



НОРД КАПИТАЛ
СИСТЕМА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОТЕКЦИЙ

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

123317, г. Москва
Пресненская набережная, д. 10
Блок С, 38 этаж
Тел.: +7 (495) 544 41 87; 544 41 89
Факс: +7 (495) 544 41 88
e-mail: nc@ncapital.ru
www.ncapital.ru

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ	3
Общие соображения	3
Мировая экономика	3
Глобальные долговые рынки	3
Глобальные сырьевые рынки	3
Глобальные фондовые рынки	3
Рынок облигаций РФ	4
Новая реальность рынков №1	5
Политика впереди экономики	5
Новая реальность рынков №2	7
Устойчивые торговые каналы	7
США	9
Европа	13
Нефть	15
Драгметаллы	15
Промышленные металлы	17
Глобальные фондовые рынки	17
Доллар, евро и рубль	18
Основные инвестиционные рекомендации	19
ОБЛИГАЦИИ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК	20
Доходность и риски государственного долга РФ	20
Ликвидность на рынке и состояние банковской системы	21
Рублевый рынок облигаций	24
Наши рекомендации	26
РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК	27
Отраслевой анализ	32
Взгляд на основные сектора	32
Нефть и газ	32
Металлургический сектор	35
Телекоммуникационный сектор	38
Банковский сектор	39
Сектор минеральных удобрений	39
Энергетический сектор	40
Потребительский сектор	42
Машиностроитель	43
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ	44

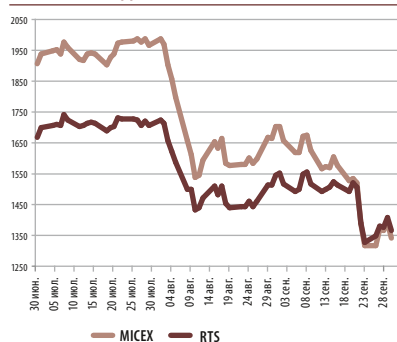
31.10.2011

Таблица 1. Индексы

Индекс	На начало квартала	На конец квартала	Изменение. %
Российские фондовые индексы			
RTS	1906.71	1341.09	-29.7% ▼
MMVB	1666.59	1366.54	-18.0% ▼
Азиатские фондовые индексы			
Nikkei	9816.09	8700.29	-11.4% ▼
Hang Seng	22398.10	17592.41	-21.5% ▼
Shang. Comp.	2762.08	2359.22	-14.6% ▼
Фондовые индексы Европы			
FTSE 100	5945.71	5128.48	-13.7% ▼
CAC 40	3982.21	2981.96	-25.1% ▼
DAX	7376.24	5502.02	-25.4% ▼
Фондовые индексы США			
Dow Jones	12414.34	10913.38	-12.1% ▼
S&P500	1320.64	1131.42	-14.3% ▼
Nasdaq	2773.52	2415.40	-12.9% ▼

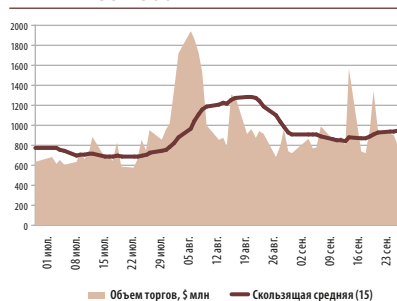
Источник: Bloomberg

График 1. Динамика российских индексов



Источник: Bloomberg

График 2. Динамика объемов торгов акциями, входящими в индекс S&P 500



Источник: Bloomberg

Рынки вошли в фазу неустойчивости, которая легко индентифицируется полуторакратным ростом индекса волатильности VIX, отражающем неуверенность инвесторов. Потенциальные источники дестабилизации рынков находятся почти повсеместно — в Европе с её долговыми и, теперь уже, банковскими проблемами, в США — с падающим потребительским спросом и растущим внешним долгом, и даже в Китае, где скептики углядели угрозу мировой экономике в росте «плохих долгов в банковской системе». Мы не склонны драматизировать происходящее и полагаем, что основы торговли и потребительского спроса в мире остаются незыблемыми. Более того, разговоры о «втором дне», скорее всего, также беспочвенны.

Мировая экономика

Мы разделяем мнение большинства умеренных пессимистов, что мировая экономика в 4-м квартале лишь немного «снизит обороты», но отнюдь не войдет в фазу рецессии. Даже ненулевой риск дефолта Греции в конце нынешнего-начале будущего года вряд ли сможет запустить явные процессы экономического сжатия. Объективная сложность в принятии Федеральным резервом США решения о дополнительном раунде стимулирования американской экономики, которое в свете существенно ухудшившихся её параметров, являлось бы весьма логичным — и потому неизбежным — действием, наталкивается на сопротивление мировых держав — в первую очередь, крупных держателей американских долговых обязательств, а также, во всё большей мере, представителей финансового сектора самих США. Таким образом, основная неопределённость исходит совсем не из Европы и не от долговых рынков (современные правительства по обе стороны океана используют одни и те же «приёмы», чтобы эффективно тушить локальные вспышки «долговых пожаров», и нет причин сомневаться, что они вдруг разучатся это делать!), а от прогноза объёма денежной ликвидности на глобальных рынках.

Глобальные долговые рынки

С началом периода «операции Твист» ФРС США, анонсированной 20 сентября, доходности казначейских облигаций США ещё ближе подошли к нулевым отметкам. По сути, отныне существуют два параллельных и практически непересекающихся долговых рынка: рынок суверенных бумаг с их экстремальными крайностями и низкой инвестиционной привлекательностью — с одной стороны, и рынок корпоративного долга — который сохраняет вполне «товарный вид», несмотря на все окружающие его потрясения, и всё больше привлекает к себе глобальные инвестфонды, нежелающие брать на себя лишние риски сырьевых и фондовых индексов.

Глобальные сырьевые рынки

В связи с персистирующими страхами глобального замедления, мы не ожидаем быстрого восстановления промышленных металлов и материалов в IV кв., однако подтверждаем «торгово-каналый характер» движения цен на нефть и золото, а также — сохраняющиеся возможности отыгрывать индивидуальные истории в сегменте soft commodities. В целом, мы ожидаем ровный и спокойный квартал для данной категории рыночных активов.

Глобальные фондовые рынки

Мы ожидаем два более или менее устойчивых периода восходящего тренда на глобальных фондовых рынках: первый — в период квартальной финансовой отчётности корпораций в США и Еврозоне (вторая половина октября — начало ноября) и второй — традиционное предновогоднее ралли, связанное с ожиданиями сезона рождественских распродаж. В интервале между ними фондовые рынки, скорее всего, будут корректироваться вниз, причём, развивающиеся — более глубоко, чем развитые.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Таблица 2. Сырьевые рынки

Наименование	На начало квартала	На конец квартала	Изменение, %
Нефть WTI	96.61	79.20	-18.0%
Нефть Brent	112.72	102.76	-8.8%
Золото	1500.35	1623.97	8.2%
Никель	23125	18305	-20.8%
Медь	9414	6998	-25.7%
Алюминий	2509	2207	-12.0%

Источник: Bloomberg

Позитивным сюрпризом может стать отчётность крупных германских экспортных корпораций, которые выигрывают от снижавшегося в 3-м квартале курса евро, и при этом торгуются по очень привлекательным инвестиционным мультипликаторам ввиду незаслуженно сильных распродаж германского индекса DAX в истекшем периоде.

Рынок облигаций РФ

Основная определённость для российских бондхолдеров на фоне моря внешних неопределённостей — это то, что при нынешних параметрах российской экономики, а также с учётом приближающегося предвыборного периода нового повышения учётной ставки ЦБ РФ не будет. Между тем, среди более или менее ликвидных эмитентов, история которых не запятнана реструктуризациями и, тем более, дефолтами — найдётся по крайней мере дюжина эмитентов с доходностями, перекрывающими текущий уровень инфляции. Это означает, что внутренняя подушка безопасности на случай продолжающейся коррекции в акциях — безусловно, имеется, поэтому в грядущем периоде от управляющих как никогда ранее будет требоваться повышенная внимательность и быстрота реакции в переаллокации их портфельных активов в зависимости от текущей конъюнктуры. Многие эмитенты, получив хороший урок в 2008 г., не на словах, а на деле снизили и продолжают снижать свои долговые нагрузки, хотя рынок пока что в большинстве случаев не торопится отражать в ценах эти благоприятные изменения, что даёт дополнительный стимул для «искателей безопасных кладов».

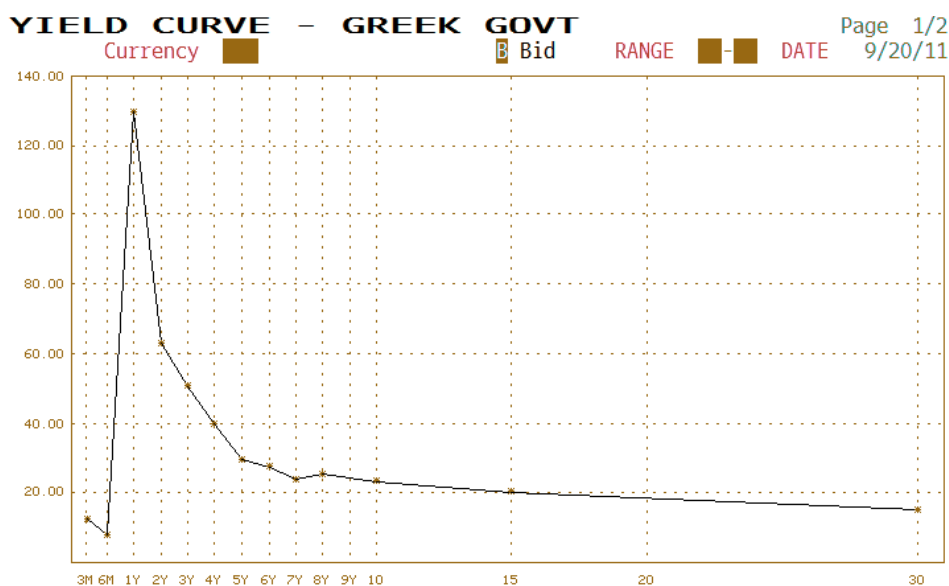
31.10.2011

НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ РЫНКОВ №1:

Политика впереди экономики

В предшествовавших квартальных стратегиях мы уделяли много внимания мировой экономике и сценариев борьбы с её самыми насущными негативными проявлениями, пытаясь предсказать динамику рынков и отдельных активов (золото, рубль, доллар и т.д.). К концу третьего квартала нам стало ясно, что рынок постепенно научился жить с учётом хронической повышенной неопределённости, и готов к потенциально даже самым драматическим сценариям — включая дефолт Греции и выход её из Еврозоны. На сегодняшний день, исходя из диапазона доходностей по греческим суверенным облигациям, вероятность дефолта в интервале от 9 мес. до 1.5 лет рынок определил как стопроцентную (см. График 3).

График 3. Кривая доходностей греческих суверенных облигаций (Hellenic)



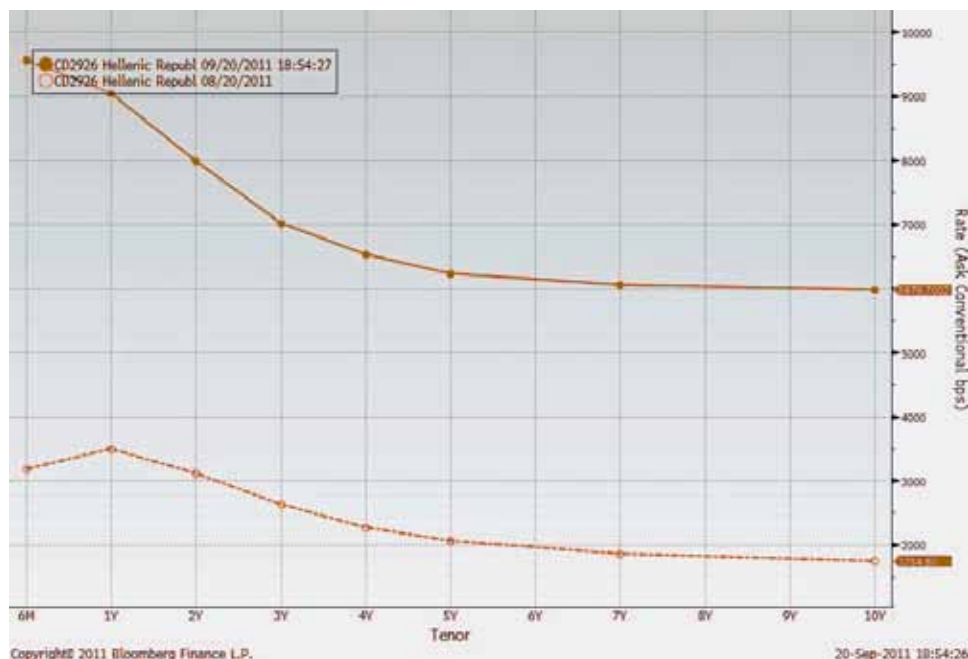
Источник: Bloomberg

Ещё более драматические события разворачивались в истекшем квартале на рынке «страховок от дефолта» Греции (CDS'ов) — см. График 4. Только за один месяц, с 20 августа по 20 сентября их стоимость увеличилась практически вдвое, а для краткосрочного долга — фактически утроилась. Яркие речи и заверения принципиальной невозможности дезинтеграции стран-участниц еврозоны, неустанно звучащие из уст европейских политиков — в частности председателя Еврогруппы Жана-Клода Юнкера, канцлера ФРГ Ангелы Меркель и президента Франции Николя Саркози — с течением времени выглядят всё менее убедительными — даже на фоне расширения полномочий пресловутого «механизма перманентной стабильности евро» — претенциозно названного коллективного фонда, чья роль в последнее время всё больше и больше сводится к помощи ЕЦБ в банальном выкупе с рынка проблемных облигаций европейских стран.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

График 4. Стоимость кредитных свопов (CDS) на суверенный долг Греции на 20 сентября и 20 августа (нижняя прерывистая линия) с. г.



Источник: Bloomberg

Вообще, после окончания срока действия программы «количественного смягчения» №2 в США на рынке наступил период настоящей неопределённости (в отличие от хрестоматийной фразы Бена Бернанке «нетипичная неопределённость» («unusual uncertainty»), который, по нашим прогнозам, продлится как минимум до конца года, но в перспективе — может растянуться и на большую часть 2012 г. Тот факт, что рынки больше всего не любят именно неопределённости — вновь и вновь подтверждается на практике, но, в отличие от всей предшествовавшей истории фондовых рынков последних лет, нынешняя неопределённость вызвана уже более не разницей в оценках перспектив отдельных компаний и секторов и даже не в оценке глубины и продолжительности тех или иных экономических циклов. Настоящая драма для инвестиционных прогнозистов заключается в том, что им теперь приходится заниматься совершенно несвойственной для них работой — предсказанием хода мыслей и действий отдельных политиков и чиновников и оценивать шансы на достижение ими взаимопонимания по тем или иным ключевым для экономики и рынков вопросам. В большинстве критических событий, приведших к стрессам и даже изменениям трендов в истекшем квартале, решающую роль играли конкретные персоналии. В Европе часто «тренд-сеттерами» выступали главы Франции, Германии и Греции, а также главы ЕЦБ и МВФ, в США — помимо главы ФРС, который, справедливости ради, во все времена оказывал критическое влияние на рынки, индексами и прочими активами двигать «научились» президент, его экономическая команда, а также — представители Конгресса, чего раньше никогда не наблюдалось и, наконец, «святой лик» лидера ливийской революции Муамара Каддафи, который по сути единолично задавал настроения на нефтяных рынках мира на протяжении как минимум двух месяцев.

Тот факт, что после завершения QE2 в Штатах фондовые индексы не продолжили инерционный рост, а «споткнулись» и вошли в фазу хаотичных колебаний (как, впрочем, и большинство валют и сырьевых товаров) — на самом деле, свидетельствует о наличии «остатков здравого смысла» на рынках. Мы оказались бы в гораздо худшей ситуации, если все мировые площадки, как ни в чём не бывало, продолжили бы

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

рост, несмотря на надвигающиеся перспективы повторной рецессии в США и, возможно, Европе. С точки зрения деструктивного потенциала «мыльные пузыри» намного опасней, нежели «занудный боковик», в плену которого мы провели весь прошедший календарный квартал

НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ РЫНКОВ №2:

Устойчивые торговые каналы

Если допустить, что индексы по определению не могут представлять собой прямые горизонтальные линии, но в целом по-прежнему являются в той или иной степени опережающими индикаторами мировой экономики и финансовых потоков корпораций, то сформировавшиеся в 3-м квартале торговые каналы (см. графические примеры ниже) несут в себе определённый квази-фундаментальный смысл. Тот факт, что торговля внутри таких «каналов» начинает приносить реальную прибыль — у нас нет выбора, кроме как более подробно рассмотреть их поведение, что ранее мы не рассматривали как серьёзный и хотя бы в малейшей степени надёжный индикатор динамики рынков.

График 5. Устойчивый восходящий торговый канал для нефти WTI (\$87-\$94 за баррель)

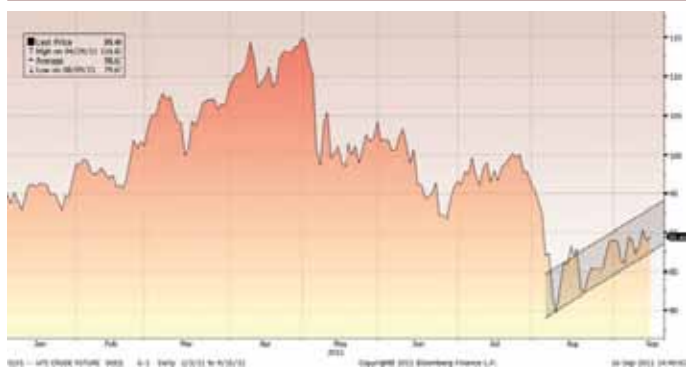


График 6. Устойчивый торговый канал для нефти Brent (\$103-\$117 за баррель)

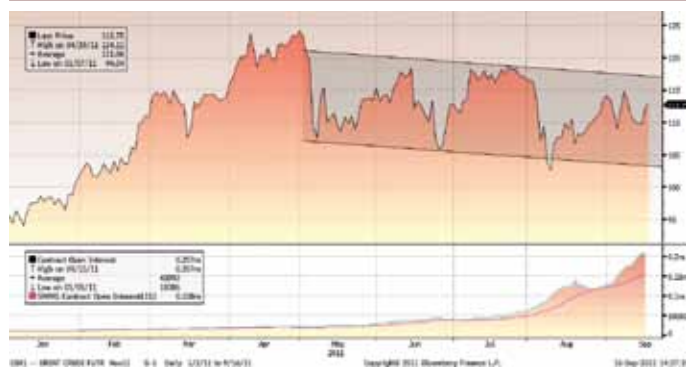


График 7. Устойчивый восходящий торговый канал для евро (\$1.365-\$1.425)

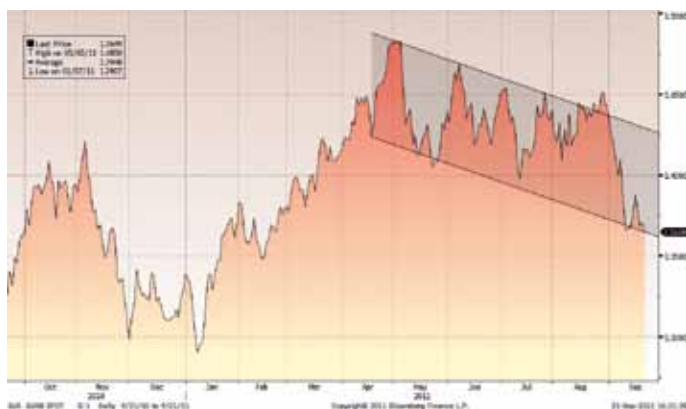
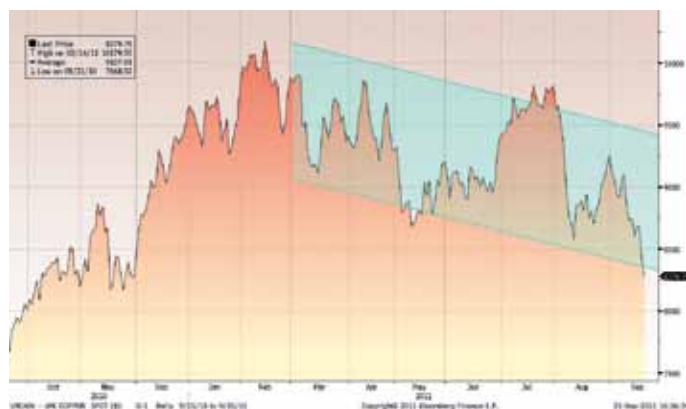


График 8. Устойчивый восходящий торговый канал для меди (\$8280-\$9400/т)



Источник: Bloomberg

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Итак, для вышеуказанных ключевых рыночных позиций торговые коридоры ограничивают справедливые цены следующими каналами:

- **Нефть Brent: \$103....\$117 за баррель**
- **Евро: \$1.365-\$1.425**
- **Нефть WTI: \$87-\$94 за баррель**
- **Медь: \$8,280-\$9,400 за тонну**

Вероятность сохранения атмосферы «канальной торговли» в IV квартале, на наш взгляд — крайне высока. Искомую доходность инвестиционных портфелей управляющие, скорее всего, будут формировать в течение непродолжительных периодов очередной корпоративной отчётности европейских и американских компаний. В остальное время фундаментальные факторы оценки активов, по нашему мнению, будут оставаться практически невостребованными со стороны инвесторов.

Подобная безрадостная картина может измениться в единственном случае: **если в США и/или в Европе наступит хоть какая-то ясность по ключевым вопросам, напрямую влияющим на курсообразование доллара и евро.** В случае США для успокоения инвесторов необходимо обнародование конкретных способов и объёмов стимулирования остывающей экономики (многие склоняются к неизбежности QE3, но, как нам кажется, источником значительного безынфляционного пополнения ликвидности могли бы служить и давно назревшие продажи определённых видов активов на балансе ФРС — в частности, тех же ипотечных облигаций (во всяком случае, Фед мог бы попытаться симулировать их текущую рыночную цену, создав небольшой торговый оборот с группой уполномоченных банков-дилеров — на манер того, как он формирует первичный рынок казначейских облигаций). Вместо этого, на своём последнем заседании ФРС зачем-то решил поступить наоборот — выступить покупателем на этом рынке — видимо, в надежде понизить долгосрочные ставки и спрэд к UST, что, по его задумке, должно было бы помочь активизировать спрос на ипотеку и оживить рынок. Как и в случае с объявленной «Операцией Твист» мы сомневаемся, что подобные меры смогут действительно существенно помочь ипотечному рынку и ценам на недвижимость. В общем и целом, предложенные Федом новые шаги в определённой мере — сродни переливанию из пустого в порожнее, и в определённой мере служат прикрытием его замешательства и бездействия.

В случае с Европой ситуация выглядит ещё более сложной. Инвесторам уже порядком приелись голословные заверения финансовых и политических лидеров о «приверженности идее единого евро и готовности помочь проблемным государствам-должникам любой ценой». На сегодняшний день ситуация такова, что какие-либо шероховатости в плане Единой Европы по рекапитализации банков и/или денежных отчислений Греции для своевременного обслуживания последней своих долговых обязательств, с высокой вероятностью вызовут новый рынок не понимает общефилософских концепций, вместо них он нуждается в конкретных цифрах. Говоря о Греции, упрямая арифметика свидетельствует о том, что темпы роста доходов бюджета Балканского государства в результате всех принятых мер по сокращению бюджетного дефицита даже отдалённо не помогут соразмерному сокращению общего госдолга в объёме €70 млрд. Изначально **велись разговоры о масштабной приватизации греческих госактивов**, но программа эта не получила того минимального развития, которое могло бы убедить рынки в возможности этого государства — пусть даже с помощью еврососедей и МВФ — выплатить свой долг хотя бы за 10-15 лет. Единственный значимый фигурант во всём этом неиссякаемом потоке пустых слов и неубедительных обещаний — ЕЦБ, который не только продолжает осуществлять интервенции на рынке облигаций стран PIGS, но ещё и попутно помогает проблемным банкам, на балансах которых скопилось слишком много подобных стремительно обесценивающихся бумаг, предоставляя первым неограниченные кредит-

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

ные линии сроком 12 месяцев (похоже, единственная конкретная цифра среди тумана бесполезной риторики). Понятно, что «у семи нянек — дитя без глазу», и что долговой баланс отдельных государств еврозоны попросту несовместим с понятием твёрдой устойчивой валюты, каковой евро был до последнего времени, составляя достойную конкуренцию американскому доллару. Долговой «Гордиев узел» всё равно — рано или поздно! — придётся рубить, но сроки и инструменты этого единственно правильного действия — никому не известны. Как следствие — **невероятная волатильность на рынках FX**, которые в этом смысле превратились из чинных и неторопливых «торговых площадок для избранных» (какими они всегда были) буквально в «восточный уличный базар». Беспрецедентное и, безусловно, в корне своем «нерыночное» решение Банка Швейцарии привязать франк к курсу евро — добавляет невероятной сумятицы и неразберихи в и без того сложные курсообразующие процессы на валютных рынках и заставляют спекулировать о том, что следующим «на очереди» может стать Банк Японии.

США

Доходы американцев упали впервые почти за два года в течение августа — очень плохой знак для ориентированной на потребителей структуры американской экономики. Министерство торговли показало, что индекс личных доходов в прошлом месяце снизился на 0.1%. Последний раз личные доходы демонстрировали снижение лишь в октябре 2009 года. Расходы, впрочем, выросли на 0.2%, с 0.7% роста в июле. Отчасти этот феномен можно объяснить тем, что инвестиции и вклады в нынешней ситуации не приносят желаемого дохода, поэтому средний класс предпочитает просто тратить заработанное — в том числе, на предметы, ценность которых, по их мнению, будет со временем расти. Норма сбережений американцев замедлилась в августе до 4.5% — самого низкого уровня с декабря 2009 года. Расходы на личное потребление — напротив, увеличились на 2.9% в годовом выражении и на 0.2% за последний месяц. Несмотря на несколько обнадеживающие последние цифры по динамике ВВП США, ситуация в корне не меняется: экономика растёт крайне медленно, сдерживаемая высоким уровнем безработицы. Председатель ФРС Бен Бернанке в середине сентября в своей речи в Кливленде дал понять, что он готов предпринять более решительные шаги, если состояние рынка труда в США будет ухудшаться, оставив, впрочем, подробности за скобками. Американцы пытаются экономить, предпочитая магазины-дискаунтеры, которые раньше средний класс, как правило, «обходил стороной». Например, только два крупнейших сетевых вендора «ширпотреба» — WalMart (WMT) и Target (TGT) — планируют открытие более 500 новых магазинов в следующем фискальном году (более подробно с нашими прогнозами — ниже). Словом, единственная позитивная ставка, которую мы в текущей ситуации можем сделать — это инвестиции в преддверии очередной квартальной корпоративной отчётности, которая может стать тем редким «лучом в тёмном царстве», которая позволит, при правильном позиционировании («покупай на ожиданиях — продавай на новостях») заработать 10-12% за две наиболее насыщенных в плане публикаций квартальных результатов октябрьские недели, не особо сильно перегружая стратегии «маржиналкой».

2011-2012: Повторение кризиса 2008 или очередной «soft patch»?

В начале октября международное рейтинговое агентство Fitch понизило прогнозы роста мирового ВВП на 2011-2013 годы на 0.3-0.5 п.п.. В частности, по оценкам Fitch, темпы роста мирового ВВП в текущем году составят всего 2.6%, а не 3.1%, как ожидалось в предыдущем прогнозе, в 2012 году — 2.7% против ранее прогнозирувавшихся 3.4%, в 2013 году — 3.1% вместо 3.4%, которые ожидались ранее.

В конце сентября МВФ уже понижал прогноз по росту мировой экономики на 2011 и 2012 годы на 0.3 п.п. и на 0.5 п.п. - до 4% на оба года.

СТРАТЕГИЯ

IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Хотя инвесторы уже привыкли скептически относиться ко всякого рода «гаданиям на кофейной гуще», даже если это и «VIP-гадания» — в вышеуказанных выводах содержится одна важная мысль, которую можно прочесть между строк: вопреки популярному мнению о том, что мировая экономика движется к синхронному и достаточно глубокому спаду, эксперты-экономисты в своих прогнозах совершенно не закладывают подобный сценарий, хотя, судя по падающим фондовым индексам и энергичному оттоку капиталов в американский доллар, инвесторы (в отличие от первых) определённо приготовились к худшему. Что бывает, когда инвесторы и экономисты расходятся в своих прогнозах — нам всем хорошо известно (и не только на примере событий 2008 года).

Мы склонны разделять выводы вышеуказанных прогнозов и склоняемся к сценарию медленного «регулируемого остывания» экономик Западной Европы и США, тогда как в других частях света (в т.ч. и России) глубина просадки и скорость восстановления будет в большей мере зависеть от действий финансовых властей, нежели от внешних обстоятельств.

Ниже представлена сравнительная таблица ключевых экономических, рыночных и монетарных факторов в США, России и, частично, Китая на пике кризиса 2008 г. и в настоящее время:

Таблица 3.

	Сент 2008	Сент 2011
Падение индекса ММВБ от верхней точки в кульминации распродаж	-82%	-35%
Падение индекса S&P 500 от верхней точки в кульминации распродаж	-85%	-20%
Падение курса рубля к доллару от наивысшей точки перед разворотом	-55%	-16%
Падение котировок Brent от наивысшей точки перед разворотом	-58%	-15%
Среднегодовой рост (падение) ВВП Китая как следствие кризиса, проц. пунктов	-32 п.п.	-2 п.п.
Среднегодовой рост ВВП России	-7.80%	+3.9%
Безработица в США, %	6%	9.10%
Безработица в РФ (официальная), %	6.70%	6.60%
Баланс ФРС США, млрд долл	700	2350
Золото-валютные резервы РФ, млрд долл	384	532
Соотношение Долга к ВВП России	6.50%	9.50%

Источник: Bloomberg

Легко обратить внимание, что, в отличие от 2008 г., **рост экономики не только не прекратился, но продолжается неплохими темпами** (коррективы связаны преимущественно с понижением прогнозов по росту Европы и США из-за хорошо известных событий).

Мы вновь обращаемся к сравнительным характеристикам, — но не абсолютных объёмов ВВП развитых и развивающихся экономик (к которым, как правило, апеллируют скептики), а к сравнению общего числа трудоспособного населения (т.е. общей численности реальных и потенциальных потребителей) в этих двух противопоставляемых друг другу группах субъектов мировой экономики. Пессимисты, как и в 2008 г., продолжают утверждать, что **совокупный вклад развивающихся экономик в мировой ВВП составляет только 32%** (см. нашу предыдущую кварталь-

СТРАТЕГИЯ

IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

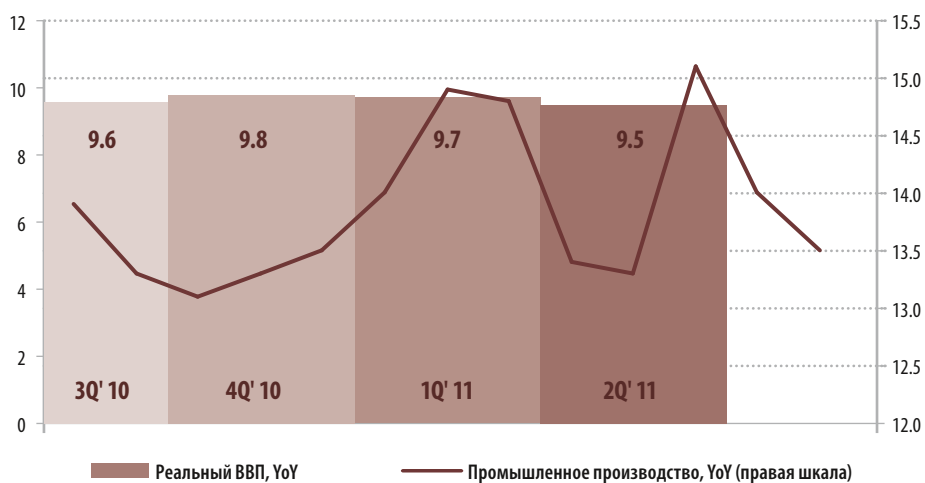
ную стратегию и обр. внимание, что доля вклада развивающихся экономик в мировой ВВП выросла с 2008 по 2011 г. до этой цифры с 27%! Между тем, совокупное население наиболее динамично развивающихся стран (мы добавили к BRICS Индонезию, Малайзию и Филиппины для полноты картины) составляет порядка 3.3 млрд жителей, тогда как совокупное население Евросоюза и США, находящихся в наиболее опасной рецессионной зоне — только 895 млн жителей!

Здесь мы логически подходим к такой важнейшей макроэкономической концепции как **propensity to consume (РТС, «доля потребления в доходе»)**. Экономическая теория гласит, что чем ниже уровень благосостояния потребителя и его социальный статус, тем выше его РТС — которая, собственно говоря, и представляет собой ни что иное, как монетизированный катализатор роста мировой экономики (сбережения не вызывают роста экономики, и потому не воспроизводят учитываемый экономический продукт).

Негативные тенденции, которые мы видим в крупнейших мировых экономиках во второй половине 2011 г. — во многом связаны с субъективными страхами потребителей. Люди, которым ежедневно из всех источников СМИ навязывают мнение о надвигающейся «второй волне кризиса», подсознательно увеличивают объём сбережений (другой вопрос — «в каких валютах или активах их хранить?», но об этом — далее) в ущерб «беззаботному» потреблению, которое являлось основным катализатором крупных «консьюмеристских» экономик мира до последнего времени.

Многие экономисты-скептики, говоря о «неизбежности второй волны», ошибочно принимают смену потребительской парадигмы стран «Большой семёрки» за признаки наступления глубокой циклической рецессии. Вместе с тем, экономики в недавнем прошлом бедных, но ныне прирастающих не столько экспортно-производственным (как это было ещё каких-то 5-7 лет назад) потенциалом, сколько собственными РТС, вносят существенную дисторсию в классическую картину глобальной рецессии. В таких странах, как Китай и Индия, продолжается полным ходом урбанизация сельского населения. Переезжая из деревень в города, до 80% минимально образованных, но исключительно трудоспособных китайцев и индусов в состоянии найти себе более высокооплачиваемую работу, чем на селе, и этот поток «циклически» по своей сути с экономической точки зрения

График 9. Реальный ВВП и промпроизводство Китая за год



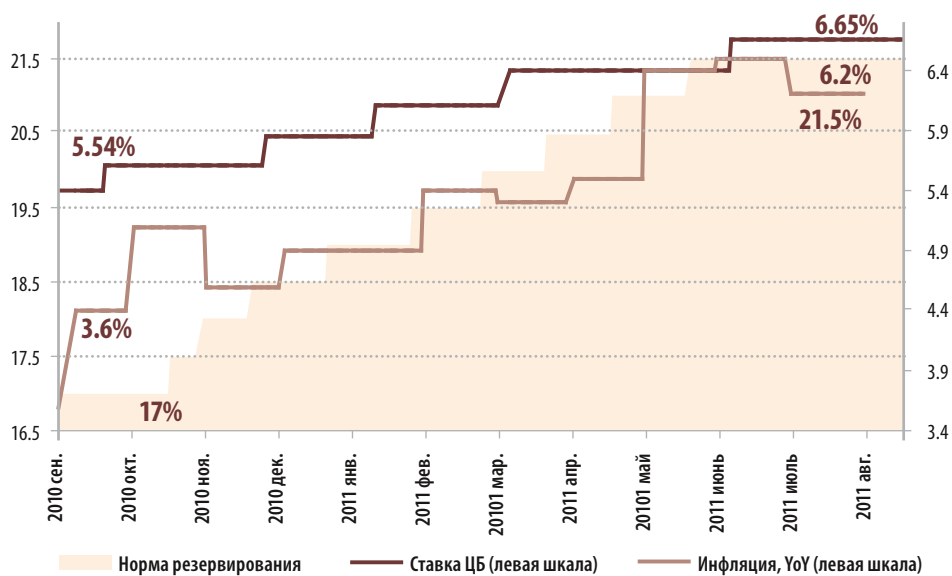
Источник: Bloomberg

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Уже второй год Народный банк Китая не покладая рук борется с инфляцией, считая её основным врагом экономического роста Поднебесной. С начала года китайский госбанк уже 7 раз повышал нормативы по банковским резервам и трижды – учётную ставку. Между тем, инфляция является нормальной спутницей любой быстрорастущей экономики, поэтому попытки доведения её темпов до среднеевропейских и – тем более! – североамериканский, без сомнения обречены на провал. Инфляционная картина в КНР, на наш взгляд, служит дополнительным аргументом разного направления векторов динамики экономики по сравнению с США, где существующая комбинация из низких процентных ставок и слабеющей потребительской активности фактически «выдавливает» лишнюю долларовую массу туда, где она приносит повышенную доходность, попутно «инфицируя» эти страны инфляцией необеспеченных денег. В общем и целом, инфляционная картина в Китае остаётся в разумных рамках (даже с учётом «новой китайской темы» – плохих долгов местным банкам со стороны региональных администраций и муниципалитетов, объём которых, возможно, превышает 3 трлн юаней; это было бы проблемой, если бы речь шла о стране с отрицательным внешнеторговым балансом и дефицитом счёта текущих операций, чего в КНР не наблюдается и в ближайшем будущем вряд ли произойдёт – более подробно этот вопрос мы рассматриваем ниже):

График 10. Инфляция, ставки и банковские нормативы в КНР



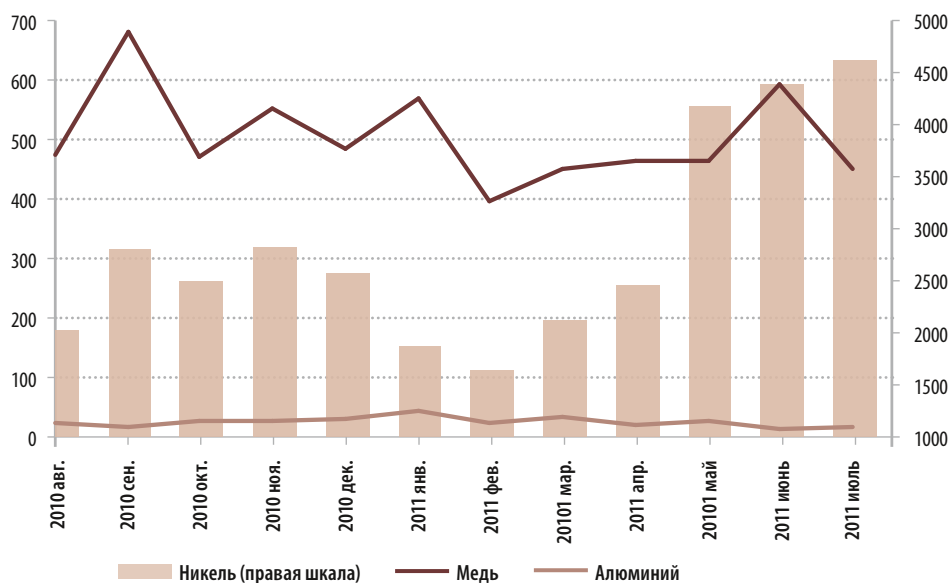
Источник: Bloomberg

Говоря о динамике реального сектора и торговли Поднебесной, мы также не видим пропорционального падения объёмов, которое соответствовало бы глубине снижения биржевых цен соответствующих торговых позиций (см. График 11). Вывод отсюда можно сделать один: драматическое падение цен на промышленные металлы в 3-м квартале явно не отвечает реалиям глобальной экономической картины, а это значит, что повышательная коррекция – неизбежна.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

График 11. Динамика импорта ключевых промышленных металлов Китаем в 3-м кв. 2011 г.



Источник: Bloomberg

В конце сентября на рынке вновь появилась информация о возможности долгового кризиса в Поднебесной. Речь идёт о т.н. долгах «местных властей» КНР по финансированию инфраструктурных проектов. По некоторым источникам, на конец 2010 г. совокупные долги китайским банкам со стороны государственного сектора составили около 10.7 трлн юаней (\$1.68 трлн), из которых объём плохих кредитов (NPL) составляет 2.5-3 трлн юаней (около \$400-480 млрд). Налицо — очередная попытка «заинтересованной стороны» («долларовых быков») сделать из мухи слона. Во-первых, указанные суммы незначительны в размерах китайской экономики; во-вторых, даже если предположить, что закрыть эту «долговую дырку» вдруг понадобится моментально, то источником поступлений наверняка послужат продажи КНР тех же американских казначейских облигаций, которые в избытке присутствуют в золотовалютных резервах Поднебесной. Словом, какие-либо параллели с долговым кризисом «периферийной Европы» в данном случае не только не уместны, но и откровенно не выдерживают даже малейшей критики.

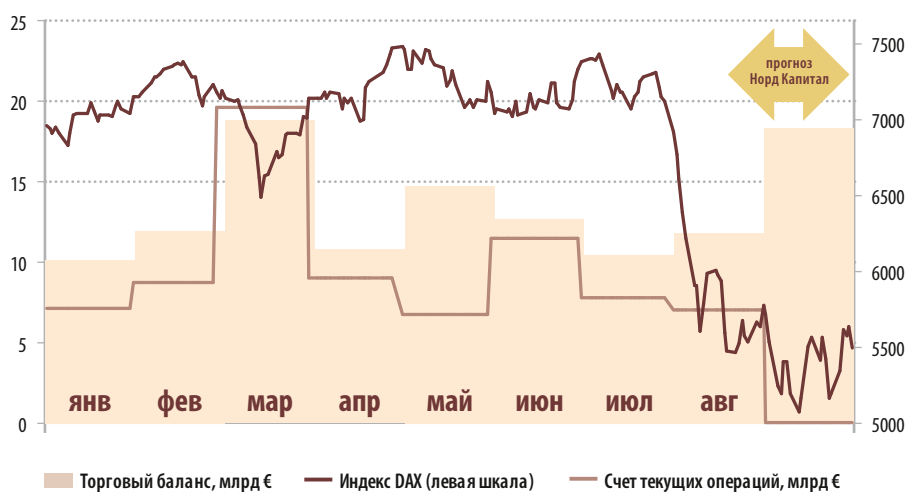
Европа

Говоря о страхах прихода «второй волны» из Европы, скептики обычно упоминают в первую очередь европейские банки, качество активов которых (в частности, таких крупных французских банков как BNP Paribas и Societe Generale) существенно ухудшилось из-за падения цен облигаций стран PIGS, поэтому существует вполне справедливое мнение, что без скорой докапитализации этим банкам никак не обойтись. Проведенные в недавнем прошлом два раунда «стресс-тестов» обнаружили многочисленные упущения и несостыковки, и потому, вопреки ожиданиям, не смогли успокоить рынки. Соответственно, «Евротройка» недавно приняла решение провести очередной раунд стресс-тестов, ужесточив критерии по минимальному порогу собственного капитала банков: 7% вместо ранее обозначенных 5%. Далее — рассуждают скептики — следует сценарий «европейского Lehman Brothers», главными участниками которого станут европейские банки.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

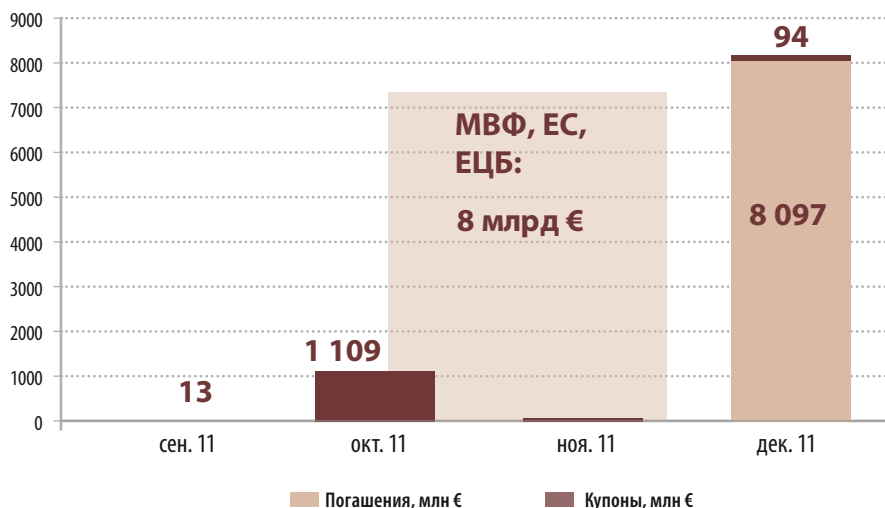
График 12. Германский фондовый индекс DAX, торговый баланс и счёт текущих операций



Источник: Bloomberg

Говоря о Европе, мы выделяем два противоположных «электрических полюса»: положительная клемма – это Германия, рынки которой остаются значительно недооцененными и потому способными преподнести множество позитивных сюрпризов. Отрицательно заряженная клемма – это Греция, где, как бы банально это ни звучало, вся финансовая система «держится на честном слове». Буквально – на честном слове греческого парламента и премьер-министра Георгиоса Папандреу лично.

График 13. Греческая долговая драма: «жизнь – от получки до получки»



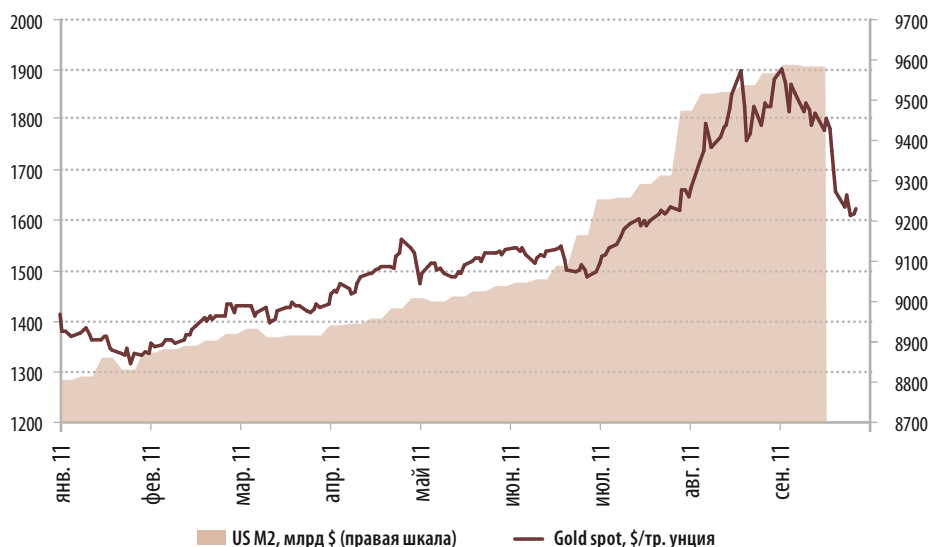
Источник: Bloomberg

У нас нет возможности делать долгосрочные прогнозы по греческим облигациям и вообще по «судьбе евро», поскольку вопрос этот перерос рамки не только рынков, но даже экономики, и теперь уже находится не в компетенции экономистов, а в ведении лидеров Единой Европы и, особенно, ЕЦБ. **Учитывая, что в 2011-2012 гг. главы всех ключевых участников «европейской долговой драмы» будут переизбраны, мы считаем, что в предвыборный год стабильность текущей шаткой картины будет искусственно поддерживаться новыми вливаниями**

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

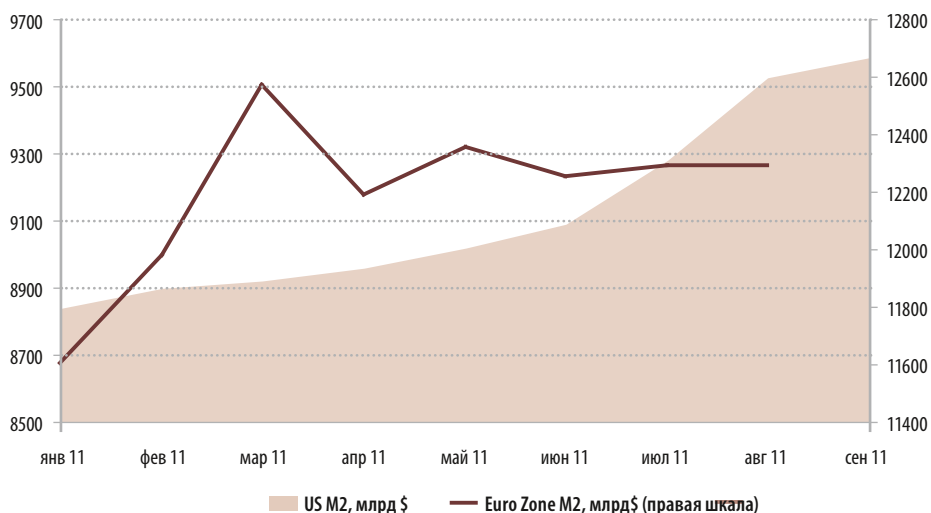
График 15. Сравнительный рост денежного агрегата M2 в США и котировок золота



Источник: Bloomberg

Как и в прошедшем периоде, в истекшем квартале «инвестиционная премия» золота по сравнению с другими металлами группы оставалась на высоком уровне. Мы полагаем, что данная «золотая премия» будет в обозримом будущем персистировать, но после завершения долговых кризисов в Еврозоне и США, вероятно всего, наступит период «самовозврата» к исторически справедливым дисконтам и премиям в этом сегменте. Среди «Big 4», как и прежде, мы считаем, что **наилучшие перспективы роста ввиду очевидной перепроданности — у платины** (минимальный рост к концу квартала - +12% до уровня \$1,735 за тр. унцию).

График 16. Сравнительный рост денежного агрегата M2 в Еврозоне и США



Источник: Bloomberg

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Промышленные металлы

Ввиду слишком глубоко укоренившихся в сознании сырьевых трейдеров страхов по поводу повторной рецессии в глобальной экономике, мы не ожидаем, что промышленные металлы смогут продемонстрировать в 4-м квартале сколько-нибудь внятную и устойчивую положительную динамику. В нескольких эпизодах резкие отскоки явно перепроданной меди в считанные дни демпфировались очередными порциями тревожной макростатистики – в т.ч. повод для волнений предоставляли не только Европа и США, но и Китай. Медь остаётся чрезвычайно чувствительной к экономическим циклам торговой позицией, поэтому до восстановления на рынках более или менее устойчивой ситуации (полторы-две недели без падений и коррекций) мы не рекомендуем рассматривать промышленные металлы даже в качестве инструментов диверсификации инвестиционных портфелей.

Глобальные фондовые рынки

Сезон отчётности – редкий луч света

В приближающемся сезоне корпоративной отчётности в США и Еврозоне за 3-й квартал мы, как всегда, выделяем потенциалы акций компаний-«мультинационалов». На протяжении 2010-2011 гг. эти компании, а также представители сетевого ритейла, наиболее часто и впечатляюще преподносили позитивные сюрпризы по своей финансовой отчётности (реальные показатели оказывались в той или иной мере выше консенсус-оценки рынков). В нижеприведённой таблице мы выделили типичных представителей этих групп и отметили жирным шрифтом наиболее привлекательные с точки зрения инвестиционных мультипликаторов и потенциалов «преподнесения позитивного сюрприза» компании

Таблица 4. Оценка и потенциалы «положительного сюрприза» некоторых избранных иностранных акций

Тикер	Прирост выручки за год, %	Страна	Оценка P/E по тек. году	Оценка EV/S по тек. году	Сюрприз по Выручке по 2 кв. 2011	Сюрприз по Ч/прибыли по 2 кв. 2012	Сюрприз по Ч/прибыли по полному 2010 г.
BMW GR Equity	BAYER MOTOREN WK	GE	6.83	1.18	-1.75	17.89	10.46
VOW GY Equity	VOLKSWAGEN AG	GE	4.85	0.72	0.11	-67.08	44.14
BAS GR Equity	BASF SE	GE	7.90	0.82	-1.67	-2.58	3.49
SIE GR Equity	SIEMENS AG-REG	GE	9.29	0.98	-1.39	-16.88	2.59
EAD FP Equity	EADS NV	FR	25.41	0.27	4.30	25.86	1.80
BA US Equity	BOEING	US	14.63	0.70	0.17	25.73	-0.03
UG FP Equity	PEUGEOT SA	FR	3.48	0.48	-	-	13.06
DANOY US Equity	DANONE	FR	15.30	1.96	-	-	-0.83
INTC US Equity	INTEL CORP	US	9.38	1.99	1.50	11.47	3.80
WMT US Equity	WAL-MART STORES	US	11.98	0.54	1.06	1.02	0.30
TGT US Equity	TARGET CORP	US	12.21	0.73	-0.05	5.43	-0.58
CAT US Equity	CATERPILLAR INC	US	11.10	1.28	7.50	2.17	6.30
EBAY US Equity	EBAY INC	US	15.50	3.31	-	2.73	2.52
GOOG US Equity	GOOGLE INC	US	14.51	4.56	5.31	11.28	2.45

Источник: Bloomberg

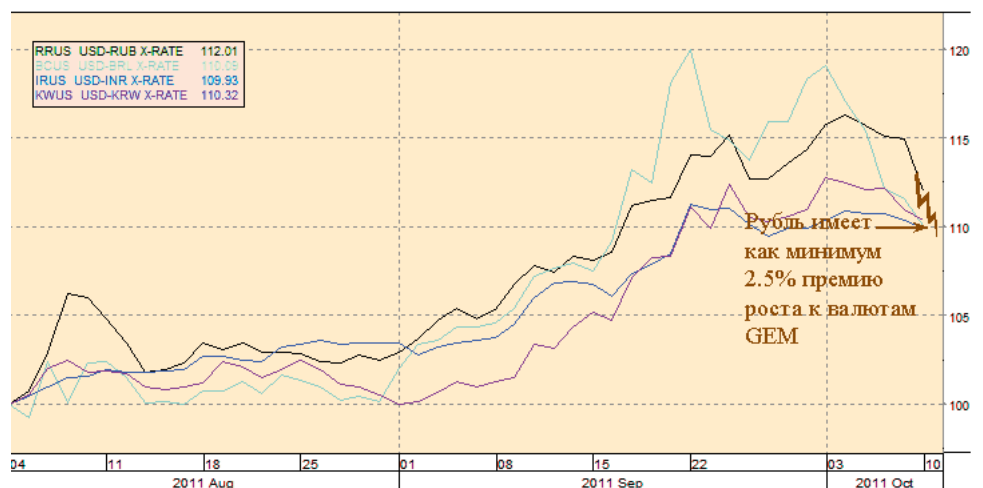
31.10.2011

Доллар, евро и рубль

Росстат и Центробанк подвели в конце сентября численные итоги реакции населения на падение рубля, начавшееся в августе из-за ухудшения ситуации на мировых рынках. Столь массового выхода из рубля не наблюдалось с января 2009 г. — с той только разницей, что тогда масштабы были гораздо больше. По данным Росстата, рублевые накопления граждан за месяц сократились на 242.7 млрд руб. (на 1.9%). Доля доходов, направленных на покупку валюты в банковских кассах, оказалась максимальной с лета 2009 г. (5.1%) — 145 млрд руб. По данным ЦБ, объем валютных депозитов физических лиц в августе вырос на 91.8 млрд руб., или на 4.9%, — это максимальный темп роста с января 2009 г. (тогда было 31.7%). Рублевые депозиты выросли на 0.1%, или на 10.3 млрд руб.

В момент самого массового бегства из рубля в прошлый кризис, в декабре 2008 г., население потратило на скупку валюты 423 млрд руб., в январе 2009 г. — 350 млрд руб., всего за пять месяцев, с сентября 2008 г., — почти 1.5 трлн. Август сопоставим с июлем — сентябрем 2009 г., когда курс снова ослаб: тогда население скупало валюты в среднем на 140 млрд руб. ежемесячно. За два последних месяца рубль ослаб к бивалютной корзине на 11%, и на пике снижения, 26 сентября, цена корзины достигала 37.5 руб. (+13.3% к 1 августа). В сентябре падение рубля ускорилось — на 7.3% в помесечном выражении. В сентябре статистика зафиксировала еще одно массовое бегство в валюту: объемы покупок возрасли до 160-170 млрд руб., однако начало октября вновь преподнесло болезненный урок валютным спекулянтам: достигший своего исторического максимума Индекс доллара не смог удержаться на завоеванных рубежах, и, как это нередко случалось в последние месяцы, вместо деликатного и размеренного отката продемонстрировал полноценное пике, в очередной раз доказав состоятельность нашей гипотезы о Торговых каналах.

График 17. Сравнительный график укрепления курса доллара против рубля, бразильского реала, индийской рупии и южнокорейской воны с даты понижения США кредитного рейтинга агентством S&P



Источник: Bloomberg

Все возможные прогнозы по валютам в настоящее время носят на 90% субъективный фактор, и только на 10% — фундаментальный. На наш взгляд, **курс евро будет зависеть от:**

- Оценки Еврокомиссией успехов Греции в выполнении сокращения бюджетного дефицита (МВФ может отказаться выделять очередной транш)
- Поддержки идей канцлера ФРГ Меркель среди простых немцев и в Бундестаге (не факт)

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

- Скорости, с которой ЕЦБ будет печатать евро, чтобы выкупать бонды проблемных стран еврозоны

Курс доллара будет зависеть от:

- Скорости «твиста» ФРС и насыщения кредитного рынка США дешёвыми долгосрочными деньгами
- Степени разлада между главными членами Федерального резервного борда (количество т. н. dissenters), который не позволит Бернанке выполнять свои обещания по выкупу облигаций

Курс рубля будет зависеть от:

- Традиционно от цен на нефть (стабильность важна даже больше, чем очередной ложный вектор движения)
- От действий ЦБ РФ (валютных интервенций) – их объёма и периодичности

Ниже мы приводим результаты нашего валютного прогноза на конец 4-го квартала 2011 г.:

Таблица 5.

Курс к USD на 31.12.2011	Базовый сценарий	Оптимистичный сценарий	Пессимистичный сценарий
1/Евро	1.333	1.380	1.280
Рубль	30.30	29.10	32.20
Рубль/Евро	41.20	39.80	42.80

Основные инвестиционные рекомендации на 4 кв. 2011 г.

«ДЛИННЫЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- Золото (апсайд 10–15%)
- Акции недооцененных компаний-экспортёров США и Германии (апсайд после квартальной отчётности 10-15%)
- Акции американских ритейлеров (WMT, TGT и т.д.) накануне квартальной отчётности (апсайд 30-40%)
- Агрессивные (с «плечом») короткие позиции по американскому банковскому сектору (апсайд при плече 2×15-30%)
- Покупка рубля при стабильно-высокой нефти (Brent > \$105/bbl) (апсайд 10-15%)
- Покупка краткосрочных российских корпоративных облигаций с суверенным рейтингом не ниже В+, соотношением Долг/ЕБИТДА < 6 и доходностью > 9%

«КОРОТКИЕ» ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ:

- «Шорт по доллару» с привязкой по экономическим данным из Европы (апсайд до 20%)
- «Шорт по S&P 500» плюс «лонг» по акциям американских ритейлеров «под отчётность» - см. выше (апсайд до 20%)
- «Шорт» по любым субфедеральным и квазисуверенным облигациям США и Европы (апсайд до 30%)

ОБЛИГАЦИИ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Доходность и риски государственного долга РФ

Таблица 6. Динамика долговых рынков

Название	30.06.2011	30.09.2011	Изменение
MICEX CBI CP	95.38	93.33	-2.15%
MICEX CBI TR	205.24	204.21	-0.50%
MICEX MBI CP	99.3	98.13	-1.18%
MICEX MBI TR	153.02	154.28	0.82%
RGBI	131.9	128.65	-2.46%
RGBI TR	268.61	266.94	-0.62%
Euro-Cbonds Sovereign Russia	107.47	115.61	7.57%
Euro-Cbonds IG Russia	112.19	120.06	7.01%
USDEUR/RUR	33.6158	37.207	10.68%
USD/RUR	28.0758	32.23	14.80%
EUR/RUR	40.387	43.29	7.19%
UST 5Y YTM	1.76	0.953	-45.85%
UST 10Y YTM	3.16	1.916	-39.37%
UST 30Y YTM	4.37	2.914	-33.32%
Bund 10Y YTM	3.02	1.885	-37.58%
Gilt 10Y YTM	3.38	2.43	-28.11%
Japan 10Y YTM	1.14	1.027	-9.91%
Нефть Brent	111.8	102.76	-8.09%

Источник: Cbonds.ru

По итогам 3-квартала российская валюта, как и рублевые облигации, продемонстрировала негативную динамику. На фоне опасений замедления роста мировой экономики инвесторы активно стали уходить из рискованных активов. Данные по ВВП США за первое полугодие показали замедление до 1.6%. Не меньше разочаровали данные по ВВП Германии по итогам 2 квартала, продемонстрировав рост за год лишь в 2.8% против прошлых 5.2%.

Всё это наряду с усугубляющимися долговыми проблемами стран Еврозоны способствовало и падению цен на нефть, что в свою очередь, в купе с оттоком капитала, привело к снижению рубля относительно доллара на 12.89% по итогам 3 квартала. При этом лишь за сентябрь падение составило 9.92%, тогда как нефть марки Brent за это время снизилась на 10.3%.

Вопрос о том, что рубль перепродан и фундаментальных причин для столь существенного ослабления не было можно поднять, но при этом стоит определить, не был ли он до этого перекуплен. В любом случае, в текущих условиях отток капитала из страны, структура экспорта которой более чем на 60%

состоит из нефтегазовых доходов, вполне закономерен. В конце сентября дальнейшему ослаблению рубля препятствовали валютные интервенции ЦБ РФ, который пытался удерживать верхнюю границу в 37.5 по бивалютной корзине, но в итоге был вынужден её сдвинуть на 0.2 руб. вверх, когда нефть Brent опустилась до \$100.

С технической точки зрения для нефти марки Brent уровень \$100 является сильным уровнем поддержки, от которого в течение этого года она неоднократно отталкивалась. Фундаментально же устойчивое снижение цен на нефть возможно только в условиях рецессии мировой экономики. В противном случае, если рост экономики будет продолжаться, пусть и более медленными темпами, спрос на нефть, а вместе с этим и её цена, будет расти.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Рост мирового ВВП по итогам первого полугодия составил около 3%. Всемирный Банк, МВФ и рейтинговые агентства в настоящий момент снижают свои прогнозы, тем не менее, все ожидают продолжения оживления экономики, а рецессия рассматривается пока в качестве негативного сценария, а не базового. **В связи с этим ожидать дальнейшего повышения цен на нефть не приходится, но и закладывать на их существенное снижение пока тоже не стоит.**

Для российской валюты, в виду того, что активная часть нашего торгового баланса состоит преимущественно из экспорта данного сырья, цена на нефть является основным, но не единственным фактором. **Ослабление рубля было обусловлено не столько снижением экспортной выручки российскими компаниями, сколько оттоком капитала, который происходил из всех развивающихся стран. Пока в этом смысле улучшений нет, но ЦБ РФ активно вмешивается в данный процесс, сдерживая дальнейшее снижение рубля. На наш взгляд, и цена нефти, и рубль, достигли каких-то своих новых уровней, в которых уже отражены риски дальнейшего ухудшения макроэкономической ситуации и до конца года будут держаться вблизи них.**

Одним из индикаторов, который в настоящий момент, очень хорошо характеризует состояние российского долгового рынка, является объем размещений еврооблигаций российскими эмитентами за прошедший квартал, который составил \$1.6 млрд., что является минимальным значением для 2-го квартала с 2003 года. При этом рублевые облигации, как это обычно и происходит, оказались ещё более чувствительны к неблагоприятной внешней конъюнктуре.

В настоящий момент инвесторы преимущественно продолжают держаться наиболее надежных активов, таких как US Treasuries и немецкие Bunds. Доходности по американским казначейским векселям уже имеют отрицательную эффективность относительно инфляции в 3.8%. В то же время вряд ли стоит ожидать, что инвесторы начнут активно выходить из «казначеек», когда их цены будут поддерживать спрос со стороны ФРС. К тому же дополнительных вливаний ликвидности не будет, поскольку средства для их выкупа будут получены за счет размещения краткосрочных казначейских векселей. **В совокупности с планами по сокращению дефицита бюджета в США и на фоне отсутствия решений в Еврозоне, которые кардинально могли бы изменить ситуацию, всё это может способствовать дальнейшему укреплению американского доллара.**

Таблица 7. Параметры государственного долга РФ и других стран

Страна	Доходность, 10-летних гос. бумаг	Изменение реального ВВП(YoY)	Инфляция (ИПЦ)	Ставка центрального банка	Спрэд к US Treasury	Изменение нац. валюты к USD (YTD)	Долг/ ВВП	Рейтинг S&P
США	1.92%	1.60%	3.80%	0.25%	–	–	58.90%	AA+
Великобритания	2.43%	0.70%	4.50%	0.50%	51	–2.92%	76.50%	AAA
Германия	1.89%	2.80%	2.60%	1.50%	– 3	–7.69%	78.80%	AAA
Япония	1.03%	–1.10%	0.2%	0.10%	– 89	4.54%	225.80%	AA–
Австралия	4.24%	1.40%	3.60%	4.75%	232	–9.89%	22.40%	AAA
Бразилия	11.59%	3.14%	7.23%	12.00%	967	–16.81%	60.80%	BBB–
Россия	8.58%	3.40%	8.20%	8.25%	666	–12.89%	9.50%	BBB

Источник: Bloomberg

Ликвидность на рынке и состояние банковской системы

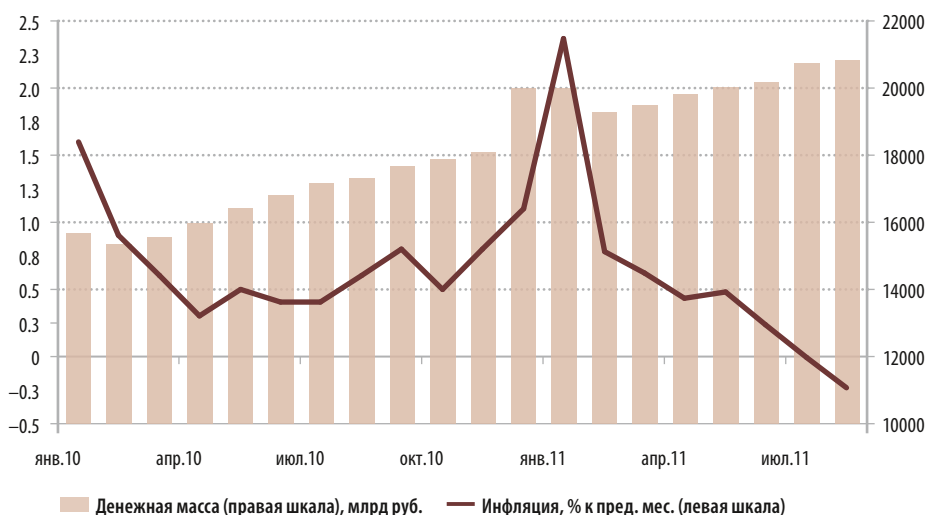
Бегство из российской валюты в конце квартала на фоне опасений по поводу замедления мировой экономики и обострения долговых проблем Еврозоны не лучшим образом сказались и на денежной ликвидности в банковском

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

секторе. К концу сентября на межбанковском рынке ставка MosPrime Rate O/N выросла на 149 б.п. до 5.31%, а стоимость межбанковских кредитов на полгода увеличилась на 332 б.п. до 6.72%. Тем не менее, объем денежной массы на протяжении квартала непрерывно рос. В сентябре денежная база в широком определении выросла на 3.65% притом, что с начала года она устойчиво снижалась. При этом банки активно рефинансировались, как через сделки РЕПО с ЦБ РФ, так и через депозитные аукционы Минфина РФ. Последний источник финансирования использовался особенно активно. Всего в течение 3-го квартала банкам было предоставлено на депозитных аукционах 985.62 млрд. руб., что на 210% больше, чем в предыдущем квартале. Средневзвешенная ставка по аукционам увеличилась за квартал с 3.91% до 6.91% в виду того, что ситуация с рублевой ликвидностью продолжала ухудшаться. На межбанковском рынке за этот же период ставка на 3 месяца возросла с 4.22% до 6.54%. **При снижающемся курсе рубля банки не были заинтересованы кредитовать друг друга, пока российская валюта не стабилизировалась, как на активных валютных интервенциях ЦБ РФ, так и на отскочивших ценах нефти.** В 3-м квартале Банк России впервые стал продавать доллары с начала года. В августе сумма продаж американского доллара составила \$700.88 млн, а в сентябре \$6,765.68 млн. Не последнюю роль в ослаблении рубля сыграло увеличение оттока капитала в 3-м квартале с \$9.2 млрд до \$18.7 млрд, по оценке ЦБ РФ. В то же время, его значение в 1-м квартале было выше и составляло \$21.4 млрд. После того, как курс российской валюты стабилизировался, и стоимость бивалютной корзины стала снижаться, несколько улучшилась ситуация с рублевой ликвидностью, что привело к снижению ставок по межбанковским кредитам. Ставка MosPrime Rate O/N в первую неделю октября снизилась на 90 б.п. до 4.43%, но в дальнейшем в виду периода налоговых платежей ставки МБК возобновили рост.

График 18. Денежная масса M2 в млрд руб. и инфляция



Источник: ЦБ РФ

В течение 4-го квартала можно ожидать стабилизации на финансовых рынках, если в странах Еврозоны будут приняты важные решения, консенсус по которым пока не достигнут: выдача Греции очередного кредитного транша, расширение объема и полномочий фонда финансовой стабильности EFSF. **Тем не менее, если мы увидим очередное бегство от рисков, то у Банка России и Минфина РФ есть достаточно ресурсов для поддержки банковского сектора. При необходимости ЦБ РФ вполне может снизить ставку рефинансирования, а также использовать другие дополнительные инструменты для предоставления дополнительной ликвидности банкам в том объеме, в котором им потребуется, учи-**

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

тывая, что инфляция в течение квартала продолжала держаться около нуля. Отсутствию роста потребительских цен способствовало, как замедление темпов роста денежной массы относительно прошлого года, так и благоприятные погодные условия, что привело к снижению стоимости продуктовой корзины. За первые 3 квартала прирост цен составил 4.7%, при плановом её значении на конец года в 7 – 8%. Можно ожидать, что по итогам года она окажется даже ниже запланированного значения и ближе к концу года вполне вероятно, что регулятор всё-таки понизит ставку рефинансирования. С другой стороны, на внешних рынках и, в частности, в Еврозоне пока сохраняются высокие системные риски. Это может отсрочить какие-либо изменения в денежно-кредитной политике ЦБ РФ.

В пользу устойчивости банковского сектора выступает и сбалансированность российского бюджета, что также позволяет при необходимости предоставлять банкам необходимую ликвидность без наращивания государственного долга. В январе – сентябре профицит бюджета составил 1.089 трлн руб. Если даже предположить существенное снижение котировок по нефти, то сохранение средней цены на \$93 по Urals позволит закончить год без дефицита. Проект бюджета РФ на 2012 год, внесенный в Госдуму, сверстан исходя из прогноза среднегодовой цены на российскую нефть марки Urals в \$100/барр. В него заложен дефицит в 1.5% ВВП. По активам банковской системы в течение квартала, исходя из данных крупнейших банков, наблюдалась положительная динамика. Общий размер активов вырос на 7.86% с начала года и на 4.98% за третий квартал. За август 2011 года совокупные активы банковского сектора увеличились на 2.4% преимущественно за счет роста кредитования. Объем кредитного портфеля (без МБК) вырос на 3.4%. При этом кредиты нефинансовым организациям увеличились на 3.4%; физическим лицам – на 3.5%. Объем просроченной задолженности по корпоративным кредитам вырос на 3.6%, а по розничным – на 1.1%. Ресурсная база кредитных организаций в августе расширялась за счет притока средств клиентов. Вклады физических лиц выросли на 1%; средства организаций на расчетных и прочих счетах – на 2.4%. За восемь месяцев 2011 года российскими кредитными организациями получена прибыль в размере 575.9 млрд. руб (за аналогичный период прошлого года – 320.1 млрд. руб).

Таблица 8. Крупнейшие банки по активам на конец августа 2011 г.

Место	Банк	Активы, млн.руб.	Изм. с начала года,%	Прибыль, млн.руб.	Кредитный портфель, млн.руб.	Доля просрочки, %
1	СБЕРБАНК РОССИИ	9 791 390	5.00%	249 976	6 291 529	4.51%
2	ВТБ	3 467 043	19.10%	41 546	1 441 252	6.40%
3	ГАЗПРОМБАНК	1 901 391	-0.80%	21 727	1 075 118	0.78%
4	РОССЕЛЬХОЗБАНК	1 293 139	18.30%	4 107	807 915	7.26%
5	ВТБ 24	1 073 189	12.30%	20 557	535 633	6.47%
6	АЛЬФА-БАНК	892 822	0.00%	9 174	582 833	4.92%
7	БАНК МОСКВЫ	888 489	-8.40%	3 254	511 235	15.84%
8	ЮНИКРЕДИТ БАНК	748 806	9.10%	10 879	396 078	4.13%
9	РОСБАНК	599 110	25.00%	3 703	353 520	8.20%
10	РАЙФФАЙЗЕНБАНК	534 578	3.20%	7 721	345 023	4.34%

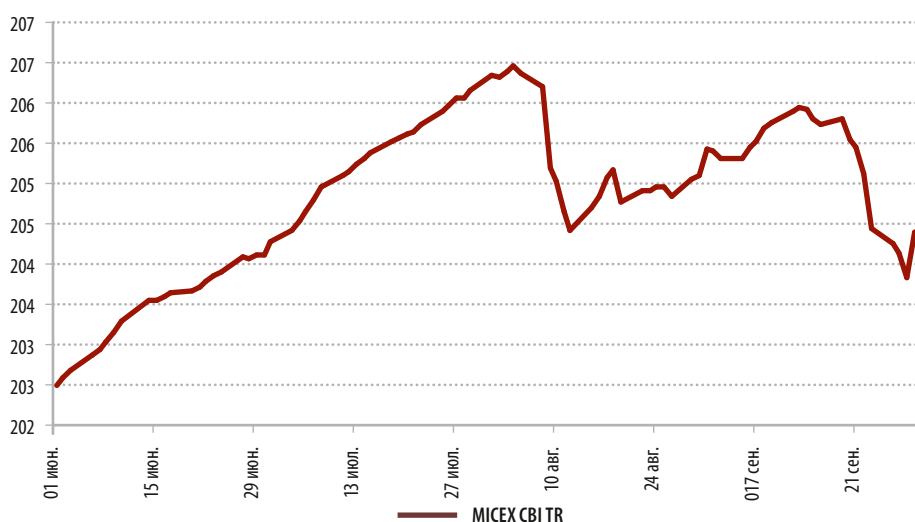
Источник: ЦБ РФ

31.10.2011

Рублевый рынок облигаций

За прошедший квартал индекс полной доходности корпоративных облигаций MICEX CBI TR снизился на 0.69%. Чистые цены рублевых облигаций снизились в среднем на 2.07%, что подтолкнуло доходности вверх. На наш взгляд, в результате прошедшей коррекции, как в облигациях российских эмитентов, так и по рублю, существующие риски были чрезмерно отражены на нашем рынке и в течение 4-го квартала можно ожидать восстановления рынка рублевого долга. В то же время из-за продолжающейся нестабильности в странах Еврозоны ситуация с массивными распродажами и значительным увеличением оттока капитала может повториться, поэтому для инвесторов, которым нежелательно получить негативную переоценку в портфелях на ближайший квартал лучше продолжать держаться короткой дюрации до 1 года.

График 19. Индекс полной доходности корпоративных облигаций ММВБ 2011 г.



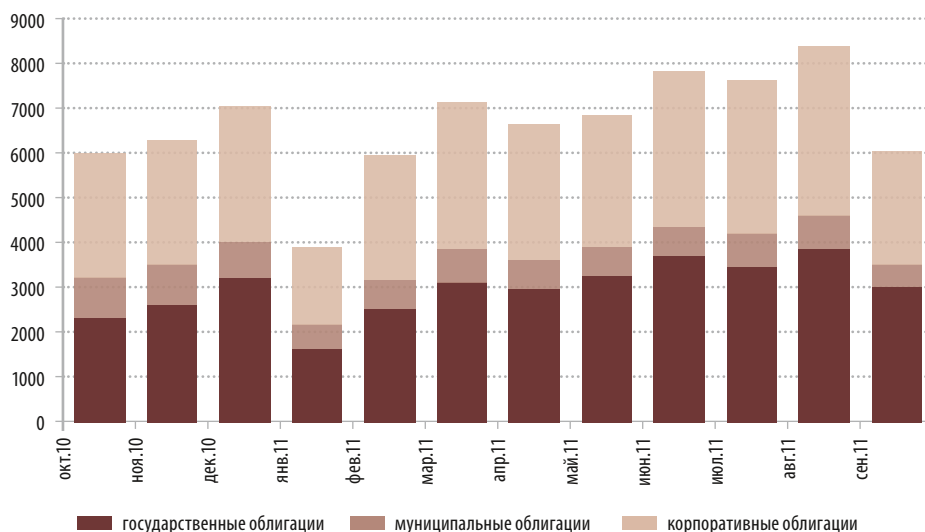
Источник: ММВБ

В июле – августе на вторичном рынке наблюдалась достаточно высокая активность и рост объемов торгов. При этом в августе общий объем торгов во всех секторах составил 8.38 трлн руб., что является рекордным показателем и превышает уровень предыдущего месяца на 9.46%. Однако уже в следующем месяце после массивных распродаж в августе и продолжения негативной динамики в сентябре, активность на вторичном рынке снизилась, и обороты на рынке упали на 27.45%. Наиболее уязвимыми здесь оказались корпоративный и субфедеральные сектора, объемы торгов по которым снизились более чем на 30%. При этом, в корпоративном секторе активность на вторичном рынке сохранялась преимущественно за счёт первого эшелона. В августе – сентябре на фоне обвала российской валюты и ухудшения ликвидности в банковском секторе инвесторы предпочитали избегать дополнительных кредитных рисков.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

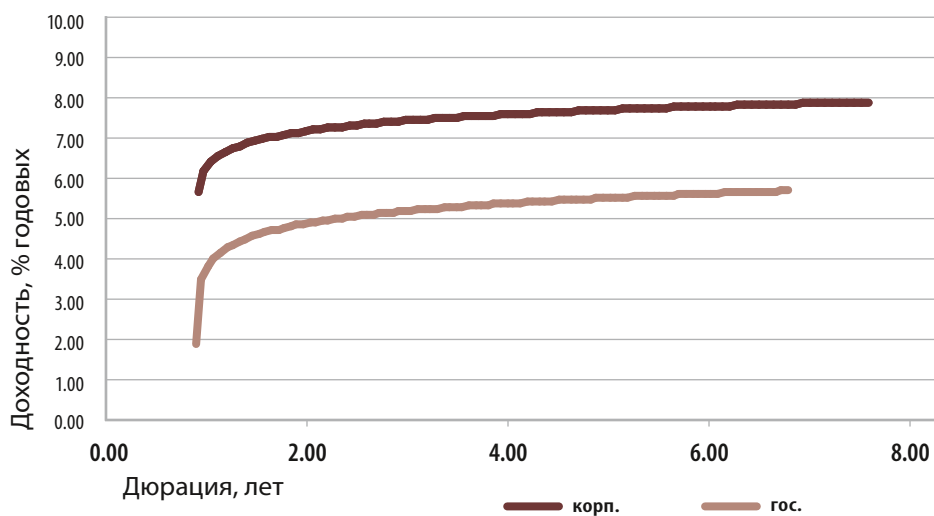
График 20. Объемы биржевых торгов, млн руб.



Источник: www.rusbonds.ru

Несмотря на то, что в августе – сентябре существенно снизилась активность во втором эшелоне, что привело к существенному расширению кредитных спрэдов в нем, значительной переоценки рисков в наиболее ликвидных бумагах первого эшелона не наблюдалось. В среднем за прошедший квартал дюрация на вторичном рынке по корпоративному сектору снизилась на 47 дней до 526 дней ввиду того, что на первичном рынке практически полностью отсутствовали новые размещения. При этом средняя доходность корпоративного сектора выросла на 46 б.п. до 8.46%. По государственным облигациям с той же дюрацией произошло сопоставимое увеличение доходности. А в среднем доходность ОФЗ, входящих в индекс RGVY, выросла на 66 б.п. до 8.07%.

График 21. Спрэды доходности по секторам рынка рублевых облигаций



Источник: расчеты ИГ «Норд-Капитал»

31.10.2011

Наши рекомендации

В течение квартала можно ожидать принятия важных решений в Еврозоне в части урегулирования долговых проблем, что, возможно, стабилизирует ситуацию на мировых рынках. В результате, это может положительно сказаться как на российском рубле, так и на процентных ставках на рынке, которые могут снизиться. И всё же системные риски в Европе в настоящий момент достаточно высоки. Угроза дефолта Греции остается значительной и, несмотря на то, что ВВП этой страны составляет всего 2.5%, устойчивость европейских банков, имеющие на своих балансах большой объем греческих облигаций, может быть подорвана. Европейская служба банковского надзора по результатам проведенного в июле стресс-теста выявила, что 8 из 90 банков его не прошли и нуждаются в дополнительном капитале. В настоящий момент планируется рекапитализировать европейские банки на сумму €20 млрд, но пока остается под вопросом как действительно оперативно удастся это сделать.

В случае реализации одного из негативных сценариев, таких как суверенный дефолт в Еврозоне или банкротство одного из крупных европейских банков, на мировых рынках в очередной раз повторится бегство в безопасные активы и отток капитала из развивающихся стран, что приведет к очередному ослаблению рубля и росту процентных ставок на российском рынке. Несмотря на то, что в базовом сценарии мы не предполагаем реализацию этих рисков в течение квартала, в текущих условиях рекомендуем не брать на себя дополнительные риски и держаться преимущественно коротких выпусков. Подобной стратегии мы рекомендовали держаться в прошлом квартале, что позволило получить прирост по портфелю на 0.58%, тогда как индекс полной доходности корпоративных облигаций MICEX CBI TR снизился на 0.55%. При этом, портфель был сформирован целиком из облигаций 2-го эшелона, которые, на наш взгляд, на момент рекомендации выглядели интересными с точки зрения соотношения доходности к их кредитному риску, что в итоге оказалось оправданным.

Таблица 9. Текущие рекомендации

Облигация, выпуск	Погашение/оферта	Дюрац. дней	Цена, % ном./чист.	Цена, % ном./гряз.	Дох-ть эф., % год.	Доля в портфеле
Аптечная сеть 36.6-2-об	05.06.2012	152	98.14	99.323	24.6121	20%
ТМК-1-боб	22.10.2013	679	100.4	104.207	8.8147	20%
Северсталь-1-боб	18.09.2012	347	99.98	100.185	7.6601	20%
Мечел-4-об	26.07.2012	277	108.63	111.962	8.2774	20%
Сэтл Групп-1-об	15.05.2012	218	99.14	103.499	13.5504	20%

Несмотря на то, что в настоящий момент наблюдается ухудшения ситуации с денежной ликвидности в банковском секторе, каких-то серьезных проблем с финансовой устойчивостью российских банков в ближайшее время мы не ожидаем. Тем не менее, традиционно этот сектор является наиболее уязвимым, и на долговом рынке мы рекомендуем поискать альтернативы в других отраслях. Мы также не ожидаем возникновения существенных проблем с рефинансированием компаний второго эшелона, исходя из чего, вложения в облигации спекулятивного качества являются по-прежнему оправданными.

31.10.2011

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Главные события для фондовых рынков в 3 квартале

3 квартал стал худшим для фондовых рынков с начала 2009 года.

Затянувшийся боковик на мировых площадках был прерван. В начале августа и в конце сентября прошли два чувствительных снижения, в ходе которых фондовые индексы потеряли по 10-15% и опустились до уровней ноября-декабря 2010 года. Весь рост начала 2011 года был “съеден”. Первая часть снижения произошла 3-10 августа на фоне понижения рейтинга США агентством Standard & Poor’s, спорами между республиканцами и демократами по вопросу повышения планки государственного долга США и опасениями, связанными с долговыми проблемами периферийных стран Еврозоны. Вторая часть снижения прошла после заседания ФРС США (в очередной раз указавшего на слабость американской экономики и предложившего лишь проведение программы “Operation Twist” полувекковой давности). Во время второй фазы падения формального “триггера” – сильнонегативной новости не было (какой в 2008 году, например, было банкротство американского банка Lehman Brothers), просто шли активные распродажи.

Нервозность на рынках сохраняется на высоком уровне – сказывается неразрешённость долгового кризиса в Еврозоне. В сентябре выделение очередного транша помощи Греции на € млрд. со стороны ЕЦБ и МВФ было перенесено на октябрь-ноябрь. Для получения транша Греции нужно будет ещё раз подтвердить выполнение взятых обязательств и соблюдение мер жесткой бюджетной дисциплины. Пока меры греческих властей привели лишь к снижению ВВП во 2 квартале 7,3% г/г. В случае, если транш таки не будет выделен (правда, вероятность этого небольшая), Греция объявит технический дефолт уже в ближайшие недели. Вариант, если Греция выйдет из Еврозоны или объявит реструктуризацию долгов, для мировых рынков будет сродни открытию “ящика Пандоры”*. Последуют сильное падение евро против доллара (на опасениях развала Еврозоны), рост доходностей по облигациям PIIGS (Португалия, Ирландия, Испания и Италия), возможны банкротства крупных европейских банков (в частности, под угрозой французские банки – на их балансах много греческих облигаций). За этим последует снижение уровня ликвидности в банковской системе – банки перестанут друг другу доверять, продолжат выходить в cash, упадёт стоимость всех рискованных активов, в том числе фондовых индексов – ситуация может быть похожа на кризис 2008 года.

Греческая проблема не единственная – в сентябре агентство S&P понизило кредитный рейтинг Италии до уровня “А”, а немец Юрген Штарк демонстративно ушёл из Наблюдательного Совета ЕЦБ в знак протеста против покупок облигаций стран PIIGS, что говорит о сильных разногласиях внутри регулятора. Долговые проблемы Еврозоны продолжают находиться в центре внимания.

ФРС США также находится в непростом положении – с одной стороны, закончившаяся в июле программа QE 2 не дала толчок реальной экономике. С другой стороны, инфляция в США в августе составила 0,4%. Это означает, что индекс потребительских цен в США за год вырос на 3,8%, что выше целевого уровня ФРС США. Бернанке уже не может сказать “Рост инфляции – временное явление”, нужно придумывать что-то новое.

*Ящик Пандоры – в греческой мифологии ящик, который Пандоре, первой женщине, ни в коем случае нельзя было открывать. В случае нарушения запрета весь мир и его обитателей ждут неисчислимые беды. Под всеми бедами на дне ларца находится лишь Надежда.

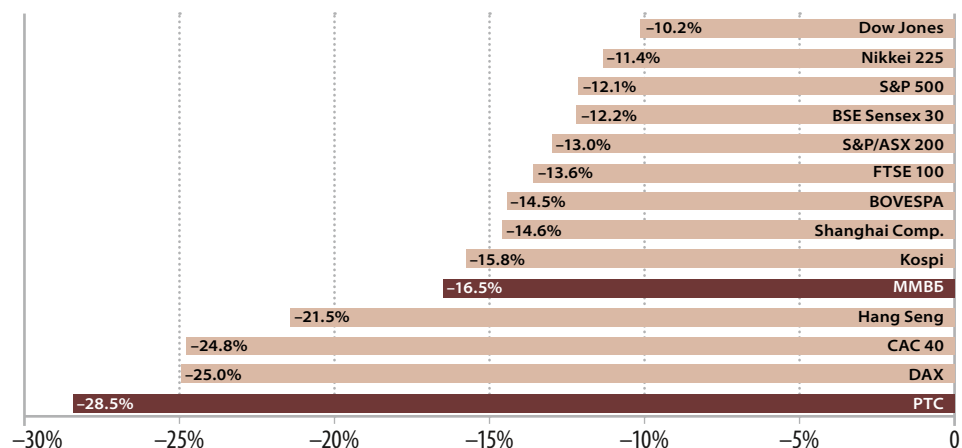
СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Внутри ФРС США также потихоньку зреют разногласия. На заседаниях в августе и сентябре за предложения зафиксировать текущие низкие ставки до середины 2013 года и провести программу Twist высказались 7 членов ФРС из 10. Против проголосовали 3 члена комитета (Фишер, Ночерлакота и Плоссер). Такие разногласия в американском центробанке наблюдаются впервые с 1992 года. Обсуждение новых программ стимулирования может также натолкнуться на различные взгляды членов ФРС США по выходу из кризиса.

МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

График 22. Динамика основных государственных индексов за 3 квартал 2011 года



Источник: Bloomberg

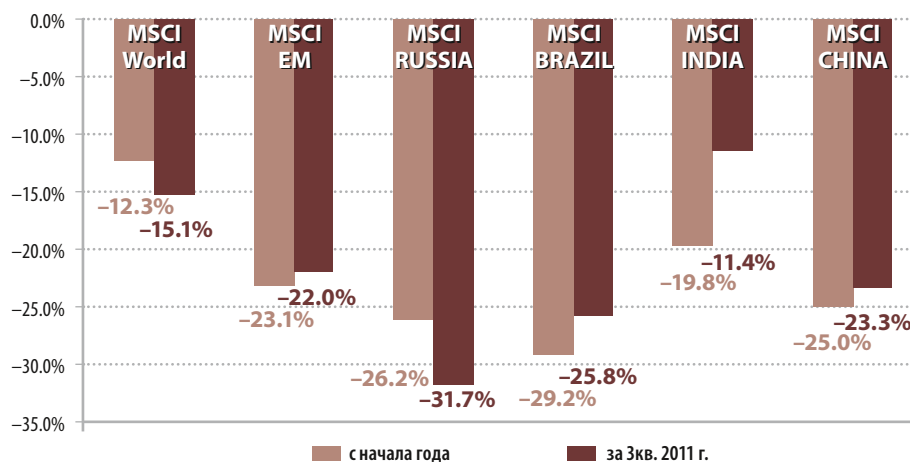
В условиях возрастающей неопределённости и роста неприятия к риску, фондовые индексы по всему миру в 3 квартале заметно снизились. Наиболее пострадали европейские фондовые индексы - французский CAC 40 (-24.8%) и немецкий DAX (-25%). Снижение этих индексов усилилось во второй половине квартала на фоне затянувшегося «греческого долгового эпоса» и задержкой выделения очередного шестого транша в € млрд стране от ЕС и МВФ. Французские индексы в конце сентября на расстоянии шага приблизились к минимальным уровням апреля 2009 года – CAC 40 опускался ниже 2700 пунктов (акции французских банков были аутсайдерами из-за того, что на их балансах находится много находящихся под угрозой дефолта греческих облигаций). Франция, Италия, Испания и Бельгия даже ввели запрет на короткие продажи акций до конца сентября (Италия и Франция в дальнейшем продлили запрет до 11 ноября), что, как видно, не сильно помогло.

Заметно упали индексы развивающихся стран. В 3 квартале велись активные продажи на рынках стран BRIC – западные инвесторы поправляли свои балансы и сокращали «рисковые» позиции, вспомнив старое правило «Cash is king». Глобальный индекс MSCI World, отражающий динамику мирового рынка акций, за третий квартал 2011 года снизился на 15.1%, тогда как индекс MSCI Emerging Markets за указанный период опустился на 22%. Наиболее от панических распродаж пострадали рынки MSCI China (-23.3%), MSCI Brazil (-25.8%) и MSCI Russia (-31.7%). Из государственных индексов наибольшие потери понесли китайский Hang Seng (-21.5%) и российские индексы ММВБ и РТС (-16.6% и -28.5% соответственно). Лучшая динамика индекса ММВБ объясняется усилением доллара по отношению к рублю (индекс ММВБ рассчитывается в рублях, индекс РТС – в долларах). По этой же причине относительно неплохо смотрелся бразильский Bovespa, рассчитываемый в реалах (-14.6%).

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

График 23. Динамика основных сводных мировых индексов за 2011 год



Источник: Bloomberg

Российский рынок акций, если считать с начала года, впервые ушёл на отрицательную территорию (-26.2%). С начала года его потери находятся на уровне остальных развивающихся рынков, индексы которых с начала года также снизились на 20-30%. Поддержку отечественному рынку оказывают высокие цены на нефть, которые продолжают оставаться выше отметки \$100 за баррель (по марке Brent) из-за сохранения нестабильности на Ближнем востоке.

На таком фоне снижение японского индекса Nikkei 225(-11.4%) и американского S&P 500(-12.1%) можно считать “символическим”.

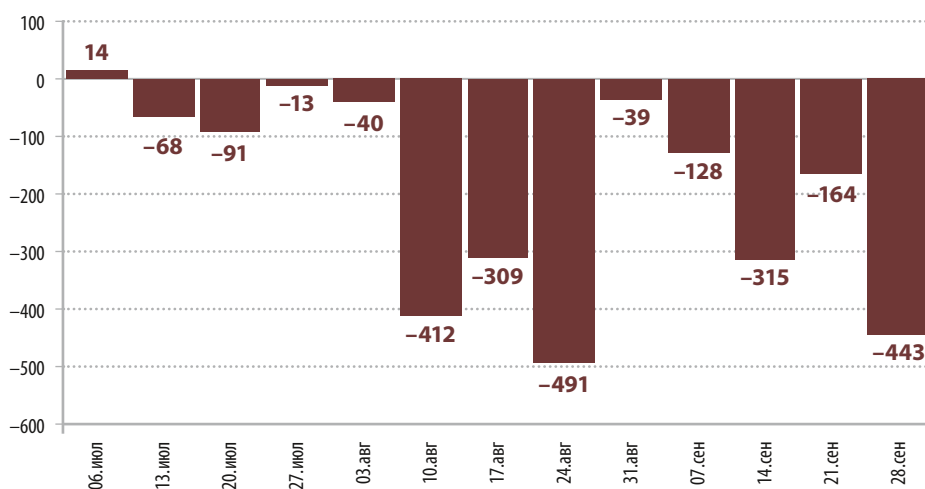
Отток средств из фондов EPFR

Настораживает сохраняющаяся тенденция вывода средств фондов с мировых рынков, по которой традиционно судят о настроениях инвесторов. По данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), начиная с августа, наблюдается вывод средств. Наиболее активно деньги выводились из фондов, инвестирующих в развивающиеся рынки (GEM) — с начала года эти фонды потеряли более \$22 млрд. Фонды, инвестирующие в Россию в 3 квартале оказались аутсайдерами. Начиная с июля вывод средств с российского рынка нерезидентами продолжался 13 недель подряд. За это время клиенты фондов вывели почти \$2.5 млрд. Это самый продолжительный отток средств из российских фондов с ноября 2008 года. Исходя из уменьшения интереса к риску со стороны глобальных фондов, а также необходимости увеличения cash на балансах для многих европейских банков, в 4 квартале вывод средств фондами EPFR с российского рынка может продолжиться.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

График 24. Приток капитала в фонды РФ и СНГ за III кв. 2011 года, \$ млн



Источник: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR)

ПРОГНОЗ на 4 квартал

В начале 4 квартала мировые рынки могут продолжить искать “локальное дно”. На наш взгляд, оно может находиться на уровнях, соответствующих 1000-1050 пп. по индексу S&P 500, \$95-100 за баррель Brent и 1200-1250 пп. по индексу ММВБ. После достижения этих уровней вероятен отскок вверх. Но сильного роста до конца календарного года мы не ждём — после резких и сильных падений рынки обычно медленно восстанавливаются. Инвесторам нужно время подумать и переосмыслить прошедший обвал. Сильное снижение также маловероятно — для падения на более низкие уровни нужны сильнегативные и неожиданные события на мировых рынках (долговые проблемы Еврозоны и замедление экономики США уже в ценах). До конца года уровнями поддержки для российского индекса ММВБ являются 1280 и 1100 пунктов, сильные сопротивления — в районе 1450 и 1550 пунктов. На наш взгляд, наиболее вероятная динамика фондовых рынков до конца года — консолидация на текущих уровнях. Мы ожидаем, что индекс ММВБ на конец года будет находиться в диапазоне 1300-1500 пунктов.

График 25. Индекс ММВБ



Источник: ММВБ

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

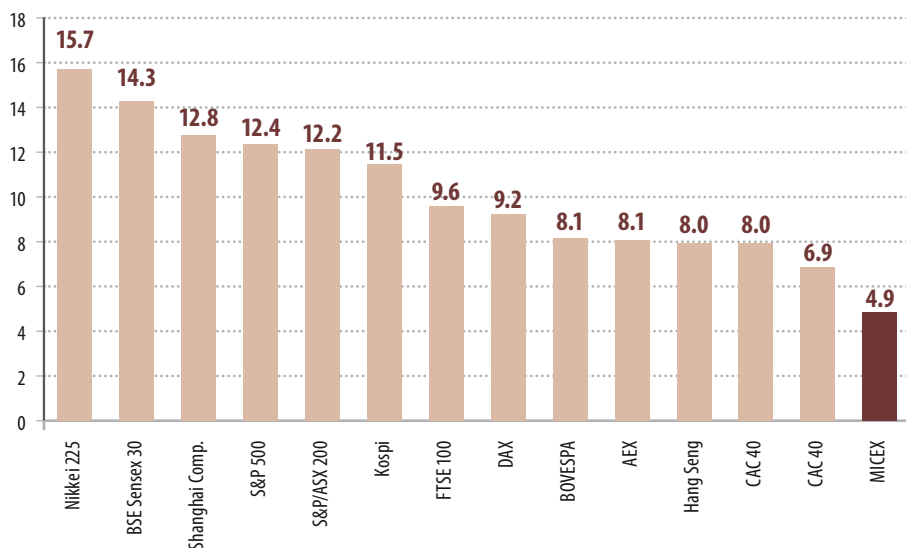
В начале 4 квартала некоторую поддержку рынкам может оказать сезон корпоративной отчетности в США и Европе (аналитики ждут от корпораций заметного роста прибылей). Экономическая статистика США и Европы в 3 квартале продолжала посылать тревожные сигналы и будет интересно посмотреть, как отдельные компании переживают возникающие в мировой экономике вызовы. В дальнейшем динамику рынков определяют действия центробанков развитых стран (ФРС США и ЕЦБ) и события вокруг долгов периферийных стран Европы. Мы ожидаем, что в середине октября тройка ЕЦБ-МВФ-Еврокомиссия по итогам проводимой инспекции наконец выделит Греции шестой транш помощи в 8 млрд евро и стране удастся избежать технического дефолта. Выделение помощи принесёт на рынки волну позитива. Впрочем, есть риск, что Германия может отложить выделение помощи до начала ноября (4-5 ноября в Каннах состоится саммит G20, на котором будут обсуждаться долговые проблемы стран Евросоюза) для обсуждения европейских проблем на мировом уровне.

Интересно будет также взглянуть на выходящую статистику из Китая. Ближайшие данные выйдут 14 октября - по уровню инфляции (прогноз - рост годовой инфляции до 6,2%) и 18 октября - промышленное производство за сентябрь (прогноз - снижение темпов роста до 13%) и ВВП за 3 квартал (прогноз - снижение темпов роста до 9,3%).

СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Российский фондовый рынок сохраняет инвестиционную привлекательность - исторически он очень дешёв и существенно недооценён по сравнению с аналогами. На данный момент он является одним из самых дешёвых в мире по показателю «Цена/Прибыль». Согласно оценкам, российский рынок оценивается менее чем в 5 прибылей 2011 года, тогда как корейский - в 11,5, бразильский - в 8,1. Фондовые рынки других членов БРИК - Китая (12,8) и Индии (14,3) - также оценены в несколько раз выше. Впрочем, каждая вещь оценена «сколько она стоит» - сейчас инвесторы именно «в 5 годовых прибылей» оценивают российский рынок с учётом его доходности и рисков. Тем более что в текущей непростой ситуации в мировой экономике ориентироваться только на сигналы фундаментального анализа не стоит.

График 26. Текущее соотношение Цена/Прибыль основных страновых индексов



Источник: Bloomberg

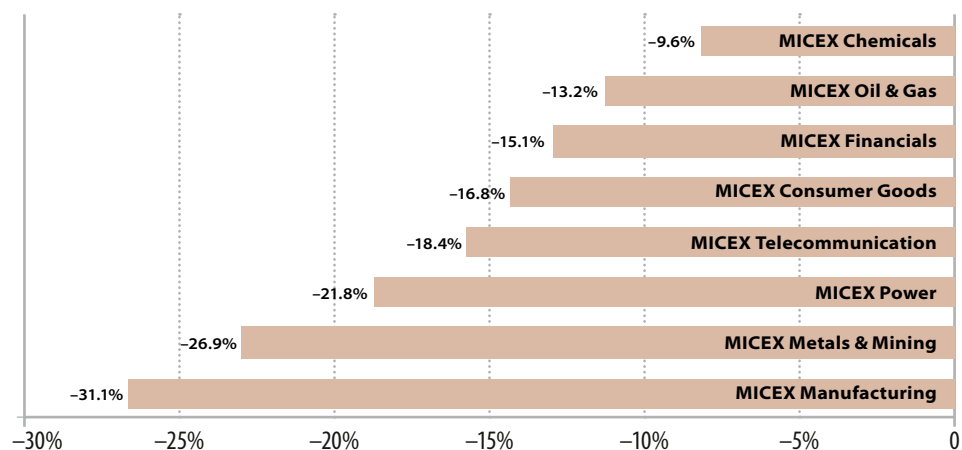
СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Отраслевой анализ

На фоне падения российского фондового рынка в третьем квартале 2011 года абсолютно все сектора продемонстрировали отрицательную динамику. Чуть лучше своих “коллег” смотрелись нефтегазовый и химический, снижение которых составило “всего” 13.2% и -9.6 % соответственно. Заслуга в этом державшихся на высоком уровне нефтяных цен и показывавших неплохую динамику акций Уралкалия на фоне роста контрактных цен на хлористый калий (подробнее см. ниже в разделе “Минеральные удобрения”). Лидерами снижения на российском фондовом рынке из-за низкой ликвидности были металлургический(-26.9%), автомобилестроительный (-31.1%) и энергетический(-21.8%) сектора, акции которых традиционно относят ко “второму эшелону” российского фондового рынка – он наиболее пострадал в ходе августовско-сентябрьских распродаж из-за низкой ликвидности.

График 27. Динамика секторальных индексов ММВБ за III квартал 2011 года



Источник: ММВБ

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Таблица 10. Динамика акций нефтегазового сектора в 3 кв. 2011 г.

Компания	На начало квартала, 30.06	На конец квартала, 26.09	Изменение, %
ЛУКОЙЛ	1 775.6	1 604.1	-9.7%
РОСНЕФТЬ	236.2	189.0	-20.0%
Газпром	203.9	153.2	-24.9%
Газпромнефть	131.4	110.7	-15.7%
Сургутнефтегаз	27.6	25.6	-7.3%
Татнефть	179.4	130.9	-27.1%
НОВАТЭК	345.8	361.5	4.6%

Источник: ММВБ

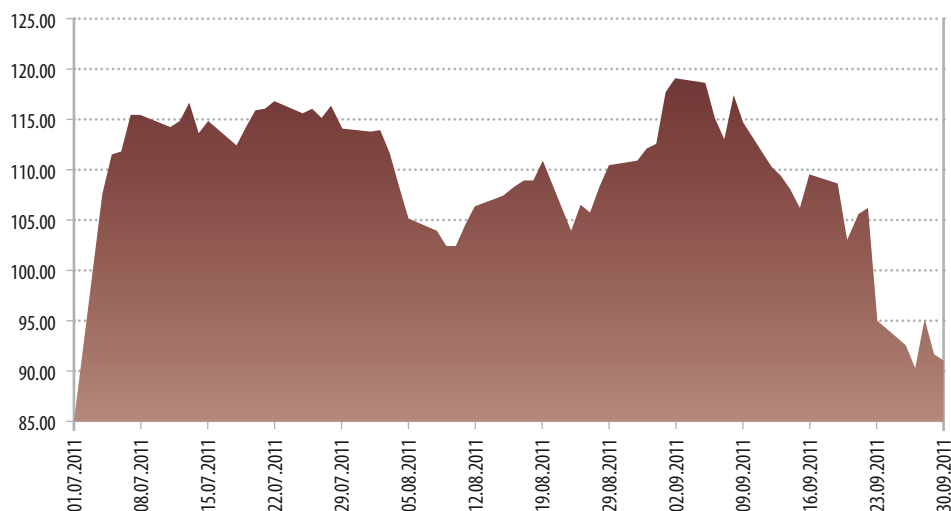
В 3 квартале нефтяные цены держались на высоком уровне – во время августовских распродаж стоимость барреля Brent опускалась до \$100, но в сентябре вернулась к среднегодовому уровню - \$110 (отметим, этот уровень на 40% выше среднегодовой стоимости нефти в 2010 году. Хотя замедление мировой экономики подталкивает нефтяные цены вниз, при резком снижении ОПЕК может созвать внеочередной саммит и снизить квоты на добычу. Заметное увеличение поставок ливийской

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

нефти в ближайшее время маловероятно - полное возобновление поставок нефти из Ливии может растянуться на годы. Свержение режима Каддафи ещё не означает, что различные кланы внутри Ливии смогут быстро договориться по вопросам контроля над поставками нефти и восстановить разрушенную инфраструктуру. В то же время, растёт напряжённость в других странах Ближнего Востока – Сирии, Иране, Палестине. До конца года мы ожидаем, что нефтяные цены будут находиться выше \$100.

График 28. Стоимость барреля нефти Urals в 3 квартале



Источник: ММВБ

По базовым мультипликаторам российские нефтегазовые компании стоят заметно дешевле аналогов развитых рынков и существенно дешевле аналогов развивающихся рынков (коэффициент P/E для компаний российской “нефтянки” 3,5-5, у зарубежных 8-19), что увеличивает инвестиционную привлекательность сектора. Акции Газпрома, к примеру, сейчас стоят в два раза дешевле, чем до кризиса 2008 года, Лукойла – на 50%.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Таблица 11. Сравнительные показатели российских и мировых нефтегазовых компаний

Компания	P/E	EV/EBITDA	EV/S
Россия			
Газпром	3.1	2.6	1.1
Роснефть	4.8	3.2	0.8
ЛУКОЙЛ	3.3	2.5	0.4
ТНК-BP	4.7	3.1	0.8
Сургутнефтегаз	6.5	1.9	0.6
Газпром Нефть	4.1	2.6	0.5
Татнефть	4.5	3.3	0.6
Башнефть	5.3	3.6	0.7
<i>Среднее</i>	<i>4.5</i>	<i>2.9</i>	<i>0.69</i>
Развитые страны			
Statoil	5.7	1.7	0.7
Exxon Mobil	9.1	3.9	0.7
Shell	6.7	3.5	0.5
Chevron	8.0	3.0	0.7
Total	5.9	2.9	0.5
BP	5.6	3.0	0.4
CopocoPhillips	8.9	3.3	0.4
ENI	7.3	2.8	0.7
<i>Среднее</i>	<i>7.2</i>	<i>3.0</i>	<i>0.59</i>
Развивающиеся страны			
MOL	4.5	4.2	0.6
ONGC	9.7	3.5	1.5
PetroChina	12.5	5.4	1.1
CNOOC	6.2	3.0	1.6
BG GROUP	16.5	6.5	3.4
Petrobras	5.1	5.1	1.5
Occidental Petroleum	10.0	4.1	2.8
Sinopec	N/A	11.0	0.5
Repsol	4.8	4.5	0.6
<i>Среднее</i>	<i>8.7</i>	<i>5.3</i>	<i>1.50</i>

Источник: Bloomberg

Высокая стоимость нефти позитивно скажется на результатах нефтяных компаний — мы ожидаем хороших финансовых результатов по итогам 2011 года. Дополнительную поддержку нефтяникам оказывает наметившееся снижение рубля, т.к. оно обеспечивает рост стоимости экспортируемой продукции за счёт курсовой разницы. С 1 октября в России вступит в силу налоговая реформа (60-66), в рамках которой ставка экспортных пошлин на светлые и темные нефтепродукты будет унифицирована и станет рассчитываться с коэффициентом 0.66 от ставки пошлины на нефть (за исключение бензина). Новый режим также предусматривает снижение экспортной пошлины на нефть путем сокращения процента от разницы между ценой мониторинга нефти и ценой отсечения с 65% до 60%. На наш взгляд, наибольшую выгоду от проводимой реформы могут получить Сургутнефтегаз и Роснефть, потенциально дополнительная прибыль за счёт реформы этих компаний может составить \$300-500 млн. В пользу инвестиционной привлекательности

Роснефти говорит также государственная поддержка компании и стабильно высокие финансовые показатели — компания одна из самых эффективных в нефтегазовом секторе по расходам. Привилегированные акции Сургутнефтегаза являются защитными на случай падения рынков (бета этих бумаг меньше 1), дивидендная доходность которых в последние годы составляла 8-9%. Привлекательно выглядят вложения в российские газовые компании — НОВАТЭК и Газпром. После аварии на АЭС в

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Японии мировой спрос на газ вырос — многие страны приняли решение отказаться от АЭС в пользу более безопасных источников энергии. Дополнительную поддержку Газпрому оказывает подтверждение планов правительства повысить внутренние тарифы на газ на 15%. В пользу НОВАТЭКа - активное наращивание производственных мощностей и государственная поддержка.

График 29. Результаты торгов акциями Газпром в 3 квартале 2011 г



Источник: Bloomberg

Среди нефтяных компаний второго эшелона нашим фаворитом являются акции Башнефти. Новый владелец компании — АФК Система — активно развивает этот актив. Компания активно наращивает ресурсную базу (вспомним приобретённое год назад месторождение Требса и Титова в Ненецком АО), владеет крупными перерабатывающими активами (что обеспечивает высокую вертикальную интегрированность бизнеса) и платит высокие дивиденды.

МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

Таблица 12. Динамика акций металлургического сектора в 3 кв. 2011 г.

Компания	На начало квартала, 30.06	На конец квартала, 26.09	Изменение, %
Норильский Никель	7297.0	6919.0	-5.2%
ММК	24.6	12.1	-51.0%
НЛМК	108.4	65.7	-39.4%
Евраз	31.5	15.3	-51.4%
Распадская	164.2	92.0	-44.0%
Мечел	696.9	341.0	-51.1%
Северсталь	513.4	339.0	-34.0%
Полиметалл	539.0	509.0	-5.6%
Полюс Золото	1739.1	1859.7	6.9%

Источник: ММВБ

В 3 квартале металлургический сектор был одним из лидеров падения — отраслевые индексы RTS и MICEX потеряли 33% и 27%. Такая динамика металлургического сектора связана с опасениями замедления темпов роста мировой экономики. Металлургический сектор традиционно наиболее чувствителен к подобным опасениям и первым реагирует на негативные новости (т.к. в периоды кризиса в экономике спрос на продукцию металлургии падает наиболее сильно). В лидерах падения в секторе оказались акции сталелитейных компаний — ММК, Евраз и Мечел к примеру потеряли 51% капитализации. Против ММК сыграли выросшие цены на металлургическое сырьё (коксующийся уголь и железную руду) — из-за недостаточности

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

собственной ресурсной базы, компания частично закупает их на стороне, что увеличивает её издержки и снижает рентабельность. Ещё одна причина слабости акций ММК — слухи о возможном уходе с поста главы компании основного акционера Виктора Рашникова, что может ослабить позиции компании.

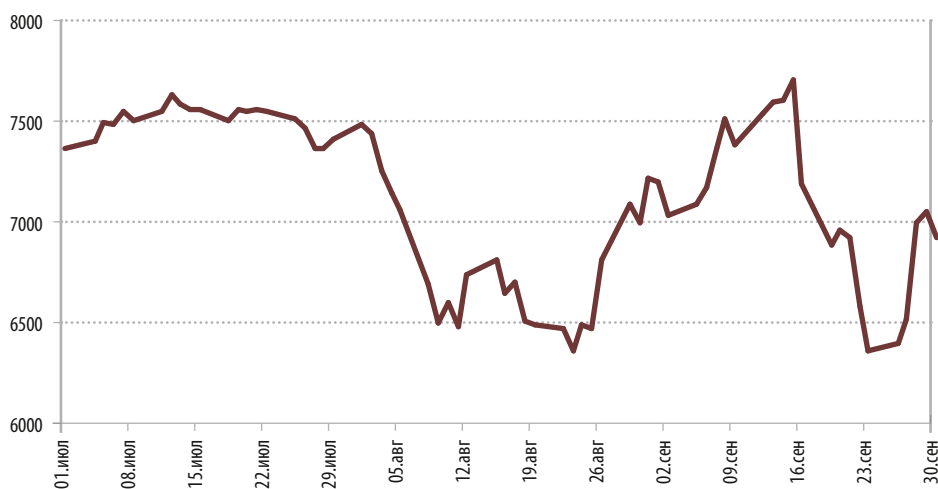
График 30. Результаты торгов акциями ММК в 3 квартале 2011 г



Источник: ММВБ

Меньшее снижение показали акции Северстали и НЛМК(-34% и -40%), у этих компаний заметная доля экспортных поставок ориентирована на Китай, наименее пострадавший от кризиса, являющийся локомотивом восстановления мировой экономики и крупнейшим потребителем продукции металлургии. Однако и в Китае настораживают данные о замедлении темпов роста промпроизводства — в июле и августе они составили 14% г/г и 13,5% г/г соответственно по сравнению с 15,1% г/г в июне (видимо, начинают сказываться меры по борьбе с инфляцией). В будущем давление на акции компаний, экспортирующие сталь и прокат в Китай может усилиться.

График 31. Результаты торгов акциями ГМК Норильский Никель в 3 квартале 2011 г



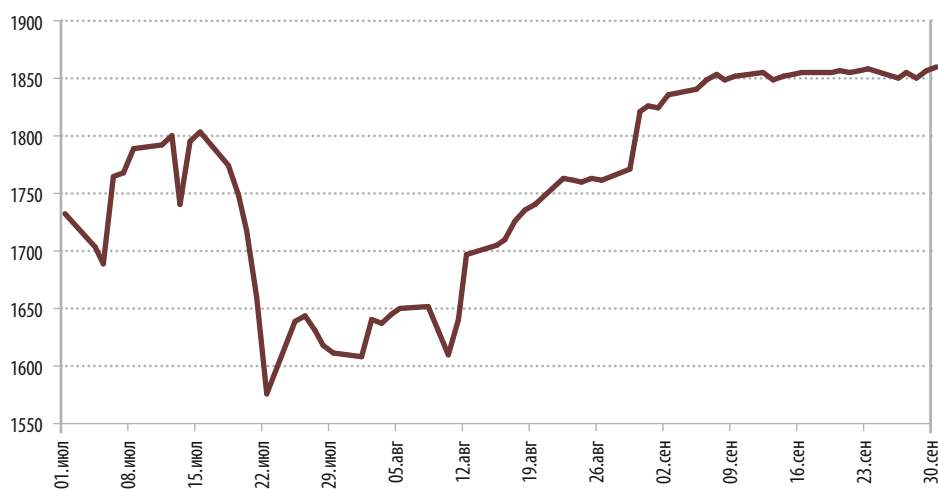
Источник: ММВБ

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

Акции Норильского Никеля в июле-августе смотрелись лучше остальных бумаг сектора, зато в середине сентября рухнули на 15%. Акции компании реагировали на развитие конфликта между мажоритарными акционерами — Интерросом и РУСАЛОм. Алюминиевая компания дважды отклонила оферту Норильского Никеля по выкупу блокирующего пакета. Причём вторая оферта предлагала \$8.75 млрд за 15% Норильского Никеля, по \$306 за 1 обыкновенную акцию (что на 20% выше котировок Норильского Никеля). После отказа РУСАЛа руководство Норильского Никеля предложило провести buy back акций с рынка по цене оферты. В конце сентября были объявлены детали оферты. Представители Норильского Никеля параллельно заявляли, что в случае сохранения негативной динамики и некачественной конъюнктуры рынка компания откажется от размещения, а Стржалковский объявил, что компания не планирует выплачивать дивиденды за 1 полугодие 2011 года. По слухам, переговоры между РУСАЛОм и Интерросом о продаже акций Норильского никеля продолжаются. Неисполнение оферты по buy back — главный риск в акциях Норильского Никеля.

График 32. Результаты торгов акциями Полюс-Золото в 3 квартале 2011 г



Источник: ММВБ

Лучше рынка в 3 квартале смотрелись акции российских золотодобывающих компаний — Полиметалла и Полюс-Золота (-5% и +7%). Основная причина — заметный рост цен на золото и серебро в 3 квартале.

Акции Полюс-Золота скоро окончательно поменяют “прописку” с ММВБ на LSE. Новой Polys Gold International принадлежит 91.5% акций Полюса Золото и 100% операционных активов Kazakh Gold. Компания зарегистрирована на о. Джерси, а её GDR обращаются на LSE. В данный момент миноритариям Полюса Золота выставлена оферта на выкуп бумаг по цене 1 900 рублей за 1 акцию. Мы рекомендуем акционерам Полюс Золота согласиться на предлагаемую оферту — после её истечения ликвидность акций Полюс-Золота на ММВБ заметно упадёт и они потеряют инвестиционную привлекательность. Роль “защитного актива” на российском рынке акций в ближайшее время перейдёт к Полиметаллу. Правда, компания также вынашивает планы листинга на LSE. Полиметалл занимается производством и золота и серебра. После ухода из состава акционеров Полиметалла Сулеймана Керимова, компания демонстрирует слабую операционную динамику, а планы по вводу новых месторождений несколько задерживаются, но мы надеемся, что в будущем эта ситуация будет выправлена.

В случае улучшения ситуации в мировой экономике, российский металлургический сектор обладает заметным потенциалом роста. Поддержку сектору оказывают ожидания повышенного внутреннего спроса на продукцию металлургов — темпы инфраструк-

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

турного строительства в ближайшие годы будут на высоком уровне благодаря подготовке к проведению Олимпиады-2014 в Сочи, Чемпионата Мира по футболу -2018 и саммита АТЭС-2012 во Владивостоке. В случае восстановления спроса на продукцию металлургии нашими фаворитами в секторе являются акции НЛМК и Северстали. В пользу НЛМК говорят заметные темпы роста операционной прибыли и запуск в сентябре в Липецке современной доменной печи, которая позволит нарастить объёмы выплавки стали. Акции Северстали поддерживает наличие золотодобывающего сегмента, обеспечивающего диверсификацию бизнеса. Интересны могут быть акции Мечела – компания владеет большими активами коксующегося угля и железной руды, стоимость которых заметно подросла. Главный риск для Мечела – высокая долговая нагрузка (Долг/ЕВИТДА на уровне 3,5) и зависимость от экспортных поставок.

ТЕЛЕКОМУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

Таблица 13. Динамика акций телекоммуникационного сектора в 3 кв. 2011 г.

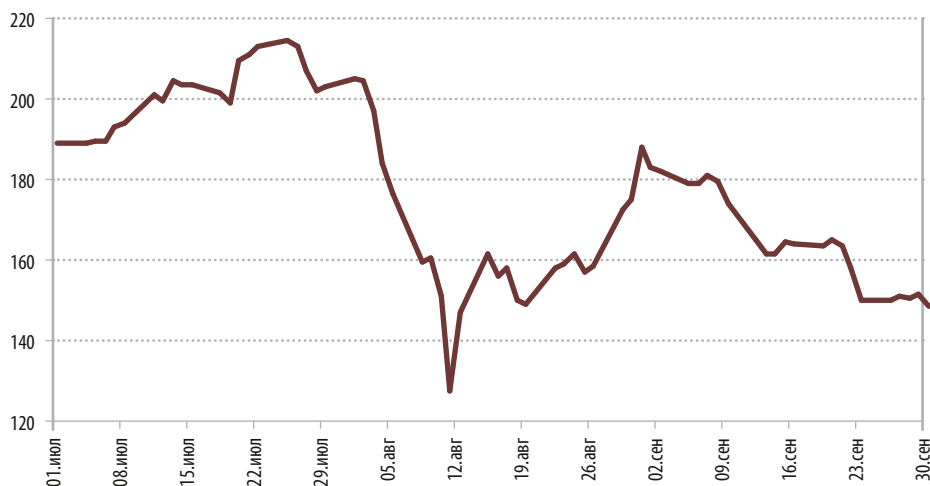
Компания	На начало квартала, 30.06	На конец квартала, 26.09	Изменение, %
Ростелеком	188.34	148.36	-21.23%
МТС	229.78	178.19	-22.45%

Источник: ММВБ

В центре внимания в 3 квартале продолжала находиться реформа холдинга Связьинвест, вышедшая на финишную прямую. Напомним, в апреле обыкновенные и привилегированные акции семи межрегиональных компаний холдинга «Связьинвест» и «Дагсвязьинформа» были конвертированы в 16 выпусков акций Ростелекома. В середине августа 17 различных выпусков акций Ростелекома были объединены. После объединения возрос объём торгов на ММВБ (по обороту акции Ростелекома входили в TOP-5). 17 августа агентство MSCI объявило о включении обыкновенных акций Ростелекома с 1 сентября в расчёт индекса MSCI, на который ориентируются зарубежные фонды при составлении своих портфелей. После объявления о включении Ростелекома в индекс MSCI акции компании заметно выросли. Правда, распродажи на российском рынке в 3 квартале сказались и на котировках Ростелекома (-21% за 3 месяца).

На наш взгляд, сейчас акции Ростелекома торгуются на привлекательных уровнях. В перспективе они могут стать “голубой фишкой” российского фондового рынка, представляющей телекоммуникационный сектор.

График 33. Результаты торгов акциями Ростелеком в 3 квартале 2011 г



Источник: ММВБ

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Таблица 14. Динамика акций банковского сектора в 3 кв. 2011 г.

Компания	На начало квартала, 30.03	На конец квартала, 31.06	Изменение, %
Сбербанк	100.1	70.6	-29.4%
ВТБ	0.0861	0.0666	-22.7%
Банк Санкт-Петербург	139.9	82.9	-40.7%
Банк Возрождение	887.5	734.8	-17.2%

Источник: ММВБ

На фоне негативной динамики банковского сектора во всём мире в 3 квартале слабо смотрелся и российский банковский сектор. На наш взгляд, в связи с существующими проблемами в мировой экономике, акции банков по всему миру будут и в 4 квартале смотреться слабо. Негативно сказываются долговые проблемы стран Еврозоны - банки вынуждены списывать долги, снижая уровень рискованных активов и лимиты друг на друга. При этом снижается и уровень кредитования реального сектора.

Сейчас бумаги российских банков (прежде всего - Сбербанка и ВТБ) находятся на исторически низких уровнях. На наш взгляд, время покупать акции банковского сектора пока не пришло. Однако отметим привлекательность Сбербанка по сравнению с ВТБ. Первый активно развивается (налицо рост финансовых показателей во 2 квартале), руководство банка ждёт улучшения показателей по итогам года). Сбербанк реализует планы выхода на рынок Восточной Европы. Приватизация 7.5% доли Сбербанка перенесена с сентября на более поздний срок, когда ситуация на рынках будет более комфортной для размещения. Рост ВТБ объясняется лишь поглощением ТКБ и Банка Москвы (проблемы, связанные с поглощением тянутся до сих пор).

СЕКТОР МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ

Главное событие года в секторе — объединение Уралкалия и Сильвинита, новый холдинг стал крупнейшим игроком на мировом калийном рынке. Объединение двух компаний несёт синергетический эффект — компания становится определяющей для мировых цен на хлористый калий. 22 сентября Уралкалий опубликовал отчётность по МСФО за 2 квартал (первая отчётность после объединения с Сильвинитом). Синергетический эффект виден уже в ней - объединенная компания снизила производственные затраты благодаря оптимизации производственной и транспортной деятельности и снизила коммерческие и административные расходы. Мощности компании были увеличены примерно на 900 тыс. тонн в год и были доведены до производства 11.5 млн тонн хлористого калия. Позитивно на отчётах сказалось повышение в августе спотовых цен на хлористый калий трейдером Уралкалия — Белорусской калийной компании. Для Юго-Восточной Азии на 5% до \$535 за тонну, для Индии — до \$490. В июле агентство MSCI объявило об увеличении веса Уралкалия в расчёте индекса MSCI Russia в связи с присоединением Сильвинита с 2.7% до 4.31%.

Впрочем, перечисленные позитивные факторы уже были учтены в котировках, а в конце квартала крупный игрок начал активно продавать бумаги Уралкалия (продажи приостановились лишь после объявления buy back со стороны Уралкалия). На наш взгляд, акции Уралкалия фундаментально привлекательны, компания обладает хорошими перспективами развития.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕКТОР

Таблица 15. Динамика акций энергетического сектора в 3 кв. 2011 г.

Компания	На начало квартала, 30.06	На конец квартала, 26.09	Изменение, %
Холдинг МРСК	3.664	2.177	-40.6%
ФСК	0.37	0.23	-37%
Интер РАО	0.0374	0.0324	-13.4%
РусГидро	1.34	1.04	-22%
ОГК-1	0.8962	0.6204	-30.8%
ОГК-2	1.30	0.88	-32%
ОГК-3	1.3401	0.84	-37.3%
ОГК-4	2.50	2.03	-19%
ОГК-5	2.349	1.862	-20.7%
ОГК-6	1.09	0.71	-35%
МОЭСК	1.57	1.43	-8.9%
МРСК Центр	0.87	0.80	-9%
МРСК ЦП	0.1851	0.1667	-9.9%
МРСК Волги	0.11	0.09	-18%
МРСК Урала	0.2122	0.1707	-19.6%
МРСК Сибири	0.19	0.15	-21%
ТГК-1	0.014	0.011	-25.5%
Мосэнерго	2.50	1.92	-23%

Источник: ММВБ

В 3 квартале энергетический сектор был одним из лидеров падения – в ходе августовской коррекции отраслевой индекс снизился на 22%. На наш взгляд, снижение носило технический фактор и наиболее сильно пострадали менее ликвидные акции второго эшелона, к которым относятся и бумаги энергетического сектора. Привлекательность сектора низка также из-за высокого уровня износа сетей и генераций, а также небольшой вероятности повышения тарифов на электроэнергию до выборов президента России в 2012 году.

Одними из аутсайдеров оказались акции ФСК ЕЭС(-37%). Напомним, в планах приватизации правительства РФ в 2012 году продать 4.11% акций ФСК ЕЭС. Текущая неблагоприятная ситуация на рынке может отодвинуть сроки приватизации компании, что снижает её инвестиционную привлекательность.

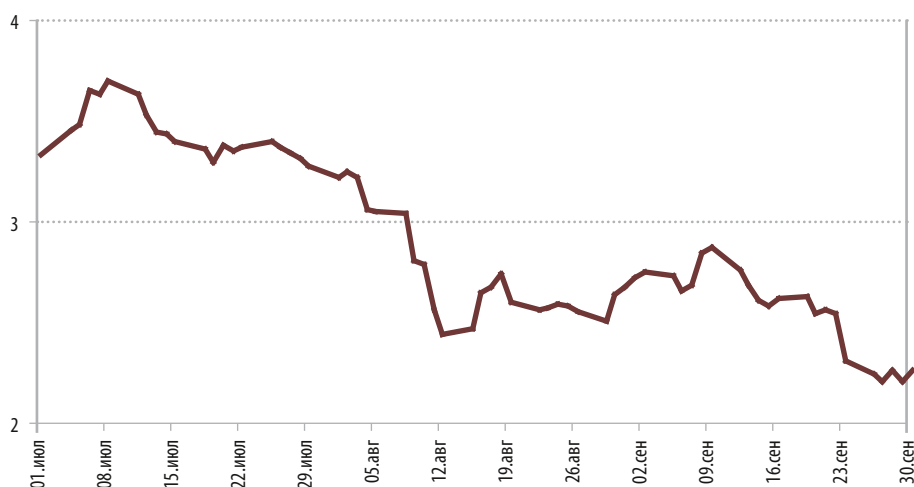
Ключевое событие в отрасли в 3 квартале – возможная смена парадигмы развития российской электроэнергетики. Энергетические компании, разочарованные переносом увеличения тарифов в энергетике для конечных потребителей, до сих пор не начали активно строить новые генерирующие мощности (согласно планам, в 2011 году запланирован ввод порядка 6.4 ГВт новых мощностей, а в 2012 году – 7.8 ГВт). Первый вице-премьер Игорь Шувалов в августе указал на необходимость создания единого мегарегулятора для контроля энергетической отрасли. Эту позицию поддерживает и Минэнерго. Нынешний курс на децентрализацию с надеждой на возникновение рыночных отношений между продавцами и потребителями энергии может смениться на обратный – централизацию.

На наш взгляд, в случае реализации сценария централизации, системообразующие компании (Интер РАО, ОГК-2 и ТГК-1, принадлежащие Газпрому), а также государственная РусГидро выиграют, т.к. имеют ресурсы для создания крупных высокоинтегрированных холдингов, включающих производство, транспортировку и сбыт электроэнергии. Маленькие игроки на энергорынке могут проиграть, либо будут присоединены более крупными игроками.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

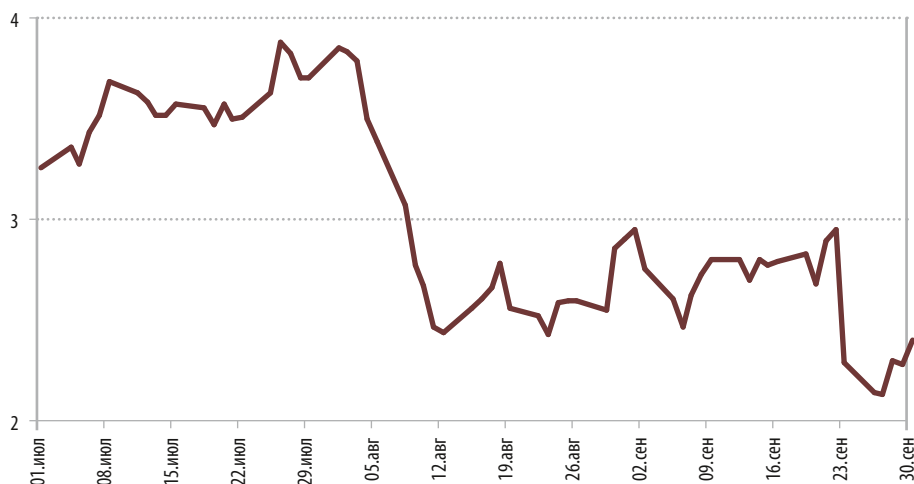
График 34. Результаты торгов акциями Холдинг МРСК в 3 квартале 2011 г.



Источник: ММВБ

После сильного снижения (-41% в 3 квартале) привлекательно выглядят акции холдинга МРСК – её капитализация составляет всего 30% от стоимости чистых активов. На котировки акций холдинга давит госрегулирование тарифов, что снижает рентабельность. После президентских выборов 2012 года вероятен переход на рыночное регулирование тарифов, что должно позитивно сказаться на финансовых показателях компании. Кроме того, возможно в будущем акции холдинга МРСК всё-таки включат в расчёт индекса MSCI Russia.

График 35. Результаты торгов акциями ОГК-4 в 3 квартале 2011 г.



Источник: ММВБ

В сегменте генерации мы бы выделим ОГК-4, демонстрирующую стабильно хорошие финансовые показатели и владеющую высококачественными активами. За компанию говорят масштабная инвестпрограмма и государственные гарантии на получение справедливой нормы прибыли на новые проекты в виде выплат за мощность.

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

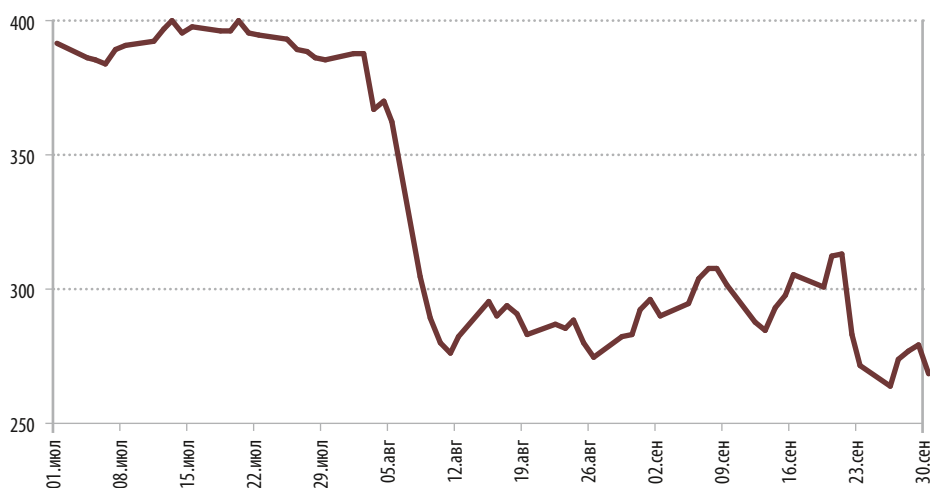
Таблица 16. Динамика акций потребительского сектора в 3 кв. 2011 г.

Компания	На начало квартала, 30.06	На конец квартала, 26.09	Изменение, %
X5 (GDR)	39.1	27.5	-29.8%
Магнит	3 966.8	2 799.1	-29.4%
Дикси	385.5	267.5	-30.6%
Mvideo	250.0	196.6	-21.3%
Фармстандарт	2 110.8	2 160.0	2.3%
Верофарм	1 232.0	850.0	-31.0%
Черкизово	779.9	690.1	-11.5%
Разгуляй	55.9	30.0	-46.3%
Синергия	950.0	598.8	-37.0%
ЛСР	970.1	519.0	-46.5%
ПИК	107.5	99.0	-7.9%

Источник: ММВБ

Потребительский сектор традиционно – защитный в случае падения фондовых рынках. Но в ходе августовского падения отраслевой индекс был одним из аутсайдеров (-17%). На наш взгляд, это связано с низкой ликвидностью бумаг. Сейчас многие акции сектора были перепроданы находятся на привлекательных для покупок уровнях. Наиболее пострадали в августе акции Магнита(-30%). Магнит – лидер по темпам роста (за 8 месяцев этого года были открыты 604 магазина) и эффективности в секторе, мы ожидаем технический отскок в акциях компании. В секторе ритейла выделим также Дикси, X5 Retail Group и Mvideo. На наш взгляд, наиболее привлекательны для вложений акции ДИКСИ – компания в последнее время активно развивается. В планах компании за 2011 год открыть более 150 магазинов. Кроме того, в июне ДИКСИ присоединила Викторию, мы ожидаем синергетического эффекта от объединения двух компаний (как минимум снижения затрат на логистику и транспортные издержки, а также получение более выгодных оптовых закупочных цен).

График 36. Результаты торгов акциями ДИКСИ в 3 квартале 2011 г



Источник: ММВБ

Mvideo – динамично развивающаяся компания, занимающаяся розничными продажами электроники и бытовой техники (этот сектор характеризуется высокой оборачиваемостью товаров и защищенным спросом). Компания имеет продуман-

СТРАТЕГИЯ

IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

ную систему развития, предусматривающую рост продаж, как в магазинах, так и через Интернет. Кроме того, ведутся переговоры об объединении с Эльдорадо, что усилило бы позиции М'видео. Впрочем, пока сделка находится на стадии переговоров и может быть запрещена ФАС.

Интересно смотрятся и акции фармацевтического сектора — Верофарм и Фармстандарт, демонстрирующие заметные темпы роста выручки. 4 квартал традиционно более успешен для этих компаний и их выручка должна подрасти. На наш взгляд, более привлекательны акции Верофарма, постепенно увеличивающего свою долю на рынке с выпуском новых препаратов. Сбербанк предоставил Верофарму кредит на сумму 1.5 млрд руб. для строительства завода в парке “Масловский” и открыл компанию кредитную линию с лимитом 100 млн рублей.

МАШИНОСТРОИТЕЛЬНЫЙ СЕКТОР

Машиностроительный сектор был лидером снижения в 3 квартале из-за низкой ликвидности (-31%). На акции АвтоВАЗа в последние месяцы давит завершение программы утилизации старых автомобилей — во многом за её счёт продажи компании в 2010-2011 гг. держались на высоком уровне. Запуск продаж LADA Granta в декабре поддержит продажи АвтоВАЗа на какой-то период, но влияние этого фактора ограничено — новая бюджетная модель будет пользоваться популярностью, но снизит продажи Lada Kalina и “классики”. В 2012 году планируется выпустить 100 тыс. автомобилей LADA Granta. В 2012 году планируется запуск приобретённой у Renault платформы ВО и производство Renault и Nissan на конвейере в Тольятти. В случае успеха этих проектов, акции АвтоВАЗа могут быть интересны.

На наш взгляд, в машиностроительной секторе более привлекательны акции Sollers — компания сделала ставку на взаимодействие с зарубежными автомобильными компаниями (подписаны соглашения с американской Ford, корейской SsangYong и японской Isuzu) и пока она оправдывает себя — выручка компании в 1 полугодии выросла на 64% до 1.1 млрд, чистый долг постепенно сокращается.

31.10.2011

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ (TOP 10)

На наш взгляд, текущие уровни привлекательны для долгосрочного инвестирования. В нынешних условиях грамотна стратегия последовательного инвестирования – 50% портфеля вложить в акции на уровнях 1250-1300 пунктов по индексу ММВБ, оставшуюся часть портфеля докупить в случае снижения рынка до 1100-1200 пунктов по индексу ММВБ. Мы рекомендуем сбалансированную инвестиционную стратегию, включающую 1) наиболее ликвидные бумаги компаний первого эшелона, имеющих долгосрочный потенциал роста, способный реализоваться в случае повышения на рынке толерантности к рискам; 2) акции фундаментально недооцененных компаний перспективных секторов; 3) акции компаний, обладающих собственными дополнительными драйверами для роста.

Мы рекомендуем покупать нижеперечисленные акции на просадках рынка, как обладающие наибольшим потенциалом роста в ближайшие месяцы.

1. Ростелеком. После объединения с региональными телекомпаниями, Ростелеком стал холдингом, представляющим весь российский сектор фиксированной связи. С 1 сентября обыкновенные акции Ростелекома были включены в индекс MSCI, на который ориентируются зарубежные фонды при составлении своих портфелей. В будущем, мы ожидаем, что доля Ростелекома в индексах будет расти, в перспективе она может стать новой “голубой фишкой” российского фондового рынка. Фонды будут докупать бумагу в свои портфели.

2. НОВАТЭК. Компания демонстрирует сильные финансовые показатели за счет роста газодо-бычи и активно наращивает производственные мощности. Основные владельцы компании - Геннадий Тимченко и Леонид Михельсон пользуются поддержкой Владимира Путина, премьера и будущего президента РФ – позитивный фактор для будущего компании

3. Сургутнефтегаз (привилегированные акции). Поддержку компании оказывают высокие цены на нефть и вступающая в силу с 1 октября налоговая реформа (60-66-90), в рамках которой ставка экспортных пошлин на светлые и темные нефтепродукты будет унифицирована и станет рассчитываться с коэффициентом 0.66 от ставки пошлины на нефть. В случае возможного снижения российского рынка “префы” Сургутнефтегаза – защитный актив, т.к. компания обладает значительными денежными средствами на балансе и платит стабильно высокие дивиденды

4. Газпром. Стабильная компания, представляющий российский газовый сектор. После аварии на АЭС в Японии мировой спрос на газ вырос – многие страны приняли решение отказаться от АЭС в пользу более безопасных источников энергии. Российское правительство подтвердило планы повысить внутренние тарифы на газ на 15%.

5. Роснефть. Компания демонстрирует стабильно высокие финансовые показатели и является одной из самых эффективных в нефтегазовом секторе компаний по расходам, пользуется государственной поддержкой. Вероятна приватизация доли в компании в 2012-2013 гг.

6. Башнефть. Компания активно наращивает ресурсную базу (вспомним приобретенное год назад месторождение Требса и Титова) и владеет крупными перерабатывающими активами, что обеспечивает высокую интегрированность бизнеса. Компания показала хорошие финансовые результаты за 1 полугодие и платит высокие дивиденды акционерам

СТРАТЕГИЯ IV КВАРТАЛ 2011

31.10.2011

7. Мостотрест. Компания представляет развивающийся российский инфраструктурный сектор. В 2010 году вложения в строительство дороги и мостов в РФ составили \$20 млрд. Исходя из планов проведения Олимпиады-2014, ЧМ по футболу-2018 и саммита АТЭС -2012 вложения будут находиться на высоком уровне. Компания пользуется государственной поддержкой.

8. Аэрофлот. В последнее время компания демонстрирует рост финансовых показателей, возможно увеличение дивидендов. Последние авиакатастрофы могут ускорить процесс объединения отрасли авиаперевозок, в ближайшие годы Аэрофлот может увеличить свою долю рынка до 50-60%. В отчётности за 1 полугодие 2011 года компания указала, что в случае благоприятных возможностей, компания будет проводить выкуп своих акций с рынка — в случае снижения это окажет им поддержку.

9. Полиметалл. На наш взгляд, учитывая сохраняющуюся напряжённость в экономике, не исключён новый виток роста цен на золото. После “смены прописки” Полюс-Золота с Москвы на Лондон, роль “главного защитного актива” на российском рынке акций перешла к Полиметаллу. В ближайшем будущем ожидается запуск новых месторождений, что улучшит производственные показатели компании.

10. Магнит. В условиях кризиса повышается интерес к “защитным бумагам”, к которым традиционно относят потребительский сектор. Среди компаний ритейла выделим Магнит, как активно развивающуюся компанию с продуманной стратегией развития.

31.10.2011

Ограничение ответственности

Данный документ опубликован компанией NORD CAPITAL FINANCIAL ADVISORY SERVICES LTD (Британские Виргинские Острова) и компанией «Норд Капитал АГ» (Nord Capital AG), Швейцария (далее совместно «Норд Капитал») только в информационных целях и ни при каких обстоятельствах не должен быть истолкован в качестве предложения о продаже или призыва к выдвижению предложений о приобретении поручительства либо других финансовых инструментов. Ни данный документ, ни факт его распространения не является основанием для формирования таких инструментов и заключения договоров. Этот документ не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению и потребностям каждого конкретного субъекта. «Норд Капитал» и / или связанные с ней лица могут, время от времени заключать сделки с какими-либо ценными бумагами упомянутыми в данном документе, а также предоставлять финансовые услуги эмитентам таких ценных бумаг. Информация, содержащаяся в настоящем документе, основывается на материалах и источниках, которые, по нашему мнению, являются надежными, однако, «Норд Капитал» не дает никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых, в отношении точности, полноты и достоверности информации, содержащейся в настоящем документе. Изложенная в данном документе точка зрения является действительной только по состоянию на дату публикации документа. Изложенная здесь информация может изменяться без предварительного уведомления и «Норд Капитал» не несет ответственности за обновление данных, содержащихся в данном документе. «Норд Капитал», ее филиалы и сотрудники не несут ответственности за любые косвенные потери или ущерб, связанный с использованием информации, изложенной в данном документе.

Данный документ предназначен только для (i) лиц, действующих вне пределов Великобритании, (ii) лиц, имеющих профессиональный опыт в вопросах, связанных с инвестициями, которые подпадают под определение «специалистов по инвестициям» в статье 19(5) Закона о финансовых услугах и рынках 2000 года (Финансовое стимулирование) в редакции 2005 года; либо (iii) предприятий с крупным собственным капиталом, неакционерных ассоциаций и партнерств, доверенных лиц крупных трастовых компаний, как указано в Статье 49 (2) Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое стимулирование) Приказ 2005.

Лицам, получившим данное сообщение, действующим в пределах Соединенного Королевства (кроме лиц, упомянутых в пунктах (ii) и (iii)) не следует руководствоваться или действовать в соответствии с данным сообщением при реализации инвестиций или инвестиционной деятельности, связанной с этим документом.

Инвестиции, в общем, связаны с определенной степенью риска, включая риск потери капитала. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, упомянутые в этом документе, могут быть недоступны и не подходить всем инвесторам. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно на основе собственных финансовых целей и ресурсов, а, в случае сомнений, необходимо проконсультироваться у эксперта по инвестициям. Предыдущие показатели не являются неперменным руководством к новым достижениям, а инвестору отнюдь не всегда удастся получить обратно вложенные средства.

«Норд Капитал» и/или ее дочерние компании могут, время от времени, предоставлять инвестиционные советы или иные услуги, или требовать предоставления таких услуг от любой из компаний, упомянутых в настоящем документе. Таким образом, некоторая информация, может быть доступна для «Норд Капитал», но она может быть не отражена в данном документе, и «Норд Капитал» могла предпринять действия или уже использовать ее до или сразу же после ее опубликования.

Кроме того, «Норд Капитал», ее руководители, сотрудники этой компании, и / или связанные с ней лица могут быть заинтересованы в ценных бумагах, гарантиях, фьючерсах, опционах, деривативах или иных финансовых инструментах любой из компаний, упомянутых в данном документе, и могут, время от времени, покупать или продавать данные ценные бумаги. Ни данный материал в целом, ни какая-либо его часть не подлежит копированию в любой форме и любым способом. Данный материал также не может быть перераспределен или кому-либо разглашен без предварительного согласия «Норд Капитал».