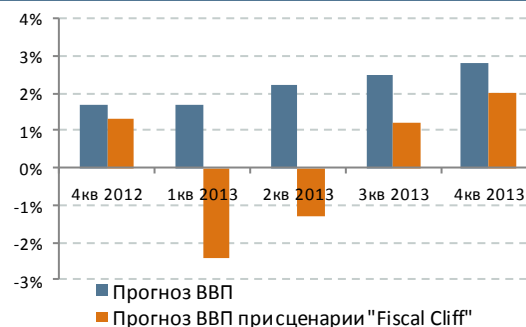


Макроэкономическая конъюнктура

- В начале 2013 г. основной движущей силой на глобальных площадках останутся США, где проблема «фискального обрыва» так и не была разрешена в намеченный срок. Поскольку до конца февраля американским законодателям необходимо решить еще и вопрос с повышением потолка госдолга, дебаты в Конгрессе могут затянуться на несколько месяцев. Вместе с тем мы не исключаем, что соглашения по отдельным ключевым проблемам постепенно будут достигаться, поэтому, несмотря на сохраняющуюся неопределенность, поводы к оптимизму у инвесторов все же будут.
- Если же Штатам удастся избежать падения с «фискального обрыва», то ВВП может вырасти почти на 3%. **Одним из драйверов станет восстановление рынка недвижимости.** Уже в 2012 г. количество новостроек постепенно начало расти, что означает пробуждение рынка после затяжного кризиса. Кроме того, опережающие темпы показали цены на недвижимость, что является индикатором возвращения спроса. **Другим позитивным фактором останется стимулирующая политика ФРС.** В конце года регулятор повысил допустимый уровень инфляции в 2,5% и определил, что период крайне низкой процентной ставки продлится до тех пор, пока безработица не снизится с текущих 7,7% до 6,5%. Вместе эти два фактора дают основание полагать, что в 2013 г. действующая программа QE3, вряд ли, будет отменена.
- Европа вновь будет держать инвесторов в тонусе. Если Греческие проблемы пока кажутся разрешенными, то Италия, находившаяся на протяжении большей части 2012 г. на грани обращения за внешней помощью, рискует стать новой угрозой наступающего года. Накануне празднования католического Рождества правительство Италии подало в отставку, поэтому в конце февраля стране предстоит избрать нового премьер-министра. От того, какая политическая сила придет к власти, зависит успех начатых при Марио Монти экономических реформ, поэтому выборам будет уделяться особое внимание в контексте сохранения взятого курса.

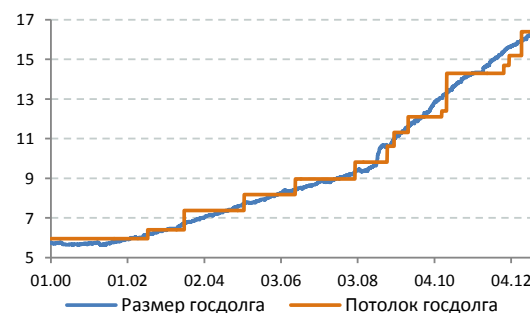
2013 – ГОД ПЕРЕЛОМА

Сценарий «фискального обрыва»



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение размера госдолга США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Потенциал продолжения QE

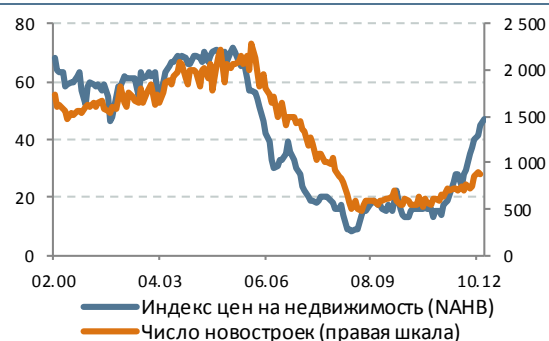


Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



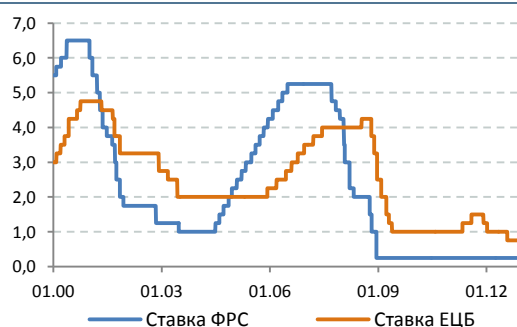
- Нивелировать политические риски в первой половине года может ЕЦБ. По итогам предновогоднего заседания регулятор дал понять, что готов понизить базовую учетную ставку с целью стимулирования экономики региона. Изменение ставки может оказаться не единственным за год и к концу 2013 г. она может опуститься до 0,25%. Другие инструменты стимулирования, в частности европейский аналог QE, ЕЦБ накануне выборов в Германии, скорее всего, применять не будет. В то же время по их завершению, вполне вероятно, европейцы перейдут к более активным действиям по поддержке экономики, а риски инфляции в глазах политиков отойдут на второй план.
- В Китае в 2013 г. продолжится восстановление темпов экономического роста. Пришедшее к власти новое поколение политиков подтвердило курс на повышение урбанизации, что окажет долгосрочный положительный эффект на промпроизводство, а для глобальной экономики выразится в росте цен на сырье. После выборов правительства в феврале власти страны могут объявить о дополнительных планах стимулирования. Что также поддержит восстановление привычных для Китая темпов экономического роста.
- Мировой спрос на нефть в 2012 г. согласно последним оценкам Международного Энергетического Агентства, должен вырасти на 670 кб/д и на 830 кб/д в 2013 г. - до среднего уровня в 90.4 мб/д. Рост спроса ограничен относительно низкими темпами роста мировой экономики, которые будут обеспечены разнонаправленными тенденциями в основных регионах - умеренными темпами роста американской экономики в результате достижения компромисса по проблеме "фискального обрыва", ускорения роста в Китае и продолжения рецессии в Европе. В результате роста спроса будет и далее в основном сосредоточен в странах - не ОЭСР, спрос в ОЭСР продолжит сокращаться - на 1.1% в 2012 г. и еще на 0.7% в 2013 г. (до 45.8 мб/д). Напротив, спрос в странах - не ОЭСР возрастет на 2.8% в 2012 году и на 2.6% в 2013 г. (до 44.7 мб/д). Относительно низкий уровень свободных мощностей ОПЕК создает риски со стороны предложения в случае форс-мажорных обстоятельств, тем самым ограничивая потенциал снижения цен. Сохраняющаяся напряженность на Ближнем Востоке продолжит поддерживать рисковую премию в котировках нефти. Основным драйвером для котировок нефти в 1 кв. 2013 г. станет решение проблемы «фискального обрыва» - компромиссное решение, которое приведет к несколько меньшему росту налогового бремени и меньшему урезанию расходов позволит американской экономики продолжить рост в 1-2 кв. и может вызвать умеренный

Рынок недвижимости набирает обороты



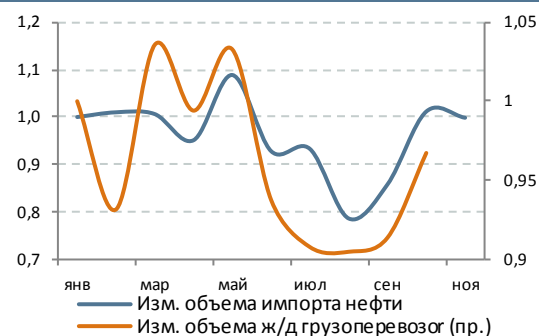
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

ЕЦБ может снизить ставку на 50 б.п.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение объема импорта нефти и грузоперевозок на ж/д перевозок



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Промышленность в Китае демонстрирует признаки восстановления



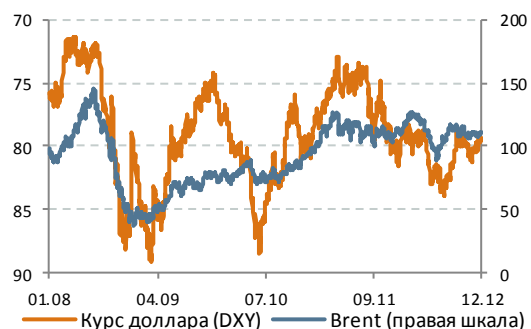
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



рост котировок нефти в 1 кв. – вплоть до 115 долл. за баррель марки Brent. Определенные риски для котировок нефти связаны с ситуацией в Европе – несмотря на выделение денег Греции и спасение испанских банков проблемы у европейской периферии продолжатся – экономический спад опрокидывает все планы по сокращению госдолгов на основе экономии расходов. **Источником беспокойства в 2013 г. может стать Италия – многое будет зависеть от итогов досрочных парламентских выборов февраля.** Все же мы ожидаем, что степень беспокойства рынков относительно Европы весной 2013 г. окажется существенно меньшей по сравнению с прошедшим годом – **мы ожидаем лишь умеренно-негативного воздействия европейских проблем на котировки нефти, которые будут сохраняться в диапазоне 105-115 долл. за баррель вплоть до осени.** Ожидаемое снижение ставок ЕЦБ может иметь негативный эффект для рынка нефти, поскольку вызванное смягчением европейской кредитно-денежной политики ослабление евро означает укрепление доллара, которое обычно сопровождается падением котировок черного золота. Несмотря на значимость ситуации в Европе и США, основной вклад в рост спроса вносит Китай. **После избрания правительства в феврале, а затем съезда КПК по вопросам экономической политики в октябре можно ожидать новых стимулирующих экономических мер, что станет драйвером роста спроса на нефть.** К осени, по нашему мнению, глобальная экономическая ситуация будет способствовать началу нового восходящего тренда – выборы в Германии, поле которых перспектива монетарного стимулирования в Европе станет более реальной, ускорение роста в США и Китае – все будет способствовать ускорению мирового экономического роста и росту инфляционных ожиданий – **к концу года черное золото может достичь уровня в 120 долл. за баррель.**

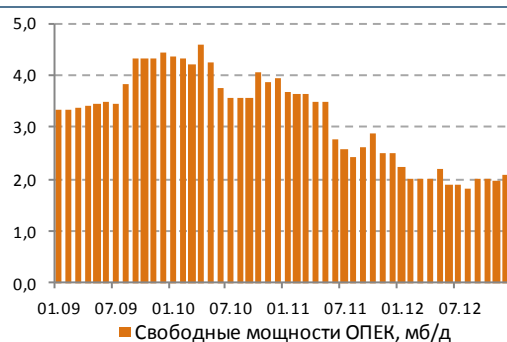
В России инвестиционная пауза 1П 2012 г., стабилизация экспорта и остановка наращивания запасов предприятиями вылились в закрепление умеренных темпов роста экономики в прошедшем году. Основным источником роста стал потребительский спрос, подогреваемый как наращиванием потребительского кредитования, так и ускоренным ростом зарплат на фоне выхода экономики на уровень полной занятости. Перегрев потребительского рынка прошедшего года приведет к снижению роли потребительского спроса в поддержании темпов роста ВВП в новом году. Основным источником роста должен стать отложенный инвестиционный спрос, что означает снижение привлекательности инвестиций в бумаги, связанные с потребительским бумом – такие, как лидер 2012 г. – Магнит, и **рост привлекательности компаний,**

Соотношение курса доллара и цены Brent



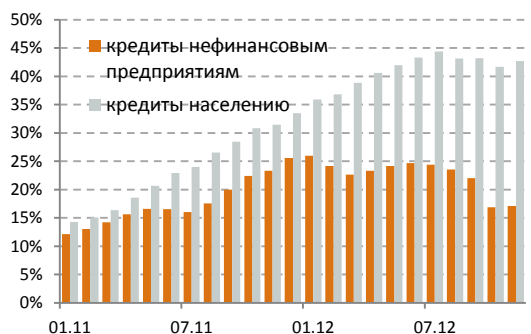
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Свободные мощности ОПЕК



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Темпы прироста кредитного портфеля



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Прогноз экономического роста



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



обслуживающих инвестиционный спрос - таких как Eurasia Drilling и Группа ГМС. В первой половине года наиболее верной станет стратегия инвестирования в дивидендные бумаги. Стоит обратить внимание на префы Сургутнефтегаза, НКНХ и Татнефти, обыкновенные акции МТС и Акрона. Существенно выросший за последнее время реальный курс рубля в купе с застоем нефтяных котировок и давлением импорта на фоне ослабления защиты внутреннего рынка в результате вступления в ВТО обещают **запуск процесса постепенного ослабления курса рубля в 2013 г.** В условиях ослабления национальной валюты в выигрыше окажутся экспортеры. Восстановление темпов роста в Китае и рост инфляционных ожиданий к концу года на фоне восстановления американской экономики станут серьезными драйвером для сырьевых товаров в последние месяцы нового года. На этом фоне особенно **интересны инвестиции в удивительно подешевевший в последние годы металлургический сектор в целом, но и некоторые нефтяные бумаги могут представлять немалый интерес** - стоит обратить внимание на Сургутнефтегаз - серьезным драйвером для котировок акций компании может стать начало публикации отчетности по МСФО; **ЛУКОЙЛ** - следующая по степени привлекательности компания сектора - инвесторы все еще недооценивают усилия компании по преодолению тенденции снижения добычи. **С технической точки зрения выход индекса РТС из «треугольника», внутри которого российский рынок консолидируется уже на протяжении последних полутора лет станет сигналом начала серьезного долгосрочного тренда на российском рынке.**

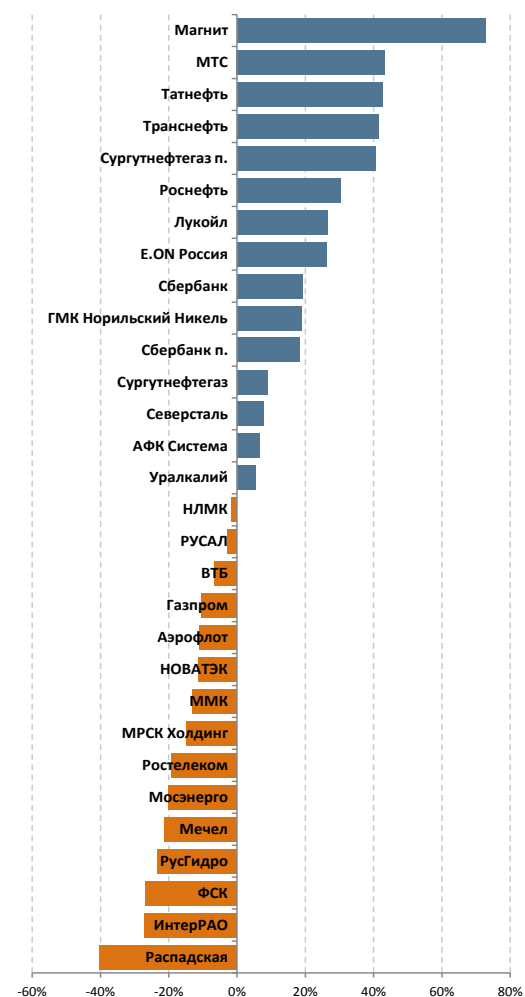
- В 2013 г. зависимость рубля от внешнего новостного фона и болезненная реакция на любые негативные сценарии сохранятся. Как уже упоминалось, в начале года тон на рынках, в том числе валютном, зададут решения по проблемам бюджетного обрыва и потолка госдолга в США, а затем внимание игроков переключится на ситуацию в еврозоне с ее политической и экономической неопределенностью. **Надо заметить, что прошедший год в очередной раз отчетливо продемонстрировал, что фундаментальные факторы на внутреннем рынке каждый раз уходят в тень и не оказывают никакой поддержки рублю в случае формирования негативных настроений на внешних рынках, как, впрочем, и наоборот.** Так, одной из главных угроз для рубля в конце текущего года представлялись внушительные объемы погашения по корпоративному внешнему долгу, однако надежды инвесторов на благоприятное разрешение бюджетных проблем в США позволили рублю успешно удерживать рубеж в 31 против доллара и даже попытаться протестировать минимум с мая 2012 г. **Предстоящий год не станет исключением: в случае прихода**

Изменение реального курса рубля



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры российского рынка



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Рисковая премия постепенно сокращается



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



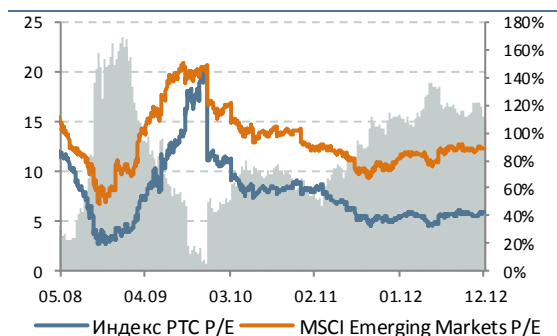
американских политиков к разумному решению в области фискальных проблем и стабилизации политической обстановки в еврозоне вкупе с мерами по стимулированию ее экономики пара доллар/рубль может надолго обосноваться ниже уровня в 30 руб. В свою очередь, в сценариях развития ситуации на внешних рынках, прежде всего европейских, по-прежнему сохраняются различные триггеры, приведение в действие которых может вызвать крайне болезненную реакцию отечественной валюты.

■ **Дефицит рублевой ликвидности на внутреннем рынке и наращивание объемов фондирования банковской системы Банком России в 2013 г. сохраняются с тенденцией к увеличению.** При этом данные факторы уже необходимо воспринимать как новые реалии денежного рынка, в целом вполне удовлетворяющие как его участников, так и банковского регулятора. Кроме того, динамика показателей ликвидности в последние месяцы отчетливо демонстрирует, что текущие объемы фондирования банковского сектора Центральным Банком позволяют сохранять относительную стабильность ставок денежного рынка, нижняя граница диапазона которых хотя и продолжает расти, однако верхняя граница при этом устойчиво остается ниже годовых максимумов. **В 2013 г. ключевой проблемой для ликвидности и стабильности ставок по-прежнему останется неравномерное распределение по времени расходов госбюджета.** В то же время сохранение практики размещения свободных средств федерального бюджета в банковскую систему через депозиты Росказначейства позволит частично компенсировать негативный эффект от вышеотмеченного фактора. Среднее значение индикативной межбанковской ставки MosPrime o/n мы ожидаем увидеть в 2013 г. в диапазоне 6-7% годовых, рассчитывая на общее замедление темпов роста ставок и сужение коридора их колебаний.

■ В начале 2013 г. локальный долговой рынок ожидает долгожданное завершение первого этапа либерализации рынка, означающая приход международных расчетных систем Euroclear и Clearstream. **Благодаря притоку дополнительной ликвидности, мы ожидаем продолжения снижения доходности госбумаг,** несмотря на уже состоявшееся сильное движение. Для корпоративного сектора, однако, допуск иностранных инвесторов, вряд ли будет иметь большое значение, хотя и тут мы ожидаем активизации покупок вследствие частичного перетока ликвидности.

■ Еще одной темой внутреннего долгового рынка станет изменение правил расчета норматива Н1, повышающего требования резервирования для бумаг эмитентов с не инвестиционным рейтингом. **Вступающие в силу с февраля 2013 г. обновленные**

Россия отстает



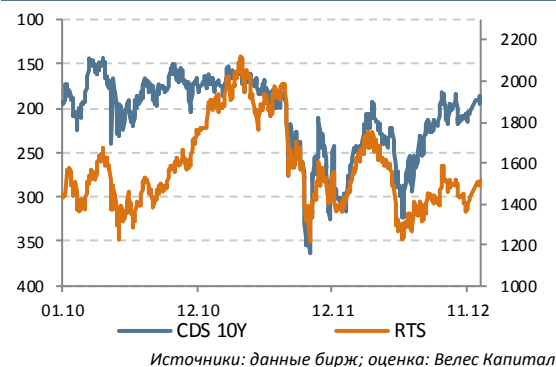
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Бивалютная корзина и Brent



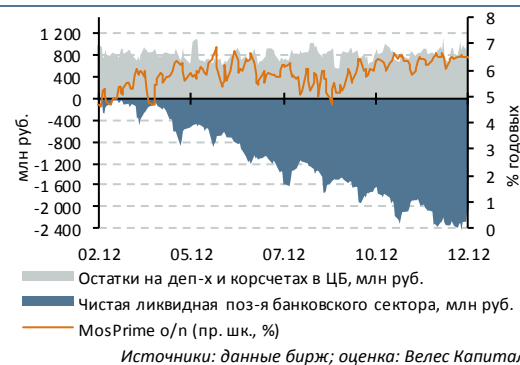
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

PTC отстает от CDS на Россию



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



правила, повлекут еще большее смещение спроса в бумаги 1-го эшелона. В то же время, мы не ожидаем и резкого оттока капитала из бумаг 2-го и 3-го эшелона, поэтому влияние данного фактора будет носить выборочный характер.

- На 2013 г. приходится погашение большого объема корпоративного долга в отраслях с высоким уровнем риска и потерявших привлекательность в глазах инвесторов. К примеру, значительные объемы погашений пройдут в металлургии, машиностроении, среди эмитентов транспортного сегмента. Вместе с тем в текущих условиях нехватки денежной ликвидности и смещения спроса в займы более качественных заемщиков рефинансирование на публичном рынке для этих компаний будет затруднено. **Скорее всего, с рынка уйдет часть эмитентов 3-го эшелона, а те, кто прибегнет к привлечению публичного долга, будут ориентироваться на техническое размещение, поэтому фрагментация рынка будет усиливаться.**

Иван Манаенко, Анна Соболева, Василий Танурков
bonds@veles-capital.ru

Индекс ММВБ-облигации, 2012 г.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



S&P 500 – восходящий тренд продолжается, РТС – выходит из треугольника.





Наши обзоры за 2012 г.

25.12.2012	Роснефть - Итоги Мегасделки
18.12.2012	Обзор денежного рынка - а денег все нет
14.12.2012	Мечел - акции дешевы, но и риски высоки
13.12.2012	Азиатско-Тихоокеанский Банк — расширяя географию присутствия
11.12.2012	О'Кей — качественный дебютант с высокой доходностью
07.12.2012	Макроэкономическая конъюнктура в декабре 2012 г.
30.11.2012	Лукойл. Улитка ползет по склону Фудзи
26.11.2012	Обзор денежного и вексельного рынков - 26 ноября 2012 года
19.11.2012	НЛМК, Северсталь: Уже можно покупать
14.11.2012	БАНК «РОСТ» — оправдывая название
12.11.2012	Перспективы черной металлургии. «Полет нормальный»
01.11.2012	Макроэкономическая конъюнктура — выборы, Сэнди и Fiscal Cliff
18.10.2012	Норильский никель. Туманные перспективы
10.10.2012	Абрау Дюрсо. Успешной старт
02.10.2012	Мегафон - возвращение лидера
01.10.2012	Долговой рынок: макроэкономическая конъюнктура — во власти европейских проблем
09.10.2012	Рынок нефти. Кратко- и среднесрочные перспективы
19.09.2012	Драгоценные металлы - Золото снова в цене
04.09.2012	Электроэнергетика — Ждем переоценки сектора
27.08.2012	Российские ВИНК - Сила в разнообразии
23.08.2012	Обзор денежного и вексельного рынков - 23 августа 2012 года
22.08.2012	Магнит — Устойчивый рост
20.08.2012	Денежный рынок — в глубоком минусе
01.08.2012	Норильский никель — Ставка на рост мировой экономики
19.07.2012	Производители удобрений — обновление прогнозов
16.07.2012	Обзор по энергетике — обновление
03.07.2012	РосЕвроБанк — рентабельное вложение западного капитала
03.07.2012	Обзор денежного и вексельного рынков - 3 июля 2012 г.
27.06.2012	Отраслевой срез: Электроэнергетика - Ручное регулирование
21.06.2012	Отраслевой срез: Перспективы черной металлургии РФ - Падение в темное прошлое
18.06.2012	Денежный рынок — в РЕПО у ЦБ
14.06.2012	Рынок нефти
22.05.2012	Мечел — «Выжить любой ценой»
25.04.2012	НМТП - государство не отпустит
20.04.2012	МКБ БО-3 — международные инвесторы стучатся в дверь
13.04.2012	Инвестторгбанк — инвестиции в торговлю и строительство
13.04.2012	Денежный рынок — ликвидность не фонтан
03.04.2012	Банк «Национальный Стандарт» — на цементной основе
30.03.2012	Норильский никель - Корпоративное управление - угроза стоимости
27.03.2012	Энел ОГК-5 - Итальянцы остаются в России
15.03.2012	Азиатско-Тихоокеанский Банк — региональный игрок на федеральном уровне
06.03.2012	Металлоинвест - ставка на добавленную стоимость
02.03.2012	Валютный рынок — рублевый форсаж
01.03.2012	МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК — рост на предельных скоростях
27.02.2012	НЛМК - Цель: полная самообеспеченность сырьем
15.02.2012	Денежный рынок — к налогам готов
14.02.2012	ГИДРОМАШСЕРВИС — двухзначная доходность при высоком качестве
13.02.2012	ГЛОБЭКСБАНК и Связь-Банк — жизнь после санации
06.02.2012	НОМОС-БАНК — не сбавляя обороты
30.01.2012	МДМ Банк — к росту готов!



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2012 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Управление по работе с долговыми обязательствами

Евгений Шиленков
Директор департамента активных операций
EShilentkov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко
Начальник управления
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Зам. начальника управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук
Начальник отдела по работе с облигациями
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова
AShemetova@veles-capital.ru
Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Оксана Степанова
зам. нач. отдела по работе с облигациями
OStepanova@veles-capital.ru

Елена Рукинова
Специалист по работе с облигациями
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов
Специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист по работе с векселями
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист по работе с векселями
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
Специалист по работе с векселями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, Потребительский сектор
AKostikov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua