



Закат Европы?

Стратегия 2012

СТРАТЕГИЯ

2012: Закат Европы?

Инвестиционное заключение

Долговой кризис в Европе входит в решающую стадию, при этом с каждым днем увеличивается вероятность, что он распространится на США и другие крупнейшие экономики, провоцируя спад экономики и опасения относительно устойчивости банковского сектора. Политики почти исчерпали кредит доверия, отсутствие прогресса в решении проблем может породить пессимизм на финансовом рынке и политические волнения во многих развитых странах. Несмотря на относительно стабильный внутренний рост и очень хорошее исполнение бюджета в 2011 году, российский фондовый рынок и курс рубля по прежнему воспринимаются как производные от состояния глобальной экономики и во многом зависят от мировой конъюнктуры.

Следующий год является весьма сложным для прогнозирования на фоне возможного слома тех трендов, которые начали зарождаться в посткризисный период - восстановление экономики, рост стоимости рискованных активов, ослабление доллара. Мировая экономика сталкивается с растущими рисками, исходящими из разных регионов мира и секторов экономики. Глобальные дисбалансы, о которых мы писали в прошлой стратегии 2011, все еще сохранились, и отсутствие прогресса в их решении может привести к дестабилизации обстановки на мировом финансовом рынке.

Для стратегии на 2012 год мы предлагаем применить сценарный подход, который отражает возможные варианты развития событий в 2012 году. События, которые развернутся в первом квартале 2012г. дадут ответ по какому из сценариев будет развиваться мировой финансовый рынок.

Сценарий 1. Масштабный кризис

Развитие событий: Дефолт по гособлигациям южноевропейских стран. Масштабный банковский кризис в Европе. Выход некоторых стран из Еврозоны. Рецессия в мировой экономике. Падение цен на нефть и снижение стоимости российских акций и облигаций.

Стратегия: Наиболее предпочтительной стратегией в данном сценарии будет покупка на привлекательных уровнях высоконадежных облигаций российских квазисуверенных эмитентов с короткой дюрацией и акций с высокой дивидендной доходностью и хорошими фундаментальными показателями. Также имеет смысл хеджировать позиции через покупку опционов put. Среди валют мы выделяем швейцарский франк и американский доллар. Хорошим активом при реализации данного сценария будет золото.

Сценарий 2. Стабилизация при сохранении напряжения (наиболее вероятный)

Развитие событий: Европейские чиновники договариваются о мерах жесткой экономии по образованию фискального союза, однако инициативы чиновников сталкиваются с недовольством населения, что усложняет процесс реформ. ЕЦБ готов предоставить банкам ликвидность,

Инвестиционные предпочтения по классам активов на 2012г.

	Действия
Акции	→
Облигации	→
Сырьевые товары	↑

Источник: Прайм Марк

Инвестиционные рекомендации в акциях

	Действия
Цикличные	↓
Дивидендные	↑
Защитные	→

Источник: Прайм Марк

Инвестиционные рекомендации в облигациях

	Действия
Рублевые	↓
Долларовые	↑
Короткие	↑
Длинные	↓

Источник: Прайм Марк

Инвестиционные рекомендации в commodities

	Действия
Нефть	→
Золото	↑
Медь	↓
Сталь	↓

Источни: Прайм Марк

но не готов массово скупать долги проблемных стран. Рейтинговые агентства продолжают снижать рейтинги большинства европейских стран и банков. Ситуация на денежном рынке усложняется однако мировые ЦБ приходят на помощь, предоставляя всем желающим экстренную ликвидность. Европа сползает в рецессию. Темпы роста в США и Китае замедляются. Банковского кризиса в Европе удастся избежать за счет рекапитализации банком с помощью средств азиатских суверенных фондов, которым ранее не давали покупать акции банков напрямую. Наибольшей популярностью у инвесторов продолжают пользоваться защитные инструменты, однако интерес к рисковому активам вновь начинает усиливаться после объявления об очередном количественном смягчении со стороны ФРС. Нефть держится выше \$90, а при усилении геополитической напряженности вокруг Ирана выше \$120. Российский рынок в течение года может устремиться к отметке 1750 пунктов по индексу РТС, однако по большей части на рынке преобладают негативные настроения и высока волатильность.

Стратегия: Покупка облигаций с высоким кредитным качеством (в том числе несuverенных) с короткой дюрацией. Покупка акций с низкими мультипликаторами в расчете на высокие дивиденды (Сургутнефтегаз, ТНК-ВР, Башнефть). Привлекательно будут смотреться защитные акции, таких секторов как электроэнергетика (ФСК ЕЭС, ОГК-4) и золотодобыча (Полюс Золото, Полиметалл). Среди валют мы выделяем Доллар США.

Сценарий 3. Эйфория

Развитие событий: ЕЦБ запускает печатный станок таргетируя процентные ставки для европейских гособлигаций. Запуск печатного станка со стороны ЕЦБ развязывает руки ФРС, который инициирует очередную программу количественного смягчения QE3 (возможно в форме скупки ипотечных облигаций). Европе удастся не скатиться в рецессию, США показывает темп роста экономики превышающий 2%, а Китай сохраняет высокие темпы роста. На фондовый рынок устремляется волна ликвидности и подталкивает вверх цены на рискованные активы.

Стратегия: При таком сценарии наиболее предпочтительна будет покупка рискованных активов, в том числе недооцененных акций второго эшелона, компаний роста и компаний с более высокой долговой нагрузкой.

При реализации любого сценария, лучшими долгосрочными идеями на наш взгляд остаются акции Сбербанка, Новатек, Уралкалия и Магнита. Даже в случае падения цен на них, более низкие уровни служат лишь хорошим моментом для входа или увеличения позиции.

В настоящий момент события в Европе, видимо, развиваются по не очень благоприятному сценарию. Новый базовый договор Евросоюза будет подготовлен лишь в марте 2012г., но и он видимо не станет панацеей, поскольку новые соглашения не сильно отличаются от Маастрихтских соглашений 90-х годов (ограничение дефицита бюджета и предельный уровень долга к ВВП), при этом основная проблема как раз и заключается в контроле за их исполнением. Ключевой вопрос сегодня – смогут ли европейские страны найти выход из сложившейся ситуации и как скоро они это сделают, в условиях, когда для решения проблемы почти не осталось времени. В первом квартале странам PIIGS предстоит рефинансировать долг почти на 200 млрд. евро, но вопрос о том кто будет покупать этот долг в условиях сокращения лимитов на него остается открытым. Единственным кандидатом пока остается МВФ.

Акции, которые могут показать динамику лучше рынка в 2012г.

Сектор	Компания
Нефтегазовый	Новатек, Сургутнефтегаз (прив.), ТНК-ВР, Башнефть
Металлургия	Полиметалл, Highland Gold
Телекоммуникации	МТС, Ростелеком (прив.)
Энергетика	ФСК, ОГК-4
Транспорт	Глобалтранс
Удобрения	Уралкалий

Источник: Прайм Марк

Лучшие облигации на 2012г.

Бумага	Дюрация	Валюта
Распадская – 12	0.48	USD
ВТБ - 12	0.84	USD
Газпром – 13	1.12	USD
Вымпелком - 13	1.28	USD
Бан Москвы - 13	1.3	USD
Россельхозбанк- 13	1.34	USD

Источник: Прайм Марк

Чистый государственный долг/ВВП, %

Страна	2011	2012
Греция	153,1	175,4
Италия	100,4	100,7
Португалия	101,8	107,6
Ирландия	98,8	104,6
Франция	81	83,5
Бельгия	79,9	8,2
Германия	57,2	
Австрия	52,5	53,9
Испания	56	58,7

Источник: МВФ

Все принятые решения носят долгосрочный характер и неспособны развеять краткосрочное негативное отношение к долгам европейских стран. Мы считаем, что у Европы есть механизмы для устранения краткосрочных проблем с финансированием. Мы видим два способа сдержать дальнейшее развитие кризиса:

1) Масштабный выкуп гособлигаций PIIGS со стороны ЕЦБ или таргетирование процентной ставки по ним.

2) Размещение единых облигаций стран Еврозоны.

Однако ни один из этих механизмов пока не получил одобрения. Следовательно, угроза дефолта по суверенному долгу и облигациям банковского сектора продолжит отрицательно влиять на настрой глобальных рынков на протяжении всего первого и большей части второго квартала 2012 года.

2011 год прошел под знаком утраты европейского госдолга статуса безрискового. В результате многие правительства столкнулись с рисками возобновляемости — госдолг обычно никогда не погашается полностью, а постоянно рефинансируется, но теперь с такой пролонгацией могут возникнуть проблемы. Сейчас 44% всех заимствований развитых стран - краткосрочные, что в условиях утраты доверия инвесторов усложняет их рефинансирование и вызывает повышенную волатильность на рынках.

Мы ожидаем дальнейшее снижения темпов роста европейской экономики в 2012г., возможно даже спад в рецессию, в условиях снижения уровня госрасходов и кредитования. Безработица будет по-прежнему высокой, а инфляция может немного снизиться. ЕЦБ для поддержания экономики и банковского сектора может пойти на дальнейшее снижения процентной ставки, что негативно отразится на курсе евро.

Экономика США в преддверие выборов, скорее всего, продолжит накачиваться деньгами, как со стороны федерального бюджета, так и со стороны ФРС. Низкая инфляция позволит монетарным властям оказать поддержку испытывающим проблемы рынкам труда и недвижимости.

Китайские власти на фоне европейского кризиса и возможности спада экспорта готовы стимулировать экономику путем расширения кредитования через снижение нормы резервирования и возможно процентной ставки.

Обнадеживающим выглядит тот факт, что центральные банки большинства стран, в том числе России, готовы действовать на опережение и уже сейчас активно применяют инструменты, использованные во время кризиса 2008-2009гг. Банк России активнее кредитует российские банки и расширяет инструменты рефинансирования.

2012 будет важным политическим годом. Он начнется с президентских выборов в России и закончится выборами президента США в ноябре. Формирование нового правительства займет как минимум 3 месяца, поэтому мы не ждем начала никаких структурных реформ в Российской экономике в 1-й половине года. Грядущие выборы в США также свидетельствует, что текущие тренды в виде значительных бюджетных расходов и стимулирования спроса сохранятся, а вопрос повышения бюджетной дисциплины так и останется нерешенным. Парламентские выборы в Иране весной могут стать поводом для обострения геополитической обстановки в мире и привести к повышению цен на нефть.

Выборы в 2012г.

Выборы президента России	4 марта
Выборы председателя КНР	март
Парламентские выборы в Иране	29 марта
Выборы президента Франции	22 апреля
Выборы президента Индии	июль
Выборы президента США	6 ноября

Источник: Прайм Марк

Содержание

Макроэкономическая конъюнктура	5
Экономика США	11
Экономика Еврзоны	16
Экономика Китая	18
Российская экономика	21
Сырьевые рынки	26
Российский рынок	29
Нефтегазовый сектор.....	33
Банковский сектор	34
Металлургия	35
Телекоммуникации.....	36
Российский долговой рынок	37
Приложения	39-43

Макроэкономическая конъюнктура

Европессимизм

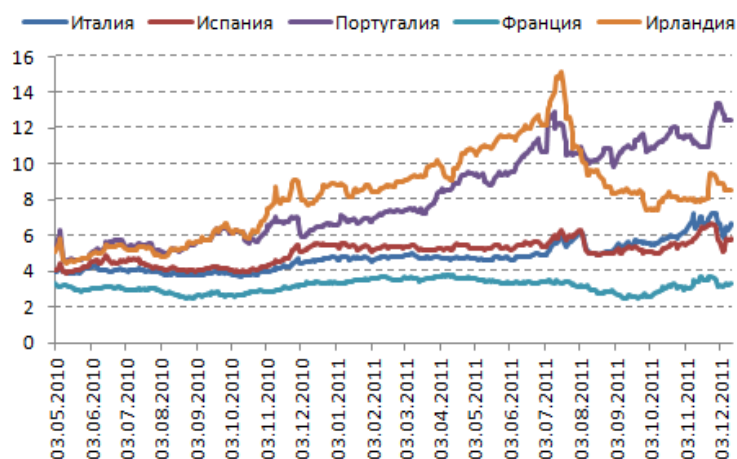
Главным разочарованием 2011 года стала ситуация в Еврозоне. Неспособность европейских политиков оперативно реагировать на возрастающие угрозы привела к тому, что долговая лихорадка вслед за Грецией, Ирландией и Португалией заразила уже крупнейшие страны Европы, такие как Испания и Италия, совокупный долг которых превышает \$3 трлн. Непрерывающийся рост доходности по облигациям в Европе – это, в основном, результат потери доверия к странам Еврозоны, где власти уже провели шестнадцать заседаний и не внедрили ни одного сколько-нибудь эффективного решения для стабилизации ситуации.

Чистый государственный долг/ ВВП, %

Страна	2011	2012	2013
Греция	153,1	175,4	173,6
Италия	100,4	10,7	99,6
Португалия	101,8	107,6	110,7
Иландия	988	1,6	107,4
Франца	81	83,5	84,9
Бельгия	9,9	80,2	80,4
Гермаия	57,2	57	56,6
Австрия	52,5	53,9	54,1
Испания	56	58,7	61,3

Источник: МВФ

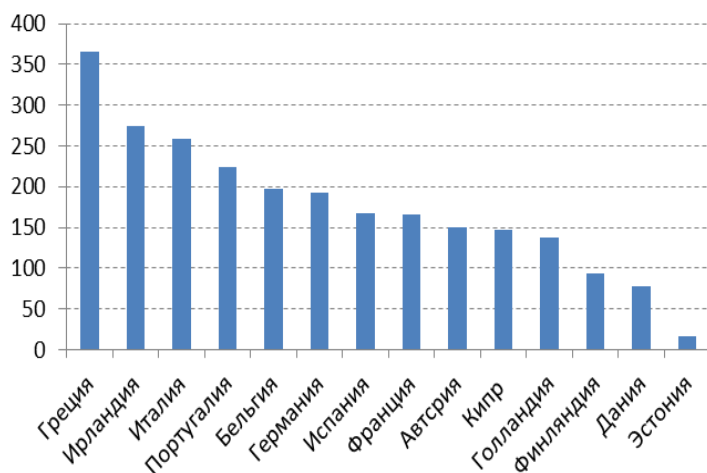
Доходности 10-летних гособлигаций, %



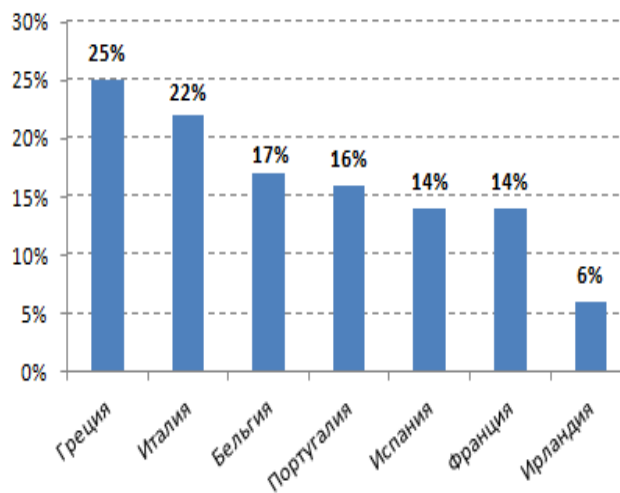
Источник: Bloomberg

Основные причины текущего кризиса в Еврозоне:

- 1) Неспособность закрепить на законодательном уровне ЕС соглашение о бюджетной стабильности в самом начале и последовавшее за этим нарушение правил европейскими странами. Отсутствие фискального единства при общей валюте привело к существенным перекосам в состоянии государственных финансов стран Еврозоны.
- 2) Сложный механизм принятия решений и различия в позициях стран участниц привели к кризису доверия со стороны инвесторов, что вылилось в стремительный рост доходностей по облигациям европейских стран и исчерпанию возможности привлекать деньги с рынка по приемлемым ставкам.
- 3) В отличие от США у Евросоюза нет своего казначейства, которое бы выпускало европейские treasuries, а у ЕЦБ нет мандата по поддержанию экономики региона, который есть у ФРС.

Соотношение госдолга к годовым доходам бюджета, %


Источник: Евростат, расчеты Прайм Марк

Платежи по госдолгу в 2012г., % ВВП


Источник: Bloomberg, МВФ, расчеты Прайм Марк

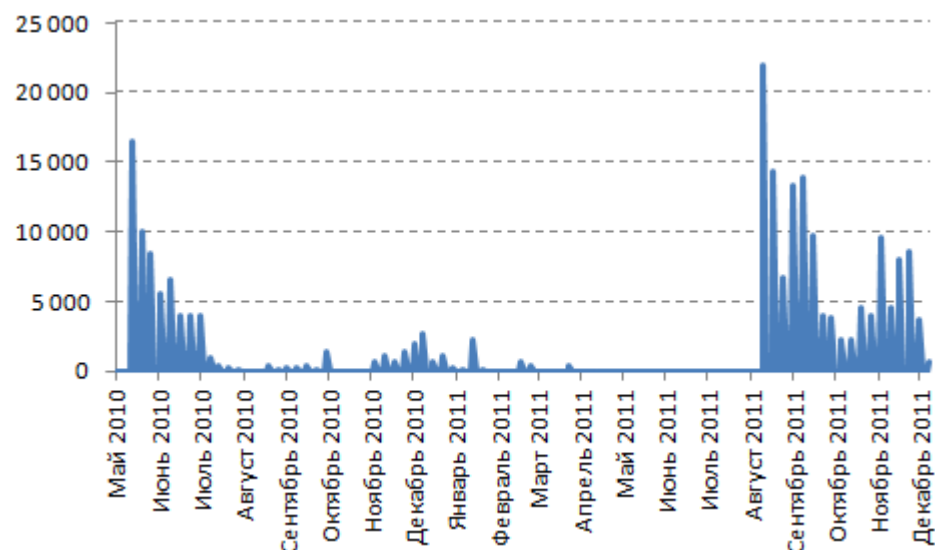
Европейский долговой кризис уже привел к смене политического ландшафта в Италии, Испании и Греции. Пока еще новые власти не исчерпали вотум доверия избирателей и способны реализовать решительные меры по оптимизации бюджета.

Будущая динамика цен на рискованные активы сейчас в наибольшей степени зависит от того, как будет развиваться ситуация в Еврозоне. От того смогут ли европейские лидеры внедрить свой план по углублению интеграции и образованию фискального союза, а ЕЦБ или другие финансовые институты поддержать рынок европейского госдолга. В настоящее время план состоит в следующем:

1. бюджетный договор (fiscal compact), который обяжет все 17 участников зоны евро строго соблюдать бюджетные правила (наднациональный надзор за бюджетами стран) и будет содержать, санкции за несоблюдение таковых.
2. сооружение «шлюза» для предотвращения заражения одной страны от другой в случае финансовых проблем и проблем на рынках.
3. жесткие меры исправления бюджетной ситуации в проблемных странах. Ожидается, что договор будет подписан в марте 2012г.

Однако пока политики будут договариваться, и реализовывать свои планы, кто-то должен поддержать рынки суверенного долга. Многие призывают ЕЦБ выступить кредитором последней инстанции и объявить о покупке гособлигаций. Тем не менее, центральный банк пока не планирует существенно расширять свою программу SMP (Securities Market Programme), направленную на покупку гособлигаций проблемных стран Еврозоны на вторичном рынке, при этом стерилизуя избыточную денежную массу. Основной акцент работы ЕЦБ сейчас направлен на поддержание ликвидности банковского сектора путем предоставления краткосрочных и долгосрочных кредитов и удешевления финансирования.

Покупка ЕЦБ гособлигаций стран PIIGS по программе SMP, млн. евро



Источник: ЕЦБ

В 2012 году странам PIIGS предстоит рефинансировать долг на общую сумму почти 600 млрд. евро, из них 200 млрд. евро в первом квартале. Поддержать обремененные долгами страны может МВФ, которому европейские страны готовы выделить 200 млрд. евро для двусторонних кредитов. Также на год раньше назначенного срока в середине следующего года намечается запуск ESM (европейского стабилизационного механизма), объем которого может составить 500 млрд. евро. Однако ESM обладает теми же слабостями, что и запущенный в этом году EFSF (Европейский механизм финансовой стабильности) и не может финансироваться напрямую в ЕЦБ, поскольку не будет обладать банковской лицензией.

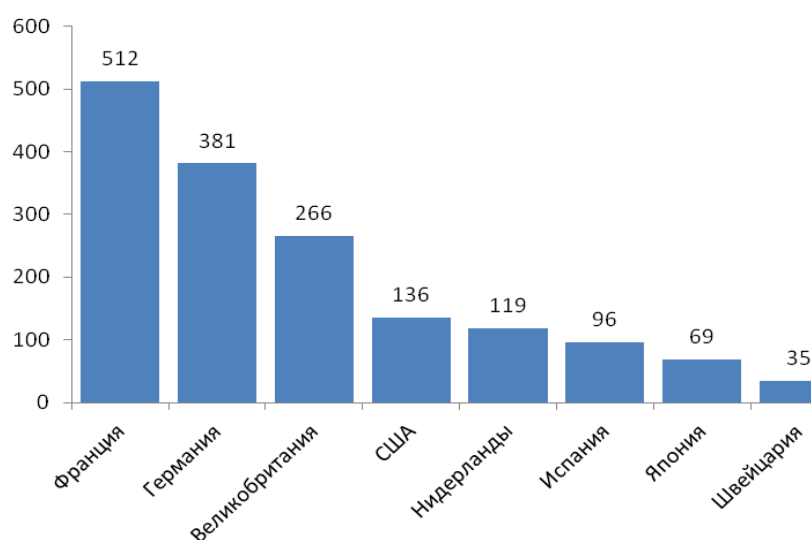
График погашения гособлигаций стран PIIGS

	Греция	Италия	Испания	Ирландия	Португалия
октябрь	4.70	17.6	28.3	1.2	4.83
ноябрь	3.39	34.52	7.55	457	3.61
дктябрь	6.62	25	12.2	0.0	2.
Итого (4кв. 2011)	14.7	8.0	48.0	5.81	10.8
1 кв	20.5	129.9	35.9	6.69	6.96
2 кв	12.7	60.	39.0	1.64	12.6
3 кв	13.8	80.4	42.7	0.02	2.04
4 кв.	3.61	79.5	30.4	1.24	3.00
Итого (2012)	50.5	350.1	147.9	9.59	24.6

Источник: Bloomberg

Банки продолжают сокращать вложения в облигации стран PIIGS. Крупнейшие европейские банки сократили объем вложений в государственные облигации наиболее проблемных стран еврозоны - Греции, Ирландии, Италии, Испании и Португалии, продав в январе-сентябре бумаги на 65 млрд. евро (13% от суммы вложений), и уменьшив таким образом вложения до 513 млрд. евро. В абсолютном выражении свои инвестиции в гособлигации наиболее значительно урезал крупнейший французский банк, BNP Paribas - на 7 млрд. евро, до 28,7 млрд евро на 30 сентября. Сокращение аналогичных активов Deutsche Bank было самым значительным в процентном выражении - 6 млрд евро (на 66%), теперь ведущий германский банк владеет госбумагами Греции, Ирландии, Италии, Испании и Португалии всего на 3.2 млрд. евро. По подсчетам Европейского банковского управления (ЕВА) крупнейшим европейским банкам необходимо привлечь капитал в размере около 115 млрд. евро в рамках мер, которые следует принять в ответ на долговой кризис в регионе.

Объем вложений финансового сектора (государственный, частный и банки) стран в долги стран PIIGS, млрд.евро

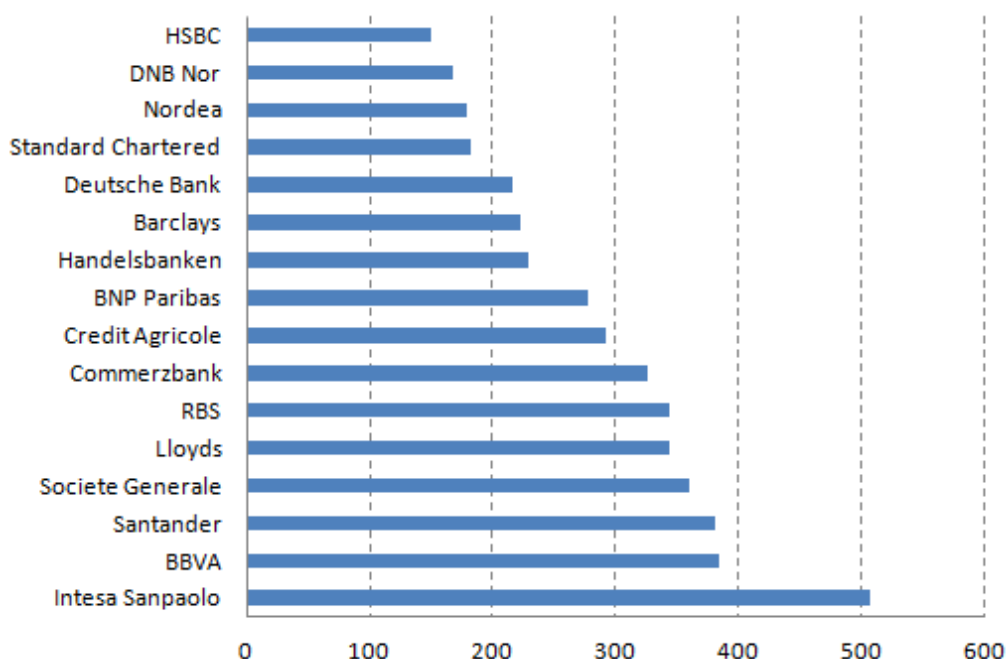


Источник: Bank for international settlements (на июнь 2011г.)

Европейские банки столкнулись с необходимостью продажи активов из-за более высоких требований к капиталу. Европейские регуляторы вынуждают банки увеличить показатель достаточности капитала до 9% к июню 2012г. на фоне возросших рисков в системе. Сложность в привлечении капитала из-за крайне низкой стоимости акций (с начала года капитализация европейских банков снизилась на 33%) вынуждает европейские банки продавать активы, в том числе качественные активы на развивающихся рынках, что негативно отражается на их долгосрочной инвестиционной привлекательности.

Рейтинги стран ЕС и крупнейших европейских банков будут пересмотрены в 1 кв. 2012г. Moody's и S&P недавно заявили, что они могут снизить рейтинги крупнейших европейских банков, включая BNP Paribas, Societe Generale, Credit Agricole, Banco Santander, Commerzbank, Intesa Sanpaolo, UniCredit, Credit Suisse и UBS, после того как будут пересмотрены рейтинги всех стран еврозоны, включая Германию, Францию, Италию и Испанию. Рынок во многом уже опередил действия рейтинговых агентств, и долговые бумаги европейских банков сейчас отражают более высокую вероятность дефолта.

Стоимость CDS (credit default swaps) на облигации европейских банков

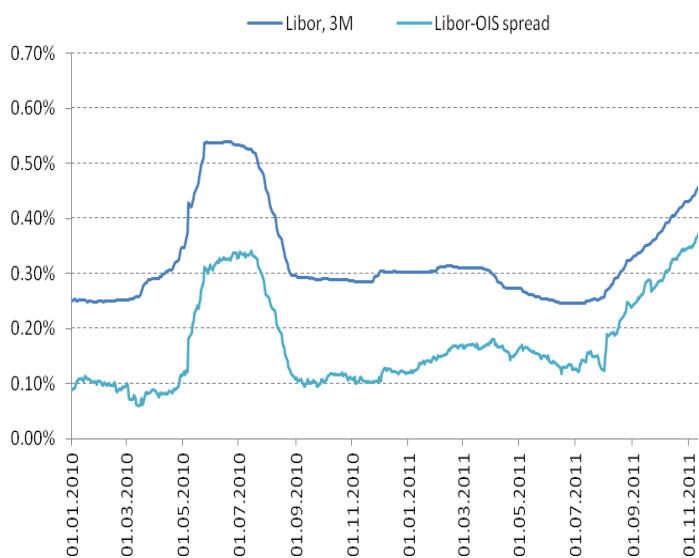


Источник: Bloomberg

Ситуация на денежном рынке

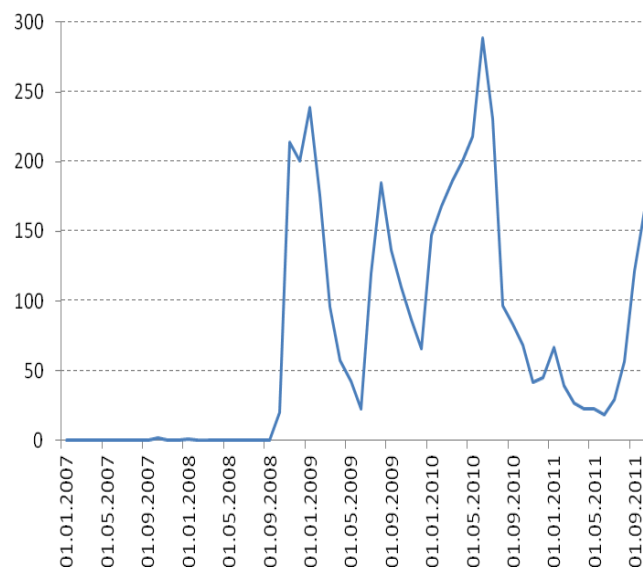
В последнее время из-за долговых проблем в Европе долларový LIBOR 3 мес. вырос с 0.25 до 0.53%. LIBOR/OIS спред с 15 до – 43 б.п. , а депозиты ЕЦБ вновь пользуются спросом у европейских банков. Все эти индикаторы свидетельствуют о возрастании напряжения в европейском банковском секторе и увеличения риска кредитования на межбанковском рынке. Пользуются популярностью и инструменты рефинансирования, предоставляемые со стороны ЕЦБ. На наш взгляд ЕЦБ готов сделать все возможное для поддержания ликвидности в банковском секторе, однако снижения качества активов в результате кризиса европейского госдолга будет способствовать сохранению напряжения на европейском межбанковском рынке, что также негативно отразится на позициях российских банков, которые в свое время активно привлекали финансирование у европейских банков.

Ставки на межбанковском рынке Европы



Источник: Bloomberg

Депозиты в ЕЦБ, млрд. евро

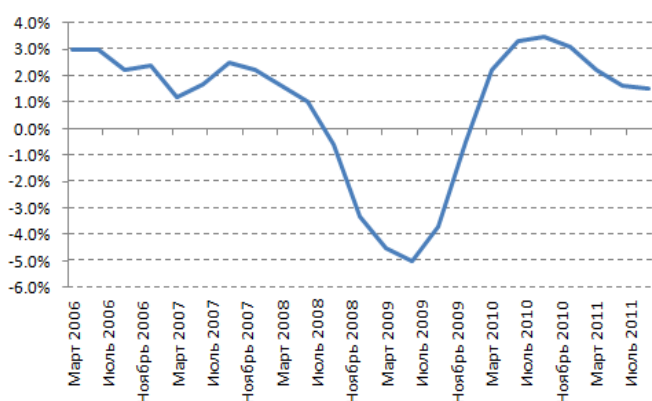


Источник: Bloomberg

Экономика США

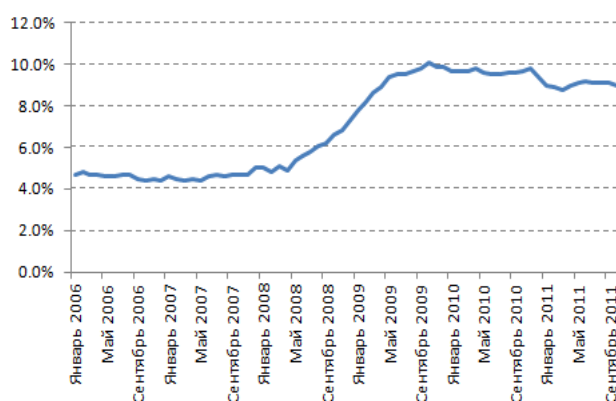
В 2011г. экономика США столкнулась со снижением темпов роста экономики. Согласно консенсус прогнозу экономика США в 2011г. вырастет на 1.8%, по сравнению с 3% в 2010г. Это обусловлено более высокой базой и слабостью рынка труда, где до сих пор наблюдается высокий уровень безработицы. Если сценарий рецессии в Европе оправдается, то в следующем году в экономике США может последовать дальнейшее замедление темпов роста экономики.

Темп роста ВВП (квартальный), % год-к-году



Источник: Министерство труда США

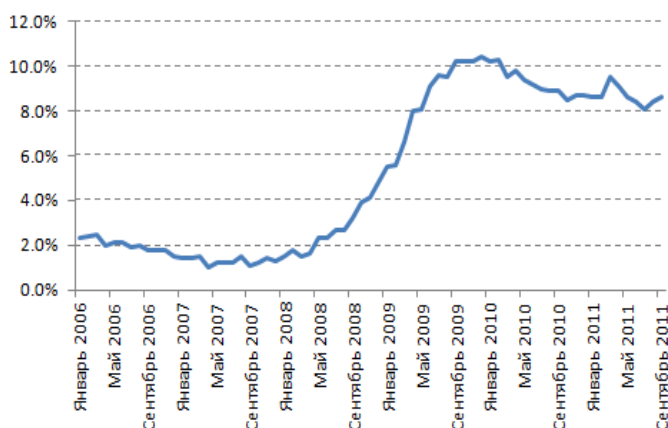
Уровень безработицы



Источник: Министерство труда США

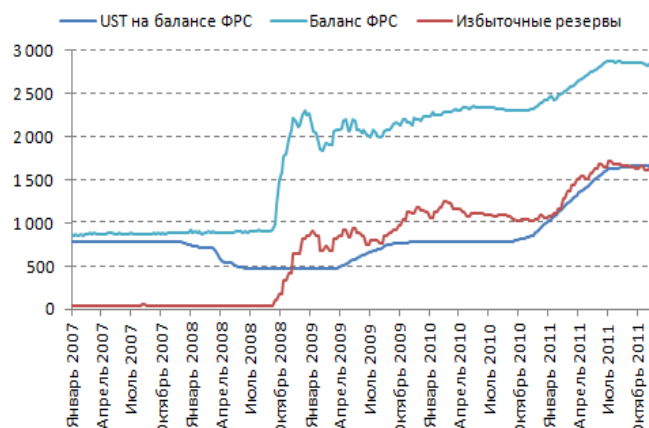
Замедление экономики последовало на фоне применения стимулов как фискальных, так и монетарных. США продолжают наращивать дефицит бюджета, который в этом году, скорее всего, окажется около 9%. Напомним, что на гос.расходы в последнее время приходится около 25% ВВП США. В первой половине 2011г. ФРС поддержало экономику США путем скупки US Treasuries, объем программы составил \$600 млрд.

Дефицит бюджета, % от ВВП



Источник: Министерство торговли США

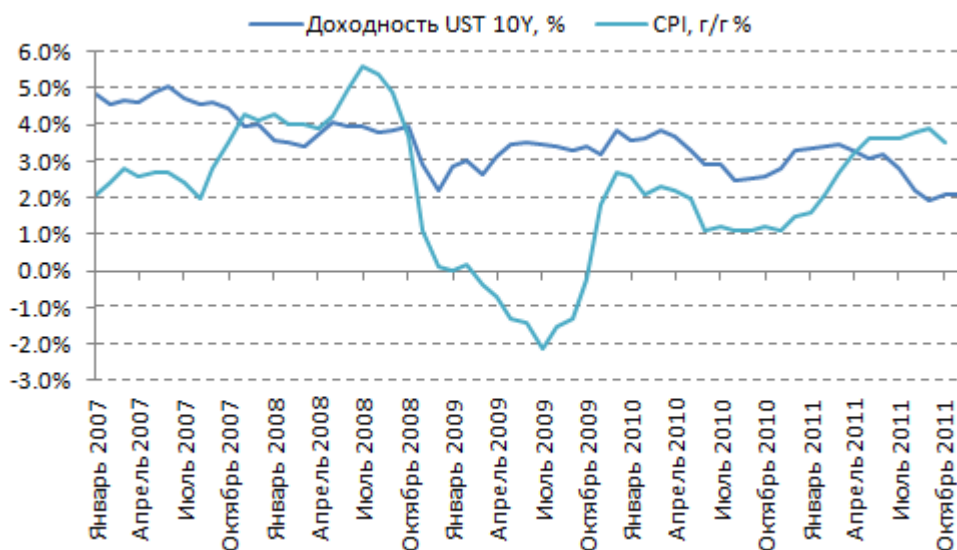
Баланс ФРС, млрд. \$



Источник: ФРС

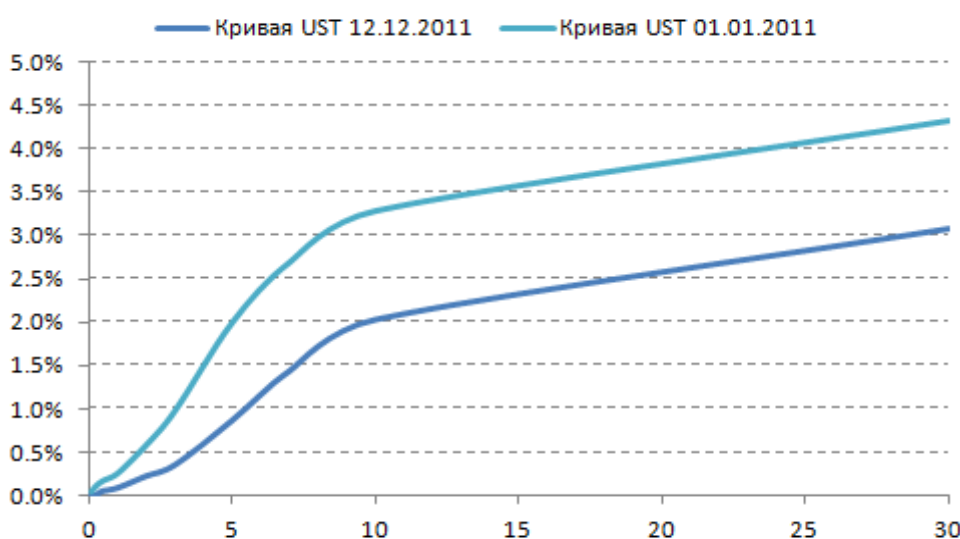
Европейский кризис позволил казначейству США привлекать средства инвесторов под рекордно низкие ставки. Интересный факт, что после снижения рейтинга США со стороны S&P с AAA до AA+ в августе, доходность по казначейским облигациям не только не снизилась, но и достигла своего исторического минимума в сентябре, ставка по 10 летним treasuries составила 1.7% при инфляции около 3.5%.

Ставка по 10 летним treasuries и CPI



Источник: Министерство труда США, Bloomberg

Кривая американских казначейских облигаций в начале и конце 2011г.

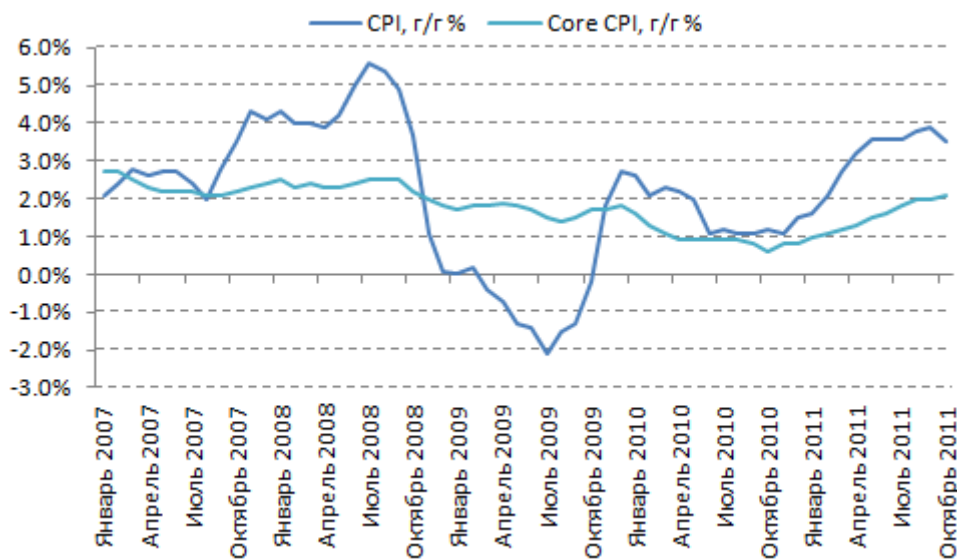


Доходность по краткосрочным казначейским вексям сейчас составляет около 0%.

Источник: Bloomberg

После непрекращающегося роста с ноября 2010г. инфляция снизилась в октябре до 3.5% год-к-году, при этом показатель core CPI (индекс потребительских цен без учета цен на сырье и продовольствие) продолжил увеличиваться и составил 2.1%, став максимальным за последние 3 года.

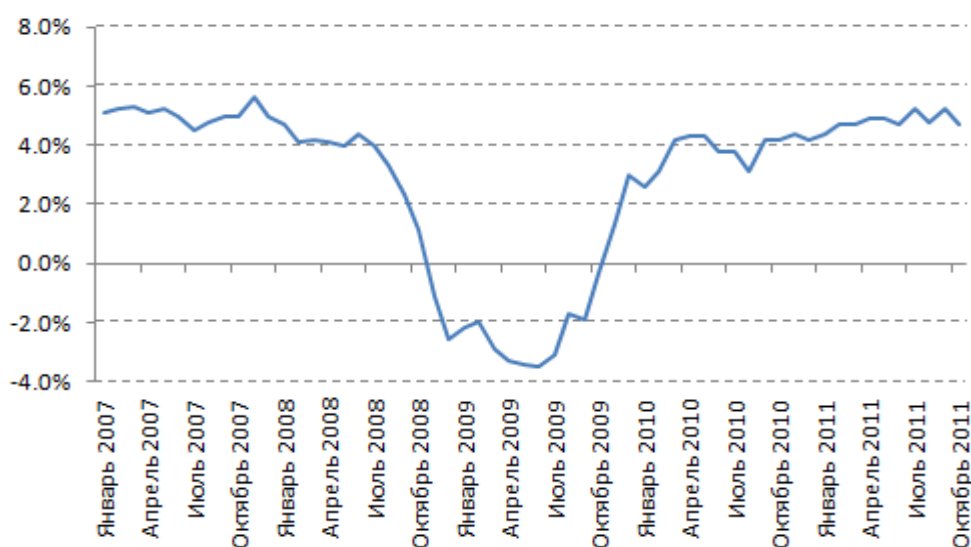
Динамика индекса потребительских цен в США



Источник: Министерство труда США

Темп роста потребительских расходов находится на максимумах (около 5% год-к-году) с конца 2007г. за счет активной поддержки населения путем бюджетных вливаний со стороны государства. Причиной тому также может служить рост потребительского кредитования в 2011г., после снижения в течение 2009-2010гг.

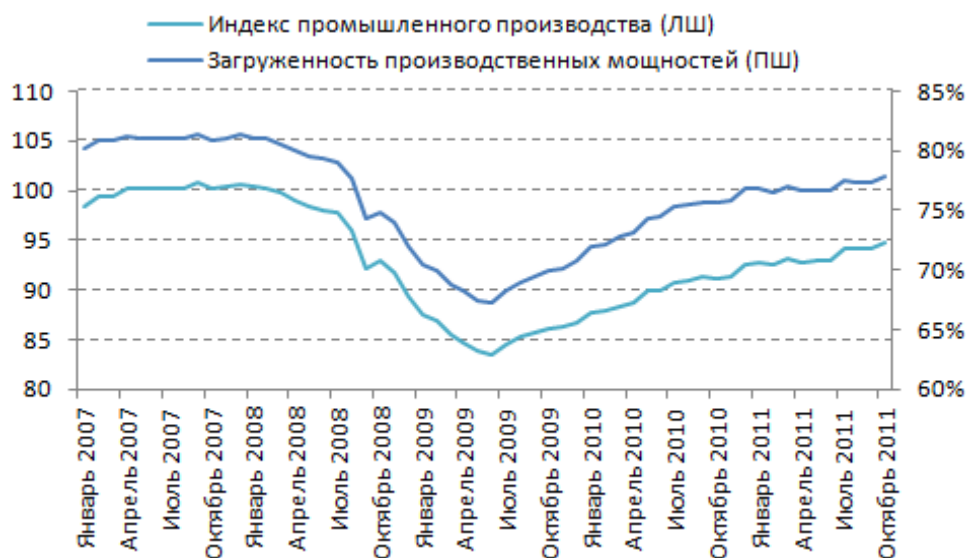
Темп роста потребительских расходов



Темп роста потребительских расходов вернулся к докризисным уровням.

Источник: Бюро экономического анализа США

Индекс промышленного производства и загруженность мощностей

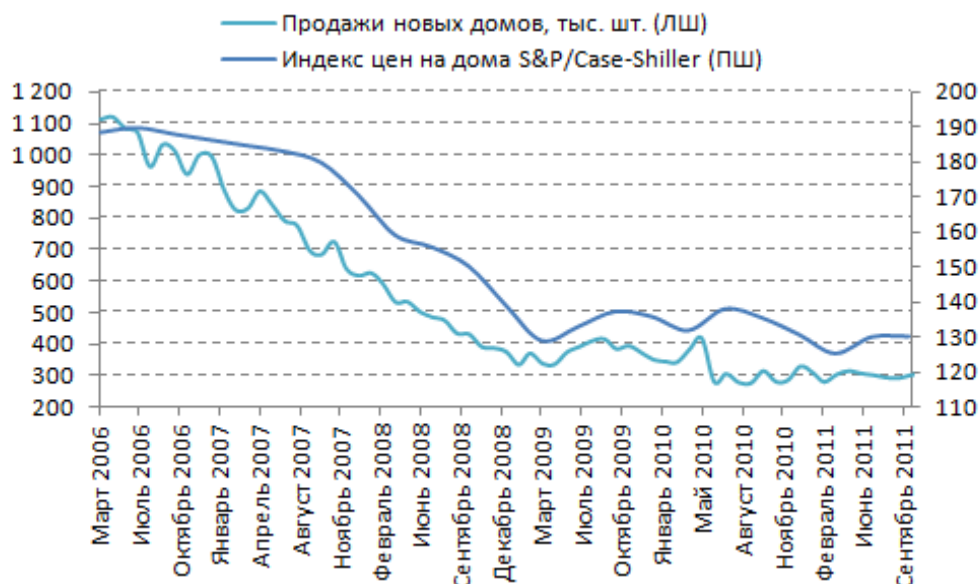


Индекс промышленного производства и уровень загрузки мощностей на максимуме с середины 2008г.

Источник: ФРС

Рынок недвижимости США все еще находится в стагнации. Продажи домов не растут, а цены продолжают снижаться. Сегодня стоимость недвижимости в США находится на уровне 2003г.

Продажи новых домов и стоимость американского жилья

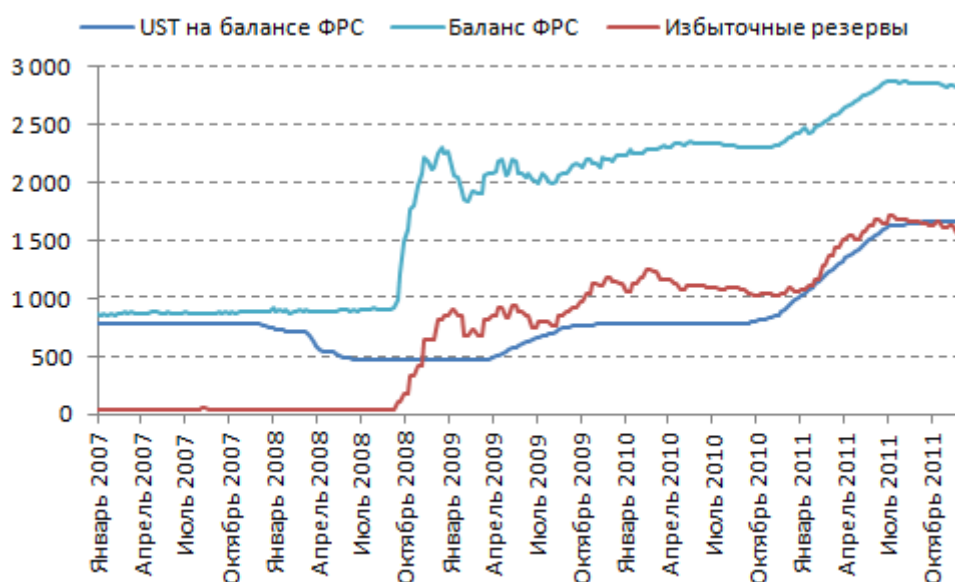


Рынок недвижимости пока не показывает никаких признаков улучшения ситуации.

Источник: Министерство торговли США, Case-Shiller

После завершения программы выкупа казначейских облигаций объемом \$600 млрд. (QE2), общий объем treasuries на балансе ФРС составил около \$1.6 трлн., а общий объем активов на балансе ФРС \$2.8 трлн. В августе ФРС объявила об операции Twist, заключающейся в удлинении срока портфеля treasuries, то есть продажи коротких и покупки длинных гособлигаций для того, чтобы сделать кривую treasuries более пологой и удешевить длинные ставки. Фактически с июля взял паузу в деле расширения баланса после довольно неоднозначных результатов программы QE2. Однако мы ожидаем, что в следующем году ФРС может запустить новую программу по выкупу ипотечных облигаций (предположительно объемом около \$500 млрд.), чтобы снизить ставки по ипотеке и оживить рынок недвижимости.

Баланс ФРС



Избыточные резервы на балансе ФРС начинают постепенно сокращаться.

Источник: ФРС

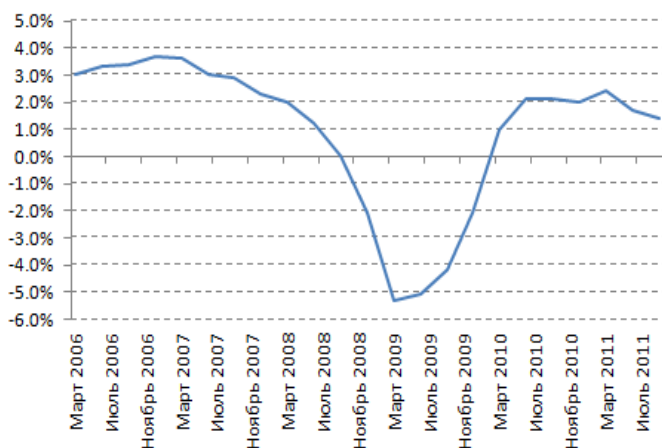
В следующем году казначейство США предложит инвесторам бумаг на сумму около \$1 трлн., по сравнению с \$454 млрд. в текущем, таким образом если не реализуется пессимистичный сценарий и инвесторы не побегут в безопасную гавань treasuries, казначейству чтобы привлечь инвесторов придется предложить инвесторам более привлекательные ставки. Таким образом, мы прогнозируем увеличение доходности по кривой treasuries в следующем году.

Экономика Еврозоны

Экономика Европы резко сбавила темпы во втором полугодии 2011г. Некоторые индикаторы также свидетельствуют о том, что вероятно в 4-м квартале сразу несколько стран Еврозоны столкнулись со спадом экономики. Причина замедления европейской экономики заключается в снижении госрасходов и уменьшения уровня кредитования.

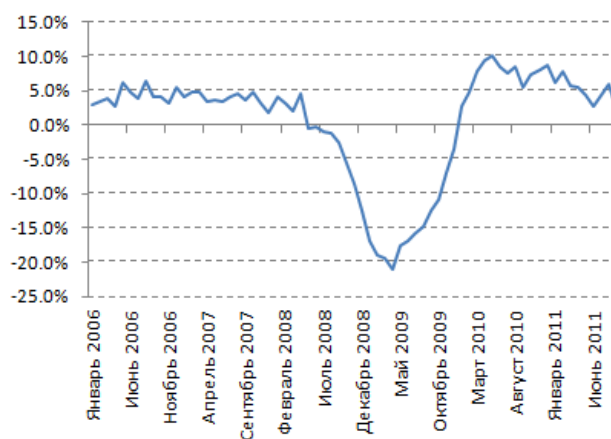
Темп роста ВВП стран Еврозоны предположительно составит 1.6% по сравнению с 1.9% в 2010г. При этом на 2012г., ЕЦБ прогнозирует темп роста ВВП Еврозоны от -0.3% до +1%. Такое сильное расхождение вызвано сложностью в прогнозировании последствий текущего кризиса на долговом рынке Европы.

Темп роста ВВП



Источник: Евростат

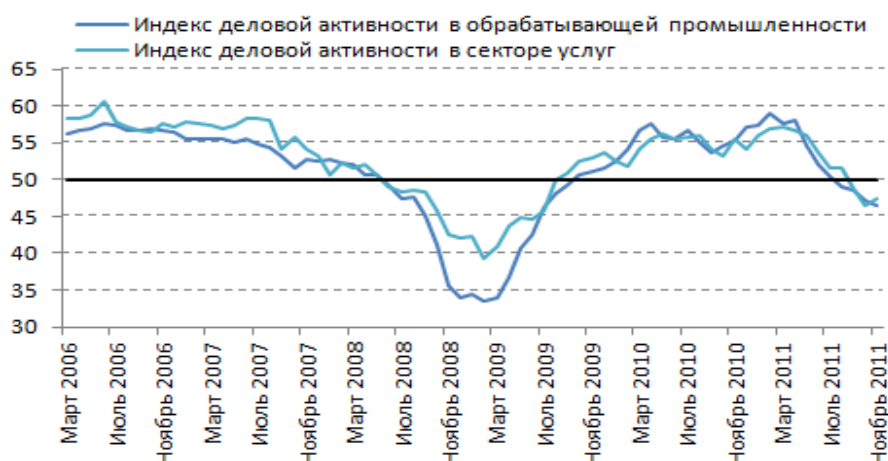
Промышленное производство



Источник: Евростат

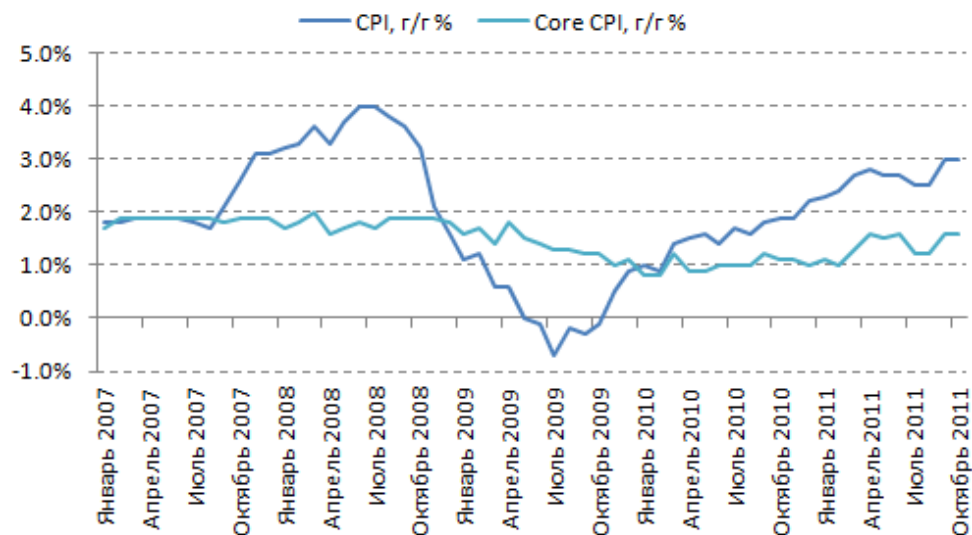
Большинство опережающих индикаторов в Еврозоне свидетельствует о значительном ухудшении экономической конъюнктуры.

Динамика индекса PMI Manufacturing



Индексы PMI в Европе снова на отрицательной территории с августа.

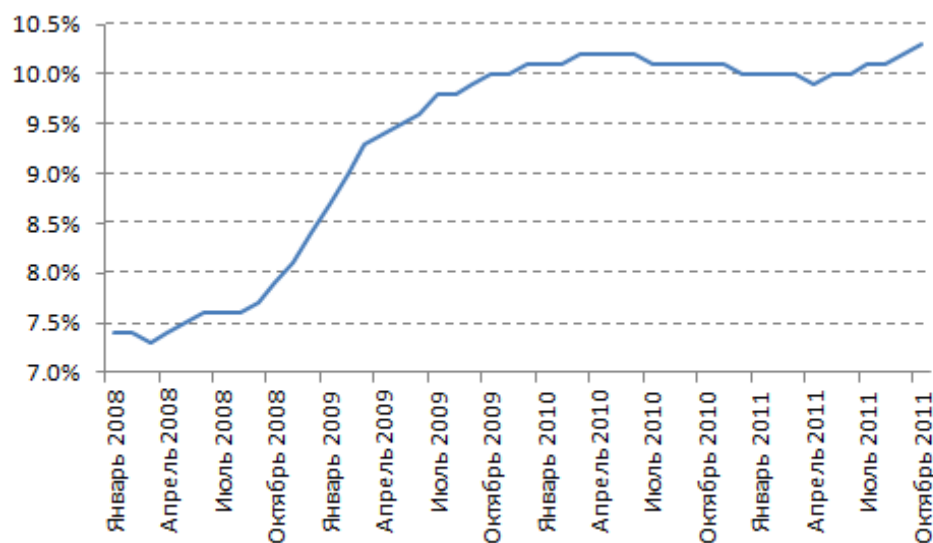
Индекс потребительских цен



Инфляция по-прежнему высокая...

Источник: Евростат

Уровень безработицы



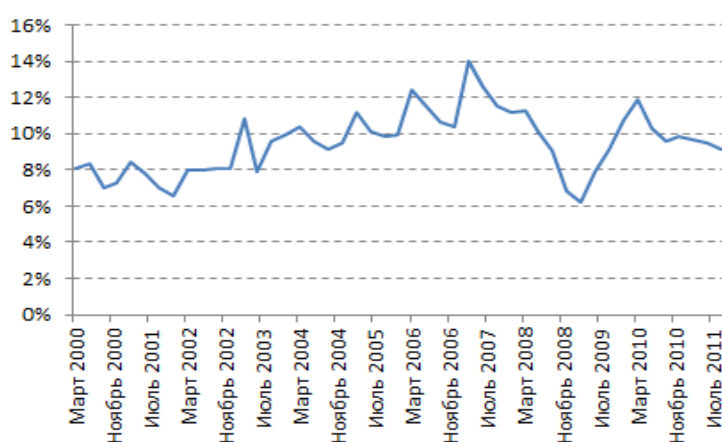
...при этом безработица на рекордно высоком уровне.

Источник: Евростат

Экономика Китая

Темп роста ВВП Китая в 2011г. согласно консенсус прогнозу составит 9.2%, по сравнению с 10.4% в 2010г. Китайская экономика не сбавляет темпов роста, несмотря на замедление экспорта за счет гигантских правительственных инвестиций в развитие инфраструктуры. Огромная стимулирующая программа уже привела к образованию возможного пузыря на рынке недвижимости и значительному росту заимствований муниципальных властей.

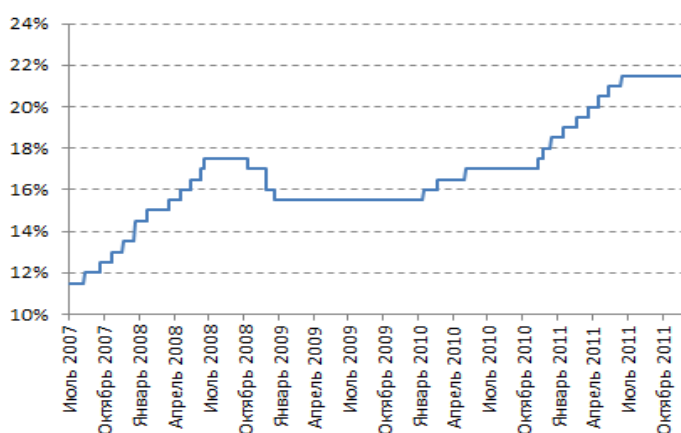
Темп роста ВВП, %



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

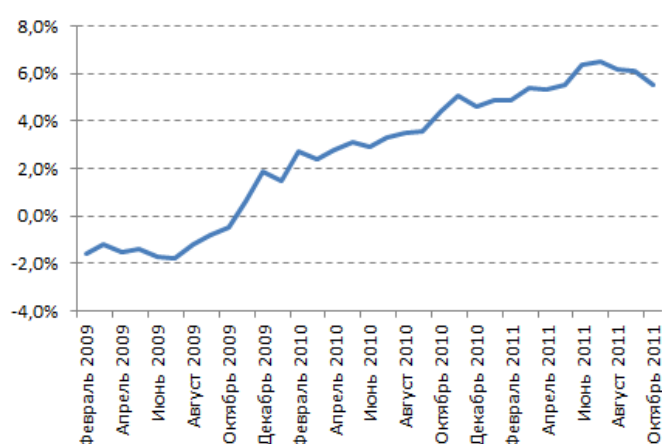
В ответ на это правительство Китая стало проводить политику по постепенному охлаждению экономики через повышение процентной ставки (с 5.31% до 6.56%) и увеличению требований к резервам по депозитам (с 15.5% до 21.5%).

Резервные требования по депозитам



Источник: Народный банк Китая

Динамика индекса потребительских цен

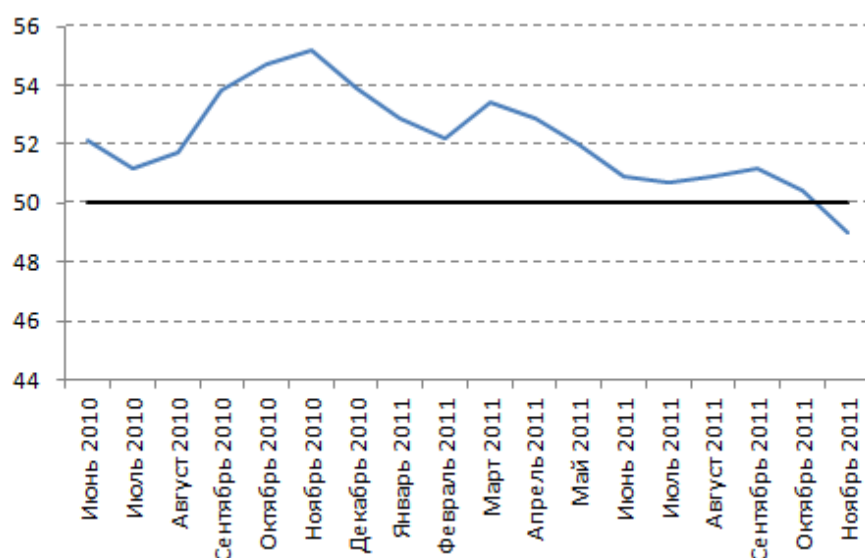


Источник: Национальное статистическое бюро КНР

Некоторое ослабление инфляции, наблюдаемое с октября (до 5.5% год-к-году) и европейский кризис, негативно отражающийся на прогнозах роста экономики и расширения экспорта, позволит китайским монетарным властям ослабить давление и начать проводить более мягкую монетарную политику. Так, с 5 декабря резервные требования будут снижены на 50 базисных пунктов и составят 21% для крупнейших банков. Мы ожидаем дальнейшего снижения требования к резервам в следующем году.

В ноябре вышли данные PMI (индекс менеджеров по закупкам) свидетельствующие о вероятном замедлении роста китайской экономики. Так индекс PMI в промышленности в ноябре составил 49 (значение индекса ниже 50 свидетельствует о замедлении), что стало первым негативным значением этого индекса с февраля 2009г. Весьма вероятно, что в условиях слабого роста в развитых странах китайская экономика может замедлить темпы своего роста.

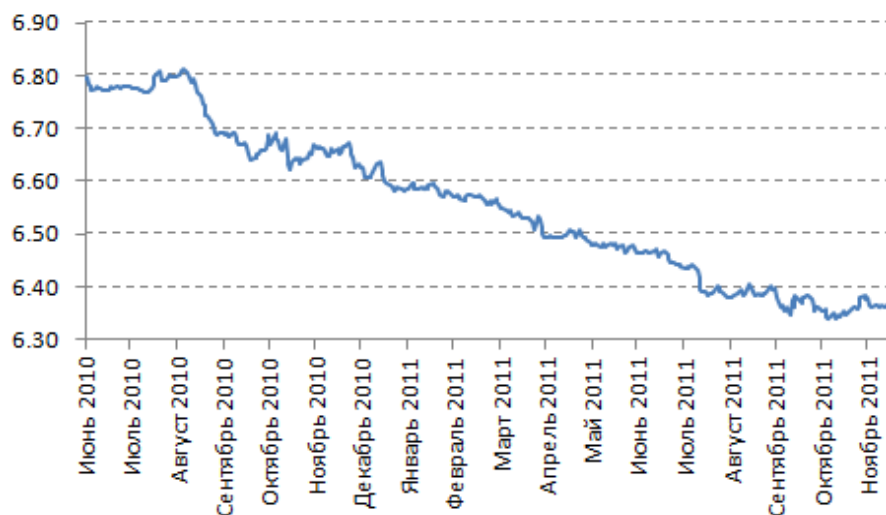
Индекс PMI Manufacturing Китай



Источник: Китайская федерация логистики и закупок

Курс китайского юаня по отношению к доллару с начала года укрепился на 3.7% по сравнению с 3.2% в 2010г. Китайский центральный банк продолжает курс контролируемого плавного укрепления юаня. Мы ожидаем, что курс на укрепления юаня сохранится в ближайшие годы по мере развития внутреннего рынка, однако темп роста курса, скорее всего, не превысит 3-5% в год.

Динамика курса доллар/юань



Источник: Bloomberg

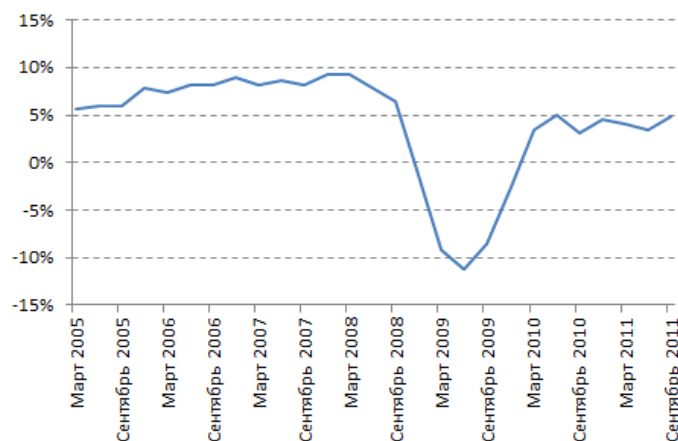
Китайский юань продолжил укрепляться в 2011г. За год его укрепление по отношению к доллару составило 3.7%.

Российская экономика

Кризис 2008–2009 гг. ясно показал, что Россия является неотъемлемой частью мировой экономики, с которой она связана через внешнюю торговлю и потоки капитала. В силу этого российская экономическая динамика критическим образом зависит от темпов роста в развитых странах. Особенно важна ситуация в Европе, поскольку ЕС – крупнейший торговый партнер России. Однако положение в европейской экономике ухудшается и угрожает рецессией, что усугубляется долговым кризисом, который вынуждает власти многих стран ЕС прибегать к мерам жесткой бюджетной экономии, в свою очередь, подрывающим возможности дальнейшего экономического роста. Если сценарий рецессии в Европе реализуется, что весьма вероятно, мы ожидаем сокращения спроса на экспортируемые из РФ товары, прежде всего сырье. В таких условиях российской экономике будет непросто показать высокие темпы роста.

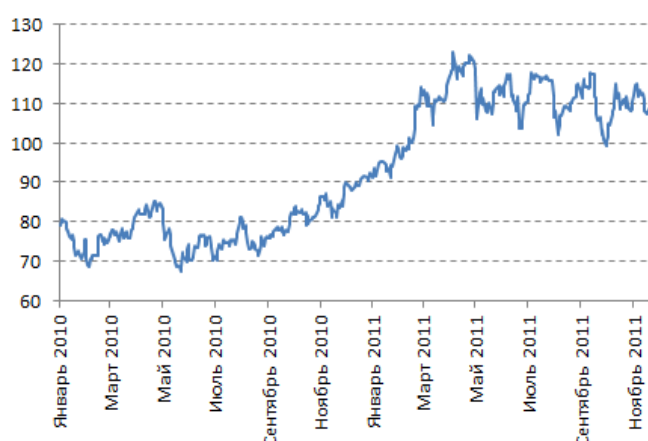
В 2011г. согласно предварительным прогнозам российский ВВП вырастет на 4.3%, по сравнению с 4% в 2010г. Более высоким темпом роста экономика РФ целиком обязана возросшим ценам на энергоносители. С начала года средняя цена Urals выросла на 40% и составила почти \$110 за баррель по сравнению с \$78.2 в 2010г.

Темп роста ВВП, квартальный год-к-году



Источник: Росстат

Динамика цен на нефть



Источник: Росстат

В 2012г. экспорт будет стагнировать. Торможение крупнейших экономик мира затронет и Россию, так как повлечет за собой сокращение экспорта, три четверти которого составляют сырьевые ресурсы. Среди экспортеров в лучшем положении окажутся компании, имеющие сильный канал сбыта в Азии.

На помощь экономике может прийти внутренний спрос, который на фоне увеличения темпа роста реальных заработных плат и оживления кредитования стимулирует рост розничных продаж. Но не стоит забывать, что в случае реализации негативного сценария кредитование может быть заморожено, что будет иметь серьезные отрицательные последствия для российской экономики.

Хотя в будущем году положительно на российской экономике скажется снижение ставки страховых платежей (с 34% до 30) и замедление повышения регулируемых тарифов. Если в последние годы тарифы повышались в среднем на 10–15% в год, то в 2012г. тарифы на электроэнергию предполагается поднять в среднем на 6,5–7,5%, на газ – на 7,5%, на грузовые железнодорожные перевозки – на 6%, на пассажирские – на 10%, на коммунальные услуги для населения – на 4,9%.

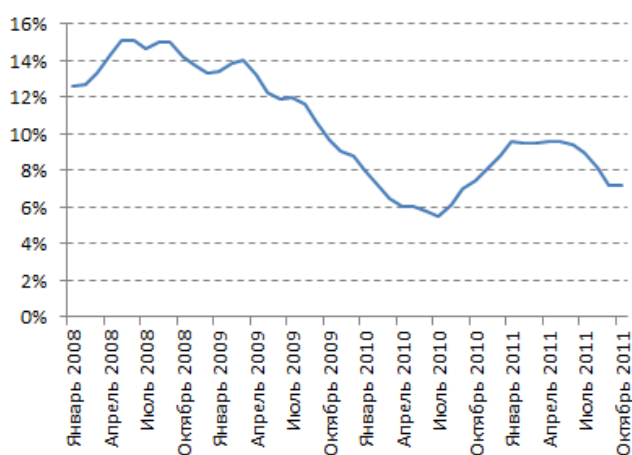
Рост регулируемых тарифов и потребительских цен, %

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П
Электронергия	17.8	13,5-14	6,5-7,5	10	10
Газ	27.4	15.3	7.5	15	15
Грузовые ж/д перевозки	9.4	8	6	5.5	5
Пассажирские ж/д перевозки	10	10	10	10	10
ЖКХ	14	12.2	4.9	10.3	10.5
Потребительская инфляция	8.8	7.8	7.4	7.3	7.

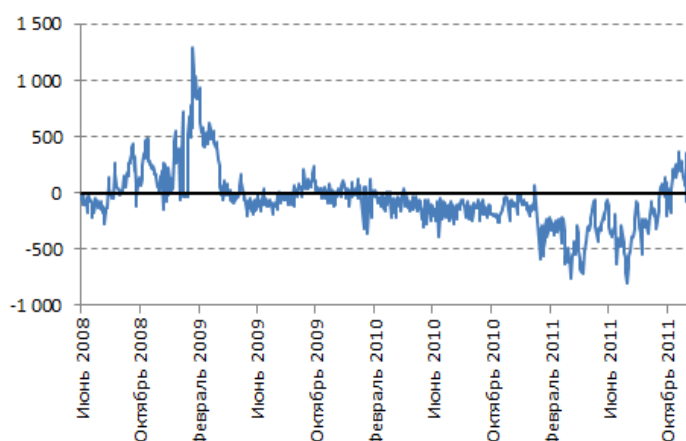
Источник: ФСТ, расчеты Прайм Марк

Замедление темпа роста тарифов положительно скажется на инфляции, которая в следующем году может продолжить снижение. За 11 месяцев 2011 года инфляция достигла рекордно низких значений – 5,6% (в прошлом году за аналогичный период она составляла 7,6%). Отметим, что за 2010 год инфляция в России составила 8,8%, по итогам 2009 года – также 8,8%, в 2008 году равнялась 13,3%.

Динамика индекса потребительских цен, год-к-Сальдо ЦБ РФ по предоставлению ликвидности банковскому сектору, млрд. руб.



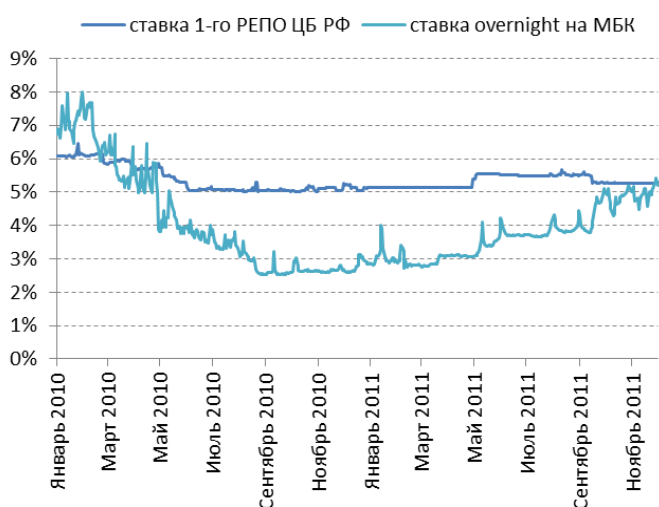
Источник: Росстат



Источник: ЦБ РФ

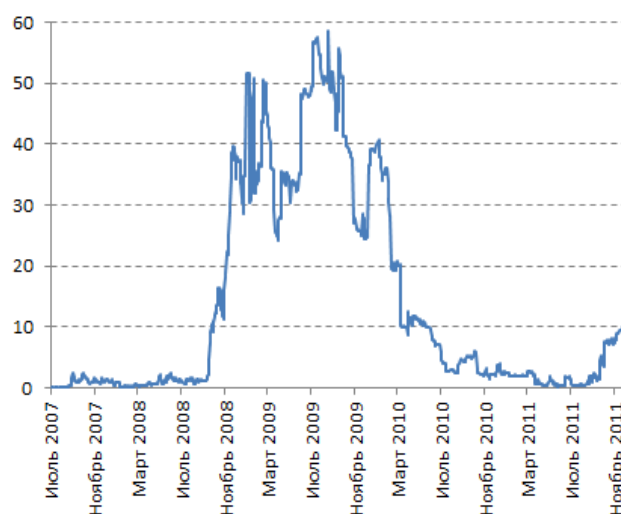
На внутреннем рынке наблюдается дефицит ликвидности. Осенью ЦБ РФ активно начал предоставлять российским банкам финансирование в условиях дефицита ликвидности и удорожания финансирования на межбанке. Ставки на межбанковском рынке впервые с февраля 2010г. стали превышать ставки центробанка. Вновь пользуются популярностью ломбардные кредиты - инструмент, который активно использовался центробанком в кризис. Дефицит ликвидности также отчасти вызван значительным профицитом бюджета, который по итогам 11 месяцев 2011г. составил 1.3 трлн.руб. или 2.8% ВВП.

Ставка overnight на МБК и ставка РЕПО ЦБ РФ



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg

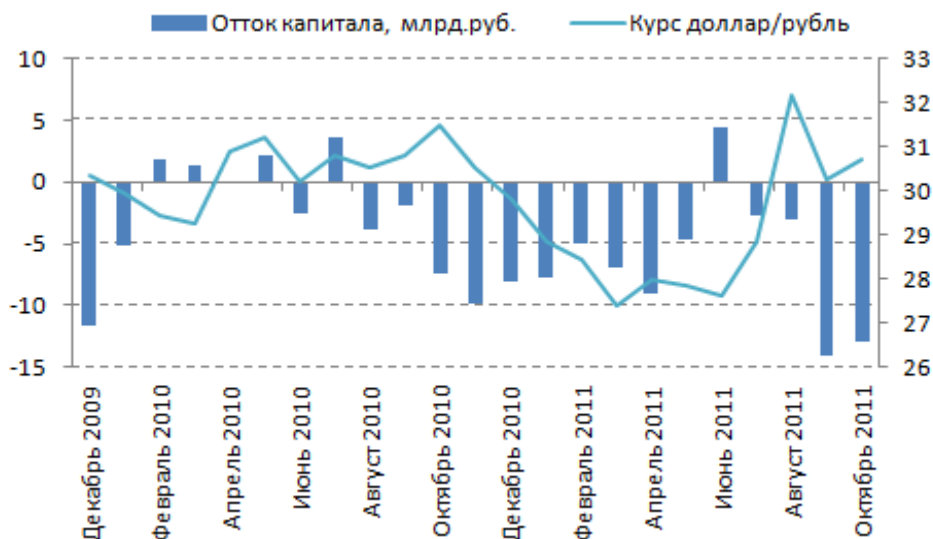
Объем ломбардных кредитов, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ

Волатильность на мировых рынках подстегивает отток капитала и ведет к ослаблению рубля. Европейские проблемы усилили опасения инвесторов относительно перспектив российской экономики. В этот раз Россия лучше защищена от проблем в реальном секторе, поскольку ЦБ более эффективно снабжает рынки ликвидностью, а структура корпоративного долга изменилась в лучшую сторону. Однако в настоящее время основную угрозу представляет бюджет, который свертывается при ценах на нефть выше \$100 за баррель. Несмотря на то, что по состоянию на ноябрь 2011г. российский бюджет исполняется с профицитом 1.4 трлн. руб., в следующем году при возможном проседании среднегодовой цены Urals до \$60 долл./барр. бюджетный дефицит достигнет 6% ВВП. Эти риски наряду с все возрастающими политическими и бизнес рисками подстегивают бегство капитала, что, вопреки устойчивым ценам на нефть, сопровождается ослаблением рубля.

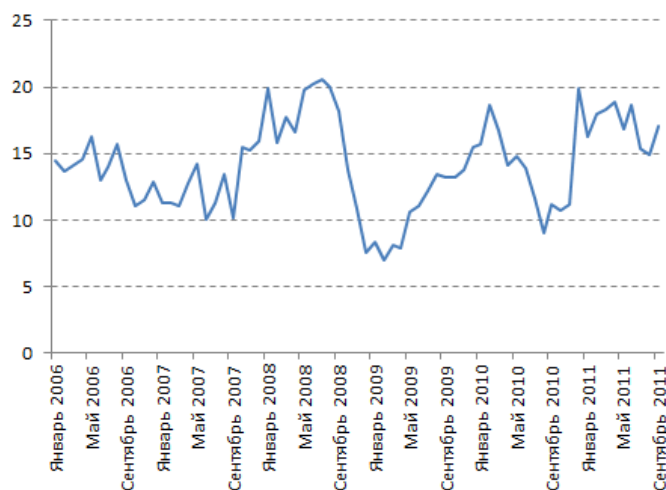
Динамика оттока капитала и курса рубля



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg

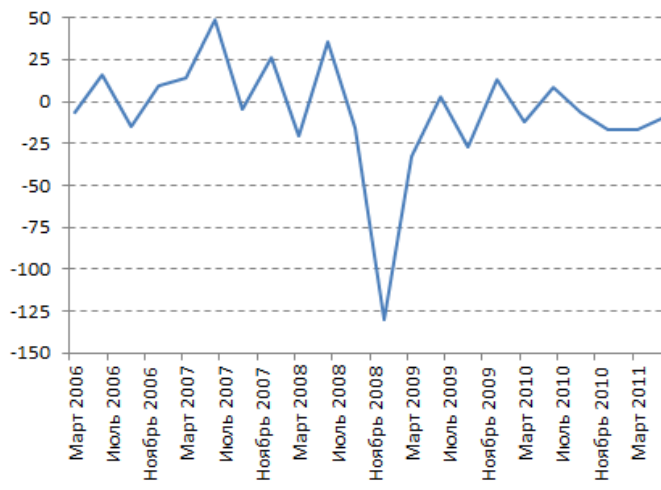
Вступление России в ВТО летом 2012г. едва ли принесет стране ощутимые экономические изменения. Основная причина в том, что достигнутые договоренности не предполагают существенного снижения тарифов, а сам процесс их снижения будет очень растянутым во времени. В частности, средний импортный тариф будет снижаться с 10% в 201г. до 7,8% на протяжении следующих восьми лет. Помимо умеренного снижения тарифов, России удалось договориться об особых условиях, которые, по существу, позволят сохранить статус-кво в ряде отраслей. Так, иностранные банки не смогут открывать филиалы в России и продолжат работать через дочерние структуры, которые обязаны полностью соответствовать требованиям ЦБ в отношении российских кредитных организаций. Снят с повестки дня вопрос о либерализации газового сектора: цены на газ по-прежнему будут регулироваться государством, сохранится и 30-процентная экспортная пошлина. Правительство должно будет зафиксировать формулы расчета экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты, однако эти формулы останутся в силе на неопределенный период времени. Кроме того, Россия договорилась о сохранении государственных субсидий сельскому хозяйству в размере \$9 млрд. в год, которые к 2018 г. необходимо будет урезать до \$4.4 млрд. Однако до сих пор величина госсубсидий не превышала \$6 млрд.

Динамика торгового баланса, млрд. \$



Источник: ЦБ РФ

Динамика платежного баланса, млрд. \$



Источник: ЦБ РФ

Вступление в ВТО запоздало. Вступление в ВТО дало бы России ощутимые экономические выгоды, если бы оно состоялось в 1990-е или в начале 2000-х гг., когда трудовые и природные ресурсы, а также энергоносители стоили довольно дешево. Однако в последние десять лет постепенное укрепление рубля и быстрый рост регулируемых тарифов нивелировали большинство конкурентных преимуществ России.

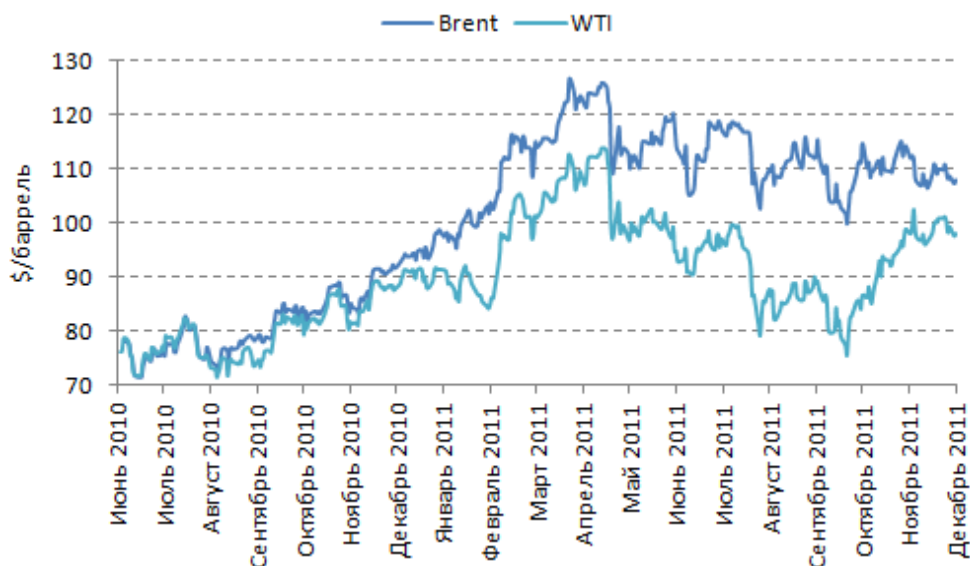
В долгосрочной перспективе сохранение проблем структурного характера и предстоящий длительный период медленного роста мировой экономики не позволят российскому ВВП расти быстрее, чем на 2–3% в год.

Сырьевые рынки

Нефть

Расхождение котировок Brent и WTI. Главная причина значительного расширения спреда между WTI и Brent сводится к так называемому синдрому Кушинга. Резкий рост добычи трудноизвлекаемой нефти на Среднем Западе США (в основном в Северной Дакоте) совпал с введением в эксплуатацию нефтепровода из западной части Канады и привел к избытку предложения в Кушинге (порт поставок WTI). Трансканадский трубопровод Keystone был запущен в феврале 2011 г., после чего начал резко расти дисконт WTI/Brent.

Спред Brent- WTI



Источник: Bloomberg

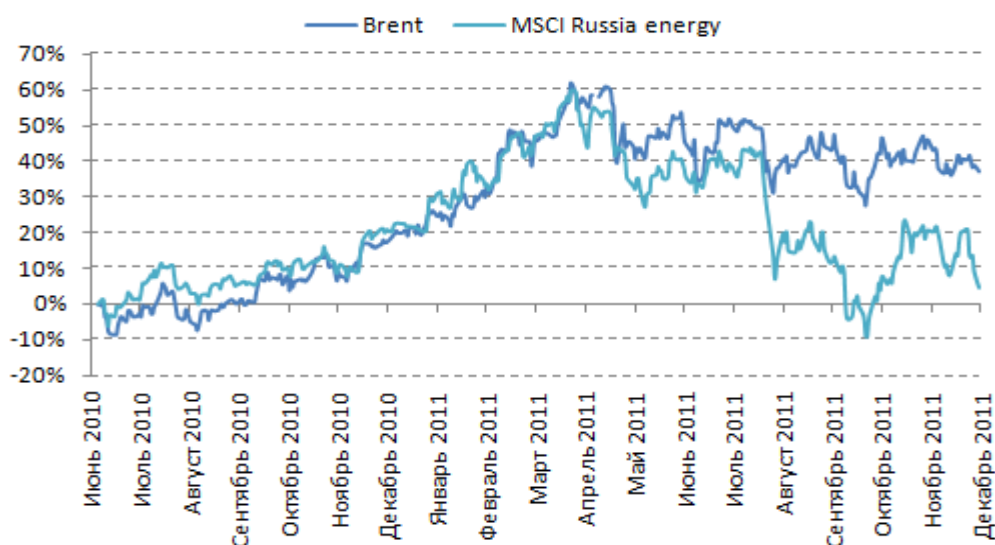
В то же время, напряженность на Ближнем Востоке и в Северной Африке и ожидаемый рост спроса со стороны Китая (который закупает нефть на Лондонской товарной бирже) породили дисбаланс между прогнозируемым предложением и спросом на рынке Европы.

Спред начал сужаться в конце октября после того, как канадский оператор трубопроводов Enbridge приобрел 50% компании Seaway, которая управляет нефтепроводом от Мексиканского залива до Кушинга. Enbridge хочет перевести работу данного нефтепровода в реверсный режим, чтобы сократить объем излишнего предложения нефти в Кушинге. Хотя такой шаг должен быть одобрен регулируемыми органами, спред уже сузился до \$10. Нефтепровод может начать функционировать в реверсном режиме не раньше второго квартала 2012 г.

В 2011г. мы наблюдали устойчивость цены Brent к проблемам в мировой и особенно в европейской экономике. В ходе двух предыдущих кризисов котировки Brent в конечном итоге реагировали на замедление динамики спроса и сокращение потребления углеводородов, обусловленное высокими ценами на нефть. Таким образом, сложившаяся ситуация позволяет предполагать вероятность сильного падения котировок Brent, когда ослабеет геополитическая напряженность. Однако слухи относительно роста напряженности вокруг Ирана пока не дают основания прогнозировать уменьшение роли геополитики в цене барреля Brent.

Ухудшение динамики акций российских нефтяных компаний относительно цены на нефть. Больше всего удивляет то, что акции российских нефтяных компаний не отозвались на сопротивление котировок Brent глобальным экономическим проблемам. Более того, в последнее время бумаги отечественных нефтегазовых предприятий (судя по динамике MSCI Russia Energy), по-видимому, более тесно коррелируют с котировками WTI. С начала года стоимость нефти марки Brent увеличилась на 16%, в то время как индекс MSCI Russia Energy снизился на 2%.

Динамика Brent и индекса MSCI Russia Energy



Источник: Bloomberg

Сейчас на нефтяном рынке сохраняется очень хрупкий баланс: предложения едва хватает, чтобы удовлетворить имеющийся спрос, и так, вероятно, будет и в 2012 году. По прогнозам МЭА, в следующем году спрос в среднем увеличится на 1,3 млн. барр. / сут относительно уровня 2011 года. Покрывать его будут либо с помощью дополнительных поставок ОПЕК, либо из складских запасов. Быстро возобновляются поставки нефти из Ливии, которая может начать ежедневно поставлять на рынок около 800 тыс. барр., но есть риск сокращения поставок из Мексики и Ирана. Поставки из стран, не входящих в ОПЕК, будут увеличиваться. По завершении строительства трубопровода Keystone XL, который должен связать канадские нефтеносные пески с побережьем Мексиканского залива, вырастет экспорт из Канады.

МЭА: прогноз поставок нефти, млн. барр./сут

	2009	2010	2011о	2012о
Страны, входящие в ОЭСР	18.8	18.9	18.9	19.2
Страны, не входящие в ОЭСР	29.1	29.8	29.8	30.4
Экономия и пр.	3.6	3.9	4.1	4.3
Всего страны, не входящие в ОПЕК	51.5	52.6	52.7	53.8
ОПЕК	34.1	34.7	35.9	36.7
Использование складских запасов	-	1	0.7	-
Всего	85.6	88.3	89.2	90.3

Источник: МЭА, ОПЕК, Прайм Марк

Недавно МЭА понизило прогноз спроса на нефть по итогам 2011 года на 400 тыс. барр./сут, а на 2012 год – на 500 тыс. барр./сут. Согласно новым оценкам, средний спрос на нефть в 2012 году составит не 91 млн. барр., как ожидалось ранее, а 90,3 млн. барр. Прогноз спроса по-прежнему сильно зависит от продолжения экономического роста в Китае, других азиатских странах (кроме Японии), ситуации на Ближнем Востоке и в ряде латиноамериканских стран. Прогнозы МЭА отражают вероятность начала мягкой рецессии в Европе, отсутствие роста спроса со стороны США и небольшое понижение предыдущих оценок по Китаю.

Доводы за и против повышения цен на нефть

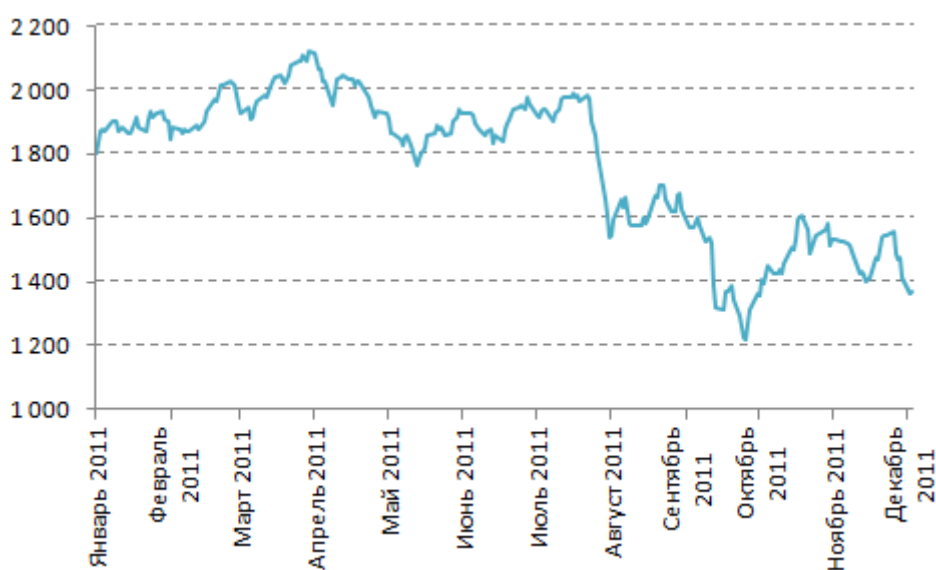
За	Против
Увеличение перевалки экспортной нефти через иракские порты до 3,6 млн. баррелей в сутки, которое было запланировано на начало 2012 г., видимо, будет отложено, и добыча будет ограничена уровнем 3 млн. баррелей в сутки (2,7 млн. баррелей в сутки в октябре 2011 г.)	По прогнозам зарубежных агентств, Ливия вернется к довоенным объемам добычи (1,6 млн. баррелей в сутки) в середине 2012 г. с нынешних 0,3 млн. баррелей в сутки.
Ядерная программа Ирана заставляет опасаться вероятности войны, которая приведет к прекращению поставок ближневосточной нефти. Еще больше беспокоит перспектива того, что Иран может атаковать иностранные суда в Ормузском проливе, чтобы препятствовать поставкам нефти из стран Персидского залива.	По оценкам МЭА, Саудовская Аравия увеличит добычу с текущих 10 млн. баррелей в сутки до 10,5 млн. баррелей в сутки (включая газоконденсат) к 2015 г. В 2010 г. Саудовская Аравия завершила ввод в эксплуатацию месторождений Khurais и Khursaniya, которые совместно увеличивают добычу на 1,7 млн. баррелей в сутки.
Высокая политическая нестабильность на Ближнем Востоке и в Северной Африке может стать причиной дефицита инвестиций, обусловленного возросшими рисками инвесторов или ограничениями капитальных вложений в нефтедобычу на внутреннем рынке, поскольку приоритет отдается другим государственным программам.	Падение спроса из-за высоких цен на нефть. МЭА считает, что устойчивая цена нефти \$ 100+ приведет к падению спроса в таком же масштабе, как и в 2008 г.
Растущая себестоимость добычи в основном сопряжена с повышением стоимости материалов, расходов на персонал, оборудование и услуги. Такие издержки тесно связаны как с ценами на нефть, так и с уровнем разведанности месторождений и степенью их разработки.	Из-за снижения экономических прогнозов оценки мирового спроса на нефть в 2012 г. Уменьшены до 1,2 млн. баррелей в сутки (ОПЕК) и 1,3 млн. баррелей в сутки (МЭА).
Рост уровня бюджетных расходов стран-экспортеров нефти, требующий поддержания высоких доходов для балансирования бюджета: за последние пять лет бюджетные расходы увеличились более чем в два раза.	Рост потребления нефти в Китае замедляется на фоне спада строительной активности: замедление роста в строительном секторе отмечается с февраля 2011 г.

Источник: МЭА, ОПЕК, Прайм Марк

Российский рынок

В этом году российский рынок напоминал американские горки. Рост первого квартала сменился коррекцией в мае. Еще более глубокая коррекция последовала в августе и сентябре на фоне усугубления европейского долгового кризиса, затем после возвращения аппетита к риску последовало октябрьское ралли. По состоянию на середину декабря индекс РТС все еще находится на 24% ниже своих значений начала года.

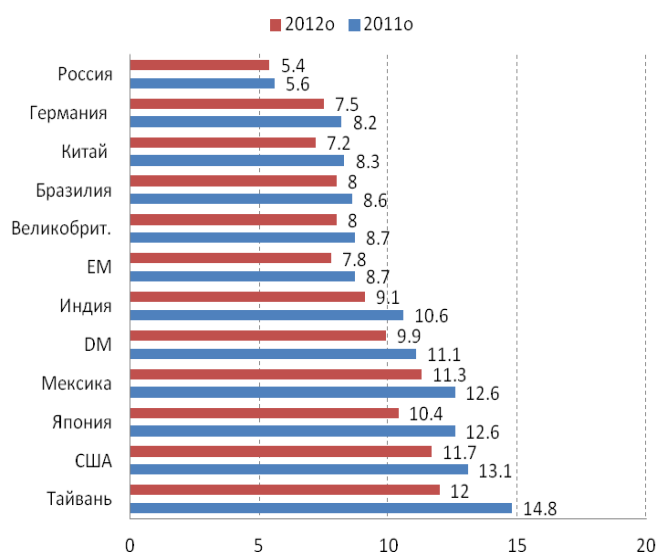
Динамика индекса РТС



Источник: Bloomberg

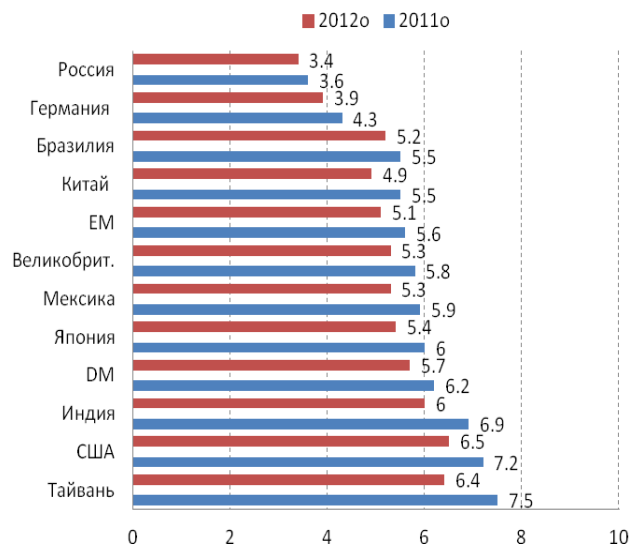
Российский рынок в настоящее время является одним из самых недооцененных в мире. Мультипликаторы P/E и EV/EBITDA на следующий год составляют около 5.4 и 3.4 соответственно. Низкие мультипликаторы российского рынка вызваны не столько сомнениями инвесторов в перспективах развития российских компаний, сколько восприятием России как одного из самых рискованных рынков, сильно подверженному циклическим колебаниям мировой конъюнктуры.

Сравнение мировых рынков по коэффициенту "цена/прибыль"



Источник: Bloomberg

Сравнение мировых рынков по коэффициенту "стоимость предприятия/ЕБИТДА"



Источник: Bloomberg

Далее мы оцениваем наиболее привлекательные акции с точки зрения таких показателей как чистый долг/ЕБИТДА. Чистый долг/Капитализация и P/E. В случае ухудшения мировой конъюнктуры лучше рынка будут смотреться акции компаний с низкой зависимостью от экономического цикла, с низкой долговой нагрузкой и с невысоким показателем P/E, в то время как в случае оживления аппетита к риску лучше будут выглядеть циклические компании с более высоким леведреджом.

Компании с высокой долговой нагрузкой, \$ млн.

	Чистый долг/ЕБИТДА (2011)	Чистый долг (конец 2011)	Чистый долг / Капитализация
Мечел	3.21	8 337	197%
ЧТПЗ	2.37	1 963	187%
Холдинг МРСК	2.28	6 909	174%
ТМК	3.01	3 571	155%
AFI Development	6.77	702	140%
НМТП	4.22	2 529	130%
АФК "Система"	1.06	9 050	121%
ГК ПИК	4.94	1 342	104%
Группа "Черкизово"	3.85	971	102%
Evrax Plc	1.91	6 552	101%
ОК Русал	4.56	11 360	99%
Новосибирскэнерго	2.08	437	99%
ТГК-1	2.15	1 105	90%
ОГК-6	4.69	687	88%
ММК	1.87	3 520	83%
МРСК Сибири	2.13	324	79%
МРСК Центра	1.71	749	75%
Alliance Oil Company	2.17	1 418	66%
ОГК-2	1.94	924	61%
Транснефть	0.64	6 106	58%
Группа ЛСР	2.79	1 066	55%
X5 Retail Group	3.17	3 367	55%
МРСК Урала	1.94	301	54%
Группа "ДИКСИ"	2.96	625	54%

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Компании с наибольшей денежной подушкой, \$ млн.

	Чистый долг/ЕБИТДА (2011)	Чистая денежная позиция (конец 2011)	Чистая денежная позиция / Капитализация
ОГК-3	-6.56	-1 022	-80%
Сургутнефтегаз	-2.39	-24 073	-70%
РД "КазМунайГаз"	-2.18	-3 368	-51%
Силовые машины	-1.96	-712	-43%
ОГК-1	-1.06	-387	-24%
Highland Gold Mining	-1.07	-193	-22%
Мосэнерго	-0.56	-471	-19%
Мостотрест	-0.79	-246	-16%
СТС Медиа	-0.77	-216	-15%
Э.ОН Россия	-0.84	-660	-14%
М.Видео	-0.85	-160	-14%
Яндекс	-2.29	-747	-12%
РусГидро	-0.59	-1 240	-11%

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Акции с самым низким коэффициентом P/E (цена/прибыль)

	P/E	
	2011о	2012о
Холдинг МРСК	4.5	2.7
Банк "Санкт-Петербург"	3.3	2.9
Evraz	3.4	3.2
Группа "Черкизово"	3.2	3.3
Группа ЛСР	5.2	3.5
ГК "Эталон"	6.0	3.5
МОЭСК	4.9	3.6
Газпром	3.1	3.6
Банк "Возрождение"	4.3	3.6
Сургутнефтегаз	3.3	3.7
Мечел	4.5	3.8
ТМК	4.7	3.9
ОГК-3	7.2	4.1
AFI Development	4.7	4.1
ЛУКОЙЛ	3.7	4.2
Аэрофлот	4.8	4.2
Татнефть	4.7	4.5
ВТБ	5.4	4.6
Северсталь	5.1	4.7
Энел ОГК-5	6	4.7
ОГК-1	6.6	4.8
Сбербанк	4.9	4.8
НЛМК	5.1	4.8

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

При негативном сценарии лучше рынка будут чувствовать себя акции Сургутнефтегаза, Лукойла, Транснефти, ФСК, Полюс Золото и Highland Gold. При позитивном сценарии мы выделяем металлургические компании

Компании, выплачивающие дивиденды, – одна из наиболее привлекательных инвестиционных возможностей в условиях ожидаемого ослабления мировых рынков в 1П 2012. Большинство из них – привилегированные акции.

Акции с самым высоким коэффициентом P/E (цена/прибыль)

	P/E	
	2011о	2012о
Интер РАО ЕЭС	50.4	46
Mail.ru Group	30.2	23.7
Магнит	19.6	14.5
Яндекс	19	14.2
Новый Ростелеком	14.2	13.6
НОВАТЭК	17.1	13.1
Акрон	7	11.5
Группа "ДИКСИ"	17.6	10.4
Норильский Никель	9.4	9.6
X5 Retail Group	13.3	9.4
Трансконтейнер	11.1	9.1
Polyus Gold International	9.6	8.6
М.Видео	11.2	8.5
МТС	10	8.5
ФосАгро	6.1	8.4
Уралкалий	8.6	8.3
ОК Русал	10.2	7.7
Глобалтранс	8.2	7.7
Global Ports	10.3	7.6
Eurasia Drilling Company	10.1	7.5
ФСК ЕЭС	9.6	7.4
СТС Медиа	7.2	7.3
Фармстандарт	8.3	7.2

Источник: расчеты Прайм Марк

Наибольшая дивидендная доходность за 2011 г.

	Цена, \$	Дивиденды на акцию, \$	Доходность
Мечел привил.	4.0	0.80	20.2%
Банк Санкт-Петербург привил.	3.3	0.41	12.6%
Башнефть привил.	41.3	4.23	10.2%
Сургутнефтегаз привил.	0.5	0.05	10.0%
ТНК-ВР Холдинг привил.	2.3	0.23	9.9%
Новый Ростелеком привил.	3.2	0.31	9.8%
Башнефть обыкн.	48.0	4.23	8.8%
ТНК-ВР Холдинг обыкн.	2.6	0.23	8.7%
Татнефть привил.	3.1	0.24	7.8%
МТС	15.2	0.99	6.5%
ЛУКОЙЛ	53.2	3.22	6.1%
Татнефть обыкн.	4.8	0.24	5.1%

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Нефтегазовый сектор

Нефтегазовый сектор играет ключевую роль для инвесторов в России. Он не только занимает львиную долю в расчетных базах основных фондовых индексов страны, но и предлагает инвесторам ряд преимуществ.

- Для акций нефтегазового сектора в принципе характерны защитные свойства. В 2008 г. бумаги отечественных нефтяных компаний потеряли в цене меньше, чем остальной рынок.
- По акциям нефтяных компаний выплачиваются лучшие дивиденды в России.

Российские нефтегазовые компании могут выстоять в периоды сильных падений цен на нефть и оставаться прибыльными при \$40-\$50 за баррель при нынешнем режиме налогообложения.

Сегодня почти все российские нефтегазовые компании являются недооцененными по мультипликаторам (средний коэффициент P/E около 4). Цены акций нефтегазовых компаний упали, а прогнозы прибыли либо не изменились, либо даже немного повысились благодаря пересмотру в меньшую сторону ожидаемого курса рубля.

Если настроение на мировых рынках улучшится, то мультипликаторы вернуться на более высокие уровни, и чем больше сегодня недооценена компания, тем сильнее будет отскок. При этом сценарии мы выделяем Роснефть, Башнефть и Eurasia Drilling.

При ослаблении аппетита к риску мы выделяем привилегированные акции Сургутнефтегаза благодаря высокой дивидендной доходности и большому объему валютных накоплений, с помощью которых компания получает бухгалтерскую прибыль от изменения курсов валют.

Если в 2012 году ситуация в мировой экономике существенно не изменится наиболее перспективными будут долгосрочные инвестиции в акции компаний с хорошими перспективами долгосрочного роста, такими как НОВАТЭК, ТНК-ВР Холдинг и Башнефть.

Банковский сектор

В настоящее время российские банки торгуются около 1 капитала (P/BV) и около 5 прибылей (P/E), что соответствует дисконту к показателям банкам развивающихся стран в 40-45%. Акции банков стали жертвой мрачного настроения мировых рынков, порожденного долговой ситуацией в Европе и опасениями по поводу глобальной рецессии. Вместе с тем пока эта ситуация не имела серьезных последствий для российской экономики и банковского сектора как такового.

Банковский сектор, ввиду значительного плеча (левериджа) который есть у банков, является наиболее рискованным в случае развития негативных тенденций на финансовом рынке и в экономике. В случае сохранения напряженной ситуации в Еврозоне сектор будет находиться под давлением. В то же время при увеличении аппетита инвесторов к риску акции банковского сектора будут пользоваться повышенным спросом.

В настоящее время российский банковский сектор находится в лучшей форме, чем в 2008г., учитывая более высокую ликвидность балансов, меньший внешний долг, а также комфортную валютную структуру кредитов. Просроченная задолженность покрывается резервами более чем на 100%, что создает хорошие возможности для дальнейшего роспуска резервов, уже наблюдавшегося в нынешнем году. Хотя в 2012г. прогнозируется дальнейшее замедление инфляции, чистая процентная маржа банков, как ожидается, останется достаточно высокой благодаря по-прежнему значительному спросу на розничные кредиты.

У Центробанка достаточно инструментов для управления ситуацией в банковском секторе. В условиях сокращения ликвидности на российском рынке банки стали активно прибегать к таким источникам фондирования, как ЦБ и Минфин. В последнее время объем кредитов ЦБ, привлекаемых банками, увеличился почти втрое до 2,5% совокупных активов с 0,8% в августе 2011 г. Однако этот показатель все еще существенно ниже пика, достигнутого в начале 2009 г., когда он был равен 12%. Такие инструменты, как беззалоговые кредиты и снижение резервных требований, а также меры дополнительной поддержки со стороны других государственных организаций пока не применялись, однако в случае ухудшения рыночной конъюнктуры Центробанк, вероятно, прибегнет к мерам, уже доказавшими свою эффективность во время кризиса 2008–2009 гг.

Уровень достаточности капитала по нормативу Н1 остается комфортным – около 15%. Однако на среднюю величину коэффициента существенно влияет Сбербанк, доля которого в капитале сектора превышает 30%, а показатель достаточности капитала составляет 17%. При этом у многих частных банков достаточность капитала по нормативу Н1 в настоящее время лишь немногим превышает минимальный уровень 10% и составляет от 11% до 13%. Со следующего года вступают в силу более жесткие правила определения операционных рисков, что окажет дополнительное давление на достаточность капитала.

Сбербанк остается нашим фаворитом в секторе. В непростое для мировой банковской отрасли время баланс Сбербанка исключительно надежен. Достаточность капитала первого уровня составляет 13%, соотношение кредитов и депозитов – 87%. Обязательства на 88% состоят из депозитов, денежные средства и их эквиваленты (высоколиквидные ценные бумаги) более чем вдвое превышают объем межбанковских кредитов и выпущенных облигаций. Просроченная ссудная задолженность покрывается резервами почти на 150%. Наконец, в портфеле Сбербанка нет облигаций проблемных стран еврозоны.

Учитывая недооцененность и хорошие перспективы лидера отрасли, на наш взгляд, он по-прежнему является наиболее защищенной инвестиционной ставкой – устойчивая база фондирования, сравнительно высокая чистая процентная маржа и ROAE на уровне выше 20% свидетельствуют о том, что флагман сектора превращается в эффективный и диверсифицированный банк. По доходу на средние активы (прогноз на 2010–2013 годы – 2,8%), банк занимает одно из первых мест в мире.

Сбербанк – крупнейший российский банк с активами 9,1 трлн руб. На него приходится более 25% активов и капитала сектора. Банк располагает крупнейшей сетью отделений в Европе – 20 тыс. офисов, расположенных во всех регионах России. В Сбербанке сосредоточено более 30% розничных и корпоративных кредитов в стране и почти 50% розничных депозитов.

Сбербанк недавно запустивший программу депозитарных расписок к тому же является самой ликвидной акцией среди российских эмитентов.

Металлургия

Металлургические и горнодобывающие компании являются одними из наиболее чувствительных к мировой конъюнктуре. В случае возникновения второй волны кризиса и падения мирового ВВП металлургические компании окажутся первыми кандидатами на продажу в портфелях инвесторов. Исключением, как известно, являются производители драгоценных металлов, которые демонстрируя отрицательную корреляцию между значением бета-коэффициента и глобальным циклом в средне- и долгосрочной перспективе.

Акции российских золотодобытчиков стоят недорого. После недавней коррекции российские золотодобывающие компании торгуются с гораздо более низкими коэффициентами, чем прежде, и не выглядят дорогими в сравнении с мировыми аналогами. Самые дорогостоящие среди российских золотодобытчиков – Polyus Gold International и Polymetal International – торгуются с прогнозом EV/EBITDA на 2012 г., равным 5,0 и 4,7 соответственно, тогда как соответствующий средний коэффициент для крупных зарубежных компаний сектора составляет 5,9.

Тем не менее, вложения в золото напрямую являются более предпочтительными на наш взгляд на фоне отрицательных реальных процентных ставок и повышения градуса риска в мировой финансовой системе.

Лучшие акции при усилении склонности инвесторов к риску: Мечел, Евраз.

Лучшие акции при ослаблении склонности инвесторов к риску: Полиметалл, Highland Gold.

Телекоммуникации

Традиционно бумаги компаний телекоммуникационного сектора считаются защитными в периоды рыночной неопределенности. Однако предпочтение здесь стоит отдавать компаниям с низкой долговой нагрузкой, высокими денежными потоками и неплохой дивидендной доходностью.

Широко обсуждаемые аукционы по распределению частот для сотовой связи четвертого поколения должны пройти уже в будущем году, но в связи с необходимостью проведения очистки частот, развертывание сетей 4G в России, вероятно, начнется не ранее 2013 года..

Среди акций телекоммуникационных компаний мы рекомендуем МТС, принимая во внимания ожидаемую высокую дивидендную доходность (около 7%) по бумагам эмитента, а также учитывая сильные рыночные позиции компании на рынке мобильной и фиксированной связи, низкий размер долга и ясную географическую стратегию с фокусом на Россию и СНГ.

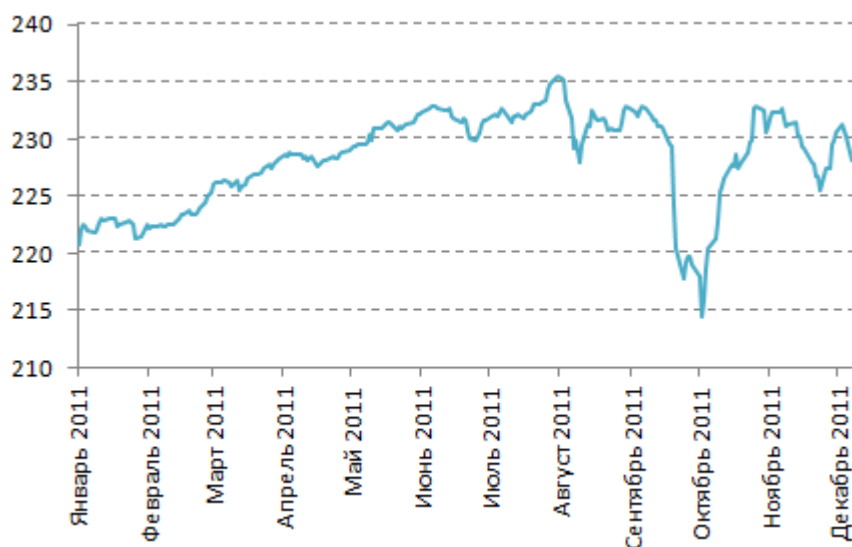
Также интересной идеей в следующем году могут быть “префы” Ростелекома, которые могут быть конвертированы в обыкновенные бумаги и пока торгуются с существенным (40%) дисконтом к ним, а кроме того, предлагают солидную дивидендную доходность.

Российский долговой рынок

Еврооблигации

По итогам 2011г. российские евробонды показали положительную динамику. Но, несмотря на свою фундаментальную привлекательность, российские еврооблигации также как и остальные бумаги развивающихся рынков, вряд ли станут прибежищем капиталов в 2012г. в случае эскалации проблем в Евросоюзе.

Динамика индекса российских еврооблигаций TDI Russia



За год индекс TDI Russia увеличился на 3.4% до 228 пунктов.

На наш взгляд, при формировании портфеля на 2012 год следует применить наиболее консервативный подход и формировать портфель из бумаг с высоким кредитным качеством и короткой дюрацией (до 1.5 лет).

Лучшие облигации на 2012г.

Бумага	Дюрация	Валюта
Распадская – 12	0.48	USD
ВТБ - 12	0.84	USD
Газпром – 13	1.12	USD
Вымпелком - 13	1.28	USD
Банк Москвы - 13	1.33	USD
Россельхозбанк- 13	1.34	USD

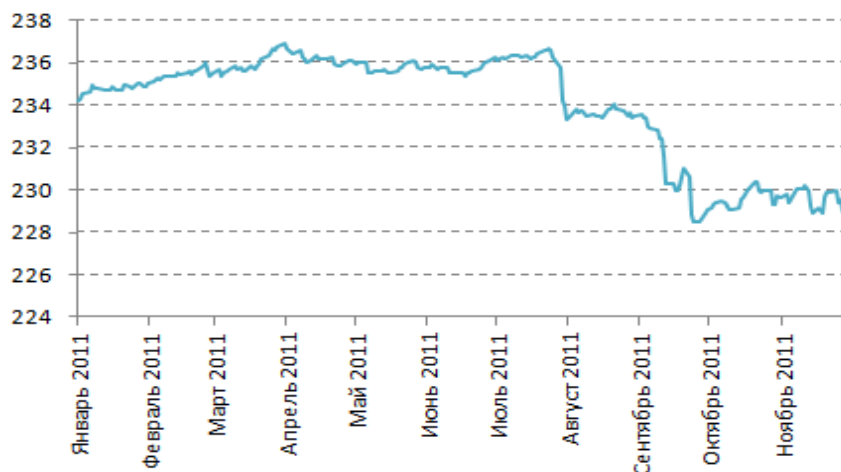
Источник: Прайм Марк

Высокая волатильность на рынке создает много возможностей для получения высокой прибыли. Глубокие провалы котировок облигаций можно использовать для покупки длинных бумаг. Однако такие инвестиции должны носить краткосрочный характер.

Рублевые облигации

В 2011г. российские рублевые облигации показали отрицательную динамику, как в абсолютном, так и относительном выражении за счет снижения цен и ослабления рубля.

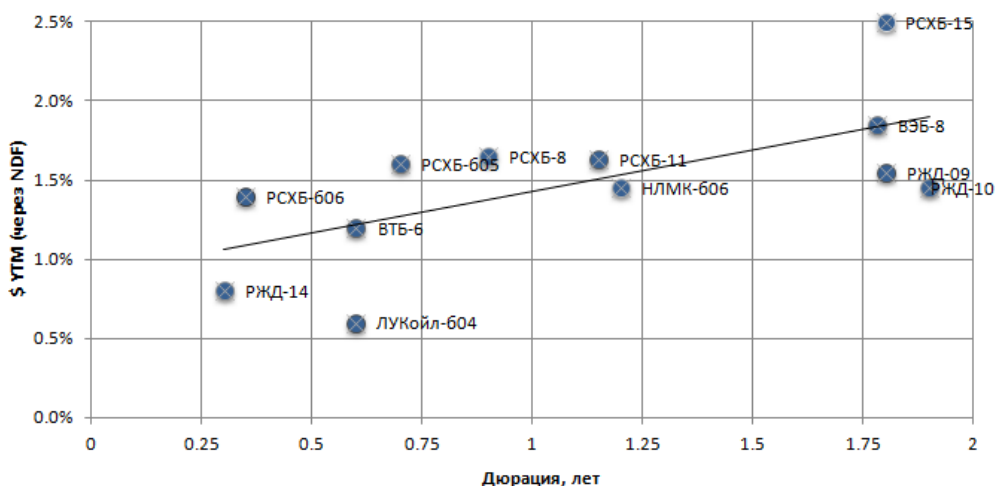
Динамика индекса рублевых облигаций TRI Composite



За год индекс TRI Composite снизился на 2.2%.

Среди облигаций, номинированных в рублях, мы также отдаем предпочтение надежным коротким бумагам. Однако, в настоящий момент вложения в рублевые облигации с рейтингом от BBB- и выше малопривлекательны с точки зрения получения долларовой доходности. На наш взгляд в 2012 году рубль покажет слабую динамику. Использование NDF не позволяет получить долларовую доходность выше 2.5% годовых на дюрации до 2-х лет, т.к. ставки NDF находятся на высоком уровне. При этом вложения в бумаги с рейтингом ниже инвестиционного могут быть опасными при внешних стрессах.

Долларовая доходность к погашению рублевых облигаций с учетом стоимости NDF



Приложения

Долговая нагрузка стран Еврозоны (% ВВП)

	Общий нефинансовый долг в 2010г. (% ВВП)	Частный долг (2010)	Корпоративный долг (2010)	Госдолг		Процентные расходы по госдолгу		Дефицит бюджета	
				2010	2011	2010	2011	2010	2011
Еврозона	253	66	101	86	88	2.7	3.0	-5.8	-4.7
Австрия	220	57	91	72	73	2.6	3.0	-4.6	-4.0
Бельгия	219	55	67	97	97	3.4	3.5	-4.1	-3.7
Германия	209	61	65	83	82	2.4	2.4	-4.3	-2.1
Греция	265	60	62	143	169	5.5	5.9	-10.5	-8.0
Ирландия	407	118	193	96	111	3.2	3.8	-12.3	-9.8
Испания	271	85	126	60	68	1.6	2.8	-9.2	-6.5
Италия	245	43	82	119	120	4.5	5.0	-4.6	-3.8
Нидерланды	277	127	87	63	65	1.2	1.5	-4.1	-2.9
Португалия	316	95	128	93	99	3.0	3.3	-9.1	-6.2
Финляндия	201	63	90	48	53	1.4	1.4	-2.8	-2.3
Франция	222	55	85	82	85	2.5	2.7	-7.1	-5.9

Механизмы финансовой помощи европейским странам

	Европейский фонд финансовой стабильности / European Financial Stability Facility (EFSF)	Европейский механизм финансовой стабильности / European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)	Европейский стабилизационный механизм / European Stability Mechanism (ESM)	Программа по выкупу ценных бумаг / Security Market Programme (SMP)	Межгосударственные кредиты стран Еврозоны Греции
Правовая форма	Частная компания, принадлежащая членам Еврозоны	Механизм ЕС	Межгосударственная организация	Рыночные интервенции в Евросистеме	Межгосударственное соглашение
Структура капитала	Гарантии стран Еврозоны	Гарантия стран членов ЕС	€80 млрд. уставный капитал. €620 млрд. неоплаченный капитал (подлежит уплате членами Еврозоны в течении 5 лет по 20% ежегодно)	€95 млрд.	Нет.
Максимальный объем кредита/лимит	€440 млрд.	€60 млрд.	€500 млрд.	Неограниченно	€80 млрд.
Объем использования	€22.5 млрд. Ирландии €26 млрд. Португалии	€22.5 млрд. Ирландии €26 млрд. Португалии		€157 млрд.	€80 млрд.
Инструменты	Кредиты, покупка облигаций на первичном рынке	Кредиты, кредитные линии	Кредиты, покупка облигаций на первичном рынке	Покупка ценных бумаг на вторичном рынке	Кредиты
Время использования	До конца июня 2013г. Продолжит существование до полного погашения всех ценных бумаг в портфеле.	До конца июня 2013г.	Перманентно с июля 2013г.	До погашения	До погашения
Центр принятия решений	Еврогруппа/ Совет директоров EFSF	Совет Экофин (ECOFIN council)	Еврогруппа/ Совет директоров ESM	ЕЦБ	Еврогруппа

Основные макроэкономические показатели стран Еврозоны

	Темп роста ВВП, %			Инфляция (CPI)			Сальдо текущего счета платежного баланса			Безработица		
	2010	2011о	2012о	2010	2011о	2012о	2010	2011о	2012о	2010	2011о	2012о
Еврозона	1.8	1.6	1.1	1.6	2.5	1.5	-0.4	0.1	0.4	10.1	9.9	9.9
Германия	3.6	2.7	1.3	1.2	2.2	1.3	5.7	5.0	4.9	7.1	6.0	6.2
Франция	1.4	1.7	1.4	1.7	2.1	1.4	-1.7	-2.7	-2.5	9.8	9.5	9.2
Италия	1.3	0.6	0.3	1.6	2.6	1.6	-3.3	-3.5	-3.0	8.4	8.2	8.5
Испания	-0.1	0.8	1.1	2.0	2.9	1.5	-4.6	-3.8	-3.1	20.1	20.7	19.7
Нидерланды	1.6	1.6	1.3	0.9	2.5	2.0	7.1	7.5	7.7	4.5	4.2	4.2
Бельгия	2.1	2.4	1.5	2.3	3.2	2.0	1.0	0.6	0.9	8.4	7.9	8.1
Австрия	2.1	3.3	1.6	1.7	3.2	2.1	2.7	2.8	2.7	4.4	4.1	4.1
Греция	-4.4	-5.0	-2.0	4.7	2.9	1.0	-10.5	-8.4	-6.7	12.5	16.5	18.5
Португалия	1.3	-2.2	-1.8	1.4	3.4	2.1	-9.9	-8.6	-6.4	12.0	12.2	13.4
Финляндия	3.6	3.5	2.2	1.7	3.1	2.0	3.1	2.5	2.5	8.4	7.8	7.6
Ирландия	-0.4	0.4	1.5	-1.6	1.1	0.6	0.5	1.8	1.9	13.6	14.3	13.9
Словакия	4.0	3.3	3.3	0.7	3.6	1.8	-3.5	-1.3	-1.1	14.4	13.4	12.3
Словения	1.2	1.9	2.0	1.8	1.8	2.1	-0.8	-1.7	-2.1	7.3	8.2	8.0
Люксембург	3.5	3.6	2.7	2.3	3.6	1.4	7.8	9.8	10.3	6.2	5.8	6.0
Эстония	3.1	6.5	4.0	2.9	5.1	3.5	3.6	2.4	2.3	16.9	13.5	11.5
Кипр	1.0	0.0	1.0	2.6	4.0	2.4	-7.7	-7.2	-7.6	6.4	7.4	7.2
Мальта	3.1	2.4	2.2	2.0	2.6	2.3	-4.8	-3.8	-4.8	6.9	6.3	6.2

Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Банковская система Еврозоны

	Всего активов		% от всех активов банков Еврозоны	Всего кредитов		Всего депозитов		Взвешенные по риску активы		Доля рискованных активов в общих активах	Доля капитала 1-го уровня (Core T1 ratio)
	млрд. евро	изм-е за год, %		млрд. евро	изм-е за год, %	млрд. евро	изм-е за год, %	млрд. евро	изм-е за год, %		
Еврозона	23 709	-7.8%	100%	11 609	-0.9%	8 981	0.9%	8 793	-6.2%	37%	9.1%
Австрия	690	6.5%	3%	394	8.3%	327	11.4%	425	6.8%	62%	8.6%
Бельгия	886	-12.6%	4%	525	-2,6%	311	-2.9%	259	-11.6%	29%	11.2%
Германия	5 419	-11.6%	23%	2 103	1.0%	1 760	5,2%	1 402	-11%	26%	8.3%
Греция	373	-4.6%	2%	241	-5.9%	191	-12,2%	219	-7,6%	59%	8.2%
Ирландия	464	-33.2%	2%	243	-7.2%	148	-12,9%	193	-41.9%	42%	11.1%
Испания	3 030	-7,7%	13%	1 979	-7.0%	1 602	-0.6%	1 548	-12.5%	51%	9.6%
Италия	2 684	-0,6%	11%	1 640	2,1%	1 097	-2.9%	1 308	-2.1%	49%	8.1%
Нидерланды	864	-1.7%	4%	575	0.1%	381	4.9%	288	0.3%	33%	12.2%
Португалия	364	-2.3%	2%	247	-1.5%	183	10.9%	240	-0.7%	66%	8.4%
Финляндия	130	2.5%	1%	73	5.7%	50	11%	59	3.0%	45%	10.1%
Франция	8 680	-7.0%	37%	3 505	0.4%	2 845	0,8%	2 762	0%	32%	9.2%

Прайм Марк

Россия, Москва, Саввинская наб. 15,
"Японский дом", 7 этаж
Тел/факс: +7 (495) 989-77-52

E-mail: clients@prime-mark.com
Web: www.primemark.com

Аналитики:

Ленар Хафизов

l.hafizov@prime-mark.com

Артур Нафиков

d.tararishkin@prime-mark.com

Яна Бородина

y.borodina@prime-mark.com

Айдар Шигабутдинов

a.shigabutdinov@prime-mark.com

Управляющие:

Андрей Сахаров

a.sakharov@prime-mark.com

Илья Мозговой

i.mozgovoy@prime-mark.com

Константин Куш

k.kusch@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.