



Стратегия на 2013 год

Идеальный штиль

Январь 2013

Оглавление

Введение: катастрофы не случилось	3
Европа. 2013: кризис уходит?.....	5
США. Экономика: восстановление продолжится, ФРС поможет	11
Россия: под давлением дефицита рублей.....	17
Ключевые события: нестабильность на Ближнем Востоке	21
Валютный рынок: снижение доверия к американскому рынку.....	22
Товарные рынки.....	24
Металлы: ценовое дно достигнуто	24
Нефть и газ: ожидаем стабильности	27
Мировые индексы акций: постепенное восстановление интереса к риску	28
Еврооблигации: инвестиционных возможностей немного, но они сохраняются.....	30
Нефтегазовая отрасль: внимание на операционные показатели	33
Банковский сектор: ожидаем замедления	37
Металлургия: надежды на восстановление	41
Прогноз основных индикаторов.....	45

Введение: катастрофы не случилось

Катастрофы не случилось. Прошедший год вновь оказался чрезвычайно сложным и неровным для мировой экономики и финансовых рынков. Последствия экономических дисбалансов, которые стали главной причиной кризиса 2008 года, оставались ключевым фактором развития событий в 2012 году.

Падение доверия к экономике еврозоны способствовало снижению деловой активности в мире. Экономический спад в Европе привел к предсказуемому замедлению роста мировой экономики, что стало основной чертой прошедшего года.

Центральные банки крупнейших стран сохранили статус единственных в мире институтов, способных существенно повлиять на ситуацию в мировой экономике и на финансовых рынках. Европейский центральный банк стал важнейшим институтом, который способствовал снижению напряженности на европейском долговом рынке. ФРС объявила о начале QEЗ, тем самым вызвав мощный рост на рынках рискованных активов.

Еврозона, как мы и предсказывали, сохранила свою целостность, несмотря на «выборочный дефолт» Греции. Испания и Италия пережили очень высокую волатильность суверенных бумаг на долговом рынке. Несмотря на это, экономика еврозоны и большинства европейских стран погрузилась в рецессию.

В США продолжалось умеренное восстановление, уровень безработицы опустился до 7,7%. Этот уровень, однако, все еще выше естественного уровня безработицы, а реальный ВВП все еще ниже потенциального.

Долговая нагрузка крупнейших развитых стран снова ухудшилась. Тем не менее, в еврозоне кризис способствовал некоторому снижению дисбалансов. Счет текущих операций периферийных стран улучшился, реформы рынка труда привели к росту производительности и конкурентоспособности. Европейские политики заложили основы для более тесного финансового сближения стран зоны евро, создание европейского банковского союза станет первым шагом на этом пути.

В 2013 году у большинства стран Европы сохранится высокий дефицит бюджета, а размер долга к ВВП вырастет. Мы ожидаем стабильной ситуации на долговых рынках. Временный рост волатильности может возникнуть в период выборов в итальянский парламент в феврале и немецкий парламент в сентябре. Также мы ждем продолжение рецессии в еврозоне в 1 полугодии 2013 года. К концу года мы ждем небольшого роста, хотя в Испании и Италии экономика вновь упадет.

2013 год может стать решающим в преодолении европейского кризиса. Ответственность за это будет лежать на европейских политиках, которые должны разработать «дорожную карту» для дальнейшего сближения стран ЕС и введения более строгой фискальной дисциплины в зоне евро.

В США мы ожидаем снижения уровня безработицы до 7,1–7,3%, а также роста ВВП на 2,3%. Стабильные инфляционные ожидания при базовой инфляции в районе 2,0% заставят ФРС продолжать выкупать ипотечные облигации и долгосрочные UST ежемесячным объемом \$85,0 млрд на протяжении всего года.

Мы прогнозируем рост доходности 10-летних treasuries до 2,0% годовых, сохраняя диапазон возможных колебаний от 1,5% до 2,0%. Полагаем, что в феврале планка госдолга будет повышена, а бюджетный дефицит за счет принятых мер бюджетной экономии сократится до 6,1–6,5% от ВВП, в зависимости от влияния принятых мер экономии на экономический рост.

Мы ожидаем роста ВВП России на 3,3% в 2013 году. Активность производителей будет оставаться относительно низкой, однако рост тарифов естественных монополий вновь станет ключевым фактором роста инфляции, которую мы прогнозируем на уровне 6,5–6,7%.

На денежном рынке будет сохраняться дефицит ликвидности, который станет новой реальностью внутреннего рублевого рынка. Рубль умеренно ослабнет, мы прогнозируем рост стоимости бивалютной корзины порядка 2,85% до уровня 35,90 рублей. Пара RUB/USD будет находиться в диапазоне 29,50–31,00 рубля в течение 2013 года. Валютная пара EUR/RUB в течение года будет находиться в пределах значений 40,00–42,50 рубля за евро.

В течение 2013 года соотношение евро и доллара может достигать уровня 1,4100 – 1,4250, а к концу года евро/доллар, по нашему мнению, будет на отметке 1,3600.

Мы ожидаем восстановления спроса и цен на рынке черной и цветной металлургии и угля. Прогнозируем умеренный рост цен на золото, главным фактором для которого станет ослабление доллара против евро. Полагаем, котировки Brent в течение наступившего года будут находиться в диапазоне \$110–125 за баррель, а к концу года, на наш взгляд, стоимость североморской смеси составит порядка \$120.

Отмечаем некоторую перекупленность на рынке российских евробондов. «Боковая» динамика станет основным трендом I полугодия на внешнем рынке долга. Мы также ожидаем роста доходности к концу 2013 года. В этой связи, стратегия «покупать» рынок в целом сейчас не является оправданной. Мы полагаем, что в следующем году объем новых размещений евробондов может составить от \$30,0 до \$40,0 млрд.

Ожидаем, что в нефтегазовом секторе финансовые результаты будут постепенно улучшаться, а на первый план выйдут корпоративные события.

Сохраняем базовый прогноз для банковской отрасли, ожидаем замедления кредитования и финансовых результатов. Мы сохраняем позитивный взгляд на отрасль в целом. Российские компании хорошо поработали над оптимизацией бизнеса и на фоне постепенного улучшения ситуации на рынке покажут хороший рост финансовых показателей.

Европа. 2013: кризис уходит?

Как мы отмечали в нашей стратегии, к 2012 году ситуация в Европе станет ключевым драйвером динамики рынков и мировой экономики в целом. Так и произошло, изменения на рынках валют, облигаций и акций в течение прошедшего года во многом коррелировали с плохими и хорошими новостями, приходившими из Европы.

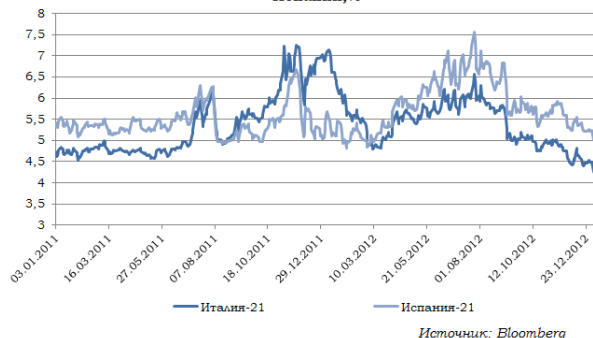
В начале года рынки росли после проведенных аукционов LTRO, которые позволили снизить напряжение на денежном рынке. Затем мы наблюдали рост волатильности, сильные продажи на рынках рискованных активов в связи с выборами парламента Греции, рост опасений вокруг банковской системы Испании. Затем ЕЦБ был вынужден принять программу выкупа суверенных облигаций. Политики ЕС тем временем одобрили увеличение фонда ESM почти до 1,0 трлн евро, а Испании была выделена помощь на рекапитализацию банковской системы.

И все же ключевую роль в снижении напряженности на денежном и долговом рынках сыграл ЕЦБ. В целом, по итогам года можно отметить значительное снижение доходностей суверенных облигаций всех стран еврозоны. Особенно сильное падение доходностей с июля показали облигации Испании и Италии. Доходность 10-летних итальянских бумаг упала на 227 б. п. с 6,55% в середине июля до 4,3% к концу года. Падение доходностей 10-летних испанских бумаг оказалось еще более существенным, составив 260 б. п., доходности опустились до 5,0%. В значительной степени падение произошло после объявления М. Драги о вероятном начале выкупа со вторичного рынка суверенных бумаг. Это показало как минимум то, что решения, принимаемые центральными банками, по-прежнему имеют значительно большее влияние на рынки, чем решения правительств.

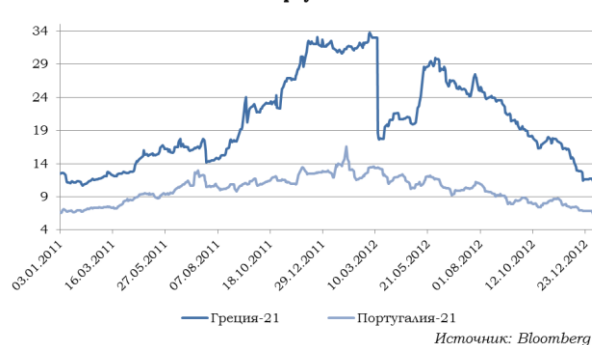
Заметим, что доходности облигаций Греции и Португалии продемонстрировали еще большее снижение. Так, доходность 10-летних Португалии за год упала на 670 б. п. до 6,2% годовых — минимального уровня с 2010 года, который предшествовал получению Португалией помощи от ЕС и МВФ. Доходность 10-летних бумаг Греции рухнула на 2000 б. п. с 32,0% годовых до 12,0% годовых. Это произошло после успешного списания и конвертации греческого долга.

Очевидно, что участники рынка существенно переоценили вероятность дефолта стран еврозоны или возможного распада валютного союза. Падение

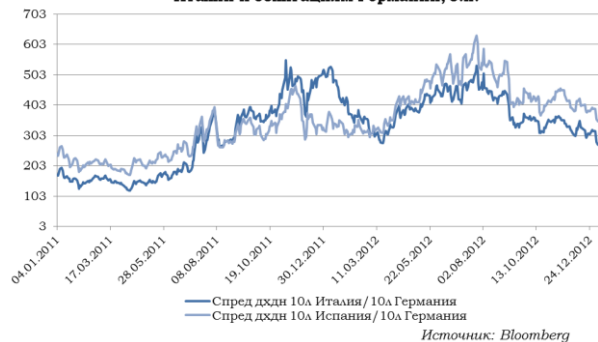
Динамика доходностей 10-летних облигаций Италии и Испании, %



Динамика доходностей 10-летних облигаций Греции, Португалии %

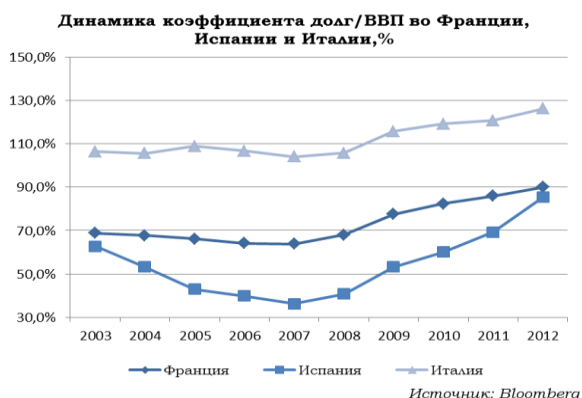


Динамика спредов 10-летних облигаций Испании и Италии к облигациям Германии, б.п.



доходностей связано в основном с созданием ЕЦБ механизма, запуск которого может предотвратить необходимость ухода с рынка капитала из-за чрезмерно высокой доходности.

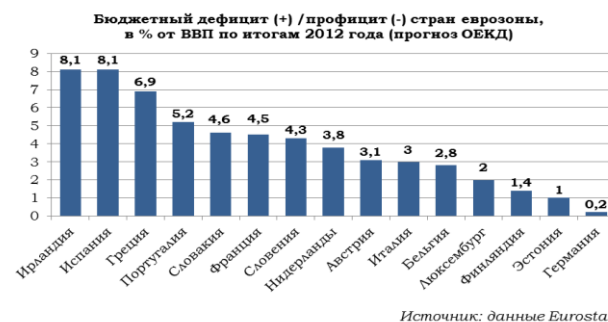
Однако перспектива ситуации на долговом рынке также будет зависеть от состояния государственных финансов и экономик всех 17 европейских государств. Другой важный фактор — действия европейских политиков по созданию необходимых институтов контроля и регулирования, которые отсутствовали в ЕС до кризиса.



С точки зрения бюджетных финансов ситуация в большинстве странах еврозоны к настоящему моменту выглядит плохо. Сохранение дефицита бюджета и замедление экономики привели к росту долговой нагрузки всех стран еврозоны. Хуже всех ситуация по-прежнему выглядит в Греции. По итогам 2012 года коэффициент долг/ВВП достиг 175,0%, несмотря на списание существенной части долга. Вместе с этим в Греции сохраняется



один из самых высоких уровней дефицита бюджета — по прогнозам ОЭСР, в 2012 году он составил 6,9%. Испания остается на втором месте по закредитованности, коэффициент долг/ВВП вырос до 126,0%. В Португалии и Бельгии коэффициент также превышает 100,0%. Наиболее сильное увеличение среди крупнейших стран показала Испания — долг вырос с 69,0% до 85,0% от ВВП.

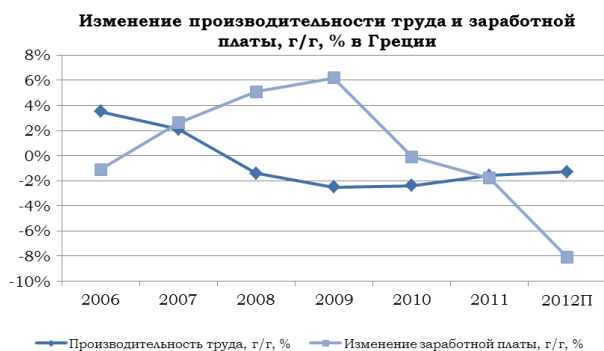


Несмотря на растущий долг, бюджетный дефицит у всех стран еврозоны также понизился. По прогнозам ОЭСР, по итогам 2012 года наибольший объем дефицита сохраняется в Испании и Ирландии — 8,1% от ВВП.

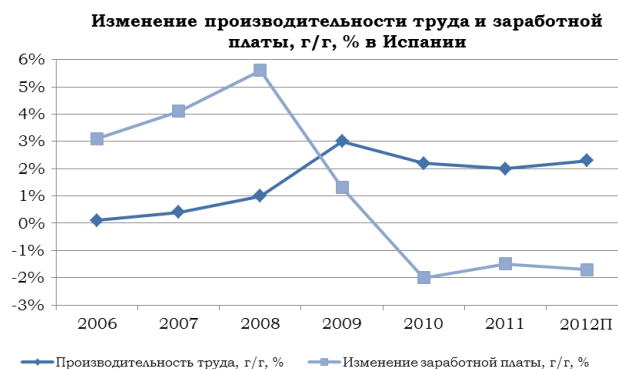
В прошлой стратегии мы отмечали, что основная причина кризиса — это экономические диспропорции внутри валютного союза. Страны с разным экономическим потенциалом и конкурентоспособностью были объединены в рамках одного валютного пространства, что создало основу для экономического роста одних стран и привело к кризисной ситуации в других странах. Одним из показателей этого была динамика счета текущих операций. В последние годы изменение сальдо счета текущих операций внушает оптимизм. Так, к середине 2012 года в Италии показатель был близок к 0,0% от ВВП. В Греции за последние 4,5 года он вырос с -14,5% от ВВП до -4,6% от ВВП. Существенное улучшение также наблюдается в Португалии и Испании. Отчасти это свидетельствует об оздоровлении экономики периферийных стран Европы. Заметим, однако, что улучшение здесь связано во многом со снижением импорта вследствие низкого внутреннего спроса.



Другим важным моментом является соотношение роста заработных плат и производительности труда. До кризиса почти во всех странах «периферии» темпы роста заработных плат превышали темпы роста производительности труда, снижая относительную конкурентоспособность товаров и услуг стран, которые столкнулись с проблемами. К настоящему моменту здесь ситуация также поменялась для большинства стран, за исключением Италии. Особенно хорошо она выглядит в Испании, где темп роста производительности превышает темп роста заработной платы последние 4 года. Заметим, что обратная динамика наблюдается во Франции и Италии, где последние два года между показателями наблюдается расходящаяся динамика.



Источник: Eurostat, Bloomberg



Источник: Eurostat, Bloomberg

Таким образом, в какой-то степени кризис привел к оздоровлению европейских экономик, реформированию рынка труда в некоторых странах, таких как Испания, что дает основания позитивно смотреть на будущее еврозоны в долгосрочной перспективе.

Тем не менее, пока еврозона испытывает сильнейший экономический спад, и по нашим прогнозам, падение прекратится только к началу 3 квартала 2013 года. Этому будут способствовать мягкая монетарная политика в Европе и США, умеренное восстановление спроса в странах Азии, а также отсутствие серьезных потрясений на долговом рынке.

Другим важным фактором, который будет влиять на европейский рынок долга, станут действия политиков по созданию необходимых механизмов регулирования и контроля. На декабрьском саммите ЕС был окончательно одобрен план по созданию европейского банковского союза, который будет запущен с марта 2014 года. Надзорные функции предполагается передать ЕЦБ. До конца 2013 года также предполагается разработать механизм прямой рекапитализации европейских банков с использованием средств стабилизационного механизма ЕС. Также будет обеспечена возможность частичного или полного банкротства проблемных банков.

Создание банковского союза — позитивный шаг в направлении дальнейшей экономической интеграции и снижения рисков в системе. В 2013 году планируется создать «дорожную карту» экономического и монетарного союза на ближайшие 5–7 лет. Как мы понимаем, в ней будут должны присутствовать положения по надзору за бюджетными финансами стран ЕС. В частности, мы ожидаем принятия положения об обязательном рассмотрении бюджетных планов в Еврокомиссии и последующем контроле за его исполнением. Очевидно, что с этим могут вновь не согласиться некоторые страны, однако это положение способно существенно укрепить финансовую дисциплину в ЕС.

Заметим, что снижение напряженности и отсутствие необходимости принимать важные решения могут замедлить интеграцию и создание необходимых институтов. Мы не ждем принятия каких-либо значимых решений по поддержке экономического роста стран периферии, поскольку до сегодняшнего момента какие-либо существенные шаги в этом направлении так и не были приняты.

На наш взгляд, острая фаза долгового кризиса к настоящему моменту пройдена. В 2013 году мы ожидаем дальнейшего сокращения дефицита бюджета во всех странах еврозоны, хотя в большинстве стран периферийной Европы его уровень останется выше, чем 3,0%, установленные Маастрихтским договором. Долговая нагрузка также вырастет в большинстве стран еврозоны. Тем не менее, мы прогнозируем, что большую часть года ситуация на долговом рынке будет оставаться стабильной, хотя

мы не исключаем периодических всплесков доходностей в бондах Италии и Испании. Для Италии, в частности, поводом могут послужить парламентские выборы, которые пройдут 24 февраля 2013 года. Поводом для роста испанских долговых бумаг в свою очередь может стать очередной срыв целей по бюджетному дефициту, который мы ожидаем с большой уверенностью. Другим негативным моментом может стать продолжение роста просроченной задолженности в банковской системе и необходимость дополнительной рекапитализации банков.

Тем не менее, очевидны и уже отмеченные признаки оздоровления некоторых стран. Если они будут дополнены своевременными шагами по дальнейшей интеграции, 2013 год может стать решающим в процессе выхода из кризиса. Однако многое будет зависеть и от состояния экономик отдельных стран.

Экономика: на дне

Спад европейской экономики продолжался весь 2012 год. По итогам ноября 2012 года уровень безработицы в еврозоне достиг исторического максимума в 11,8%. Наиболее тяжело ситуация на рынке труда выглядит в Греции и Испании, где уровень безработицы по итогам 3 квартала составлял 25,4% и 25,6% соответственно.

Экономический спад, как и ожидалось, был неравномерным. Так, немецкая экономика по итогам 3 кв. 2012 года выросла на 0,4% г/г и является одной из немногих, показавших рост в прошедшем году. Наиболее значительный спад в четверке крупнейших стран наблюдается в Италии, экономика сократилась на 2,4% г/г. Впрочем, греческая экономика падала пятый год подряд, снижение по итогам 3 квартала в годовом выражении составило 6,9%.

В начале нового года экономика большинства стран еврозоны демонстрирует худшие показатели за последние 3 года. При этом мы ожидали начала восстановления уже к 4 кварталу 2012 года, однако спад оказался глубже. Пока нет оснований говорить о начале восстановления, хотя падение и замедляется. Об этом свидетельствует индекс производственной активности PMI. Для всех стран еврозоны индекс находится ниже уровня в 50 б. п.

Мы полагаем, что экономика еврозоны достигнет дна только к середине 2013 года, после чего начнется восстановление. Мы прогнозируем нулевой рост по итогам 2013 года. Безработица, скорее всего, достигнет 12,0%, а инфляция останется в районе 2,0–2,3%.

Очевидно, однако, что динамика внутри еврозоны будет крайне неоднородна.

Германия останется драйвером экономики и вырастет по итогам года на 0,8–1,0%. Среди позитивных факторов, которые поддержат экономику Германии, останутся:

- ✓ стабильно высокий внутренний спрос;
- ✓ низкий уровень безработицы (один из самых низких в ЕС — 5,5%);
- ✓ отсутствие необходимости проводить значительные меры экономии (бюджетный дефицит по итогам 2012 года по прогнозам составит всего 0,2% от ВВП).

Во **Франции** ситуация будет выглядеть значительно хуже, чем в Германии. Франция смогла избежать спада экономики в 2012 году. Однако в 1 полугодии 2013 года мы ожидаем сокращения ВВП, а по итогам года — незначительного улучшения по сравнению с 2012 годом. Рост ВВП составит от 0,0% до 0,2%. На внутренний спрос негативное влияние окажет более слабый рынок труда (безработица по итогам 3 кв. 2012 года — 10,3%). Свою роль сыграет значительный план бюджетной экономии, а

также присутствие в Елисейском дворце президента-социалиста, что означает рост налоговой нагрузки на экономику.

Италия не сможет выбраться из рецессии в связи с продолжающимся спадом деловой активности и проводимыми мерами бюджетной экономии. Безработица продолжает расти, по итогам ноября она достигла 11,1%, это также негативно повлияет на потребительские расходы. Мы ожидаем спада итальянского ВВП на 0,8–1,0%.

Испания, несмотря на уровень безработицы в 25,6%, не показала столь сильного снижения ВВП, как Италия. В Испании традиционно высокую долю в ВВП составляет чистый экспорт. Тем не менее, спада также не удастся избежать. Меры бюджетной экономии и спад кредитования в связи с высоким уровнем «просрочки» испанских банков продолжают негативно влиять как на рынок труда, так и на экономику в целом. Мы ожидаем падения испанского ВВП на 1,0–1,2% в 2013 году.

США. Экономика: восстановление продолжится, ФРС поможет

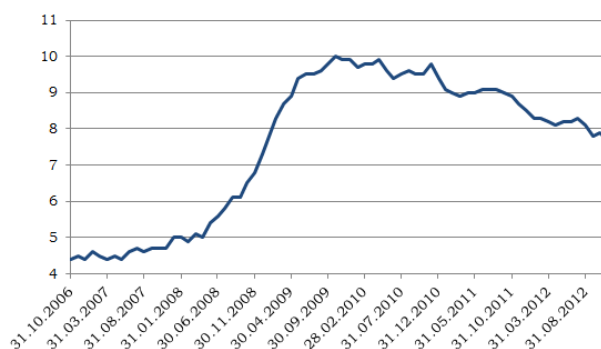
Во втором полугодии 2012 года ситуация в экономике США постепенно улучшалась. После провального 2 квартала, когда рост экономики США замедлился до 1,3% г/г, стали наблюдаться улучшения на рынке труда, опережающие индикаторы показывали рост деловой активности и доверия потребителей, высокими темпами росли розничные продажи.

Главными факторами этого стали, во-первых, снижение напряженности на долговом рынке Европы, а во-вторых — ожидание более решительных действий ФРС и запуск нового количественного смягчения.

Все еще высокий уровень безработицы и умеренные инфляционные ожидания подтолкнули ФРС к запуску QE3 в сентябре. Регулятор объявил программу выкупа ипотечных ценных бумаг ежемесячным объемом \$40 млрд для сохранения максимально низких ставок на рынке облигаций. Это, по мнению ФРС, должно было оживить рынок недвижимости, а также стимулировать более явное снижение уровня безработицы. Напомним, что ФРС также перестал ограничивать себя заранее установленными сроками осуществления программ стимулирования. Центробанк пообещал проводить мягкую монетарную политику столько, сколько потребуется для снижения уровня безработицы до 6,5% годовых.

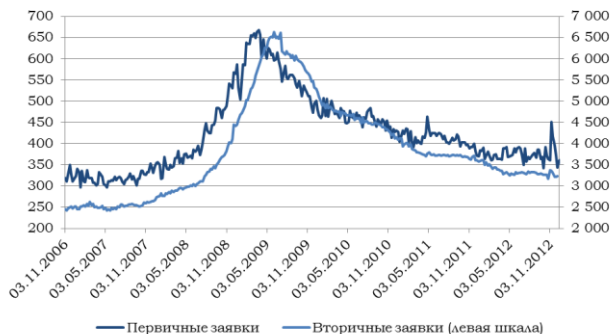
К настоящему моменту рынок труда все еще не достиг предкризисного состояния, хотя позитивные изменения также нельзя не заметить. За год, с конца ноября 2011 года до конца ноября 2012 года, уровень безработицы сократился на 1 п. п. с 8,7% до 7,7%. Впрочем, этот все еще как минимум на 1,5 п.п. выше уровня, который можно назвать естественным. По мнению ФРС, в экономике сохраняется циклическая безработица, которую необходимо ликвидировать. Первичные заявки на пособие по безработице также снижались, хотя и не очень активно. Их средний уровень в 2012 году составил 375 тысяч, тогда как в 2011 году — 410 тыс. Заметим, что уровень первичных заявок в предкризисные 2006–2007 годы составлял порядка 300–350 тысяч. Вторичные заявки в среднем упали на 14,0% (средний уровень в 2011 году — 3740 тыс., средний уровень в 2012 году — 3225 тыс.). Опять же в 2006–2007 годах их уровень составлял порядка 2300–2600 тыс., т. е. текущий гэп все еще довольно широкий, и количество повторных заявок достигнет предкризисного уровня к

Уровень безработицы в США, %



Источник: Bloomberg

Число заявок на пособие по безработице в США, тыс.



Источник: Bloomberg

Количество новых рабочих мест, созданных вне с/х сектора за месяц в США, тыс.



Источник: Bloomberg

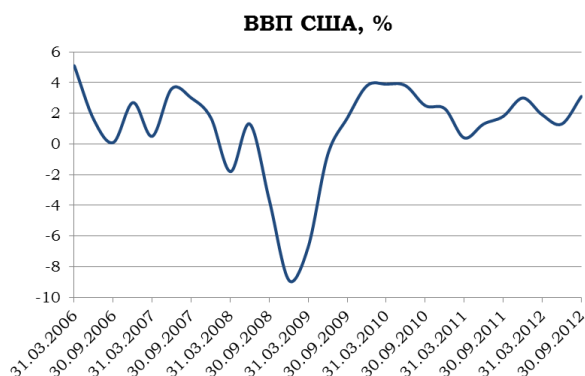
середине 2014 года.

Главным достижением 2 полугодия стал и более равномерный рост количества вновь созданных рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора. В среднем с июля по ноябрь было создано 158 тыс. новых рабочих мест, уровень non-farm payrolls за этот период ни разу не опустился ниже 130 тысяч. Эта картина выглядит в среднем немного лучше, чем в 2011 году и в 1 полугодии 2012 года. Таким образом, благодаря действиям ФРС и преодолению острой фазы кризиса на долговом рынке Европы, ситуация постепенно улучшается, что продолжится и в следующем году.

Учитывая наш прогноз экономического роста в США в 2013 году на уровне 2,3%, мы ожидаем снижения уровня безработицы до 7,1–7,3% годовых, что предполагает падение показателя на 0,4–0,6 п.п. с текущего уровня. Мы не ждем существенного увеличения среднемесячного уровня non-farm payrolls, полагаем, что в среднем показатель будет находиться в диапазоне 140–160 тыс. Заметим, что консенсус-прогноз Bloomberg по уровню безработицы пока более консервативен и составляет 7,7%, впрочем, на 2012 год он составляет 8,2%, что на 0,5 п.п. выше его реального значения. ФРС ожидает, что уровень безработицы в 2013 году будет находиться в районе 7,4–7,7%, в 2014 году — 6,8–7,3% и только к 2015 году опустится до уровня 6,0–6,6%. Т.е. в ФРС ожидают сохранения программы выкупа активов как минимум до середины 2015 года.

В 2012 году динамика индексов потребительского доверия тесно коррелировала с ситуацией на рынке труда. Начиная с августа месяца, индекс потребительского доверия демонстрировал устойчивый рост, что позитивно отражалось и на динамике розничных продаж. В 3 квартале, например, ежемесячные темпы роста розничных продаж превышали 0,7%. Это, вместе с ростом деловой активности в сфере услуг и в промышленности, привело к существенному росту ВВП в 3 квартале, на 3,1%.

В долгосрочной перспективе, мы оптимистично смотрим на динамику потребительской активности и розничных продаж в США. В последнее время в США наблюдалось существенное падение долговой нагрузки американских домохозяйств. Так, по итогам 3 квартала 2012 года, доля выплат по долгу в располагаемых доходах населения (коэффициент US household debt service ratio) сократилась до минимального уровня за последние 29 лет. Так, если в сентябре 2007 года показатель достиг максимального уровня в 14,05%, то к настоящему моменту он опустился до 10,6%. Нежелание банков



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

кредитовать, ужесточение требований к кредитному качеству заемщика в последние 4 года привели к значительному снижению задолженности домохозяйств. Это, помимо высокой безработицы, способствовало спаду потребительской активности и розничных продаж. Однако мы ожидаем, что в условиях значительного объема ликвидности и улучшения кредитного качества заемщиков так называемый делевереджинг постепенно замедлится, что в результате положительно отразится на потребительской активности в США.

По итогам 2012 года мы ожидаем, что экономика США вырастет на 2,2%. Следующий год вряд ли принесет серьезные изменения, и мы ждем роста американской экономики в 2013 году в диапазоне 2,2–2,5%. Прогноз в ФРС более оптимистичен и составляет 2,3–3,0%.

Инфляционные ожидания пока также остаются стабильными. Так, ключевой индикатор инфляционных ожиданий, на который ориентируются в ФРС при принятии решений — Fed's Five-year Forward Breakeven Rate — указывает, что на горизонте 5 лет предполагаемая инфляция составляет 2,8%, больше, чем уровень 2,0%, который в ФРС считают приемлемым. В то же время, прогнозы ФРС по инфляции на ближайшие 2 года указывают на то, что ожидания остаются умеренными. Так, в 2013 году предполагается, что базовая инфляция будет находиться в диапазоне 1,6–1,9%, а в 2013 году — в диапазоне 1,6–2,0%. В ФРС по-прежнему считают, что в условиях умеренного экономического роста и потребительской активности инфляционные риски невелики. Отчасти это и стало одним из главных факторов, которые способствовали запуску QE3. По нашим прогнозам, базовая инфляция в конце следующего года будет находиться в районе 1,9–2,1%. Тем не менее, риск разгона инфляции будет увеличиваться, с учетом сближения потенциального и реального ВВП и одновременно проводимой программы QE3. Мы не исключаем, что базовая инфляция может достичь 2,5–3,0% через 2–3 года, однако, с нашей точки зрения, ФРС готова допустить повышенные инфляционные риски для более сильного роста занятости.

Рынок treasuries: существенных изменений в доходности не предвидится

С 2013 года ФРС расширяет программу скупки активов. Ежемесячно баланс ФРС будет увеличиваться на \$85 млрд, \$40 млрд из которых придутся на MBS, еще \$45 млрд — на долгосрочные treasuries. Мы ожидаем, что программа будет осуществляться как минимум до конца года; таким образом, за год ФРС купит бумаг примерно на \$1,0 трлн. Это окажет умеренно позитивный эффект на потребительскую активность и рынок труда. Кроме того, это станет основным фактором, который будет поддерживать доходность американских казначейских обязательств вблизи минимумов 2012 года. Заметим, что в пресс-релизе ФРС, посвященном запуску программы по покупке долгосрочных treasuries, отмечалось, что задачами программы являются сохранение нисходящего давления на долгосрочные процентные ставки, а также поддержка рынка недвижимости.

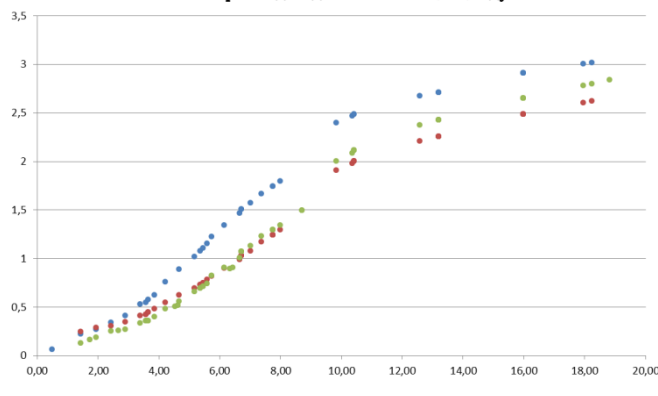


Источник: Bloomberg

За 2012 год ФРС за счет выполнения программы «Операционный твист» удалось сократить доходности средне- и долгосрочных бумаг на 35–45 б. п. Доходность 10-летних казначейских бумаг опускалась до исторического минимума в 1,72% годовых. Помимо решения проблемы высокой безработицы и улучшения ситуации на рынке жилья, низкие процентные ставки удешевляют обслуживание огромного долга США, косвенно замедляя его рост.

Несмотря на продолжающийся выкуп UST и значительный объем ликвидности на рынке, мы не ожидаем дальнейшего падения доходности 10-летних бумаг, с учетом нашего прогноза по росту американской экономики в 2013 году. Впрочем, и сильный рост также маловероятен, учитывая низкую инфляцию. На конец года мы прогнозируем небольшой рост доходности UST-10 с текущего уровня до 2,0% годовых. При этом мы сохраняем довольно широкий диапазон возможных колебаний в 100 б. п., от 1,5% до 2,5% годовых. Уход за эти границы означает либо довольно экстремальное падение экономического роста и резкий рост уровня безработицы (доходность окажется ниже 1,5% годовых), либо бурное восстановление. Оба сценария маловероятны с учетом текущей ситуации.

Кривая доходностей UST в 2012 году



Источник: Bloomberg

Доходность UST-10, %



Источник: Bloomberg

Бюджетные проблемы и растущий долг: есть ли выход?

В течение нескольких недель в преддверии Нового года американские политики пытались решить проблему «бюджетного обрыва», угрожающего экономическому росту США. Напомним, что согласно Акту бюджетной стабильности, принятому летом 2011 года, в январе 2013 года предполагалось существенное увеличение налогов и сокращение государственных расходов с целью снижения бюджетного дефицита и снижения зависимости от долгового рынка.

В частности, предполагалось ликвидировать налоговые льготы, введенные Д. Бушем в 2001 и 2003 годах, налоговые льготы на заработную плату, введенные администрацией Б. Обамы, прекратить некоторые налоговые каникулы для бизнеса, а также увеличить налоги для финансирования программы медицинских расходов (так называемой Obamacare). Помимо роста налогов, предполагалось сократить госрасходы более чем на 1000 программ, включая наиболее существенные урезания — на оборону и систему здравоохранения. Если говорить в целом, это была типичная программа бюджетной экономии, которая сейчас повсеместно проводится (с разной долей успеха) в Европе.

Общий объем сэкономленных средств составил бы около \$600 млрд при прогнозируемом дефиците в 2012 году в \$1 327 млрд. Реализация этого плана позволила бы сократить бюджетный дефицит с 8,5% от ВВП до 4,5% ВВП. Впрочем, как мы понимаем, изначально, принимая этот Акт, ни в Конгрессе, ни в Белом Доме не собирались его реализовывать. Напомним, что Акт был принят как экстренная и

неотложная мера в условиях, когда республиканцы и демократы не могли договориться летом 2011 года, какие статьи бюджета следует сократить. Сама же дискуссия была вызвана необходимостью повышения предельного уровня госдолга. Переговоры тогда практически зашли в тупик, а рейтинговое агентство S&P понизило рейтинг США с высшей ступени во многом не из-за огромного размера долга, а по причине сильных разногласий между политическими силами в США.

Реализация fiscal cliff явно не стала бы катастрофой для США в долгосрочной перспективе. Это позволило бы решить проблему растущего долга, который сейчас достиг \$16,33 трлн, а также сократить бюджетный дефицит. Правда, для всех было очевидно, чем грозит автоматическое секвестирование в краткосрочной перспективе. Так, по прогнозам бюджетного комитета Конгресса США, автоматическое секвестирование бюджета привело бы к падению ВВП в 2013 году на 0,5%, отражая существенное падение экономики (от 3,0% до 4,0%) в первой половине 2013 года и умеренное восстановление во второй половине. Безработица достигла бы 9,1%, и только к 2018 году она опустилась бы до 5,5%.

Тем не менее, уже в новом году республиканцам и демократам все же удалось достичь соглашения, которое связано с увеличением доходной части бюджета, т. е. с ростом налогов.

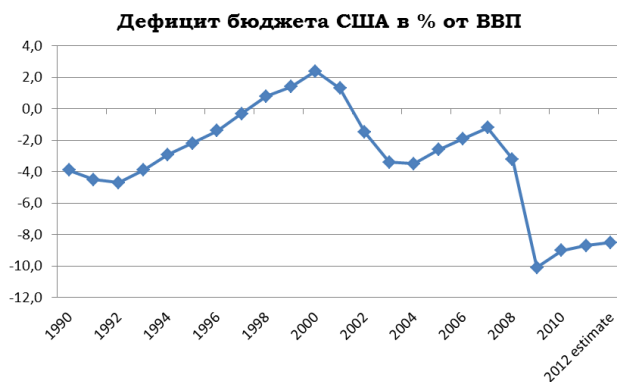
В общих чертах соглашение предполагало:

- ✓ увеличение налогов для семей, чей годовой доход превышает \$450 тыс., и для частных лиц, чей годовой доход превышает \$400 тыс., с 35,0% до 39,6%;
- ✓ рост налогов на доход от инвестиций, если он превышает \$400,0 тыс. для частных лиц и \$450,0 тыс. — для семей, с 15,0% до 20,0%;
- ✓ рост налога на недвижимость, стоимость которой превышает \$5,0 млн, с 35,0% до 40,0%;
- ✓ также автоматически были повышены налоги с заработной платы с примерно 4,0% до 6,2%, что было запланировано еще в Акте, принятом в 2011 году.

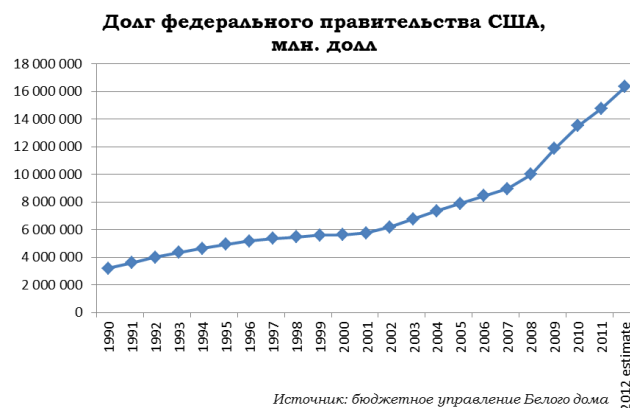
Тем не менее, были продлены:

- ✓ на 5 лет — налоговые каникулы для среднего класса и американцев с низкими доходами;
- ✓ на 1 год — прежняя величина пособий по безработице.

Тем не менее, принятый Акт не включал вопрос о сокращении расходов почти на \$109,0 млрд. Этот вопрос был отложен на 2 месяца, когда американские политики вновь будут вынуждены вернуться к вопросу о повышении предельной величины госдолга. Так, к настоящему моменту США уже достигли установленного уровня в



Источник: бюджетное управление Белого дома



Источник: бюджетное управление Белого дома

\$16 400 млрд, Казначейство вынуждено временно приостановить заимствования, а также предпринять дополнительные меры для поиска дополнительных \$200 млрд.

Новые переговоры вновь приведут к очередному усилению волатильности на рынке, впрочем, мы ожидаем, что планка госдолга будет увеличена вместе с сокращением некоторых расходов.

Вне зависимости от дополнительных мер по снижению расходов принятый акт позволит сэкономить порядка \$157 млрд в 2013 году и сократить бюджетный дефицит с \$1 128 млрд, достигнутых в 2012 году, до \$971 млрд, или до 6,1–6,5% от ВВП, в зависимости от влияния принятых мер экономии на экономический рост.



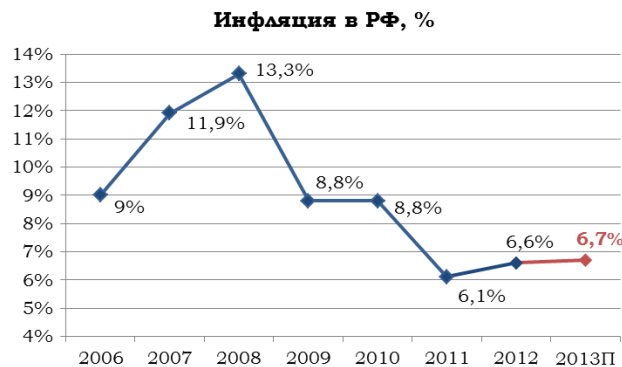
Источник: бюджетное управление Белого дома

В долгосрочной перспективе США способны сократить дефицит бюджета на \$1,2 трлн за 10 лет. Существует один момент, который заставляет нас позитивно смотреть на бюджетное будущее США. По нашему мнению, значительный объем текущего дефицита США вызван спадом 2008–2009 года и последовавшим за ним медленным восстановлением экономики. То есть бюджетный дефицит в США сейчас носит циклический характер. Так, еще в 2007 году объем дефицита составлял только \$160,7 млрд, или 1,2% от ВВП. В последующие 2 года он вырос почти в 9 раз (!) до \$1 412 млрд. Мы полагаем, что рост во многом был связан с увеличением «циклических» статей расходов, наподобие пособий по безработице. Поэтому с восстановлением экономики дефицит будет сокращаться опережающими темпами. Если программа по сокращению дефицита на \$1,2 трлн будет реализована хотя бы частично, США вернется к уровню бюджетного дефицита в 3,0% от ВВП к 2015–2016 годам. Негативным фактором на этом пути станет уже отмеченная неспособность политических сил достичь компромисса по принципиальным вопросам налогообложения и государственных расходов. Вторым негативным фактором станет необходимость финансирования огромных по размерам медицинских программ, активно продвигаемых администрацией Б. Обамы. Тем не менее, увеличение долга в ближайшие годы неизбежно.

Россия: под давлением дефицита рублей

Инфляция

Темпы инфляции в 2012 году несколько выросли, прервав тенденцию к снижению. В прошлом году, по предварительным подсчетам, инфляция составила 6,6%, ускорив темпы роста на 0,5 процентных пункта по сравнению с 2011 годом. При этом пересмотренный в ушедшем году прогноз роста этого показателя, данный Министерством экономического развития Российской Федерации, был на уровне 6,5%, изначально рост потребительских цен прогнозировался на уровне 5–6%. Фактором, сдерживающим рост цен в 2012 году, было смещение даты увеличения тарифов естественных монополий на более поздний период, что позволило удерживать инфляцию в первой половине прошлого года на низком уровне. Лето в 2012 году было засушливым, что негативно отразилось на стоимости сельхозпродукции, есть риск того, что рост стоимости продуктов питания будет негативно сказываться на потребительских ценах и в наступившем году. Напротив, невысокая активность в реальном секторе стала причиной низких темпов роста цен на промышленные товары и услуги. Полагаем, в 2013 году активность производителей будет оставаться на низком уровне, что станет одним из факторов снижения уровня инфляции в 2013 году. В целом же, замедление экономического роста РФ снизит инфляционное давление. С другой стороны, рост тарифов естественных монополий, а также рост цен на сельхозпродукцию могут стать драйверами роста потребительских цен. По нашим расчетам, инфляция в России в 2013 году может достичь 6,5–6,7%.



Источник: данные Росстат, расчеты UFS IC

Денежный рынок и ликвидность

В течение 2012 года банковская система находилась под давлением дефицита рублей, который в отдельные периоды то обострялся, то демонстрировал незначительное краткосрочное улучшение.

В основном дефицит рублевой ликвидности, особенно в начале 2012 года, был связан с оттоком капитала из страны. За 1К12 года отток капитала составил \$33,9 млрд, однако затем замедлился. Согласно данным на конец декабря 2012 года, отток капитала из России за 11 месяцев составил \$59 млрд. Последний прогноз по оттоку капитала из России от ЦБ РФ по итогам 2012 года находится на уровне \$65–67 млрд.

По прогнозу Минфина РФ, отток капитала из страны по итогам прошлого года будет находиться на уровне \$60–65 млрд, по прогнозу МЭР РФ, отток капитала составит \$73–75 млрд. По предварительным данным, опубликованным ЦБ РФ, отток капитала по итогам 2012 года составил \$56,8 млрд. Напомним, что по итогам 2011 года отток капитала из России составил \$80,5 млрд.

Кроме того, формированию дефицита рублевой ликвидности способствует также фактор превышения темпов роста кредитования над темпами роста депозитов. Так, за первые 10 месяцев минувшего года кредитный портфель в среднем по банковской системе показал рост в 1,5 раза, тогда как рост депозитов составил лишь чуть более трети.

В начале минувшего года аукционы по размещению ОФЗ как фактор абсорбирования ликвидности с денежного рынка практически отсутствовали. Во-первых, благодаря высоким ценам на нефть в первые месяцы года, у Минфина не было острой необходимости в займах на внутреннем рынке. Во-вторых, учитывая сохраняющуюся напряженность на внешних финансовых рынках, объемы размещения госбумаг были невысоки, поэтому влияние данного фактора на ликвидность в ближайшие несколько месяцев будет ограничено.

Во второй половине 2012 года ситуация изменилась. Минфин стал заметно активнее проводить аукционы по размещению ОФЗ. Во-первых, цены на нефть уже не были так высоки, как в начале года. Во-вторых, несмотря на сохраняющуюся на внешних финансовых рынках неопределенность, идея о либерализации локального рынка госбумаг благоприятствовала формированию повышенного интереса участников в ходе аукционов.

Что касается абсолютных значений ликвидности банковского сектора, то в начале года ее объем находился на уровне 1,3–1,4 трлн рублей. Для сравнения, в начале 2011 года этот показатель превышал 1,7 трлн рублей. Следовательно, уже в начале 2012 года ситуация с ликвидностью была заметно хуже, чем годом ранее. Во втором полугодии ситуация с ликвидностью ухудшилась: средние значения опустились до уровня 850 млрд рублей.

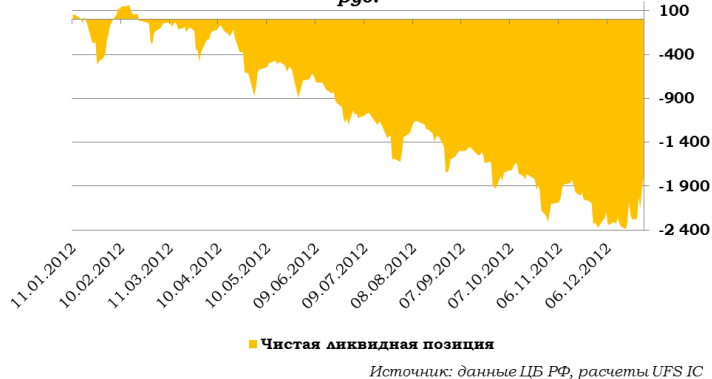
При этом стоит учитывать, что само по себе значение уровня ликвидности не является показателем, по которому можно судить о состоянии денежного рынка в целом. Гораздо более показательным в данном случае выступает уровень чистой ликвидной позиции (ЧЛП) банковского сектора. ЧЛП рассчитывается как разница между ликвидностью банковской системы (сумма остатков на корсчетах банков и депозитов банков в ЦБ РФ) и задолженностью банков перед Банком России и Минфином.

Отметим, что положительными значения ЧЛП банковского сектора были всего лишь в течение нескольких дней в январе 2012 года, тогда как остальную часть года

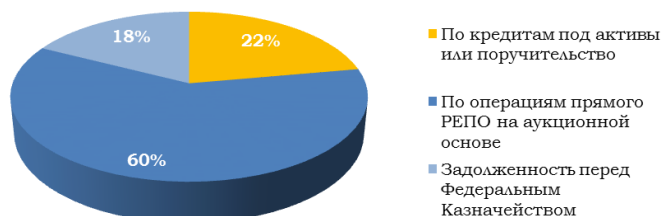
Объем рублевой ликвидности банковской системы в 2012 году, млрд руб.



Значение ЧЛП банковской системы в 2012 году, млрд руб.



Структура задолженности банков перед ЦБ РФ и Федеральным Казначейством (на конец 2012 года)



Источник: данные ЦБ РФ, расчеты UFS IC

наблюдалось увеличение объемов задолженности банковской системы перед монетарными властями. Кредитные организации наращивали свои обязательства перед Банком России, а также со второй половины минувшего года и перед Минфином в лице Федерального Казначейства. Это делалось с целью покрытия дефицита рублевой ликвидности для финансирования текущих банковских операций. Проблема банков заключалась еще и в том, что наблюдался высокий дефицит длинных денег, тогда как монетарные власти, особенно Банк России, кредитовали систему преимущественно короткими недельными и однодневными рублями.

Операции РЕПО по-прежнему не оказывали влияния на долгосрочный объем ликвидности, наполняя банковскую систему короткими деньгами под залог ценных бумаг.

К концу октября ситуация на денежном рынке ухудшилась настолько, что значение чистой ликвидной позиции (ЧЛП) достигло максимума сентября 2009 года, когда уровень ЧЛП достигал уровня 2 трлн рублей со знаком «минус», а в середине декабря и вовсе достигал отметки -2,4 трлн рублей. Для сравнения, в кризис 2008 года значение ЧЛП опускалось до -2,5 трлн рублей.

В течение всего 2012 года банки выбирали лимиты в рамках прямого однодневного РЕПО в полном объеме. Кроме того, в условиях сжатия ликвидности Банк России в течение года постоянно расширял Ломбардный список бумаг, принимаемых в качестве обеспечения в рамках аукционов прямого РЕПО.

Кроме того, высоким спросом пользовались депозитные аукционы Федерального Казначейства, несмотря на довольно высокие минимальные ставки размещения средств. Высокий интерес участников денежного рынка вполне закономерен, поскольку ведомство не требует от банков предоставления залогов, в отличие от аукционов прямого РЕПО с Банком России.

В ноябре даже возникла ситуация, когда банкам попросту не хватало залоговой базы для привлечения средств посредством инструмента прямого РЕПО, а лимиты в рамках депозитных аукционов по размещению бюджетных средств проходили с высоким переспросом. В качестве доказательства данного факта служил также очень широкий спред между ставками на денежном рынке и средневзвешенными ставками прямого РЕПО (в отдельные периоды спред достигал 1 п. п.).

В качестве значимых факторов минувшего года можно отметить тот факт, что в апреле Банк России принял решение отказаться от проведения безусловных аукционов прямого недельного РЕПО по вторникам. Теперь ведомство будет либо привлекать недельные средства (депозитные аукционы), либо предоставлять (аукционы прямого недельного РЕПО и ломбардный кредитный аукцион) в зависимости от прогноза ситуации на денежном рынке. Данные меры регулятора предполагают способность последнего наиболее точно оценивать потребность банков в рублях. Однако отметим, что в продолжение года Банк России проводил только аукционы прямого недельного РЕПО, что вполне логично, учитывая постепенно растущий дефицит рублевой ликвидности на денежном рынке.

Помимо этого, в апреле Банк России возобновил проведение операций РЕПО сроком на 1 год. Однако минимальная процентная ставка, которая составляет 7,75% годовых, находится на высоком уровне, и вряд ли данный инструмент будет востребован рынком. Данный инструмент не пользовался спросом со стороны участников денежного рынка не только из-за высокой стоимости данного инструмента, но еще и потому, что далеко не все готовы «расстаться» с ликвидными бумагами на целый год.

Добавим также, что в целом ситуация с ликвидностью банковской системы находится под контролем ЦБ РФ. Так, в случае возникновения острой необходимости

Банк России всегда может запустить механизм беззалогового кредитования банков, как это было сделано в кризис 2008 года.

В 2013 году ситуация с ликвидностью так и будет оставаться на текущих уровнях. Как неоднократно заявляли представители российских монетарных властей, банкам придется привыкать к дефициту рублевой ликвидности как к новой норме и новой реальности.

ВВП

Низкие темпы роста мировой экономики могут негативно отразиться на стоимости нефти. Если учесть, что в ценах на смесь URALS присутствует «бонус» в виде премии за риск величиной в \$15–20, который является следствием политической нестабильности на Ближнем Востоке, риск снижения стоимости нефти и, как следствие, уменьшения доходной части бюджета достаточно велик.

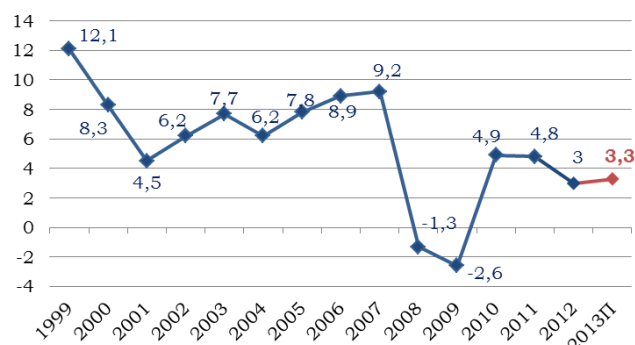
С другой стороны, процесс стабилизации политической ситуации на Ближнем Востоке не будет быстрым. Напротив, ситуация может обостриться в связи с чем величина премии за риск может оставаться на текущем уровне долгое время.

Ещё одним фактором, удерживающим стоимость URALS на высоком уровне, будет стабилизация и некоторое ускорение темпов роста экономики Китая и развивающихся стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Кроме того, во второй половине 2013 года высока вероятность стабилизации экономической ситуации в Европе, что может стать дополнительным фактором, оказывающим поддержку ценам на нефть.

В целом, мы ожидаем относительно небольших колебаний котировок на нефть в текущем году (\$100–125), что будет сохранять доходную часть бюджета на стабильно высоком уровне. Однако снижение потребительской активности может умеренно негативно отразиться на доходах бюджета. Расходная часть бюджета, учитывая высокую социальную нагрузку, а также достаточно высокое инфляционное давление, продолжит расти. Покрываться увеличивающийся разрыв доходов и расходов бюджета будет за счет заимствований на внешнем и внутреннем рынках, а также за счет умеренного обесценения национальной валюты. Так, по нашему мнению, к концу текущего года бивалютная корзина вырастет на 2,54% до 35,88 рубля, соотношение доллара и рубля увеличится на 1,12% до 30,90 рубля за доллар. Пара евро/рубли, по нашим расчетам, прибавит 4,25% и составит на конец 2013 года 41,96 рубля за евро.

Стоит понимать, что российская экономика интегрирована в глобальную, по этой причине существует сильная зависимость ситуации в стране от состояния мировой экономики. По сути, второе полугодие 2012 года и первое полугодие 2013 года могут оказаться пиком кризиса, замедления роста мировой экономики и, как следствие, пиком проявления кризиса в РФ. По нашим расчетам, прирост ВВП России в текущем

Динамика ВВП РФ, %



Источник: данные Росстат, расчеты UFS IC

Относительная динамика отраслевых индексов ММВБ в 2012 году, %



Источник: Bloomberg

году составит порядка 3,3%. В 2012 году рост валового внутреннего продукта РФ может составить по различным оценкам порядка 3,0%.

В 2012 году наибольшему снижению подверглись котировки акций предприятий электроэнергетики (-17% [MICEXpwr Index]), металлургии (-5.5% [MICEXm&m Index]) и финансового сектора (-4.5% [MICEXfml Index]). При этом розничный сектор [MICEXcgs Index] выглядел более стабильным и показал рост порядка 27% благодаря устойчивому спросу на продукты питания и товары народного потребления. Начало восстановления глобальной экономики, которое мы прогнозируем на середину текущего года, может привести к повышению спроса на риск и, как следствие, к сокращению рискованной премии в котировках акций компаний электроэнергетики, металлургии и банков, которые могут показать в 2013 году опережающий рост по сравнению с компаниями других отраслей экономики РФ.

Ключевые события: нестабильность на Ближнем Востоке

Переговоры по иранской ядерной программе между Тегераном и мировым сообществом в лице представителей шести государств (США, Китай, Германия, Британия, Франция и Россия) проходили в течение всего года. Наиболее активно тема ядерной программы исламской республики обсуждалась в марте – апреле. Как и ранее, переговоры закончились ничем, стороны не сумели найти общий язык, обвинив друг друга в нежелании разрешать проблему. Итогом переговоров стало эмбарго на поставку иранской нефти со стороны европейских стран, также частичное эмбарго со стороны азиатских торговых партнеров Тегерана. Иран ответил угрозами блокады Ормузского пролива, в результате нависла угроза новой локальной войны. В итоге спред между ценой североморской смеси нефти и Light Sweet расширился с \$8,55 на начало 2012 года до \$19,86 на конец I квартала этого же года. На январь 2013 года намечен новый раунд переговоров «шестерки» с руководством Ирана. Переговоры по вопросу ядерной программы Тегерана — непредсказуемое событие, традиционно проходят тяжело, вероятность прорыва остается на низком уровне, по этой причине мы не ожидаем существенных изменений ситуации вокруг исламской республики в 2013 году.

В последнее время вновь обсуждается тема возможной попытки блокировки Ираном маршрута транспортировки аравийской нефти. Стоит понимать, блокировка Ираном Ормузского пролива может спровоцировать военные действия на территории Ирана, в чем сам Тегеран в первую очередь не заинтересован. Иран не обладает достаточными возможностями, чтобы ввязываться в открытое противостояние с силами НАТО. Тегеран осознает ситуацию и дальше угроз в ближайшее время не пойдет. Справедливости ради надо отметить, США со своей стороны не стали провоцировать открытое вооруженное противостояние.

Конфликты в Ливане, Египте, Сирии поддерживали в 2012 году и будут продолжать сохранять напряжение на Ближнем Востоке в ближайшее время. Исходя из этого, мы полагаем, в 2013 году разница в цене нефти Brent и Light Sweet будет сохраняться на высоком уровне.

В ноябре 2012 года состоялись выборы президента США, ожидания данного события на фоне обострения проявлений кризиса оказывали сильное давление на рынки. Также в конце прошлого года произошла «плановая» смена китайского лидера. Нельзя сказать, что приход нового поколения руководства Поднебесной был гладким и простым, однако этот процесс не оказал «жесткого» воздействия на рынки, поскольку внимание инвесторов было отвлечено на европейские и американские проблемы.

В сентябре 2013 года состоятся парламентские выборы в Германии, которые также способны оказать давление на рынки. Однако экономический курс ФРГ в меньшей степени зависим от итогов парламентских выборов в Германии, по этой причине практически любой исход выборов будет позитивно воспринят инвесторами.

На конец февраля 2013 года назначены выборы премьер-министра Италии. Страна находится в глубоком кризисе, на этом фоне борьба за власть становится непредсказуемой. Несмотря на это, больших потрясений ждать не приходится, сложные условия оставляют кандидатам на пост узкое пространство для маневра в экономическом аспекте. Не ожидаем значительного влияния выборов премьер-министра Италии на мировые рынки.

Валютный рынок: снижение доверия к американскому рынку

Динамику рынков, в том числе и валютного рынка, будет определять противостояние демократов и республиканцев по вопросу сокращения расходов бюджета. В первые дни наступившего 2013 года президент США Барак Обама подписал законопроект, позволяющий отсрочить автоматическое сокращение расходных статей бюджета на 2 месяца, тем самым дав возможность республиканцам и демократам прийти к взвешенному соглашению по секвестру.

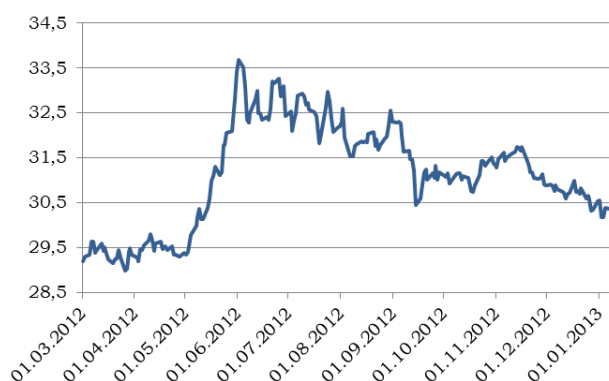
Законопроект предусматривает налоговые льготы на доходы физических лиц и семей, чей годовой доход не превышает \$400 тыс. и \$450 тыс. соответственно. Проблема, которая оказывала огромное давление на рынки в конце 2012 года, наполовину решена. Решение второй части вопроса отодвинуто на пару месяцев, что дает надежду на достижение республиканцами и демократами консенсуса по данному вопросу. Существует большое количество вариантов развития ситуации, но стоит отметить, сокращение расходной части бюджета приводит к замедлению темпов роста американской экономики. Американским политикам необходимо найти такой баланс увеличения налогов и сокращения расходов бюджета, который в наименьшей степени будет оказывать давление на первую экономику мира, а с другой стороны, позволит экономике в будущем динамично развиваться.

Также важно учитывать, что негативные варианты развития противостояния партий осла и слона могут

Динамика пары EUR/USD



Динамика пары USD/RUB



DXY Dollar Index



привести к снижению ещё одним рейтинговым агентством кредитного рейтинга страны, что может привести к поистине катастрофическим последствиям. Напомним, ранее RA S&P лишило США высшего кредитного рейтинга. В конце ноября 2012 года RA Fitch пригрозило также снизить кредитный рейтинг с наивысшей отметки AAA. Снижение кредитного рейтинга вторым агентством из «большой тройки» приведет к вынужденному оттоку средств с американского рынка. При этом важно понимать, что альтернативы по объему рынка и надежности у инвесторов нет, и это может стать большой проблемой, которая может повлечь возникновение дисбалансов на глобальном рынке.

Существование подобных рисков само по себе снижает доверие к американскому рынку и к доллару как к мировой резервной валюте. На фоне снятия с повестки дня греческого вопроса соотношение единой европейской валюты и доллара начало резко меняться в пользу евро. Так, за последние пять месяцев 2012 года, с 24 июля по 24 декабря, значение валютной пары евро/доллар повысилось на 9,89% с отметки 1,2043 (min от 24/7/12) до отметки 1,3234 (max 24/12/12).

Республиканцы и демократы дали себе время на разрешение проблемы, отодвинув момент секвестра и решение о повышении планки государственного долга. С одной стороны, это решение имеет позитивный момент, поскольку дает возможность и время избежать «бюджетного обрыва». С другой стороны, проблема продолжает оставаться нерешенной, что будет сохранять риски на высоком уровне и поддерживать возможное увеличение недоверия к американскому рынку.

В данной ситуации процесс укрепления евро и ослабления доллара продолжится. В течение 2013 года соотношение евро и доллара может достигать уровня 1,4100 – 1,4250, а к концу года евро/доллар, по нашему мнению, будет на отметке 1,3600. Значение индекса доллара DXY к концу декабря 2013 года прогнозируем на уровне 76,500 пунктов. Сдерживать ослабление доллара относительно шести основных мировых валют будет слабеющая йена, вес которой в DXY составляет 13,6%.

Недавно избранный новый премьер-министр страны восходящего солнца Синдзо Абэ задал Банку Японии более агрессивные ориентиры смягчения монетарной политики. Ожидается, что японский центробанк расширит программу покупки активов и предоставления кредитов. Предполагается, что на эти цели будет выделено 101 трлн йен, что на начало 2013 года составляет порядка \$1,16 трлн, при этом инфляционный ориентир повышен с 1% до 2%. Полагаем, на этом фоне соотношение доллара и йены будет увеличиваться, в 2013 году достигнет пика на уровне 94–95 йен за доллар и к концу года, по нашим расчетам, вернется к отметке 90 йен.

Несмотря на то, что мы прогнозируем умеренный рост стоимости нефти и, в частности, североморской смеси Brent до уровня \$120 на конец 2013 года, рубль

Динамика пары EUR/RUB



Динамика бивалютной корзины



Источник: Bloomberg

умеренно ослабнет. Это будет обусловлено низкими темпами роста российской экономики, сохраняющимся высоким уровнем рисков и продолжающимся оттоком капитала из страны. Прогнозируем рост стоимости бивалютной корзины порядка 2,85% до уровня 35,90 рублей. При этом по нашим расчетам, соотношение американского доллара и рубля в течение 2013 года будет находиться в диапазоне 29,50–31,00 рубля. Валютная же пара евро/рубль будет в течение года находиться в пределах значений 40,00–42,50 рубля за евро.

Товарные рынки

Металлы: ценовое дно достигнуто

Вопреки ожиданиям рынка, сформированным в начале 2012 года, негативные тенденции конца 2011 года не исчерпали себя и даже проявились более ярко. Слабый спрос сохранился, тогда как предложение частично восстановилось. В итоге цены продолжали снижаться, продемонстрировав стабилизацию на низких уровнях в конце года.

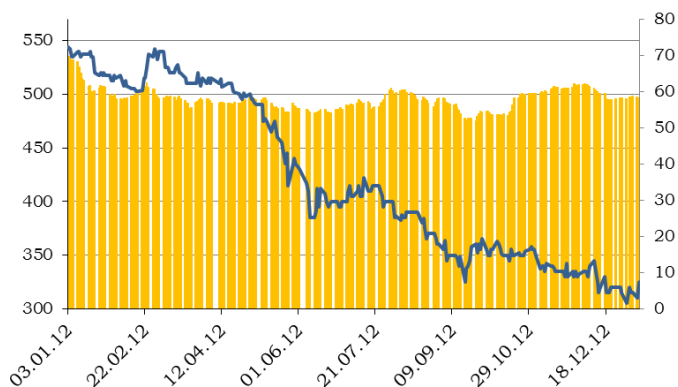
Уголь

Рынок угля выглядел наиболее депрессивно в 2012 году. Низкий спрос на продукцию металлургии, снижение выпуска и закрытие отдельных предприятий из-за убыточности производства и оптимизации структуры крупных металлургических холдингов неизбежно вылились в снижение спроса на уголь. Даже ужесточение регулирования и падение выработки на внутреннем рынке не смогли поддержать цены на фоне планомерного перехода с угля на газ в энергетике, а также постепенной установки электродуговых печей на сталепрокатных предприятиях. На мировом рынке давление на цены оказало восстановление угольной промышленности в Австралии, коллапс которой в 1П11 оказал мощную поддержку ценам.

Цены обвалились в течение года на 20–60% в зависимости от рынка сбыта и марки угля. Однако в конце года ситуация несколько стабилизировалась, и ожидания на 2013 год представляются менее апокалиптическими.

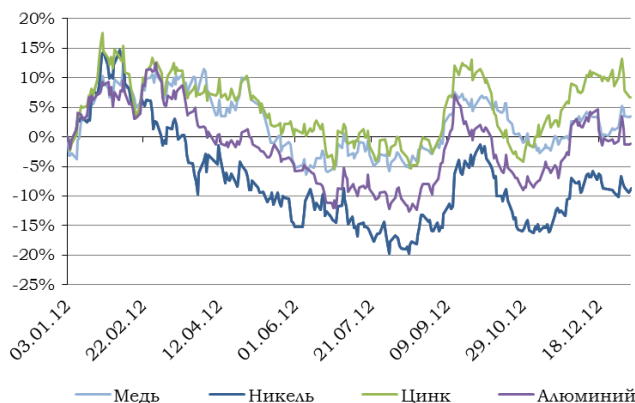
На текущих уровнях для многих производителей, в особенности в развитых странах, значительная часть угольных производств уже не выгодна экономически. В то же время, Китай, основной потребитель угля на мировом рынке, демонстрирует стабильно высокий спрос на угольную продукцию.

Стад. заготовка на LME, \$, и цена на уголь, \$/т (пр.шк.)



Источник: Bloomberg

Относительная динамика котировок на цветные металлы



Источник: Bloomberg

Рынки ЮВА в целом труднодоступны для других энергоносителей, поэтому спрос на уголь в этом регионе будет только расти — это демонстрирует и крайне высокий интерес китайских и южнокорейских компаний к российским угольным активам.

Кроме того, у угля есть неплохие шансы укрепить позиции на мировом энергетическом рынке относительно других энергоносителей. Международное энергетическое агентство, например, прогнозирует, что к 2017 году доля угля сравняется с таковой у нефти. Мы скептически оцениваем эти прогнозы, но позиции действительно могут укрепиться. Китай ориентирован на уголь, и вряд ли ситуация изменится, тогда как запросы Поднебесной стабильно растут. Крупным импортером может стать Индия. Сегодня уголь существенно дешевле нефти и более легок в транспортировке по сравнению с газом. Неожиданно и Европа может увеличить потребление угля на фоне поддерживаемых Газпромом высоких цен на газ и стабильно дорогой нефти. Увеличения потребления не стоит ждать разве что в США, где дешевый сланцевый газ, напротив, продолжит вытеснять уголь из энергетики.

Спрос на металлургические угли находится под давлением из-за того, что многие предприятия вертикально интегрированы и обеспечены собственным сырьем. Постепенно старые мощности замещаются электродуговыми печами, что также сказывается на спросе. Вместе с тем, падение предложения, скорее всего, окажется более выраженным, чем ослабление спроса, и это станет фактором для восстановления цен.

По нашим оценкам, негативные тенденции на рынке угля по большей части исчерпаны. Спрос пока остается низким, но среднесрочно мы смотрим на рынок угля позитивно. Мы ожидаем, что уже в первой половине года цены на уголь начнут восстанавливаться и ситуация в отрасли должна ощутимо улучшиться уже к лету.

Черная металлургия

Для металлургов год оказался немногим легче, чем для угольных компаний. Напротив, вертикально интегрированные производители преимущественно имеют в своем составе угольные и рудные активы с относительно высокой себестоимостью, и обвал цен на сырье скорее подорвал рентабельность металлургических холдингов. Однако для отдельных предприятий ослабление цен на сырье оказалось спасительным, и они нарастили предложение, оказав давление на достаточно слабый спрос.

Продолжающийся кризис в Европе обусловил крайне слабое состояние рынка сталепроката, и восстановление пока находится под вопросом. В США рынок оживился в первом полугодии на фоне снижения цен на сырье, однако существенного роста спроса так и не получилось, поэтому во втором полугодии ситуация вновь ухудшилась. Всплеск оптимизма наблюдался в начале осени, когда было объявлено о новых стимулирующих мерах, но реакция была непродолжительной, после чего цены вновь стали снижаться.

В начале года российские холдинги (Северсталь, Евраз) рапортовали о выходе американских активов на положительную рентабельность, однако к середине года активы вновь начали приносить убытки, и снова встал вопрос о сокращении мощностей.

В Азии первое полугодие, напротив, было слабым на фоне опасений резкого замедления в Китае. Однако Поднебесная демонстрировала стабильный спрос на металлургическую продукцию, а статистика 2П12 показала, что опасения чрезмерны, новые стимулирующие меры начинают приносить плоды, и замедление китайской экономике носит менее широкие масштабы, нежели предполагалось изначально.

Российский рынок в целом оставался достаточно стабильным. Крупные инфраструктурные проекты поддерживали спрос на сортовую и трубную продукцию.

Строительная индустрия показала признаки восстановления летом, и это также положительно сказалось на продаже арматуры и другой прокатной продукции.

Мы ожидаем, что рынок начнет постепенно восстанавливаться, прирастая в основном Азией, а также Россией и странами СНГ. Ситуация в Европе несколько стабилизировалась, но для серьезного восстановления поводов пока мало. Но если не произойдет обострений в ближайшие кварталы, цены могут начать восстанавливаться и здесь.

Слабо пока выглядит только американский рынок — сокращение дефицита бюджета, которое сейчас является основной темой на повестке дня в США, может оказать серьезное давление на реальную экономику. В частности, государство может отказаться от ряда стимулирующих мер, и это ударит по американским производителям. Вместе с тем в производственной цепочке основное ценовое давление приходится именно на производителей проката и рудного сырья, тогда как производители готовой продукции (автоконцерны, строительная индустрия и т. п.) получают ощутимую поддержку. Таким образом, предложение на американском рынке стали испытывает большее давление, нежели спрос, и снижения цен мы там также не ожидаем.

В общем и целом, сейчас металлургическая отрасль находится в районе ценового «дна» — большинство производств в Европе и США убыточны или находятся на грани убыточности. При этом российские производства сохраняют неплохую эффективность из-за значительно более низкой себестоимости. Ситуация тяжелая для интегрированных холдингов, но по-прежнему далекая от критической. Дальнейшего ухудшения произойти не должно, так как это вынудит производства в США и Европе массово прекращать свою деятельность. Предложение при этом упадет относительно спроса и это окажет поддержку ценам. Ожидаемое подорожание угольного сырья также должно поддержать цены на сталь. Восстановление спроса в растущих экономиках, а также ожидаемое ослабление доллара также поддержат цены.

Таким образом, рынок неизбежно начнет восстановление с текущих уровней, вопрос лишь в том, когда оно произойдет.

Цветная металлургия

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

В начале года цены на промышленные металлы показывали умеренное восстановление после перегруженного негативом 4K11. Однако уже в апреле — мае негативная динамика вновь возобновилась — металлы отреагировали на обострение проблем в еврозоне. В результате большинство контрактов обновило прошлогодние минимумы. Объявление QE3 дало локальный всплеск оптимизма, который, однако, не продлился долго, и цены вновь пошли вниз. Очередное повышение интереса к промышленным металлам было связано со снижением остроты кредитных проблем в Европе. В целом, можно констатировать, что рынки цветных металлов в прошедшем году были волатильными, но явного тренда продемонстрировать не смогли, а цены остались относительно низкими.

На наш взгляд, фундаментальных оснований для дальнейшего снижения по большинству металлов крайне мало — за исключением уникальных и заведомо рентабельных предприятий, например, таких как Норильский никель, производства работают на грани рентабельности или получают убытки. Причем ситуация более

тяжелая, чем в черной металлургии, так как даже российские предприятия, где издержки на электроэнергию и персонал относительно невелики, находятся на грани рентабельности. Дальнейших ресурсов по снижению цен мы не видим. Производители алюминия, цинка, хрома сворачивают производственные мощности по всему миру.

Ресурсы по сокращению издержек фактически исчерпаны. Текущие цены уже привели к падению предложения, в среднесрочной перспективе это должно стабилизировать цены и создать мощный уровень поддержки. При этом умеренное ослабление доллара, которое мы ожидаем, также должно поддержать котировки.

Мы по-прежнему ожидаем улучшения ситуации на рынках цветных металлов; на наш взгляд, оно может произойти уже в начале года, если США не подарят рынкам очередной шок в результате «фискального обрыва».

Драгоценные металлы

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

В прошедшем году драгоценные металлы преимущественно вели себя, как обычные промышленные товары, повторяя динамику других цветных металлов, хотя и немного менее выраженно. Исключением было только золото, которое в короткие моменты обострений демонстрировало возобновление спроса на падающем рынке и в целом сохранило уровни конца 2011 года, но эти уровни можно назвать «высокими» в отличие от большинства других металлов. Если ситуация в мировой экономике вновь обострится, есть основания ожидать, что цена на золото останется высокой и даже может показать сильный рост.

В качестве базового сценария мы предполагаем, что настроения на рынках останутся достаточно ровными и золото покажет умеренное восстановление наряду с другими промышленными металлами. При этом динамика может быть сдержанной, так как в целом уровни уже достаточно высокие и обеспечивают хорошую рентабельность для производителей. Основным фактором роста золота, вероятно, станет ослабление доллара против евро. Другие драгоценные и редкоземельные металлы также будут вести себя в этом ключе.



Источник: Bloomberg

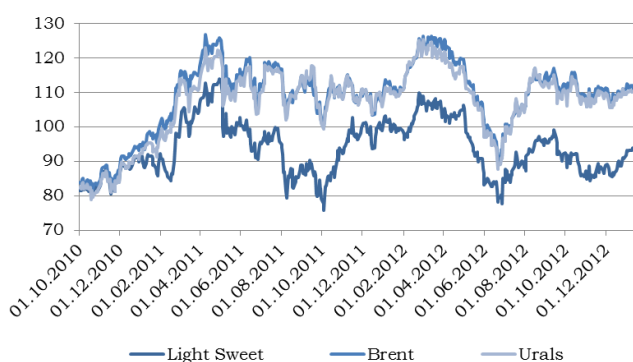
Нефть и газ: ожидаем стабильности

Низкие темпы роста мировой экономики будут сдерживать рост стоимости нефти. Но уже к концу 2013 года Международное энергетическое агентство прогнозирует рост потребления нефти до 90,5 млн баррелей в сутки с уровня 89,6 млн баррелей в 2012 году. Причиной ожидаемого экспертами агентства роста называется спрос на углеводород со стороны Китая, который вновь начал демонстрировать ускорение темпов экономического роста.

За неполный истекший год (на утро 28 декабря 2012 года) стоимость североморской смеси Brent выросла на 3,55%, достигнув отметки \$111,19. При этом цена на легкую нефть сократилась на 7,66% до \$91,26. Спред в 2012 году вырос более чем в два раза с уровня \$8,55 до \$19,93. Виной тому неразрешенная проблема иранской ядерной программы, незатухающие жестокие конфликты в арабском мире. В первый день марта котировки нефти достигли максимального значения, Light Sweet показала значение \$110,55 за баррель, североморская смесь отметилась на уровне \$128,40. Но уже менее чем через 4 месяца котировки нефти показали минимум 2012 года. Brent снизился на \$39,91, или на 31,08%, легкая нефть с марта по июнь включительно потеряла \$33,27, или 30,09% своей стоимости.

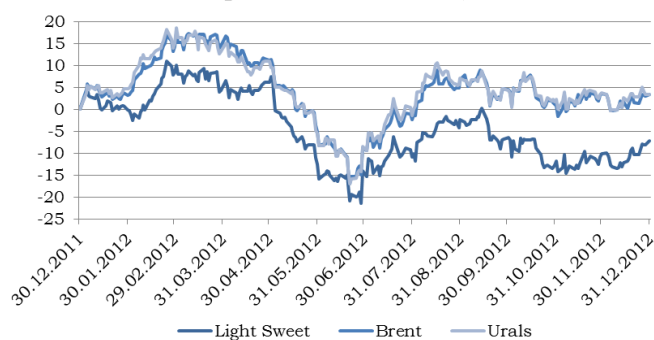
Монетарное смягчение, проводимое Федрезервом и Европейским Центробанком, а также ослабление американской валюты позволят котировкам нефти и металлов в 2013 году показать умеренный рост. Полагаем, котировки Brent в течение наступившего года будут находиться в диапазоне \$110–125 за баррель, а к концу года, на наш взгляд, стоимость североморской смеси составит порядка \$120. Цена на легкую нефть, по нашим расчетам, будет варьироваться в пределах значений \$89–105 и в декабре 2013 года достигнет уровня \$100 за баррель.

Динамика стоимости нефти марок Urals, Brent, Light Sweet, \$



Источник: Bloomberg

Прирост стоимости нефти марок Urals, Brent, Light Sweet за 2012 год, %



Источник: Bloomberg

Мировые индексы акций: постепенное восстановление интереса к риску

Рост мировой экономики, по версии большинства международных институтов, в 2013 году должен составить порядка 3,2–3,3%. Локомотивом роста глобальной экономики по-прежнему будут выступать Китай и развивающиеся страны Восточной Азии. По версии Всемирного банка (ВБ), рост экономики Поднебесной в наступившем году составит 8,4%, ранее этот показатель ожидался на уровне 8,1%. В 2014 году прогнозируется рост на уровне 8,0%. Филиппины, по мнению экспертов ВБ, покажут рост в 2013 году на уровне 7,9%. Рост экономики Малайзии может составить 6,2%. Устойчивый рост экономик Китая и стран Восточной Азии будет поддерживать растущий внутренний спрос. В Поднебесной драйвером роста явилось ускорение реализации инвестиционных проектов, в частности, развития транспортной отрасли. На фоне благополучной динамики стран Азиатско-Тихоокеанского региона показатели Японии выглядят плохо. По итогам II-го и III-го кварталов 2012 года экономика страны восходящего солнца показала отрицательный прирост.

Ситуация в Европе по-прежнему остается негативной. Экономика Германии замедляет свой рост, что делает рост ВВП еврозоны практически невозможным. По

нашим оценкам, экономика европейского валютного союза будет балансировать на грани рецессии и по итогам 2013 года может показать нулевые темпы роста. Политика снижения расходов бюджетов стран зоны евро неизбежно привела к росту безработицы и замедлению темпов роста ВВП еврозоны.

Выходившая в конце ноября – декабре 2012 года макростатистика по США позволяет сделать вывод, что ситуация в экономике североамериканских штатов стабилизировалась. Безработица на начало прошлого года составляла 8,5%, по итогам года этот показатель снизился до отметки 7,8%. Темпы роста ВВП США в квартальном выражении вернулись к максимальным значениям за период с I квартала 2010 года по III квартал 2012 года и на конец указанного периода составили 3,1%.

В целом, по нашему мнению, год будет неоднозначным. С одной стороны, убедительный рост в Азии будет нивелирован напряженной ситуацией в Европе. Остается много нерешенных вопросов и в США, несмотря на то, что первая экономика мира дает первые сигналы стабилизации ситуации. Стоит отметить, валютный и товарные рынки на фоне то ли «идеального шторма, то ли «идеального штиля» могут сузить годовую волатильность, что отразится и на рынке акций, и на долговом рынке. Однако сдержанная динамика рынков не будет отражать все сложности момента, а будет отражением той выжидательной позиции, которую могут занять участники рынка, наблюдая за тем, в какую сторону качнется ситуация в глобальной экономике.

Индекс	Значение на закрытии 31.12.2012	Прогноз на 2013	Прогнозируемое изменение за 2013 год	Макс. значение в 2012 году	Мин. значение в 2012 году	Волатильность
S&P 500	1 426,19	1 540	7,98%	1 465,77	1 277,06	13,23%
Dow Jones	13 104,14	14 000	6,84%	13 610,15	12 101,46	11,51%
DAX	7 612,39	8 100	6,41%	7 672,10	5 969,40	22,37%
CAC40	3 641,07	3 800	4,36%	3 674,26	2 950,47	19,88%
NIKKEI 225	10 395,18	11 750	13,03%	10 395,18	8 295,63	20,20%
Hang Seng	22 656,92	24 500	8,13%	22 666,59	18 185,59	19,78%
Индекс ММВБ	1 474,72	1 670	13,24%	1 631,15	1 256,55	25,40%
Индекс РТС	1 526,98	1 700	11,33%	1 754,81	1 227,65	34,52%

Еврооблигации: инвестиционных возможностей немного, но они сохраняются

Прошедший 2012 год стал для рынка российских евробондов одним из лучших за последние несколько лет. Это справедливо как для вторичного, так и для первичного рынка, объем размещений на котором составил рекордные \$54,2 млрд.

На вторичном рынке доходности большинства облигаций как суверенных, так и корпоративных эмитентов достигли исторических минимумов. Основная часть роста на рынке пришлась на вторую половину года. Этому способствовало как минимум 2 фактора.

Первый фактор — европейский. Обещания главы ЕЦБ М. Драги принять все необходимые меры для снижения напряженности на долговом рынке Европы привели к сильному падению доходностей суверенных облигаций Испании и Италии. Параллельно с этим на рынках акций и долговых рынках развивающихся стран прокатилась мощная волна покупок.

Второй фактор — ожидания QE3 в США и его последующий запуск.

В переводе на биржевой язык наличие упомянутых факторов, по сути, означало следующее:

- ✓ значительный объем ликвидности, который и так остается на рынках, вероятно, увеличится;
- ✓ сверхнизкие процентные ставки сохранятся в ближайшие 2–3 года.

Отметим, что к началу 2-го полугодия 2012 года рынок российских евробондов в целом был одним из самых привлекательных в мире по соотношению риск/доходность. Погоня за доходностью в мире привела к существенному сужению спрэдов между бумагами российских эмитентов и аналогами из других развивающихся стран, а также облигациями эмитентов из развитых стран.

Доходность выпуска Россия-30 за год упала на 130 б. п., а спрэд к UST-10 в начале 2013 года обновил исторический минимум, достигнув 70,0 б. п.

Спрэд между выпуском Россия-30 и выпусками Бразилия-19 и Мексика-19 сократился за год на 64 б. п. и 83 б. п. соответственно. Это также свидетельствует о росте толерантности к риску.

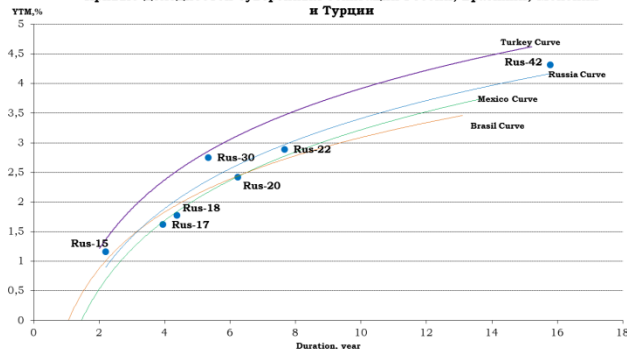
Столь сильное сужение спрэдов в последнее время, а также анализ кривых доходностей показывают, что сейчас некоторые выпуски российских евробондов переоценены. Особенно это касается «короткого» участка кривой доходности. Как видно, выпуски Россия-15, Россия-17, Россия-18 и Россия-20 лежат на кривой

Спрэд Россия-30 - UST-10



Источник: Bloomberg

Кривые доходностей суверенных облигаций России, Бразилии, Мексики и Турции



Источник: Bloomberg, расчеты UFS IC

доходности Мексики и торгуются с минимальными спредами к кривой доходности Бразилии, что не совсем справедливо.

Спреды между выпусками корпоративного сектора и суверенными бумагами России, а также между выпусками эмитентов 1-го и 2-го эшелонов также существенно сузились. С начала июля вся суверенная кривая доходности опустилась от 80 до 120 б. п. Кривая доходностей Сбербанка упала с начала июля на 110 б. п. Примерно такое же снижение доходности показали выпуски Газпрома на «длинном» конце кривой доходности.

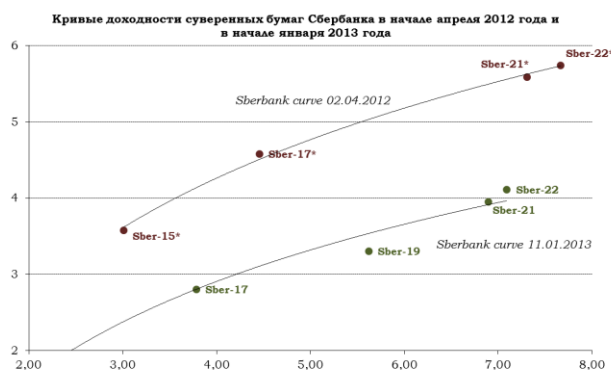
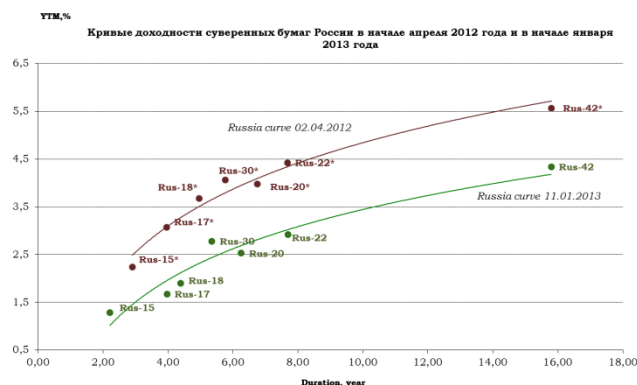
Наибольший ценовой рост показали самые волатильные евробонды. Лидером года стал евробонд Вымпелком-22, который вырос на 32,0% (!). Ростом более чем на 20,0% завершили год выпуски Альфа-Банк-21 (+26,0%), ТМК-18 (24,2%) и ВЭБ-25 (26,0%). В среднем по рынку рост составил около 11,0%.

С учетом текущих уровней, на которых оказались российские евробонды, повторения 2012 года в году наступившем ожидать не приходится. Мы ожидаем, что в I полугодии 2013 года для российских евробондов будет сохраняться относительно позитивный внешний фон. Ключевой фактор здесь — сохранение мягкой монетарной политики в США. ФРС продолжит накачивать финансовую систему свежей ликвидностью по \$85,0 млрд в месяц. Сверхмягкая политика сохранится в Европе и Японии на протяжении всего года. В этих условиях спрос на высокодоходные инструменты, которыми по-прежнему являются российские евробонды, останется высоким.

Помимо этого, мы оцениваем вероятность успешного исхода переговоров относительно увеличения планки госдолга в США как 4/5. В Европе мы не ожидаем каких-либо серьезных потрясений, схожих с теми, которые наблюдались в середине 2012 года. И наконец, последним фактором, который положительно повлияет на российский рынок, станет устойчивость цен на рынке нефти.

Тем не менее, даже с учетом этих факторов, «боковая» динамика на рынке станет основным трендом I полугодия.

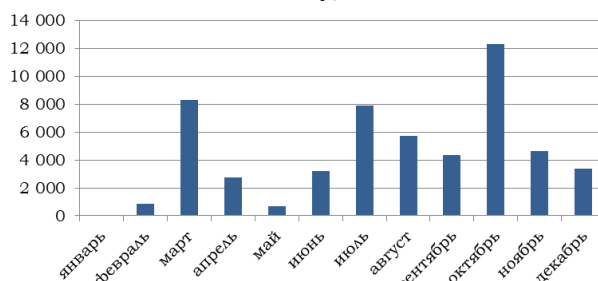
Однако с учетом тех уровней доходностей, на которых сейчас находятся многие долговые рынки, к концу года частично может начать реализовываться процентный риск, связанный с ростом инфляционных ожиданий в США и, возможно, более ранним сворачиванием программы выкупа активов. Напомним, что мы ожидаем роста доходности UST-10 до 2,0% годовых, при этом мы не исключаем в отдельные



периоды роста до 2,5% годовых. Наш прогноз по величине спреда Россия-30-UST-10 на 2013 год составляет 100 б. п. Поэтому мы ждем роста доходности Россия-30 до 3,0% годовых, а предполагаемый диапазон колебаний в течение года составляет от 2,5% до 3,5% годовых.

Говоря о рынке в целом, мы также ожидаем роста доходности к концу 2013 года. В этой связи, стратегия «покупать» рынок в целом сейчас не является оправданной. На рынке остается небольшое количество инвестиционных идей, которые продолжают реализовываться с учетом все еще очень высокого спроса на российский внешний долг.

Объем размещенных еврооблигаций в 2012 году, \$ млн.



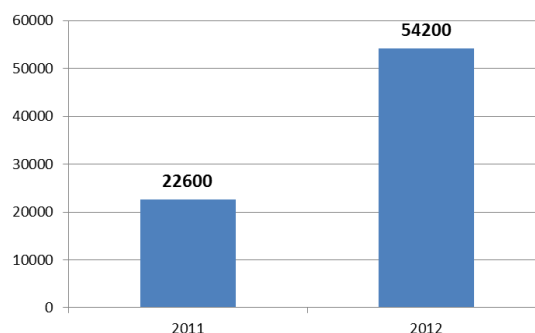
Источник: Cbonds, расчеты UFS IC

Первичный рынок

Для первичного рынка прошедший год также был чрезвычайно удачным. Высокий спрос на российские еврооблигации и сверхнизкие процентные ставки, которые установились на вторичном рынке, способствовали выходу на рынок значительного числа эмитентов. Всего в 2012 году было осуществлено 110 эмиссий общим объемом \$54,2 млрд, что почти в 2 раза превышает объем размещений в 2011 году (порядка \$23,0 млрд).

Доступ на рынок существенно упростился, поэтому на рынок активно выходили не только эмитенты I эшелона. Около 55,0% всех займов было размещено банками, еще 13% пришлось на суверенные выпуски. Среди банковских займов существенный объем представляли субординированные евробонды. Банки активно привлекали субординированный долг под исторически низкие ставки в связи с изменением регуляторных требований по расчету достаточности капитала, которые вступят в силу в 2013 году. Среди знаковых размещений прошедшего года отметим размещение суверенных еврооблигаций России на \$7,0 млрд, а также дебютное размещение «вечного» евробонда ВТБ объемом \$2,25 млрд. Также на рынок вышли новые эмитенты, такие как Роснефть, НЛМК и Brunswick Rail.

Объем размещений в 2011 и 2012 годах, \$ млн.



Источник: Cbonds

В 2013 году мы ожидаем сохранения высокого объема размещений, однако повторить достижение 2012 года все же не удастся. Это будет связано с более низкими темпами роста банковского сектора и инвестиционных затрат в реальном секторе экономики. Объем погашений евробондов в 2013 году составляет около \$22,0 млрд. Мы полагаем, что в следующем году объем размещений может составить от \$30,0 до \$40,0 млрд.

Нефтегазовая отрасль: внимание на операционные показатели

Нефтяные компании

2012 год для нефтяных компаний в целом прошел без серьезных потрясений. Нефть была достаточно волатильна, но в то же время не продемонстрировала существенного изменения цен по итогам года и в целом смогла сохранить высокие уровни. После существенного увеличения налоговой нагрузки в 2011 году ситуация не претерпела значимых изменений. Большинство компаний так или иначе подстроились под новый налоговый режим, оптимизировав структуру выпуска и географию бизнес-процессов, это позволило несколько снизить налоговое бремя и улучшить рентабельность.

Результаты по итогам года в целом будут неплохими, но несколько хуже, чем в 2011 году, — из-за роста налогового бремени в середине предыдущего года.

Мы не ожидаем сильных колебаний на нефтяном рынке в 2013 году. Нефть по-прежнему поддерживается внешними шоками и выглядит относительно дороже других энергоносителей — газа и угля, однако шоки эти демонстрируют удивительную стабильность, и, по крайней мере, в первой половине года мы не ждем резкого изменения ситуации. На фоне ожидающегося умеренного ослабления доллара, котировки могут немного подрасти.

На этом фоне, результаты нефтяных компаний будут постепенно улучшаться, но на первый план выйдут корпоративные события. В целом же ожидаем хороших результатов от отрасли на фоне по-прежнему дорогой нефти и низкой долговой нагрузки предприятий. Внимание стоит обратить на операционные показатели — динамику добычи.

Газовые компании

Газовые компании, с одной стороны, смогли избежать чрезмерно агрессивного увеличения налогового бремени, что должно существенно поддержать независимых производителей. В то же самое время, рынок газа выглядел достаточно слабо. Даже на внутреннем рынке наблюдалось снижение объемов поставок, на наиболее же прибыльном европейском рынке объемы упали очень существенно из-за снижающегося спроса и роста конкуренции со стороны СПГ из Катара. В США «сланцевая революция» идет полным ходом и также заставляет производителей «традиционного» газа нервничать.

Наиболее плохо на этом фоне выглядел Газпром, который, несмотря на слабый рынок и потерю позиций, продолжил агрессивно инвестировать в сомнительные проекты. На внутреннем рынке компания лишилась ряда крупных контрактов, таких как Мосэнерго, в Европе продажи очень сильно упали. В целом по итогам года результаты, вероятно, будут даже хуже наших весьма сдержанных прогнозов.

В то же самое время, независимые производители выглядели не так плохо — активно переманивая контракты у Газпрома и друг у друга, избежав резкого роста НДПИ и получив серьезные надежды на доступ к экспортному рынку.

Мы ожидаем, что позиции независимых поставщиков газа продолжат укрепляться, тогда как для Газпрома 2013 год должен стать достаточно тяжелым. Локальную поддержку бумаге окажет неожиданно холодная зима в Европе, а также существенное сокращение инвестиционной программы, однако в релевантности последнего инвесторов еще нужно будет убедить.

Инвестиционные идеи на долговом рынке

Еврооблигации нефтегазовых компаний в целом выглядят сейчас наименее интересно в сравнении с другими секторами. Большинство бумаг сектора в долгосрочной перспективе имеет наименьший потенциал роста.

Тем не менее, в условиях относительной стабильности на нефтяном рынке и сохранения высокого спроса, доходности некоторых бумаг могут показать снижение в ближайшие месяцы. Среди нефтяных компаний наиболее интересно выглядят бумаги ТНК-ВР, особенно «длинные» выпуски ТНК-ВР-18 и ТНК-ВР-20, которые торгуются со спрэдом к кривой доходности Лукойла на уровне 20 и 30 б. п. соответственно. Финансовое состояние ТНК-ВР остается устойчивым, а покупка компании Роснефтью в целом нейтральна для кредиторов компании. На наш взгляд, выпуски ТНК-ВР должны лежать на кривой доходности Лукойла, поэтому спекулятивно в указанных выпусках остается потенциал.

Интерес представляют также отдельные евробонды Газпрома. Это выпуски Газпром-34 и Газпром-37, которые после просадки в начале января могут вновь приблизиться к своим историческим максимумам. Тем более что между ними и кривой доходности Газпрома сохраняется спрэд в районе 50 б. п.

В остальных выпусках потенциал роста ограничен. Даже при позитивной динамике на рынке нефти и долговых рынках в них будет преобладать «боковик».

На рублевом рынке мы не ожидаем проблем с исполнением своих обязательств перед держателями ценных бумаг ЛУКОЙЛа, Газпром нефти и Башнефти. Рекомендуем покупку выпусков этих эмитентов на вторичном рынке.

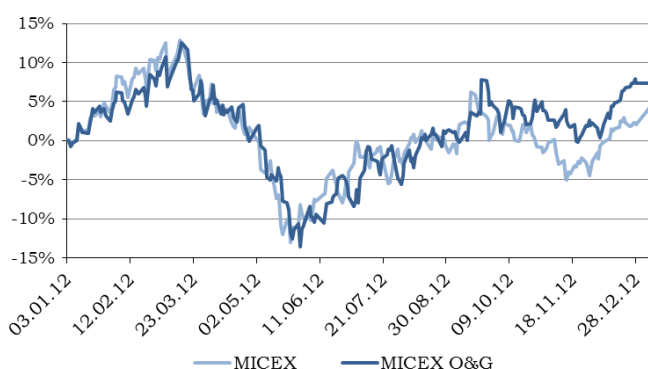
Инвестиционные идеи в акциях

Бумаги сектора в целом неплохо смотрелись в конце года на фоне достаточно дорогой нефти, и идей в секторе не так уж много.

Основным ньюсмэйкером прошедшего года стала **Роснефть**, которая консолидировала **ТНК-ВР**. Миноритарии последней стали пострадавшей стороной в сделке, так как не получили выгодной оферты, а также, видимо, лишатся привлекательных дивидендных выплат. А вот для Роснефти последствия далеко не настолько очевидны. После непродолжительных сомнений рынок все же решил, что сделка благоприятна для компании, и с осени бумага демонстрирует уверенный рост, вытягивая, по сути, весь рынок. Однако в 2013 году ситуация может измениться. Роснефти предстоит начать оплачивать приобретение, что должно существенно увеличить долговую нагрузку. При этом интеграция крупной компании неизбежно увеличит административные расходы. Если Роснефть не сможет убедить инвесторов в скорой и ощутимой отдаче от приобретения, она может потерять благосклонность инвесторов. Разгон в бумагах Роснефти может продолжиться, но на наш взгляд, он все менее оправдан. Рекомендуем сохранять осторожность.

По-прежнему в большинстве нефтяных компаний интересна игра на дивидендах. Причем после повышения норм отчислений на дивидендные выплаты к традиционным дивидендным бумагам — **Сургутнефтегазу, Башнефти, Татнефти** —

Относительная динамика отраслевого индекса на ММВБ



Источник: Bloomberg

неожиданно могут присоединиться и госкомпании — **Роснефть** и **Газпром**. Впрочем, для Роснефти текущие уровни уже не очень интересны, да и в других бумагах, с учетом текущих уровней и ожидающихся выплат, закупка уже подходит к концу.

В настоящий же момент однозначно интересными для покупок, на наш взгляд, являются бумаги **ЛУКОЙЛа**.

Мы с интересом смотрим на акции **ЛУКОЙЛа**, справедливая стоимость на конец года — 2580 рублей за акцию. Изменение стратегии компании и расчет на улучшение динамики добычи могут изменить отношение инвесторов к акциям. В 2012 году компания не смогла показать существенных сдвигов в сложившейся динамике операционных показателей, за исключением газового сегмента, который выглядел очень хорошо, однако в целом более агрессивная политика в сфере расширения апстрим-сегмента стала явно проглядываться в действиях компании. В конце года ЛУКОЙЛ выиграл в тендере на крупное Имилорское месторождение в Западной Сибири, заплатив за него рекордную сумму. Новая лицензия должна поддержать добычу в регионе, где операционные показатели у компании выглядят наиболее слабо.

В результате в 2013 году мы можем увидеть, наконец, долгожданную позитивную динамику в добыче, и это должно существенно поддержать капитализацию ЛУКОЙЛа. В 2012 году компания также начала платить промежуточные дивиденды, которые составили 40 рублей на акцию, это должно позитивно повлиять на благосклонность инвесторов.

Что касается **Газпрома**, в текущих условиях мы видим мало среднесрочных драйверов для роста в его бумагах, ситуация в целом выглядит скорее негативной, хотя дальнейшее снижение выглядит уже совсем невероятным. К тому же локальную поддержку бумаге оказывает рост поставок в Европу из-за сильных холодов. Увеличение дивидендных выплат также может поддержать бумагу. Поэтому в целом на ближайший квартал мы смотрим на перспективы Газпрома скорее в позитивном ключе.

Безусловно, наша оценка справедливой стоимости компании в 220 рублей выглядит завышенной в сложившейся ситуации, но у Газпрома еще есть тузы в рукаве. Простимулировать рост котировок может успешный исход переговоров с Китаем и начало поставок газа в Поднебесную. На наш взгляд, это скорее вопрос времени, а не вероятности.

НОВАТЭК кажется интереснее как компания, однако акции уже стоят относительно дорого, и значительного роста с текущих уровней мы не ожидаем. Однако последние подвижки в сфере предоставления независимым компаниям доступа к экспортному рынку должны зажечь для НОВАТЭКа зеленый свет. Мы пока подтверждаем оценку справедливой стоимости компании на уровне 415 рублей за бумагу.

Надежда на приватизацию госкомпаний, которая должна повысить ликвидность, дооценить компании по рынку, привлечь новых инвесторов, остается на весьма

Динамика котировок акций нефтегазового сектора за 2012 год



Источник: Bloomberg

низком уровне. Формально новая программа подтвердила намерения вывести часть госпакетов на рынок уже в 2012–13 гг., что автоматически означает проведение сделок в 2013 году — в прошедшем-то их не было. Однако точных дат не определено, и решение фактически будет зависеть от рыночной конъюнктуры. Мы скептически воспринимаем перспективы размещения госпакетов «голубых фишек» в ближайшее время, и это «судьбоносное решение» вновь может быть отложено на неопределенный срок. Однако если эта тема вновь выйдет на передний план, спекулятивный интерес будут представлять бумаги **Роснефти** и **Транснефти**, в особенности это касается последней, так как Роснефть выглядит уже достаточно дорого на текущих уровнях.

Рыночные мультипликаторы компаний нефтегазового сектора

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2011	2012П	2013П	2011	2012П	2013П	2011	2012П	2013П	
Газпром	2,73	2,78	2,78	0,85	0,74	0,71	3,00	3,01	3,27	0,53
Лукойл	2,67	3,19	3,10	0,31	0,42	0,42	3,99	4,65	4,67	0,20
Сургутнефтегаз		1,99	2,12	1,15	0,93	0,94	4,09	6,34	6,22	-1,12
Татнефть	4,23	4,65	4,41	0,55	0,76	0,78	5,56	6,77	6,49	0,35
Роснефть	3,91	5,50	4,93	0,76	0,91	0,82	6,49	7,17	7,63	1,00
Транснефть	3,19	3,35	3,30	0,49	0,49	0,49	4,07	4,31	4,37	0,57
Газпромнефть	-	-	-	-	0,16	0,16	-	2,91	2,70	1,39
Башнефть	3,41	5,35	5,32	0,38	0,69	0,69	4,03	7,81	7,96	1,12
НОВАТЭК	14,27	10,88	9,00	6,79	4,77	3,78	9,99	14,73	11,71	0,64
ТНК-ВР	3,01	-	-	1,00	0,49	0,49	4,21	3,31	3,54	-0,11
Среднее	3,92	4,15	3,98	0,82	0,69	0,67	4,74	5,39	5,33	0,55

Источник: Bloomberg

Банковский сектор: ожидаем замедления

В 2012 году бурный рост банковского рынка продолжился, хотя во второй половине года темпы ощутимо снизились.

Рост рынка поддерживался преимущественно агрессивным кредитованием населения с уклоном в высокодоходные виды кредитования — потребительские кредиты, POS-кредитование, онлайн-кредитование и автокредиты. Отчасти банки акцентировались на этих видах деятельности из-за высокой маржи, однако во многом это последствие жесткой политики ЦБ по сдерживанию ликвидности в секторе и нехватки доступных источников фондирования.

В дополнение к нехватке ликвидности, которая уже становится нормой для рынка, добавляются ограничения капитала — достаточность капитала по отрасли в целом продолжила снижаться, так как конъюнктура на рынках капитала остается не слишком благоприятной, и для большинства эмитентов рынок акций фактически закрыт. Единственно, Сбербанк удачно разместил государственный пакет, но привлеченные средства ушли в бюджет, а не на расширение капитала банка.

В целом, мы ожидаем, что рынок кредитования продолжит снижать темпы роста и, возможно, стабилизируется на фоне того, что банки будут более озабочены качеством кредитных портфелей, перегруженных высокорискованными кредитами.

Еще одним ограничивающим фактором для роста кредитных портфелей станет принятие закона о потребительском кредитовании, который должен повысить защищенность заемщиков и увеличить требования к банкам, выдающим кредиты. Дополнительно ЦБ РФ планирует в 2013 году повысить нормы резервирования и коэффициенты риска при расчете достаточности капитала для розничных ссуд, перейдя на требования «Базель-3» с 1 апреля — в целях мониторинга и, возможно, с 1 октября — уже в виде актуальных нормативов.

Мы не ожидаем серьезной турбулентности на рынках, по крайней мере, в первой половине года. Зависимость банковской системы от платежеспособности населения существенно возросла, но без внешних шоков серьезной опасности для банков мы пока не видим, и базовый прогноз по отрасли — стабильный.

Финансовые показатели покажут вялую динамику и могут начать замедляться по мере того, как банки вновь будут вынуждены увеличивать резервы, в значительной степени списанные за последние два года.

Инвестиционные идеи на долговом рынке

В банковском секторе представлено гораздо большее количество бумаг, чем в других секторах, поэтому в нем традиционно сохраняется наибольшее количество инвестиционных идей. Мы бы рекомендовали сохранять некоторую долю «коротких» выпусков в портфеле. При этом среди бумаг короткого «сегмента» мы отдаем предпочтение именно банковскому сектору, «короткие» выпуски которого предлагают наилучшие возможности по соотношению риск/доходность. Интерес представляют в частности:

- ✓ МКБ-14 (доходность 6,2% годовых, дюрация — 1,45 лет);
- ✓ ТКС Банк-14 (доходность – 7,7% годовых, дюрация – 1,2 лет);
- ✓ Промсвязьбанк-15, субординированный (доходность — 6,8% годовых, дюрация — 2,1 лет);
- ✓ ТКС Банк-15 (доходность — 8,9% годовых, дюрация — 2,3 лет).

Эти бумаги не обладают высокой ликвидностью, поэтому мы рекомендуем купить и держать их до погашения.

Среди банков I эшелона спекулятивный интерес представляет выпуск Банк Москвы-17, который сейчас торгуется со спрэдом к ВТБ-17 на уровне 100 б. п. На наш взгляд, величина этого спреда не оправдана, ждем падения доходности в выпуске на 50 б. п. в ближайшие месяцы.

Также интересен субординированный евробонд ВТБ-22. Спрэд между ним и кривой доходности ВТБ расширился до 100 б. п. в последние дни, мы ждем его сужения до 70–80 б. п.

Среди бумаг Газпромбанка мы рекомендуем покупать «вечный» евробонд Газпромбанка, который сейчас торгуется со спрэдом к собственной кривой доходности на уровне 290 б. п. Мы также ждем сужения спреда до 240–250 б. п.

В бумагах II эшелона мы бы обратили внимание на субординированный выпуск Промсвязьбанк-19. Евробонд торгуется со спрэдом в 200 б. п. к кривой доходности старших выпусков, что выглядит чрезмерно высоко. Мы ожидаем падения доходности как минимум на 60–70 б. п.

Обращаем внимание и на евробонд Русский Стандарт-17 с пут-опционом в 2015 году. Выпуск торгуется с доходностью 7,5% годовых, что при дюреции в 2,5 лет к пут-опциону предлагает спрэд почти в 200 б. п. к кривой доходности Промсвязьбанка, что не оправдано разницей в кредитном профиле эмитентов.

Как видно, мы не можем рекомендовать бумаги одного эмитента целиком, поскольку неоцененность сохраняется лишь в некоторых выпусках, на которые мы рекомендуем обратить внимание.

В целом мы не видим значительного потенциала в бумагах I эшелона. Рост могут показать лишь высокодоходные выпуски частных банков, в которых сохраняется неоцененность.

На рублевом рынке в текущем году интерес для инвесторов будут представлять бумаги квазигосударственных банков. В прошлом году мы наблюдали очень активный рост котировок на рынке ОФЗ. Однако бумаги 1-го эшелона росли медленнее, в этом году у них остается высокий потенциал роста. Например, покупать можно бумаги ВТБ, РСХБ.

Нашим фаворитом среди банковских облигаций второго эшелона являются бумаги МКБ. Помимо высокого кредитного качества, он демонстрирует стабильные темпы роста. При этом премия к кривой ОФЗ составляет от 4 до 5 п. п. в зависимости от дюреции выпусков. Для сравнения, бумаги второго эшелона торгуются со спрэдом к кривой ОФЗ 230–270 б. п.

С точки зрения соотношения риск/доходность мы считаем интересной покупку бумаг ОТП Банка, банка «Русский Стандарт» (выпуск БО-2), банка «Восточный экспресс банк». Кроме того, слишком перепроданы бумаги Татфондбанка и банка «Ренессанс Капитал».

Кроме того, с целью диверсификации инвестиционного портфеля рекомендуем покупку облигаций ХКФ Банка.

Инвестиционные идеи в акциях

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

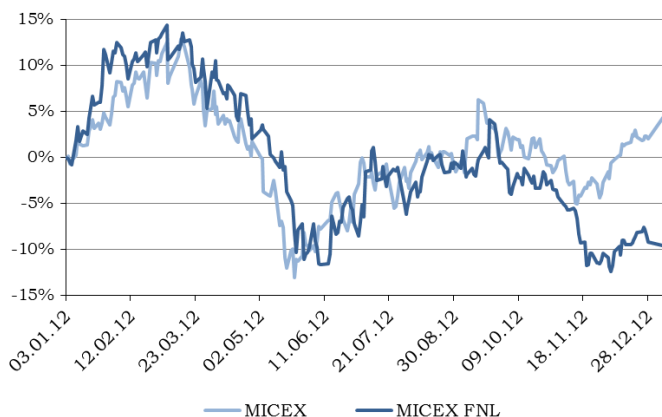
Низколиквидные бумаги (Возрождение, БСП) ведут себя слишком непредсказуемо и интересны, на наш взгляд, только в долгосрочной перспективе.

Фундаментально наиболее сильным из публичных банков по-прежнему выглядит **Сбербанк**, на акции которого мы сохраняем умеренно позитивный взгляд. Промежуточная отчетность отражает замедление роста кредитного портфеля и по-прежнему высокий рост операционных издержек, однако прибыль по итогам 2012 года будет рекордной, и менеджмент сохраняет оптимизм относительно показателей в 2013 году, который мы, впрочем, не разделяем.

Сбербанк сегодня — динамично развивающийся банк с хорошей ЧПМ и административным ресурсом. Он в полной мере следует всем основным тенденциям в отрасли, агрессивно развивая высокодоходные виды кредитования и сокращая резервы. При этом номинально качество кредитного портфеля остается высоким. Несколько беспокоит нас активная экспансия за рубеж, которая может нести в себе дополнительные риски.

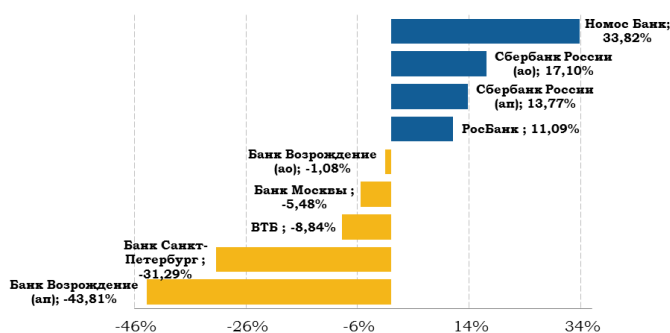
Мы оставляем оценку справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка на 2013 год на уровне **120,3 рубля**. Увеличение отчислений на дивиденды делает привилегированные акции интересными, так как показатели прибыли пока выглядят очень хорошо. В 2013 году может вновь выйти на первый план тема конвертации привилегированных акций в обыкновенные. Подвижки в этом направлении могли бы стать поводом для спекулятивных покупок в бумагах.

Относительная динамика отраслевого индекса на ММВБ



Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций банковского сектора за 2012 год



Источник: Bloomberg

Рыночные мультипликаторы компаний банковского сектора

	P/E			P/B			ROE, %
	2011	2012П	2013П	2011	2012П	2013П	
Сбербанк	5,43	6,34	6,01	1,36	1,40	1,17	24,13
Возрождение	8,13	6,26	4,59	0,70	0,71	0,62	11,81
Банк Санкт-Петербург	4,04	8,25	3,84	0,55	0,44	0,41	1,03
ВТБ	6,88	7,21	5,71	1,02	0,86	0,77	11,30
Банк Москвы	6,69	-	-	1,52	-	-	33,12
Росбанк	16,63	-	-	1,47	-	-	8,94
Номос-Банк	5,54	5,76	5,43	0,91	-	-	18,25
МДМ	-	7,22	4,74	-	0,74	0,65	-
Среднее	6,92	6,79	5,00	1,01	0,78	0,68	11,81

Источник: Bloomberg

Металлургия: надежды на восстановление

Как мы и ожидали, цены на металлургическую продукцию в 2012 году были под давлением, хотя, вопреки нашим ожиданиям, стабилизироваться они смогли только к концу года. Год в целом получился очень слабым для большинства производителей стали. Причем в большей степени пострадали глубоко интегрированные компании, так как цены на прокатную продукцию показали слабо выраженную динамику, тогда как цены на сырье снижались очень ощутимо. В условиях слабого спроса в Европе и США большинство зарубежных подразделений российских металлургов продемонстрировали слабую или отрицательную рентабельность.

Мы ожидаем, что металлургические компании в большинстве своем смогут продемонстрировать неплохую рентабельность на уровне EBITDA по итогам года — за счет оптимизации структуры выпуска и рынков сбыта, а также хорошего контроля издержек. А вот продажи покажут не слишком внушительную динамику из-за слабых цен. На уровне чистой прибыли результаты будут достаточно хаотичными из-за значительных разовых прибылей и убытков у большинства эмитентов. В целом, ожидаем, что прибыли будут ниже, чем в прошлом году. Отдельные компании, вероятно, даже получают убыток на уровне нескорректированной чистой прибыли из-за бухгалтерских списаний, связанных с переоценкой сырьевых и иных активов.

При этом ситуация на долговых рынках в целом была достаточно благоприятная, несмотря на жесткую позицию Центробанка по сдерживанию ликвидности, и долговая нагрузка у большинства производителей осталась достаточно комфортной. И даже компании с ощутимо проблемным долгом смогли избежать серьезных обострений и значительно улучшили финансовое положение за прошедший год.

Мы сохраняем позитивный взгляд на отрасль в целом. Российские компании хорошо поработали над оптимизацией бизнеса и на фоне постепенного улучшения ситуации на рынке покажут хороший рост финансовых показателей. Особенно хорошую динамику могут показать бумаги угольных компаний, так как улучшение на угольном рынке нам видится неизбежным. Трубные компании вновь испытают поддержку со стороны крупных инфраструктурных проектов Газпрома.

Для компаний цветной металлургии ситуация менее однозначная — ситуация в отрасли еще более тяжелая, чем в черной металлургии, однако в ценах значительную часть составляют ожидания игроков, и фундаментальные факторы действуют с заметным запозданием. Ухудшение ожиданий, например, на фоне решений, принимаемых в США, может запустить очередную волну снижения, хотя текущие уровни по большинству металлов можно назвать крайне низкими. Тем не менее, для ведущих российских производителей — РУСАЛа и Норильского никеля — на первое место выйдут корпоративные события, а они вселяют в нас оптимизм.

Золотодобывающие компании в прошедшем году активно занимались оптимизацией структуры бизнеса, приобретением иностранной юрисдикции и получением листинга в Лондоне. Это должно увеличить внимание инвесторов к бумагам компаний. При этом цены на золото остаются на высоком уровне, что должно обеспечить высокие финансовые показатели. Однако обратная сторона смены юрисдикции — неясный статус бумаг, обращающихся на российских площадках.

Инвестиционные идеи на долговом рынке

На рынке евробондов металлургического сектора наиболее интересны в долгосрочной перспективе бумаги Евраза, в частности выпуски Евраз-18 и Евраз-17. Спрэд между выпусками Евраз-18 и Северсталь-17 на начало года составляет 165 б. п., что, на наш взгляд, не оправдано разницей в кредитном качестве эмитентов. Мы

ожидаем его сужения до 120–130 б. п. Потенциалом снижения доходности в 15–20 б. п. обладает также выпуск Евраз-17. Также мы бы обратили внимание на выпуск Распадская-17, который сейчас торгуется со спрэдом в 20 б. п. к выпуску Евраз-17. В ноябре – декабре 2012 года спрэд сужался до нуля, и сейчас мы не видим причин, чтобы это не повторилось вновь.

Бумаги Северстали и Металлоинвеста в целом торгуются на своих справедливых уровнях и неинтересны для покупки.

На рублевом рынке среди металлургических компаний интересными с точки зрения соотношения риск/доходность мы считаем выпуски горнодобывающей компании «Металлоинвест». Мы рекомендуем покупку наиболее ликвидного выпуска 6-й серии с офертой в марте 2015 года, который предлагает доходность не ниже 9–9,2% годовых. По кредитным метрикам Металлоинвест выглядит гораздо привлекательнее Евраза. Кроме того, не ожидаем проблем с погашением долга у НЛМК. В прошлом году компания «Мечел» провела ряд мер по улучшению своего финансового состояния, эффект от которых может быть получен уже в этом году. Мы рекомендуем покупку бумаг Мечела для инвесторов, склонных к риску, с целью увеличения доходности портфеля.

Инвестиционные идеи в акциях

Бумаги сектора были под сильным давлением в прошедшем году на фоне неблагоприятной ценовой динамики на рынках металлургической продукции. Котировки преимущественно оставались на низких уровнях, обозначив «дно». По мере улучшения на рынках, весь сектор может показать очень хороший рост в 2013 году. Таким образом, мы сохраняем позитивное отношение к бумагам сектора. Причем наиболее интересны в сложившихся условиях не столько надежные и эффективные предприятия, сколько напротив — рискованные и «проблемные», так как они сильнее перепроданы и могут показать более интенсивный отскок.

По-прежнему лучшей компанией в отрасли черной металлургии мы считаем **Северсталь** — глубокая вертикальная интеграция, хороший контроль издержек, низкая долговая нагрузка и грамотное управление портфелем активов позволяют компании демонстрировать сильные финансовые показатели даже на неблагоприятном фоне. Мы оцениваем справедливую стоимость Северстали в 492 рубля за обыкновенную акцию. Укрепление цен на уголь должно вновь вернуть интерес игроков к вертикально интегрированным предприятиям. Однако на позитивном фоне бумага может показать менее выраженный рост, чем менее эффективные конкуренты.



Источник: Bloomberg

Более агрессивной ставкой на рост могут стать бумаги **НЛМК**, компания много работала над расширением производственной базы и в итоге попала в заложники низких цен на прокатную продукцию и невозможности снижать издержки на европейских заводах. Ситуация в компании значительно ухудшилась по сравнению с предыдущим годом — рентабельность упала, выросла долговая нагрузка, и в целом компания стала выглядеть хуже, чем Евраз и Северсталь. Однако, когда спрос

покажет признаки восстановления, финансовые показатели НАМК должны очень сильно укрепиться. Наша оценка справедливой стоимости НАМК — 102 рубля за акцию.

Хорошие результаты в 2013 году могут показать бумаги **Мечела**. Во-первых, мы ожидаем, что рынок угля начнет восстанавливаться уже в первой половине года, что должно поддержать всех производителей с сильным угольным сегментом. Во-вторых, компания проделала очень большую работу в 2012 году по оптимизации долгового портфеля, рефинансировала все выплаты, приходящиеся на ближайший год, и уже начала распродажу непрофильных активов, что поддержит рентабельность и позволит сократить долговую нагрузку. Наконец, в 2013 году должна начаться полномасштабная отгрузка угля с Эльгинского месторождения, к которому очень высокий интерес проявляют партнеры компании из ЮВА. Облегчением для инвесторов стало и известие о том, что покупка порта Ванино пройдет за счет средств партнеров проекта и Мечел не вложит в него ни копейки. В результате в 2013 году компания должна радикально преобразиться, финансовые показатели существенно улучшатся, а долговая нагрузка снизится до комфортного уровня. Рынок еще не в полной мере осознал изменения, произошедшие в компании. Наша оценка справедливой стоимости Мечела составляет 350 рублей за бумагу.

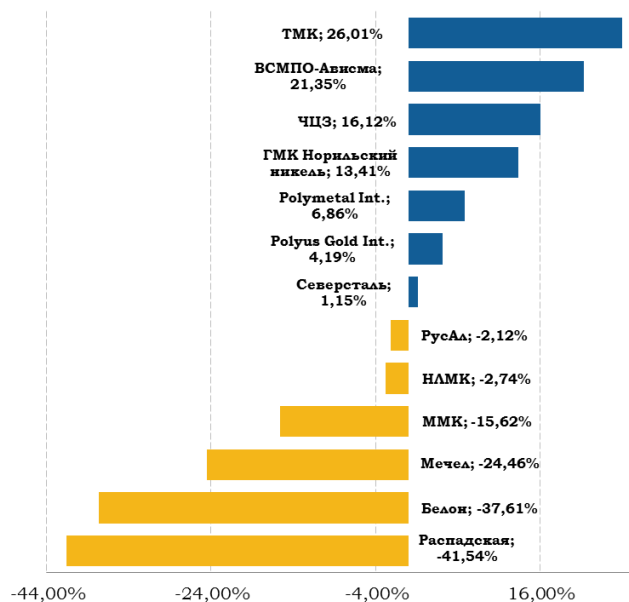
В случае уверенного восстановления угольного рынка, интересен может быть и ЕВРАЗ, так как он существенно расширил угольные мощности после консолидации Распадской, однако долговая нагрузка также возросла, и инвесторы сдержанны в оценке приобретения. Мы оцениваем справедливую стоимость ГДР Евраз на уровне \$6 за расписку.

В цветной металлургии основная тема прошедшего года, которая будет задавать тон и в 2013 году, — это разрешение конфликта между **РУСАЛОм** и **Норильским никелем**. Несмотря на не самую здоровую ситуацию на рынках алюминия и никеля, корпоративный фон чрезвычайно сильный и создает мощные стимулы для роста обеих компаний.

При этом фактически «примирение» в большей степени позитивно для РУСАЛа — у Норникеля фиксированы чрезвычайно высокие дивиденды, расширены полномочия совета директоров, где у РУСАЛа большинство, и, наконец, погашение казначейского пакета и последующая продажа части доли обеих сторон — РУСАЛа и Интерроса — структурам Абрамовича приведет к тому, что в итоге РУСАЛ не только получит живые деньги за часть своего пакета, но параллельно фактически увеличит долю собственности в компании. Норникель же сможет приступить к реализации стратегии развития без бурного противодействия со стороны РУСАЛа. Компания будет развивать активы в Африке и выходить на новые рынки сбыта, что в итоге должно улучшить финансовые показатели и обеспечить очень хороший поток дивидендов. В рамках акционерного соглашения Норникель заплатит \$2 млрд по итогам 2012 года, а также еще миллиард от продажи непрофильных активов. По итогам 2013 и 2014 годов компания выплатит по \$3 млрд и далее будет платить по 50% от EBITDA. Учитывая великолепные показатели рентабельности и планы развития компании, дивидендная доходность при текущих ценах может составить более 10–15% в год, что делает Норильский никель одной из наиболее интересных дивидендных бумаг на рынке. Наша предыдущая цель по Норникелю реализовалась и более не актуальна.

Стоит отметить, что Норникель уже отчасти отыграл позитивные новости, прибавив порядка 20% на подробностях нового соглашения. В то же время, РУСАЛ не показал существенного укрепления, хотя и является одним из основных бенефициаров новых договоренностей. Отчасти рост котировок сдерживает тяжелое положение компании, но мы в целом ожидаем умеренного восстановления на рынке алюминия в 2013 году. При этом, по нашим оценкам, рынок не учитывает стоимость пакета в Норникеле при оценке стоимости РУСАЛа, тем более не принимает в рассмотрение факт увеличения доли, которое произойдет после погашения казначейских бумаг. И после того как Норникель начнет платить дивиденды в обещанном объеме, факт наличия крупного пакета в собственности РУСАЛа нельзя будет игнорировать. Осознание происходящих изменений может привести к стремительному росту капитализации РУСАЛа. Мы подтверждаем нашу цель на уровне 274 рубля за бумагу.

Динамика котировок акций металлургического сектора за 2012 год



Источник: Bloomberg

Фактически, на российском рынке не осталось золотодобывающих компаний — публичные эмитенты предпочли сменить юрисдикцию. Однако их GDR также могут представлять интерес благодаря получению листинга на LSE и оптимизации организационной структуры, что должно повысить прозрачность для миноритариев и привлечь новые категории инвесторов в бумаги. Однако процесс этот происходит медленнее, чем мы ожидали, и ситуация в Полиметалле и Полюс Золото до сих пор не до конца ясна, как не ясно и то, что произойдет с бумагами российской Полюс Золото.

Рыночные мультипликаторы компаний металлургического сектора

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/EBITDA
	2011	2012П	2013П	2011	2012П	2013П	2011	2012П	2013П	
ГМК Норильский никель	4,56	7,88	7,24	1,89	3,03	2,88	6,40	11,96	11,11	0,63
НАМК	6,67	8,04	6,59	1,00	1,03	0,98	8,64	17,02	12,07	1,72
ЧЦЗ	0,84	1,21	1,14	0,30	0,33	0,31	3,71	-	-	-0,84
ММК	6,64	5,79	4,90	0,45	0,42	0,39	-	-	31,17	2,70
Северсталь	4,45	6,45	5,90	0,72	0,75	0,72	6,26	11,85	11,46	1,60
ВСМПО-Ависма	-	8,39	-	-	1,79	-	-	18,63	-	2,67
Polymetal Int.	12,57	8,98	6,73	4,69	3,85	3,09	21,52	13,19	9,24	0,38
Polyus Gold Int.	7,66	-	-	3,63	3,42	2,96	18,62	11,61	9,63	-0,43
ТМК	5,49	5,85	5,26	0,29	0,41	0,39	5,16	1,83	1,56	3,11
Мечел	5,34	8,13	7,45	0,28	0,26	0,24	5,40	-	45,48	6,03
Белон	4,54	-	5,52	0,02	-	0,54	0,40	-	-	-
Распадская	7,41	10,69	7,00	3,31	2,52	1,83	17,76	-	19,91	2,36
РусАл	7,64	20,41	14,54	0,78	0,90	0,85	40,61	22,49	9,43	10,99
Среднее	5,35	7,08	5,76	0,70	1,05	0,87	7,48	11,39	11,89	2,04

Источник: Bloomberg

Прогноз основных индикаторов

Основные показатели	2009	2010	2011	2012	2013П
EUR/USD	1,43	1,34	1,30	1,319	1,358
Индекс DXY	77,860	79,028	80,178	79,77	76,25
Бивалютная корзина/RUB, руб.	35,96	35,16	36,46	34,95	35,38
USD/RUB, руб.	30,04	30,54	32,14	30,53	30,90
EUR/RUB, руб.	43,25	40,83	41,72	40,25	41,96
Ставка ФРС	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Ставка ЕЦБ	1,00%	1,00%	1,00%	0,75%	0,50%
Ставка рефинансирования ЦБ РФ	8,75%	7,75%	8,00%	8,25%	7,75–8,0%
Международные резервы РФ, \$ млрд	439,45	479,379	498,649	537,1	545–555
Инфляция в РФ	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,7%
Инфляция в США	2,7%	1,5%	3,0%	1,9% (П*)	1,9%
Инфляция в Еврозоне	0,9%	2,2%	2,7%	2,3% (П)	2,2%
ВВП США	-0,5%	3,1%	1,6%	2,5% (П)	2,2%
ВВП Еврозоны	-2,3%	2,2%	0,7%	-0,5% (П)	0,0%
ВВП РФ	-2,6%	4,9%	4,8%	3,0% (П)	3,3%
Отток(-)/приток(+) капитала в Россию, \$ млрд	-56,1	-34,4	-80,5	-56,8	от -20 до -30
Цена на нефть марки Brent, \$	77,93	93,09	107,38	111,11	120
Золото (\$/унция, Лондон)	1096,20	1421,40	1566,80	1675,35	1930–1940
Серебро, \$	16,822	30,910	27,875	30,173	36,38
Медь, \$	7351,5	9644,0	7595,0	7907	8875
S&P500	1115,1	1257,64	1257,6	1426,19	1530–1550
Dow Jones	10428,1	11577,5	12217,6	13104,14	14000
DAX	5957,43	6914,19	5898,35	7612,39	8100
CAC40	3936,33	3804,78	3159,81	3641,07	3800
Индекс ММВБ	1370,01	1687,99	1402,23	1474,72	1670
Индекс РТС	1444,61	1770,28	1381,87	1526,98	1700

* П – прогнозное значение

Источник: Bloomberg, прогноз: UFS IC

Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич
Хомяков Илья Маркович
Куш Алексей Михайлович
Полторанов Николай Владимирович
Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 03
Тел. +7 (495) 781 73 05
Тел. +7 (495) 781 73 01
Тел. +7 (495) 781 73 04
Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич
Балакирев Илья Андреевич
Козлов Алексей Александрович
Назаров Дмитрий Сергеевич
Милостнова Анна Валентиновна
Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 73 06
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02
Тел. +7 (495) 781 02 02

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

