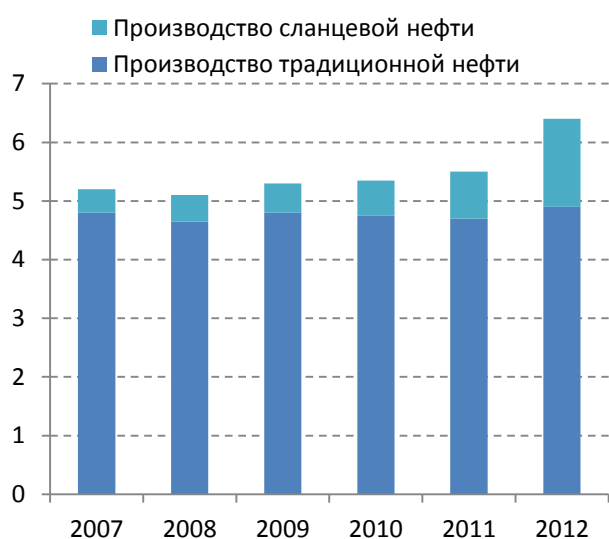


Опасения в отношении стабильности мировых поставок нефти поддержали цену Urals в 3 кв. 2013 г. Средняя цена Urals за 9 мес. 2013 г. составила около 107 долл./барр., но в течение нескольких недель превышала 110 долл./барр. благодаря политической неопределенности в мире. Последний скачок был связан с сирийским кризисом, обострившимся в августе-сентябре этого года. Однако, казалось бы, неминуемое военное вторжение в Сирию не состоялось. Вдобавок в сентябре возобновили добычу некоторые из временно остановленных предприятий в Ливии. По мере увеличения добычи в США за счет сланцевой нефти, спред между нефть WTI-Brent продолжает увеличиваться.

Как ожидается, в 4к13 предложение нефти со стороны стран, не входящих в ОПЕК, будет расти быстрее, чем спрос. Общая добыча нефти странами ОПЕК в сентябре резко сократилась, составив всего 30 млн барр./сут., из-за перебоев в Ливии и Ираке; в октябре, согласно предварительным оценкам, добыча выросла совсем незначительно. Однако мы ожидаем, что в ноябре и декабре восстановление добычи продолжится главным образом за счет увеличения производства на новых месторождениях в Ираке (в том числе Majnoon), расширения добывающих мощностей в других регионах и возобновления работы экспортных терминалов на юге страны, причем в более активном режиме. Что касается Ливии, то перспективы добычи нефти в этом государстве остаются неопределенными; однако поскольку текущий уровень добычи чрезвычайно низок, любое дальнейшее сокращение существенно повлиять на ситуацию на рынке уже не способно. До тех пор пока США и ЕС не снимут санкции против нефтяной отрасли Ирана, иранская нефть де-факто будет оставаться вне мирового рынка.

Увеличение добычи в Северной Америке будет сдерживать рост цен на нефть. По прогнозам американского агентства EIA, в 2014 г. мировая добыча жидких углеводородов за рамками ОПЕК вырастет на 1,5 млн барр. в день, главным образом благодаря североамериканской нефти. В то же время мировой рост потребления, по данным того же агентства, должен увеличиться только на 1,2 млн барр. в день и почти исключительно за счет стран, не относящихся к ОЭСР. Учитывая это, а также предполагая, что снижения квот ОПЕК и серьезных срывов в поставках не будет, мы не ожидаем ощутимого роста цен в следующем году.

Производство нефти в США, млн.барр. в день



Производство газа в США, млрд.куб.м.



Новые источники нефти помогут заместить падающую добычу на старых месторождениях. По прогнозу МЭА (Международного энергетического агентства), основным драйвером роста производства нефти в период до 2025 года, помимо традиционных месторождений Ближнего Востока и глубоководной нефти Бразилии, станет сланцевая нефть из США, которая обеспечит прирост производства в период с 2013 по 2025 год более чем на 3 млн. баррелей в день (3,5% от текущей мировой добычи). Сопоставимый вклад внесут также такие нетрадиционные источники, как нефть из нефтяных песков, высоковязкая тяжелая нефть, а также конверсия природного газа и угля в жидкие углеводороды. Запасы сланцевой нефти в США за последние несколько лет увеличились в несколько раз. С 4 млрд. баррелей в 2007г. до 33 млрд. барр. в 2010г.

Рост потребления окажет поддержку ценам на нефть. Поддержку ценам окажет растущее потребление в развитых странах на фоне ускорения экономического роста. В следующем году мировая экономика, по прогнозу МВФ, должна увеличиться на 3,6%, по сравнению с 2,9% в текущем году.

Соглашение по Ирану не повлияет на цены на нефть. Подписание соглашений между Ираном и “шестеркой” международных посредников (Россия, США, Китай, Великобритания, Франция, Германия) привело к появлению множества прогнозов о том, что экспорт иранской нефти вскоре заметно возрастет и это приведет к серьезному падению котировок “черного золота”. Согласно 6-месячному соглашению, согласно которому в обмен на отказ от обогащения урана до 20% и предоставление более полного доступа международным экспертам к своей ядерной программе США и ЕС пообещали не вводить новые санкции против Ирана. Тем не менее, данное соглашение никак не повлияет на предложение нефти на рынке и соответственно на цены, так как экспорт нефти со стороны Ирана в ближайшие 6 месяцев, пока действует временное соглашение, по-прежнему ограничен объемом в 1 млн баррелей нефти.

Газ

Европейская спотовая цена газа по мере приближения зимы приходит в движение, оставаясь при этом в несколько раз выше цены газа в США. С конца августа спотовая цена газа в Европе подросла на 6%, с 349 долл./тыс куб. м до 370 долл./тыс куб. м. За тот же период цена газа в США чуть опустилась – до 122 долл./тыс куб. м (это почти в три раза ниже цены в Европе), что, на наш взгляд, подтверждает сохраняющуюся на этих рынках независимость ценообразования.

Цены на газ в США, \$ МБТЕ



Текущая индикативная спотовая цена СПГ для Азии с поставкой через 4-8 недель равна 554 долл./тыс куб. м; исходя из этого, премия относительно цены для Европы увеличилась на 10%— до 145 долл./тыс куб. м.

Экспортный потенциал США и стоимость завода СПГ.

В настоящее время находится всего один терминал по сжижению газа на Аляске (Kenai LNG, Alaska) и 13 терминалов по регазификации газа. Сланцевая революция сделала импорт газа в страну бессмысленным и сейчас речь идет об экспорте американского газа в Европу и Азию. Для этого компании, которая хочет экспортировать газ, необходимо одобрение Департамента энергетики США. В случае если у США есть договор о свободной торговле с страной куда планируется экспортировать газ, то одобрение является почти формальным. Однако из 20 стран, с которыми у США подписан договор о свободной торговле (FTA countries), лишь Корея является крупным импортером газа, поэтому большинство потенциальных экспортеров подают специальное заявление в Департамент энергетики на экспорт в страны, не входящие в список стран, которые подписали с США договор о свободной торговле (non-FTA countries). До 2013 года лишь одна компания (Cheniere – терминал Sabine Pass) имела право экспортировать СПГ из США. В 2013 году уже одобрено еще 3 заявления. В настоящее время на рассмотрении у Департамента энергетики США находится еще 19 заявок на экспорт СПГ.

Терминалы, получившие одобрение на экспорт газа в non-FTA страны

Терминал СПГ	Дата одобрения заявки	Мощность, млрд.куб.футов/млн.тонн в год		Инвестиции, млрд.долл.	Планируемая дата ввода
Sabine Pass	Май 2011	1-я очередь	1.1 / 9	\$3.97	2015/2016
		2-я очередь	1.1 / 9	\$3.77	2016/2017
Freeport LNG	Май 2013	1.9 / 13,2		\$10	2018/2019
Lake Charles Exports	Август 2013	2.0 / 15		\$8,3	2018
Dominion Cove Point	Сентябрь 2013	0,77 / 5.25		\$3.4-3.8	2017

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Таким образом, на сегодняшний день разрешение на экспорт СПГ из США получили терминалы, совокупной мощностью 6,8 в млрд куб. футов в день. Это составляет около 192 млн кубов в день или 70 млрд кубов в год. Общая добыча природного газа в США в 2013 году ожидается на уровне 70 млрд куб.футов в день или порядка 715 млрд.куб.м. в год. Таким образом, в ближайшие 4 года будут введены мощности, которые будут способны экспортировать порядка 10% текущей добычи в США. Стоит отметить, что почти все эти мощности уже законтрактованы азиатскими и европейскими покупателями.

Стоимость строительства терминалов СПГ в США

	Инвестиции, млрд. \$	Мощность, млн.тонн в год	Мощность, млрд.куб.м. в год	Стоимость 1 тонны мощности, \$	Стоимость 1 млрд.куб.м. мощности, \$
Sabine Pass	4,0	9,0	12,2	441	324
	3,8	9,0	12,2	419	308
Freeport LNG	10,0	13,2	18,0	758	557
Lake Charles Exports	8,3	15,0	20,4	553	407
Dominion Cove Point	3,6	5,25	7,1	686	504
Среднее				607	446

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Таким образом, стоимость постройки терминала СПГ составляет порядка \$600 за тонну мощности в год или \$446 за млрд.куб.м. мощности в год.

Стоит, однако, учесть, что все четыре терминала по сжижению, которым одобрена экспортная лицензия, являются изначально терминалами по регазификации. У них изначально есть большая часть необходимой инфраструктуры, как-то трубопровод, порт по приему танкеров СПГ, мощности по хранению СПГ ит.д.(почти 50% сметы на строительства завода судя по таблице выше), поэтому стоимость строительства не столь велика. Переоборудовать терминал по регазификации в терминал по сжижению невозможно, но возможно построить мощности по сжижению газа (производства СПГ) на территории существующего терминала. Таким образом, четыре упомянутых выше терминала будут одновременно являться терминалами по регазификации и сжижению природного газа.

Если все планируемые заводы по сжижению газа в США будут построены (порядка 23 проектов), то США сможет экспортировать к 2030г. порядка 230 млн.тонн СПГ в год (80% текущих мощностей СПГ в мире) или 313 млрд.куб.м. природного газа, что более чем вдвое превышает текущий экспорт Газпрома в Европу. МЭА прогнозирует, что к 2030г. совокупный спрос на СПГ составит 550 млн.тонн в год. Таким образом, США смогут обеспечить почти половину спроса на СПГ.

Не все проекты так дешевы, как американские. Глобальные компании, такие как Chevron, Exxon Mobil, Royal Dutch Shell and Total планируют инвестировать в мощности СПГ порядка 400 млрд.долл. по всему миру. При этом в некоторых регионах стоимость строительства может достигать \$2500 за тонну мощности, по сравнению с \$600-700 в американских проектах.

Текущие мощности по сжижению газа в мире составляют 275 млн.тонн в год. Бум ввода новых мощностей начнется в 2015-2020 годы, когда в Америке и Австралии запланировано завершение большинства текущих проектов.

Золото

Самое сильное падение с 1981г. В этом году стоимость золота снизилась почти на 30% до \$1230 за унцию. Если цена не изменится до конца года то этой будет самым большим годовым снижением стоимости золота с 1981года.

Динамика стоимости золота, \$/унция



Инвесторы ожидают дальнейшего снижения стоимости золота пока инфляция в США не ускорится. Миллиардер Джон Полсон, известный как бывший министр финансов США и создатель самого большого ETF, инвестирующего в золото (SPDR Gold Trust), объявил в конце ноября, что больше не советует инвестировать средства в его фонд, до тех пор пока инфляция в США не ускорится. Такого же мнения придерживается большинство инвесторов, которые вывели из биржевых фондов, инвестирующих в золото, более 73 млрд.долл. с октября 2012г. и сегодня объем под управлением данных фондов находится на минимуме с апреля 2010г. Ситуацию ухудшают прогнозы инвестиционных банков, в частности Goldman Sachs заявили, что они ожидают падения стоимости золота до 1050 долл.за унцию в 2014 году.

Черные металлы

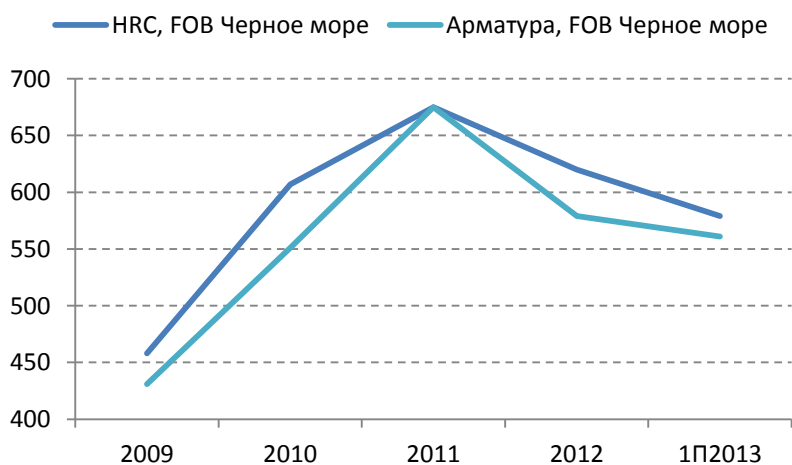
Мировая сталелитейная отрасль переживает непростые времена и пока находится в цикле падения производства. Если в конце 2012 г. ожидания в отношении цен на сталь были умеренно позитивными, то итоги 1П13 эти ожидания не оправдали. В Европе, являющейся важным экспортным рынком для России, падение производства продолжилось, тогда как эксперты ожидали, что правительственные меры по ограничению долговых проблем стран еврозоны поддержат производственную активность в регионе. Несмотря на то, что по итогам 1П13 мировое производство стали увеличилось на 2.9% г-н-г до 788 млн т по сравнению с 0.7% за 2012 г. в целом, говорить о восстановлении мирового рынка преждевременно.

Основная проблема горно-металлургического сектора — кризис перепроизводства на фоне вялого спроса и растущих затрат.

Основной вклад в повышение мирового выпуска стали внес Китай, где под влиянием правительственных мер по поддержке строительного сектора в 1П13 производство выросло на 9% – до 389 млн т. Таким образом, доля в мировом производстве увеличилась с 46.5% в 1П12 до 49.4% в 1П13. Европа, США и Россия, формирующие 21% общемирового выпуска стали, в 1П13 снизили производство на 6%, 7% и 3% соответственно.

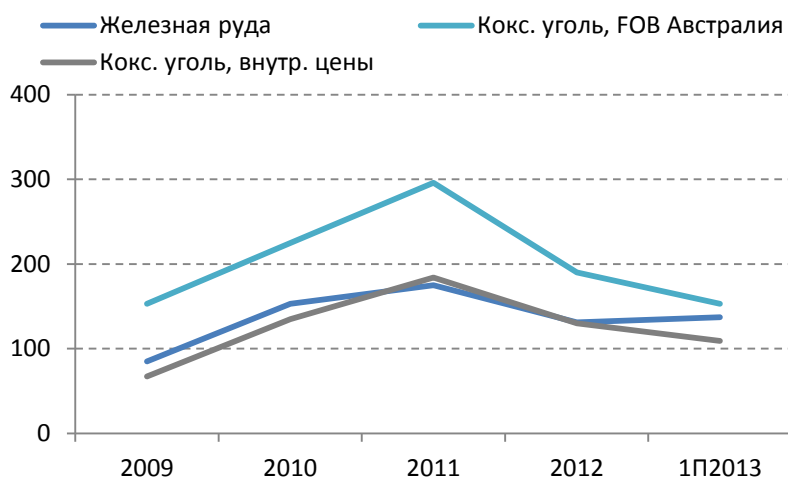
Вопреки ожиданиям участников рынка в 1П13 снижение цен на сталь продолжилось. Ранее отраслевые эксперты прогнозировали, что в 1К13-2К13 цены на сталь пойдут вверх, так как в конце 2012 г. экспортные цены снизились до уровня производственных затрат. В 1П13 экспортные цены горячекатаного проката (HRC) в России упали на 9%. Сокращение производства стали оказалось недостаточным для поддержания ценового уровня. Цены на сырье также снизились – в 1П13 средние цены на железную руду снизились на 6% г-н-г, а падение цен на коксующийся уголь (FOB Австралия) составило внушительные 30%. В то время как ранее при ценовых просадках на сырье Китай выходил на рынок и пополнял складские запасы, на сегодняшний день при высоком уровне запасов поддержка «китайского фактора» заметно ослабла. В этой связи участники рынка ожидают, что период низких ценовых уровней может затянуться, и быстрое восстановление цен маловероятно.

Динамика цен на стальную продукцию, \$/тонна



Падение цен на прокат связано в первую очередь со снижением спроса в Китае (крупнейший заказчик стройматериалов), вслед за ним дешевеет используемый в его производстве коксующийся уголь. «Результат — низкая загрузка мощностей (у производителей стали в среднем по миру — около 80%, в Европе — чуть выше 70%), депрессивные цены на коксующийся уголь и прокат, а также существенное снижение капитальных вложений компаний.

Динамика цен на сырье, \$/тонна

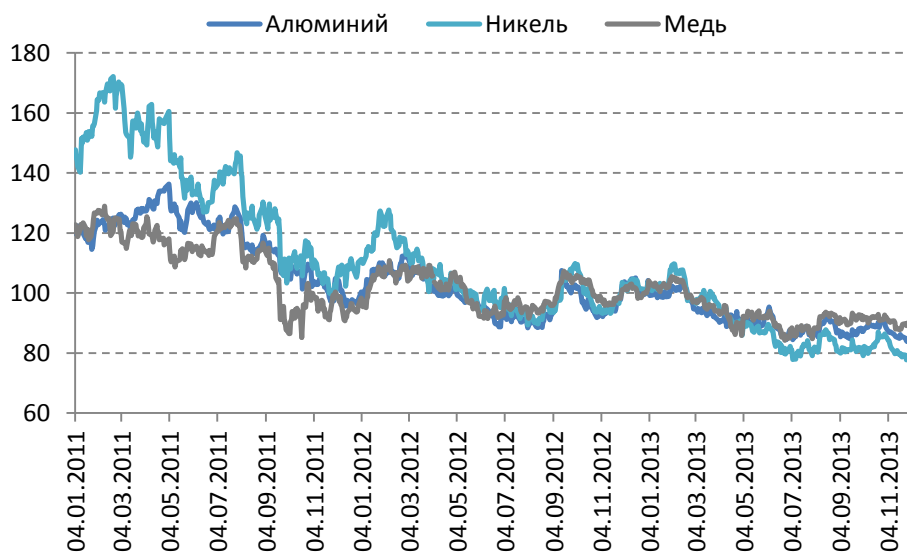


Низкие цены не сталь это надолго. Китай в 2013 г. увеличит производство стали до 780 млн т с 709 млн т в 2012 г., прогноз на 2014 г. — 800 млн т. Чистый экспорт стали и металлопроката из Китая в этом году достигнет 60 млн т, что лишь на 11 млн т меньше всего российского производства в 2012 г. Постепенная переориентация экономики с экспорта на потребление приведет к переориентации части стальных мощностей с внутреннего рынка на мировой, тем самым создавая избыточное предложение.

Промышленные металлы

С начала года цены на медь, алюминий и никель снизились на 9,9%, 16,9% и 21,2% соответственно. Всего же за последние три года цены снизились на 31%, 47% и 27% соответственно. На рынке промышленных металлов наблюдается явный переизбыток мощностей, который приводит к падению цен. Даже цены на медь подвержены отрицательному влиянию увеличения предложения. Так, например, в Китае объем производства меди в октябре 2013 года увеличился на 23% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Производство же никеля в КНР за последние 10 лет выросло в 10 раз.

Динамика цен на промышленные металлы*



* база (100) – 31.12.2012

Минеральные удобрения

В настоящее время мировые цены на минеральные удобрения далеки от «докризисных» уровней, и возвращение к этим значениям в среднесрочной перспективе маловероятно. После умеренного восстановления с конца 2011 г. цены находятся под давлением. Цены на фосфатные и азотные удобрения во многом определяются рыночными факторами, поэтому они более волатильны, чем на калийные удобрения, зависящие по большей части от контрактов с китайскими и индийскими потребителями.

Давление на цены на азотные удобрения оказывают низкие цены на природный газ (ключевой ресурс для производства азотных удобрений) в США, что ведет к росту объема производства и увеличивает рыночное предложение этих видов удобрений.

Текущие спотовые цены на фосфатные удобрения убыточны для ряда мировых производителей, поэтому снижение объема предложения будет положительно влиять на цены.

Мировые цены на калий определяются крупными среднесрочными (6-12 мес.) контрактами с ключевыми потребителями. Это, как правило, госкомпании, поскольку четыре основных потребителя (Китай, Индия, США и Бразилия) закупают 60% всего калия. В 2013 г. цены на калий были установлены на более низком по сравнению с предыдущим годом уровне: \$400 за т в 1П13 для Китая (-15% с \$470 за т в 2012 г.) и \$427 за т на 2013 г. для Индии (-13% с \$490 за т в 2012 г.). Снижение цены стало следствием сокращения покупательской активности на фоне большого объема запасов в Китае, и снижения покупательной способности Индии в связи с ослаблением национальной валюты. Сохранение неопределенности в отношении перспектив восстановления альянса Уралкалия и Беларуськалия позволяет ожидать дальнейшего снижения цен на калий на 20-25%.

Производство минеральных удобрений характеризуется различным уровнем консолидации:

- Азотный сегмент – неконсолидированный рынок. Азотный рынок отличается высокой конкуренцией, поскольку основным сырьем для производства азотных удобрений является природный газ. ТОП-10 производителей консолидируют лишь 19% рынка; крупнейшими производителями азотных удобрений являются Китай, Индия, США, Россия и Канада.
- Фосфатный сегмент характеризуется умеренной консолидацией, что связано с концентрацией мировых запасов апатитового концентрата в Марокко и Западной Сахаре (74% совокупных мировых запасов). ТОП-10 производителей контролируют 52% рынка, крупнейшими являются Китай, США, Индия, Россия и Бразилия.
- Производство калийных удобрений отличает самый высокий уровень консолидации. Крупнейшие 10 производителей контролируют 93% мирового рынка калия, порядка 70% мировых запасов которого приходится на Канаду и Россию.

В настоящее время основным фактором неопределенности на рынке минеральных удобрений является ситуация с альянсом Уралкалий-Беларуськалий (совместно эти производители контролировали порядка 40% общемирового производства калия). Ослабление переговорной позиции крупнейших поставщиков может привести к снижению цен на калийные удобрения на 20-25%. Что касается других видов удобрений (азотных и фосфатных), то, так как удобрения не являются взаимозаменяемыми, снижение цен на один из видов не окажет давления на цены на другие удобрения.

Прайм Марк

123317, Россия, Москва, Пресненская наб. 10,

“Башня на набережной” блок С, 4 этаж

Тел/факс: +7 (495) 989-77-52

E-mail: info@prime-mark.com

Web: www.primemark.com

Аналитический департамент

Руководитель:

Ленар Хафизов

l.hafizov@prime-mark.com

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежит воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.