

Содержание

Макроэкономика	Стр.2
Валютный рынок	Стр.4
Долговой рынок	Стр.5
Сырьевые рынки	Стр.8
Нефть	Стр.8
Металлы	Стр.10
Продовольственные товары	Стр.12
Рынки акций	Стр.13
Общерыночная динамика	Стр.13
Ситуация в основных секторах	Стр.14
Инвестиционные идеи	Стр.16

Мы представляем анализ ситуации на рынках, который будем публиковать на ежеквартальной основе. Столь короткий для инвестиционной стратегии временной диапазон выбран нами ввиду общей непредсказуемости ситуации в мировой экономике и высокой волатильности рынков. Мы считаем годовую перспективу сложной для эффективного прогнозирования в текущих условиях и стремимся как можно более полно и объективно осветить и учесть те многочисленные факторы, которые будут влиять на рынок в течение следующих месяцев.

Первый квартал наступившего года будет богат на события и должен стать определяющим для динамики рынка на протяжении всего года. Вполне вероятно, что ближайшие месяцы заложат основу для восстановления стабильности в экономике и на рынках. Однако даже в этом благоприятном случае рост стоимости активов в основном придется на последующие периоды, а в течение первого квартала на рынках будет сохраняться нестабильность, нервозность и неприятие рисков.

Дополнительным сдерживающим фактором для российского рынка является приближение президентских выборов; в декабре рынок уже продемонстрировал неготовность игнорировать политические риски. Мы сформировали инвестиционные рекомендации на квартал с учётом сохранения высокой напряжённости на рынках, отдав предпочтение консервативным и защитным инструментам, которые, благодаря общему снижению стоимости биржевых активов в 2011 г., способны обеспечить достаточно привлекательную доходность.

Основные события

11 января	ВВП еврозоны 3кв11, окончательная оценка
12 января	Заседание Совета управляющих ЕЦБ, решение по уровню ставок
23 января	Встреча министров ЕС по вопросу эмбарго на импорт нефти из Ирана
24-25 января	Заседание ФРС США, решение по уровню ставок
26 января	Заседание Совета управляющих ЕЦБ
27 января	ВВП США 4кв11, предварительная оценка
29 января	Саммит ЕС: согласование условий фискального союза
конец января	Возможный пересмотр рейтингов стран еврозоны агентствами Fitch и S&P
9 февраля	Заседание Совета управляющих ЕЦБ, решение по уровню ставок
15 февраля	ВВП еврозоны 4кв11, предварительная оценка
23 февраля	Заседание Совета управляющих ЕЦБ
28 февраля	Второй раунд предоставления 3-хлетних кредитов ЕЦБ
29 февраля	ВВП США 4кв11, вторичная оценка
март	Выборы президента Египта
4 марта	Выборы президента Российской Федерации
6 марта	ВВП еврозоны 4кв11, вторичная оценка
8 марта	Заседание Совета управляющих ЕЦБ, решение по уровню ставок
13 марта	Заседание ФРС США, решение по уровню ставок
20 марта	Неофициальный дедлайн для договоренности по списанию греческого долга
21 марта	Заседание Совета управляющих ЕЦБ
29 марта	ВВП США 4кв11, окончательная оценка
29 марта	Парламентские выборы в Иране

Размещение гособлигаций стран еврозоны

12 января	Испания	€4,0-5,0 млрд, 4%, казначейские облигации, 30 июля 2015
12 января	Испания	3,25%, казначейские облигации, 30 апреля 2016
12 января	Испания	4,25%, казначейские облигации, 31 октября 2016
13 января	Италия	5-летние гособлигации с фиксир. купоном
18 января	Португалия	€1,5-1,75 млрд 3-месячных казначейских векселей, 18 мая 2012
18 января	Португалия	€1,5-1,75 млрд 6-месячных казначейских векселей, 17 августа 2012
19 января	Испания	Гособлигации
26 января	Италия	Бескупонные и индексируемые гособлигации
30 января	Италия	3- и 10-летние казначейские облигации с фиксир. и плавающей ставкой
14 февраля	Италия	Средне- и долгосрочные гособлигации
15 февраля	Португалия	€1,5-1,75 млрд 3-месячных казначейских векселей
15 февраля	Португалия	€1,5-1,75 млрд 6-месячных казначейских векселей
24 февраля	Италия	Бескупонные и индексируемые гособлигации
28 февраля	Италия	Средне- и долгосрочные гособлигации
14 марта	Италия	Средне- и долгосрочные гособлигации
21 марта	Португалия	€0,75-1 млрд 4-месячных казначейских векселей, 20 июля 2012
21 марта	Португалия	€0,75-1 млрд 6-месячных казначейских векселей, 21 сентября 2012
27 марта	Италия	Бескупонные и индексируемые гособлигации
29 марта	Италия	Средне- и долгосрочные гособлигации

Макроэкономика

В начале года в фокусе внимания участников рынка останется ситуация в Европе. Первый квартал может стать переломным для настроений инвесторов, которые будут оценивать оперативность и эффективность действий, сопровождающих решение кризиса суверенного долга стран еврозоны. Наиболее очевидным индикатором станут результаты размещений облигаций проблемных стран – прежде всего Италии и Испании, которые до апреля должны погасить около €70 млрд. и €25 млрд. долга соответственно. Основным инструментом обеспечения спроса на облигации должны стать дешёвые кредиты, предоставляемые европейским банкам со стороны ЕЦБ – второй раунд предоставления средств в рамках трехлетнего LTRO намечен на 29 февраля. По итогам первого раунда, прошедшего 21 декабря, можно констатировать как востребованность этого инструмента со стороны банков, так и его эффективность для обеспечения спроса на короткие выпуски суверенного долга. Однако котировки ключевых, длинных выпусков остаются заложниками общей ситуации на рынке и перспектив разрешения долгового кризиса в целом.

Ускорение ввода Европейского механизма стабильности (ESM), который решено было запустить уже с середины 2012 г., потребует оперативных решений от правительств и парламентов стран еврозоны. В одобрении на национальном уровне также нуждаются меры по формированию бюджетного союза, о создании которого было объявлено на декабрьском саммите ЕС. Параллельно ряд стран, включая Италию, продолжают принимать меры по сокращению бюджетного дефицита и стимулированию экономического роста. Новый пакет помощи Греции также станет предметом одобрения в первые месяцы года. Ситуация на рынках во многом будет зависеть от того, насколько быстро и согласованно будут приниматься необходимые решения. В случае новых сбоев в работе политических механизмов еврозоны масла в огонь могут подлить рейтинговые агентства, которые продолжат серию снижений рейтингов стран ЕС. Впрочем, события последних месяцев явно усилили степень консолидации европейских элит, и вероятность того, что претворение в жизнь антикризисных в 2012 г. будет более последовательным, чем в 2011 г., и не встретит непреодолимых препятствий, мы считаем довольно высокой.

Информационный фон, касающийся Европы, в первые месяцы 2012 г. продолжит быть чрезвычайно насыщенным. Инвесторов будут интересовать данные по ВВП еврозоны и отдельных ее участниц в 4кв11, которые станут известны в конце февраля. Очевидно, что по итогам квартала группа стран еврозоны с отрицательной динамикой валового продукта пополнится новыми членами; вполне вероятно, что от скромного роста к медленному сокращению перейдет и экономика еврозоны в целом. Снижение ВВП еврозоны по итогам 4кв11 или 1кв12 не станет неожиданностью для рынков и не позволит сделать однозначный вывод о дальнейшей динамике экономики, однако негативно повлияет на настроения инвесторов. В то же время, любая неотрицательная динамика ВВП еврозоны в течение года будет воспринята как приятная неожиданность. Значительная разница в состоянии и динамике экономик стран еврозоны позволяет надеяться на то, что с формальной точки зрения еврозона не вступит в рецессию в 2012 г., то есть ее валовый продукт не продемонстрирует снижения на протяжении двух кварталов подряд.

Экономика США и еврозоны: ключевые параметры

	США	Еврозона
Динамика ВВП, % (3кв11)	1,8	1,4
Долг, % к ВВП	100	88
Бюджетный дефицит, % к ВВП	8,7	4,1
Безработица, %	8,5	10,3
Инфляция, %	3,4	2,8

Источник: Reuters, расчеты ИК БФА

Ситуация в Европе выглядит не столь драматично, если не учитывать разницы в состоянии экономик стран еврозоны и малой эффективности процесса согласования решений и проведения финансовой политики на общеевропейском уровне. Если усилия стран ЕС по координации бюджетной политики возымеют эффект, внимание рынка вновь может быть обращено к проблемам американского долга и возможным последствиям мер по сокращению дефицита бюджет США для национальной экономики.

Даже в случае положительного варианта развития событий в Европе, инвесторам отнюдь не гарантирована спокойная жизнь. По мере того как будут утихомириваться страсти вокруг европейских долговых проблем, на первый план могут выйти события в США, где в начале года должно быть одобрено очередное повышение потолка госдолга (на \$1,2 трлн.). На этот раз решение должно пройти Конгресс без проблем – оно принимается в рамках пакета мер, одобренных еще летом 2011 г. Однако сама процедура может стать триггером нового раунда непримиримых дискуссий между демократами и республиканцами относительно источников сокращения дефицита бюджета. Да и сам по себе рост лимита госдолга США до \$16,4 трлн. (108% ВВП страны) в условиях нерешенной проблемы бюджетного и торгового дефицита может напомнить рынку о проблемах крупнейшей экономики, масштаб которых не менее значителен, чем долговые неурядицы стран ЕС. Заметим, однако, что во второй половине 2011 г. по целому ряду показателей экономики США смотрелась очень неплохо, что, в частности, позволило ФРС воздержаться от нового раунда количественного смягчения, не оправдав надежд некоторых участников рынка.

Объектом внимания рынков может стать и Китай, где неоднозначная статистика и слабая динамика фондового рынка указывают на возросший риск замедления экономики. Несмотря на то, что до рецессионного сценария Китаю еще далеко, снижение темпов роста ВВП до 9% - уровня середины 2008 г. – настораживает рынки. В ходе кризиса Китай, в отличие от США и стран Европы не столкнувшийся с рецессией, сосредоточил на себе внимание и надежды международных инвесторов, которые представлялись нам несколько чрезмерными, учитывая слабую прозрачность и не вполне рыночный характер китайской экономики. Серьезное снижение капитализации китайского фондового рынка, как и динамика завязанных на китайский спрос рынков металлов, свидетельствуют не столько о мрачных ожиданиях рынка в отношении экономики Поднебесной, сколько о более трезвом подходе к оценке активов развивающихся рынков в условиях глобальной неопределенности. В конце концов, даже после потери около трети капитализации китайский индекс Shanghai Composite выглядит значительно «дороже» российского ММВБ. Мы не исключаем, что в случае если выходящие 17 января данные по ВВП Китая в 4кв11 окажутся слабее предыдущих (9,1% в годовом исчислении), тема замедления китайской экономики вырвется на первые строчки деловых изданий.

“Зеленые ростки” экономики США



Источник: Reuters

Словосочетание “зеленые ростки” в 2011 г. вышло из моды, хотя и было бы более применимо к американской экономике, чем в 2009-10 гг., когда оно активно эксплуатировалось. Рынок недвижимости и автомобилей остаются проблемными зонами американской экономики, но целый ряд важнейших индикаторов свидетельствовал об улучшении ситуации в США на протяжении года. Сохранение этой тенденции в течение 2012 г. может окончательно снять с повестки дня тему дальнейших количественных мер стимулирования экономики.

Ситуация в российской экономике обстоит если не лучше, то во всяком случае проще, чем в Поднебесной. Благоприятная конъюнктура на рынках основных экспортных товаров позволила государству свести бюджет 2011 г. с профицитом в 0,8% ВВП вместо изначально ожидавшегося дефицита в 3,6% ВВП. Высокие цены на нефть и газ также обеспечивали России и ежемесячный торговый профицит в размере \$15-17 млрд. на протяжении всего 2011 г. Темп роста ВВП во втором полугодии преимущественно стагнировал на уровне 5,5% в годовом выражении, а промпроизводство замедляло рост, который к концу года составлял уже менее 4%. В целом, абстрагируясь от внешнего характера экономического благополучия России, прошедший год для национальной экономики можно считать вполне успешным. В перспективе наибольшую тревогу вызывает структура бюджетных расходов, все в большей степени ориентированных на несозидательные сферы, такие как деятельность силовых структур, и опирающихся на не самый консервативный прогноз среднегодовых цен на нефть - \$100 за баррель Urals при прогнозируемом дефиците в 1 трлн.руб. (1,6% ВВП). Впрочем, в первые месяцы года инвесторы будут формировать свое отношение в России исходя не из параметров выполнения бюджета, а из оценки политических рисков. С нашей точки зрения, рынки несколько переоценивают потенциал политической дестабилизации в стране, и приток международного капитала не возобновится до мартовских президентских выборов. Наиболее вероятным и предпочтительным для инвестиционного имиджа страны мы считаем победу В.Путина по итогам двух туров выборов. Однако власти могут принципиально отнестись к задаче победы абсолютным большинством голосов уже в первом туре, что потребует от них более агрессивной предвыборной активности, способной послужить поводом для новой волны протестных настроений. Кроме того, на протяжении 2011 г. властями уже была продемонстрирована склонность к популярным, но экономически неоднозначным решениям в отношении различных социальнозначимых отраслей хозяйства (электроэнергетики, нефтегазовой отрасли), негативно отражающихся на инвестиционной привлекательности и капитализации соответствующих компаний. Мы не исключаем, что в преддверии президентских выборов в начале года будут предприняты новые подобные шаги, хотя бы в виде активных вербальных интервенций. Таким образом, внутривластная ситуация в России продолжит оказывать сдерживающее влияние на активность инвесторов на протяжении первого квартала.

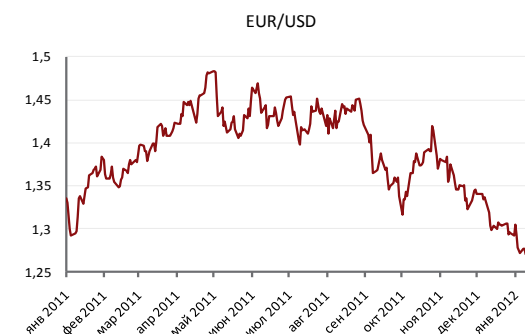
Валютный рынок

Рынки валют вошли в 2012 г. с настроениями второй половины прошлого года, когда обострение европейского долгового кризиса привело к падению аппетита инвесторов к риску, что, в свою очередь, оказало поддержку защитным валютам. Пара EUR/USD снизилась на 2,9% в 2011 г. и закончила его на уровне 1,2961. 2012 г. пара EUR/USD также начала со снижения; уровни 1,26 и 1,196 являются текущими уровнями поддержки пары EUR/USD. В первом квартале текущего года доллар США, по нашему мнению, имеет шансы приблизиться и, возможно, обновить свои максимумы июня 2010 г. по отношению к евро.

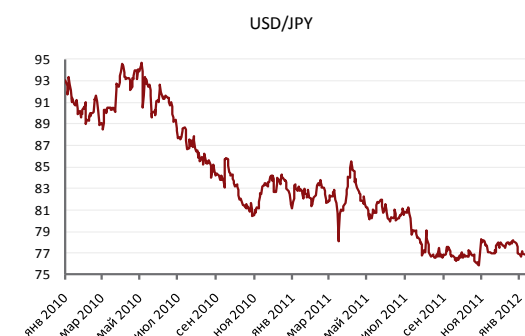
В настоящее время мы считаем доллар США самой сильной среди мировых валют с фундаментальной точки зрения. Продолжается активное обсуждение самого существования евро в будущем как валюты и возможного выхода отдельных стран из еврозоны. Валюты сырьевых стран (Австралия, ЮАР и Канада) сильно зависят от динамики мировой экономики, которая находится в значительной близости от рецессии; также очень важное влияние на них оказывает китайский фактор. Китайский юань не является свободно конвертируемой валютой, а экономика Китая зависима от еврозоны и роста мировой экономики, от напряженной ситуации на рынке недвижимости.

В первом квартале 2012 г. мы, вероятно, станем свидетелями если не окончательного решения, то ослабления влияния на рынок греческой проблемы. 20 марта Греции предстоит погасить свои обязательства в объеме €14,5 млрд.; эта же дата является неофициальным дедлайном для завершения переговоров по списанию греческих обязательств частными инвесторами (PSI – Private Sector Involvement). Вероятно повышение объема списания с 50% до 55-65%, а предоставление Греции очередных траншей помощи зависит от достижения договоренности по PSI и запуска реформ, которые вводятся крайне медленно.

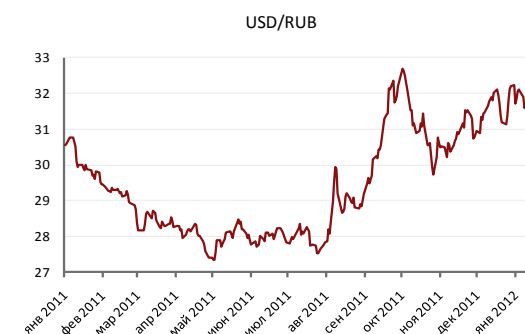
Отставка главы Национального Банка Швейцарии (НБШ) вызвала вопросы относительно сохранности привязки курса швейцарского франка к евро на уровне 1,2. С конца ноября франк укрепляется к евро и приблизился к нижней границе коридора 1,2125-1,2475 франка за евро, в котором пара находилась с середины сентября. После преодоления уровня 1,2125 франка за евро уровень 1,2 станет целью движения пары EUR/CHF. Шансы на повышение потолка пары EUR/CHF с уровня 1,2 поддерживаются дефляционным давлением на экономику Швейцарии; НБШ может пойти на дальнейшее увеличение баланса, чтобы сдерживать укрепление франка.



Источник: Reuters



Источник: Reuters



Источник: Reuters

Как долгосрочную торговую идею, выходящую за пределы первого квартала и, возможно, 2012 г., мы видим открытие коротких позиций по японской йене. Пара USD/JPY торгуется в узком коридоре 76,3-79,2 с августа 2011 г., и можно говорить о ее максимуме к доллару. Макроэкономическая ситуация в Японии выглядит очень сложной: долг/ВВП составляет примерно 220%, экономика растет низкими темпами на протяжении многих лет, а сильная йена ослабляет конкурентоспособность экономики. Все это осложняется самой плохой демографической динамикой в Японии среди развитых стран. В 2012 финансовом году поступления в бюджет Японии от долговых рынков превысят налоговые поступления. Большая часть японских обязательств является внутренними, но возможности японских инвесторов, по нашим оценкам, не смогут обеспечить продолжение сложившейся динамики в средне- и долгосрочной перспективе.

Российский рубль чувствовал себя очень уверенно в первой половине прошедшего года по отношению к доллару и евро, но обострение европейского кризиса значительно снизило интерес инвесторов к рисковому активу, что привело к ослаблению рубля. С конца июля 2011 г. пара USD/RUB ослабла с уровня в 27,5 до 32,89 в начале октября. Ралли в рискованных активах в октябре помогло рублю укрепиться до уровня ниже 30 рублей за доллар, но после этого падение рубля возобновилось. В настоящее время пара USD/RUB находится вблизи нижней границы своего восходящего канала, сформировавшегося с конца октября. Пара EUR/RUB была значительно слабее пары USD/RUB на фоне европейского долгового кризиса. Первую половину 2011 г. пара торговалась в коридоре 39-41 рубль за евро, а к сентябрю произошло сильное укрепление европейской валюты выше 43,5 рублей за евро; после этого российский рубль начал свое уверенное укрепление к евро и достиг своих значений лета прошлого года.

Развитие европейского долгового кризиса и уход инвесторов от рискованных активов являются основными внешними факторами, которые могут привести к дальнейшему снижению рубля; возможное обострение внутрисполитической обстановки в преддверии и после президентских выборов 4 марта является основной внутренней угрозой для национальной валюты. Отток капитала из России также является фактором, выступающим против укрепления курса рубля. Но высокие цены на нефть остаются главной поддержкой рубля, а риски введения эмбарго на импорт иранской нефти и возможный военный конфликт между Ираном и США оказывают поддержку нефтяным ценам. В силу указанных факторов рубль может испытать сильную волатильность в первом квартале 2012 г. По заявлениям ЦБ РФ, динамика российского рубля будет более свободной в 2012 г., а Центробанк сократит свое присутствие на валютном рынке; сглаживание колебаний курса рубля будет более аккуратным и менее агрессивным, но валютные интервенции при этом сократятся.

Долговой рынок

Большинство рисков, с которыми инвесторы столкнутся в первом квартале и на протяжении всего 2012 г., перешли в текущий год из 2010-2011 г. Среди основных рисков мы выделяем:

- Снижение экономического роста в мире и возможное начало рецессии:
 - Годовой рост ВВП США ниже 2% со значительной вероятностью указывает на предстоящую рецессию в экономике США.
 - Экономика еврозоны очень близка к рецессии в текущем году, а необходимое сокращение госрасходов и повышение налогов проблемными странами только увеличит ее шансы.
 - «Жесткая посадка» экономики Китая. Экономический рост Китая занимает все большую долю в мировом росте ВВП, и мировая экономика и товарные рынки очень чувствительны к изменениям в китайской экономике.
- Очень высокий объем размещений гособлигаций стран еврозоны для рефинансирования текущих обязательств и покрытия бюджетных дефицитов.
- Сохранение высоких процентных ставок по облигациям европейских стран при необходимости значительного объема рефинансирования в 2012 г. даже в случае смягчения европейского кризиса будет критичным для бюджетов стран еврозоны в среднесрочной перспективе.



Источник: Bloomberg

Отсутствие комплексных решений по стабилизации долгового кризиса в Европе в 2010-2011 гг. привело к тому, что европейский долговой кризис продолжит свое полноценное развитие в 2012 г. и его последствия могут превзойти по своей силе события 2011 г. По мнению главы PIMCO М.Эль-Эриана, инвесторы в облигации европейских стран рискуют столкнуться с трансформацией процентного риска по данным облигациям в кредитный и дефолтный риски, как это уже произошло с Грецией. В 2012 г. заимствования стран еврозоны, по оценкам рейтингового агентства Fitch, составят примерно €2 трлн., и больше половины этого объема придется на страны, находящиеся под угрозой снижения рейтинга. Пик рефинансирования многих периферийных стран приходится на начало 2012 г.: Италии предстоит погасить обязательств на €113 млрд., Испании – на €36,4 млрд., Франции – на €116,5 млрд. Мы ожидаем, что рейтинговые агентства продолжат снижать рейтинги европейских стран, что, в свою очередь, может повлиять и на рейтинг Европейского Фонда Финансовой

Стабильности (EFSF). Европейский Центральный Банк (ЕЦБ), в свою очередь, продолжит оказывать всестороннюю поддержку европейской финансовой системе, и ставка может быть значительно снижена (до 0,5%). В конце 2011 г. меры ЕЦБ смогли значительно облегчить доступ европейских банков к ликвидности, а долларовые своп-линии совместно с ФРС привели снижению стоимости базисных валютных свопов EUR/USD. При обострении кризиса ЕЦБ придется увеличить покупки гособлигаций на вторичном рынке чтобы компенсировать высокий объем первичных размещений.

В первом квартале текущего года мы можем наконец стать свидетелями окончания греческой саги. Переговоры по списанию 50% греческого долга частными инвесторами (PSI - Private Sector Involvement) идут недостаточно быстрыми темпами, и результаты переговоров находятся под вопросом. Возможно повышение объема списания с 50% до 55-60%. 20 марта текущего года является своеобразным дедлайном – предстоит погашение облигаций в размере €14,5 млрд. Возможное непризнание данного списания «добровольным» приведет к выплатам по свопам кредитных дефолтов на греческие облигации, чей валовой объем составляет €80 млрд. Германия и Франция уже заявили, что Греция не получит новых траншей помощи до успешного завершения переговоров по PSI. Также выделение дальнейшей помощи будет зависеть от успешности в реализации реформ, которая сталкивается с большими трудностями. Пока новый премьер-министр Греции Л.Пападимос сумел добиться выделения очередного транша помощи в размере €8 млрд. и одобрения парламентом бюджета страны на 2012 г.

Также мы скептически рассматриваем перспективы предлагаемого в Европе налога на финансовые транзакции (налог Тобина). Предлагаемый налог составит 0,1% на операции с акциями и облигациями и 0,01% на операции с деривативами. Такой налог может быть эффективно введен (при этом мы не говорим о его конечной пользе для рынка), только если он будет глобальным, и его введение произойдет во всех ведущих мировых финансовых центрах. Великобритания и Швеция, по всей вероятности, откажутся от налога, и его введение ограничится только еврозоной. Н.Саркози заинтересован в скорейшем введении данного налога, даже не дожидаясь его одобрения другими странами еврозоны, чтобы заработать для себя политические очки в преддверии президентских выборов во Франции в апреле этого года.

Другой важнейшей темой текущего года является возможное начало нового раунда количественного смягчения (QE3) в США. Пока данные по экономике США выглядят относительно хорошо, и нет оснований для начала QE3 в первом квартале 2012 г. Также с недавнего времени ФРС стал активнее использовать коммуникации посредством прессы как инструмент для придания ясности своей политики. Прояснение ориентиров политики ФРС должно повысить склонность инвесторов принимать на себя большие риски. Но из-за разногласий внутри членов FOMC рынок слышит очень различные мнения по политике ФРС, что приводит к росту сомнений у инвесторов. К настоящему моменту ФРС уже использовала свой арсенал по стимулированию экономического роста: ставки снижены

почти до нуля, QE1 и QE2 уже имели место без желаемого эффекта. Несмотря на это, ФРС должна оставаться активной в своей политике. Инвесторы рассчитывают, что ФРС предоставит рынку QE3 в случае ослабления экономики. Невысокий экономический рост и инфляция будут сильно ограничивать политику ФРС вплоть до президентских выборов, после которых шансы на QE3 могут значительно повыситься. Также мы не верим в дальнейшее расхождение динамики экономики США и Европы. Экономика еврозоны слишком глубоко интегрирована в мировую, чтобы кризис еврозоны и возможная рецессия не коснулись всей мировой экономики, включая США и Китай. Снижение безработицы в США до 8,5% носит скорее «статистический» характер, будучи в большей степени вызвано сокращением рабочей силы и особенностями методики расчета безработицы, нежели реальным ростом занятости в экономике.

Идеи на долговом рынке

В текущих рыночных условиях мы отдаем предпочтение сохранению средств в валюте или в надежных финансовых инструментах с короткой дюрацией. Мы не рекомендуем гнаться за лишними 100 б.п. доходности, так как риски остаются высокими, а инвестиционные возможности не будут исчерпаны в течение квартала. Особенно внимательно стоит относиться к европейским активам: первый квартал 2012 г. будет насыщен событиями, многие из которых будут носить негативный характер и могут вызвать просадку рынка.

Доходности облигаций европейских стран будут оставаться очень волатильными, а ЕЦБ будет оказывать поддержку их курсам. Высокие объемы рефинансирования обязательств стран еврозоны и проблемы европейских банков будут оказывать постоянное воздействие на рынки. Расписание аукционов и их результаты останутся важным фактором динамики рынка и в первом квартале 2012 г. Средства от операции долгосрочного рефинансирования (LTRO) пока не были полностью направлены на поддержку облигаций стран еврозоны, а преимущественно перешли в депозиты банков в ЕЦБ, которые находятся на рекордных уровнях.

Окончание 2011 г. оставило российский рынок облигаций с нейтральными настроениями и неясностью перспектив. Основными факторами риска для российского рынка являются труднопредсказуемая динамика внешних рынков и возможное обострение внутривнутриполитической ситуации в связи с предстоящими президентскими выборами. В первом квартале 2012 г. по рублевому сегменту мы рекомендуем вкладывать преимущественно в короткие облигации надежных эмитентов или оставаться в кэше. В еврооблигациях, по нашему мнению, активность также будет наблюдаться преимущественно в коротком сегменте.

В течение 2011 г. российский рынок испытал сильное давление, но при этом макроэкономические показатели российской экономики оставались хорошими, а цены на нефть находились на стабильных уровнях. Возможная эскалация отношений Израиля и США с Ираном оказывает поддержку рынку нефти, и цены на сорт марки Brent могут в моменте легко превысить \$120 за баррель. Это, в свою очередь, будет поддерживать котировки российских рублевых облигаций и еврооблигаций. ЦБ РФ также продолжит оказывать поддержку российскому рынку; в 2011 г. меры поддержки рынка ЦБ РФ включали в себя облегчение доступа к ликвидности для банков, снижение требований к ломбардному списку и дисконтов по репо. В 2012 г. возможно расширение механизмов рефинансирования, и недельное репо может стать базовым инструментом в системе рефинансирования. В начале 2012 г. некоторое сокращение ликвидности будет вызвано перечислением средств в резервный фонд и погашениями по депозитным аукционам Минфина.

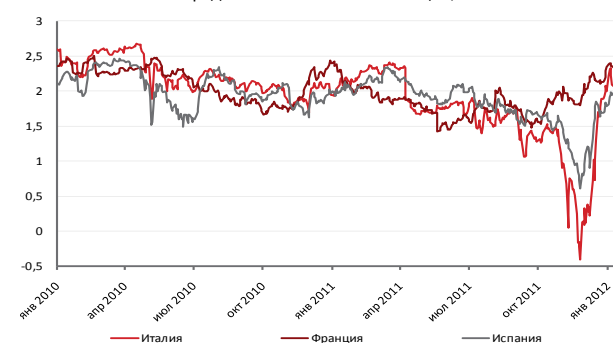
Важным внутренним событием для российского рынка могут стать успешное создание Центрального депозитария и облегчение доступа иностранных инвесторов к российским активам. При прочих равных эти факторы должны привести к росту российского рынка и снижению доходностей.

Также в 2012 г. должен увеличиться объем заимствований Минфина. В 2011 г. объем заимствований составил 1,1 трлн. рублей, а в 2012 г. максимальный объем заимствований запланирован в размере 1,84 трлн. рублей, но может быть сокращен в случае профицита бюджета. Мы видим маловероятным повторение минимумов доходностей 2011 г. в первом квартале 2012 г.; Минфин может быть вынужден предлагать премию на аукционах по размещению ОФЗ. В первом квартале 2011 г. запланированный объем размещений составит почти 285 млрд. рублей, из которых в феврале планируется разместить 108,3 млрд. рублей, а в марте – 136,6 млрд. рублей.

Ключевые индикаторы

В анализе рыночной ситуации мы уделяем большое внимание следующим рыночным индикаторам:

Сред 2- и 10-летних гособлигаций, %



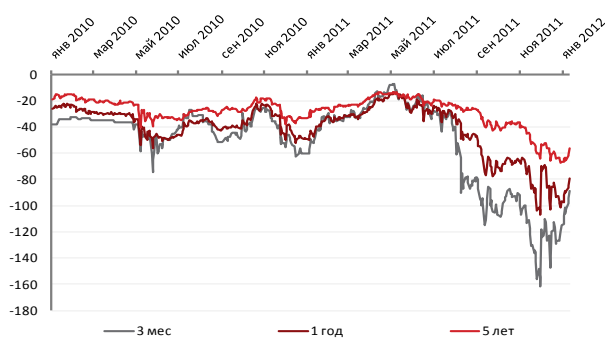
Источник: Bloomberg

5-летние CDS, б.п.



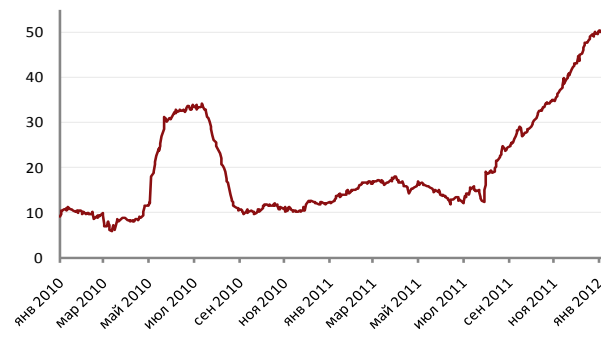
Источник: Bloomberg

Базисные валютные свопы EUR/USD, б.п.



Источник: Bloomberg

Спред LIBOR-OIS, б.п.



Источник: Bloomberg

В текущий момент рейтинги многих стран от ведущих рейтинговых агентств значительно превышают рейтинги, которые подразумеваются доходностями их облигаций и стоимостью свопов кредитного дефолта. Ниже приведена разница между рейтингами стран от агентства S&P и теоретическими рейтингами, основанными на стоимости свопов кредитного дефолта по облигациям этих стран на конец четвертого квартала 2011 г.

Страна	Кумулятивная вероятность дефолта (%)	5-летние CDS, б.п.	Рейтинг исходя из котировок 5-летних CDS	Рейтинг S&P	Превышение рейтинга S&P над CDS в ступенях
Греция	93,80%	8453,3	C	CC	1
Португалия	60,80%	1153,7	CCC-	BBB-	10
Ирландия	46,40%	747,3	CCC+	BBB+	9
Украина	45,50%	860,2	B-	B+	2
Венгрия	35,30%	610,6	B+	BB+	3
Италия	34,90%	486,4	B+	A	8
Испания	28,60%	379,3	BB	AA-	8
Исландия	25,60%	312,7	BB+	BBB-	1
Бельгия	24,20%	311	BB+	AA	8
Россия	18,20%	279,8	BBB	BBB	0
Франция	17,70%	216,2	BBB+	AAA	7
Австрия	15,10%	183,4	A-	AAA	6
Китай	12,50%	148,4	A+	AA-	1
Япония	11,20%	143,4	AA-	AA	1
Бразилия	10,90%	161	AA-	BBB	-5
Мексика	10,50%	153,6	AA-	BBB	-5
Нидерланды	10%	118,5	AA	AAA	2
Германия	8,70%	100,8	AA	AAA	2
Великобритания	8,40%	97,7	AA	AAA	2
Гонконг	7,70%	89,2	AA	AAA	2
Австралия	7,10%	83,1	AA	AAA	2
Швеция	6,60%	76,7	AA+	AAA	1
Швейцария	5,90%	67,9	AA+	AAA	1
США	4,30%	49,6	AA+	AA+	0

Источник: данные СМА на конец 4 квартала 2011 г., расчеты ИК БФА

Сырьевые рынки

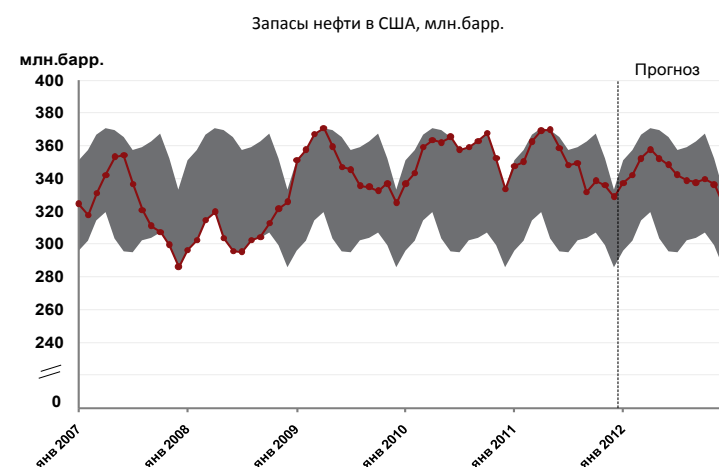
Нефть

Рынок нефти, проявивший завидную стабильность в течение 2011 г., в 1 квартале 2012 г. может удержаться вблизи достигнутых уровней или продемонстрировать умеренный рост. Мы ожидаем, что цена Brent преимущественно будет находиться в коридоре \$105-115/барр., а WTI продолжит торговаться несколько ниже, в течение квартала сокращая дисконт к Brent до уровня \$6-8/барр.: полноценное решение транспортной проблемы в Кушинге должно быть реализовано в середине 2012 г., а до этого момента межсортной спред будет отражать премию за вывоз нефти железнодорожным и автотранспортом. Всплески геополитической напряженности, в первую очередь в контексте иранского вопроса, могут выводить котировки нефти за пределы обозначенных диапазонов. Однако пока общая слабость мировой экономики и сильный доллар не дают возможности рассматривать уровень выше \$120-125/барр. Brent как устойчивый.

Ключевым риском для нефти останутся европейские проблемы, грозящие стагнацией или сокращением ВВП еврозоны: предварительные данные по ВВП в 4кв11, которые выйдут в середине февраля, могут оказать серьезное влияние на котировки «черного золота». Однако с точки зрения физического рынка нефти, который являлся основным фактором его стабильности в 2011 г., колебания европейской экономики не являются определяющими. Потребление нефти в Западной Европе благодаря высокому уровню автомобилизации и повышению эффективности автотранспорта все последние годы росло крайне медленно: в Германии,

Франции и Италии оно вообще снижалось начиная с 2001 г. Ключевыми рынками, определяющими динамику спроса на нефть в настоящее время, являются восстанавливающая экономика США и стремительно автомобилизирующийся Китай.

Во втором полугодии 2011 г. экономика США демонстрировала неплохие показатели роста и смотрелась все лучше на фоне слабеющей европейской. Нефтепереработка наращивала обороты, а автомобилисты сохраняли высокие объемы потребления топлива при поддержке снижавшихся цен на бензин. В совокупности со снижением запасов это привело к довольно низкому показателю обеспеченности американской экономики нефтью. Учитывая, что первый квартал традиционно является периодом высоких объемов потребления нефтепродуктов, можно ожидать, что поддержка нефтяных котировок со стороны физического спроса в США будет ощутимой. Некоторые коррективы в этот прогноз может внести



Источник: EIA, Short-Term Energy Outlook, January 2012

погодный фактор: пока наступившая зима в США отличается мягкостью, что ограничивает спрос на нефтепродукты, используемые в коммунальном хозяйстве.

Китайская экономика в наступившем году может стать источником сюрпризов, и динамика фондового рынка страны красноречиво свидетельствует об осторожности инвесторов. Однако спрос на нефть со стороны Китая продолжает достаточно уверенно расти, и мы не ожидаем слома этого тренда в течение ближайших кварталов. Во многом благодаря Китаю в 2011 г. мир потребил исторически рекордное количество нефти, и на настоящий момент нет причин ожидать прекращения роста мирового потребления нефти в

2012 г. Официальный прогноз роста промпроизводства в Китае на текущий год составляет 11%, соответствуя ориентирам 2010 и 2011 гг., которые в итоге удалось несколько превзойти. Автомобильный рынок страны в прошедшем году показал очень скромный прирост к показателям 2010 г., что, однако, является неплохим показателем с учетом очень быстрого роста рынка в 2009-10 гг. и отмены в 2011 г. ряда стимулирующих мер.

Геополитическая премия в цене нефти в 1кв12 сохранится. Ливия продолжит восстанавливать добычу, однако в первой половине года поставки из этой страны вряд ли достигнут довоенных уровней: политическая стабильность в стране на настоящий момент не гарантирована, и западные нефтедобывающие компании возвращаются к бизнесу крайне осторожно. Ростом напряженности чревата и ситуация в Египте после парламентских выборов. Недостаток нефти из Сирии и Йемена продолжит влиять на рынок и обеспечивать привлекательные цены на сорт Urals,



Источник: China Association of Automobile Manufacturers

который в прошедшем году стал основным заменителем североафриканской нефти на европейском рынке, что позволило ему торговаться с премией к Brent. При этом внимание участников рынка будет приковано к Ирану, который продолжает эксплуатировать

Экспорт нефти и конденсата из Ирана в страны ЕС, 1нр11

	Доля в экспорте нефти Ирана, %	Физический объем импорта, тыс.барр./д	Доля Ирана в импорте нефти, %
Европейский Союз	18	450	
Италия	7	183	13
Испания	6	137	13
Франция	2	49	4
Нидерланды	1	33	2
Греция	1	20	14
Германия	1	17	1
Великобритания	0	11	1

Источник: EIA

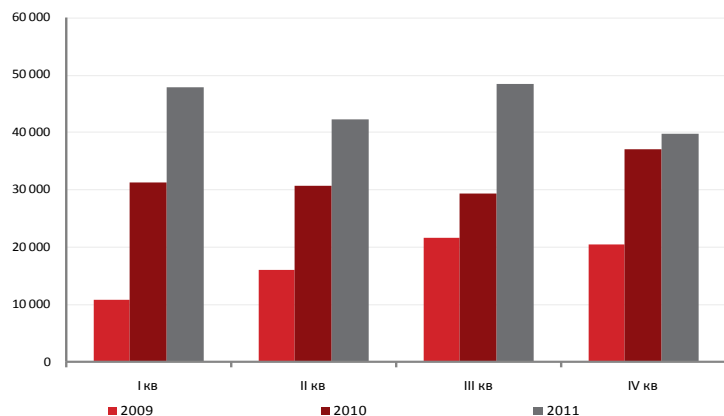
угрозу перекрытия Ормузского пролива в «диалоге» с Западом. Наиболее близкие последствия действий Ирана – введение эмбарго на импорт нефти из страны Европейским союзом, вопрос о чем может быть решен в конце января. Это решение осложняется тем, что оно может создать трудности прежде всего для многострадальных экономик Италии, Испании и Греции – единственных членов ЕС, доля иранской нефти в импорте которых существенна. Мы ожидаем, что развитие иранского вопроса в очередной раз останется в политической плоскости и не перейдет в острую стадию, однако действия сторон могут спровоцировать скачки цен на рынке нефти – прежде всего Brent – в течение ближайших месяцев. Дополнительную интригу вносят приближающиеся парламентские выборы в Иране, которые пройдут 29 марта, и возможный рост протестных выступлений внутри страны на их фоне.

В условиях перебоев с поставками из стран Ближнего Востока и Северной Африки, основным гарантом стабильности цен на нефть является скоординированная политика производителей внутри ОПЕК. В декабре альянсу удалось достичь согласия относительно уровня квот, который был впервые за последние годы приближен к реальным уровням производства. Это решение, ставшее неожиданностью после полного провала летнего саммита ОПЕК, позволяет надеяться на эффективность организации в стабилизации цен вблизи текущих уровней, комфортных с точки зрения возросших бюджетных расходов стран Ближнего Востока. С другой стороны, согласованные меры могут потребоваться и для предотвращения резкого роста цен на фоне обострения геополитических рисков; во всяком случае, ряд стран ОПЕК во главе с Саудовской Аравией заявляют о готовности компенсировать выпадающие поставки. Возвращение ОПЕК как эффективного участника мирового рынка нефти является еще одним фактором в пользу преимущественно бокового движения цен в 1кв12 в преддверии сезонного снижения спроса на нефть во втором квартале.

Металлы

Рынок металлов в прошедшем году предоставил прекрасную возможность увеличить свой капитал как «быкам», так и «медведям». Увеличение спроса на металлы и позитивный взгляд на развитие мировой экономики в начале 2011 г. вызвали уверенный трендовый рост, который в августе сменился обвальным падением, повышением волатильности и приближением цен к уровням себестоимости.

Суммарный объем торгов (Al, Cu, Ni), млн. \$

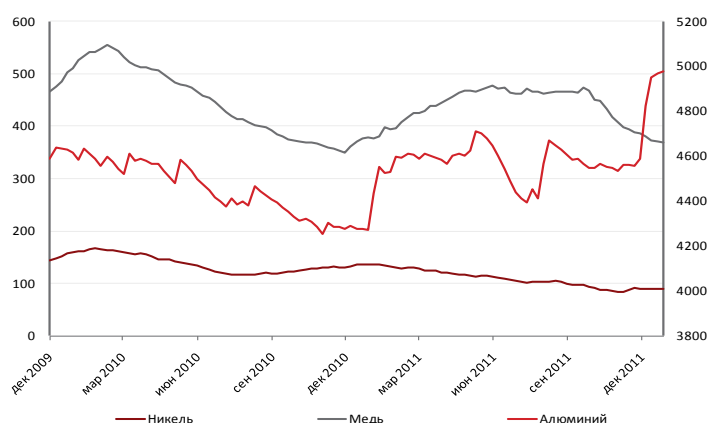


Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Складские запасы на LME, тыс. тонн



Источник: Bloomberg

заставляет производителей гораздо внимательнее, нежели годом ранее, относиться к уровню издержек. Большинство крупных проектов, находящихся в стадии активной разработки, отличаются снижением качества добываемого сырья. При этом введение в коммерческую эксплуатацию новых месторождений занимает длительное время и требует высоких капитальных затрат.

По итогам первого квартала 2012 г. мы ожидаем сохранения текущих уровней цен с постепенным формированием долгосрочного восходящего тренда. Количественно коридоры цен для промышленных металлов определены следующим образом: алюминий \$2000-2300/т., медь \$7000-8000/т., никель \$18000-20000/т. с рекомендацией покупать у нижней границы диапазонов сроком до конца года.

Первый квартал традиционно является особым периодом на рынке промышленных металлов из-за большого числа праздников и выходных по всему миру. Рынок демонстрирует сезонное снижение объемов торгов из-за празднования католического Рождества (конец декабря), новогодних праздников (первые числа января) и, наконец, Нового года по лунному календарю (официально 23-25 января, неофициально еще две последующие недели). Снижение активности участников торгов исторически чаще приводило к умеренному росту котировок, однако пессимистичный новостной фон и опасения относительно стабильности мировой финансовой системы не создают возможностей для ралли в начале года после затяжной полугодовой коррекции. В пользу этого выступает и ситуация на валютном рынке: укрепление американского доллара повышает давление на котировки металлов. По нашему мнению, первый квартал станет периодом консолидации, по итогам которого возможно формирование длинных позиций по корзине промышленных металлов для участия в последующем трендовом росте на фоне улучшения макроэкономической ситуации, пополнения запасов крупнейшими потребителями с учетом снижения закупочных цен (часто рассчитываются как среднее значение за период от нескольких месяцев до полугода), сезонного увеличения спроса со стороны автомобильной и строительной отрасли.

Мы не ожидаем кратного увеличения стоимости фрахта в первом квартале из-за наличия избыточного предложения, поэтому стоимость доставки не будет оказывать поддержку ценам на промышленные металлы. Напомним, что стоимость фрахта исторически имеет циклический характер развития: после дефицитного периода до 2008 г. наступила фаза насыщения, причем крупнейшие добывающие компании, например бразильская Vale, стремятся сократить свои затраты и продолжают строительство флота гигантских балкеров класса VLOC (very large ore carrier) дедеветом свыше 400 тыс.т.

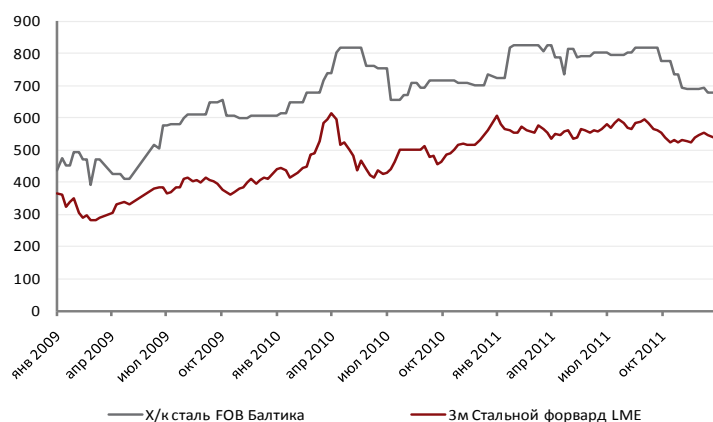
Постепенно снижается величина раскорреляции между объемом запасов и ценами на промышленные металлы. В свою очередь, цены цветных металлов уже давно утратили прямую зависимость от величины товарных запасов, поскольку с каждым годом все большая часть варрантов используется в финансовых сделках, а металл выступает лишь в качестве залога и не используется по прямому промышленному назначению.

Ключевую роль в первом квартале 2012 г. будет играть баланс физического спроса и предложения. Обвал рынка в августе-сентябре 2011 г. и последующее банкротство одного из крупнейших мировых брокеров MF-Global, который был одним из первичных дилеров на LME (London Metal Exchange), привели к снижению доли спекулятивной составляющей в ценах на металлы, что

Черная металлургия

Мировой выпуск стали в прошедшем году побил абсолютные рекорды; особенно отличились китайские производители. При этом спрос на продукцию обеспечивали бурно развивающиеся страны Азии, в то время как традиционные европейские рынки заметно

Цены на сталь, \$/т

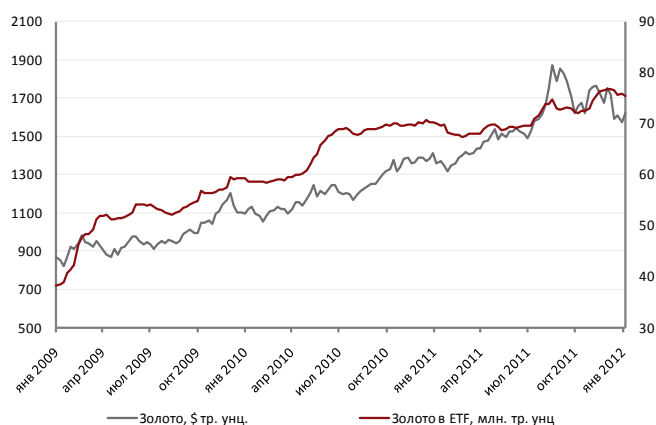


снизили покупательную активность. Похожая тенденция с высокой долей вероятности сохранится не только в первом квартале, но и в течение всего 2012 г. Отдельно стоит отметить переориентацию отечественных металлургов на внутренний рынок: спрос со стороны автомобильной промышленности, производителей труб и строительства позволил получить неплохие результаты даже несмотря на провальное второе полугодие. Однако теперь сезонного восстановления спроса можно ожидать только к концу первого квартала. При этом падение цен на металлургическое сырье во втором полугодии 2011 г. создает некоторую подушку безопасности для сталелитейщиков, поскольку традиционно рост цен на готовую продукцию опережает увеличение закупочных цен на железную руду и уголь.

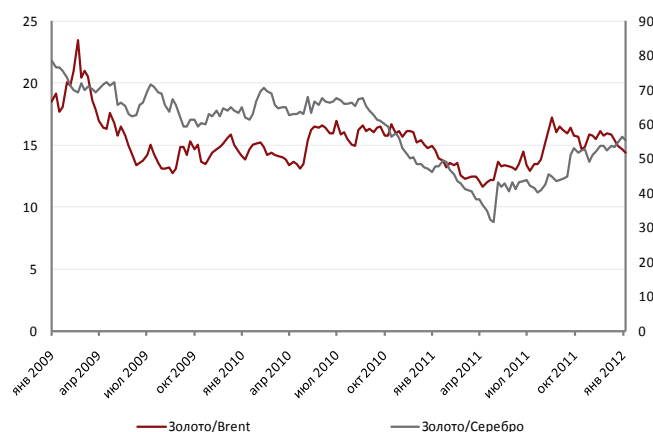
Источник: Bloomberg

Драгоценные металлы

Цены на драгоценные металлы, вопреки сложившейся традиции, в прошедшем году отличались излишне высокой волатильностью. Текущие уровни цен находятся значительно выше себестоимости, поэтому говорить о фундаментальных причинах для роста котировок золота и серебра пока не приходится. Единственным ориентиром может служить увеличение уровня спроса на металл со стороны растущих азиатских экономик. Так, традиционные свадебные зимние месяцы в Индии способствуют увеличению спроса на золото, что является невидимым катализатором для роста котировок вопреки макроэкономическому фону. Впрочем, в связи с ростом волатильности новые возможности открывает торговля спредами на драгоценные металлы: речь идет о поиске и максимальных отклонений от среднего уровня в сочетаниях золота и серебра с драгоценными металлами промышленного назначения — платиной и палладием. В качестве ценовых ориентиров на первый квартал можно отметить поддержку ценам на золото со стороны многолетнего растущего тренда, который может обеспечить прирост стоимости к концу квартала до \$1650-1700/тр.унц.; следом может последовать серебро в коридоре \$30-35/тр.унц. Впрочем, высокая волатильность цен на золото во второй половине 2011 г. серьезно навредила металлу как индикатору риска и средству для хеджирования, ограничивая интерес к активу со стороны участников, ориентирующихся на техническую оценку надежности активов. В случае, если цены на металл последуют наблюдаемому с осени нисходящему тренду и не удержатся выше ключевой поддержки, в начале года располагающейся на уровне \$1520-1530/тр.унц., следующим серьезным барьером на пути снижения цен будет уже уровень \$1350/тр.унц.



Источник: Bloomberg

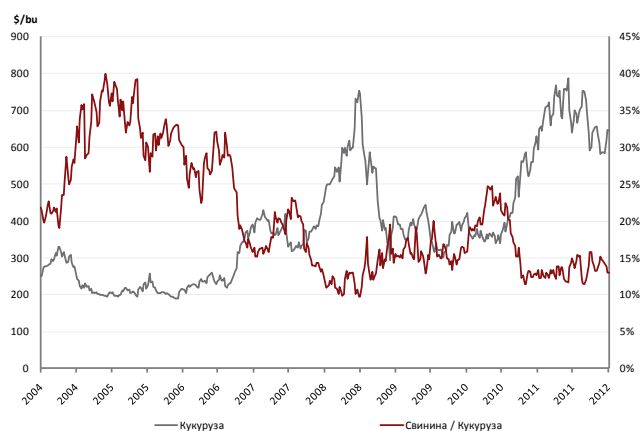


Продовольственные товары

Общие макроэкономические тенденции все чаще влияют на ценовые колебания продовольственных товаров сильнее, нежели баланс спроса и предложения. Фундаментальные несовершенства экономики развитых стран и несоблюдение ими бюджетной дисциплины внушают инвесторам неуверенность и приводят к росту премии за риск. Для ограничения рисков трейдерам приходится закрывать позиции на товарно-сырьевых рынках, что ведет к снижению цен и поддерживает высокую волатильность. Однако сами сельхозпроизводители утверждают, что ситуация на рынках продовольствия еще далека от полного удовлетворения растущего спроса. Соотношение запасов сельскохозяйственных товаров и глобального уровня потребления сейчас находится ниже среднеисторических уровней, а растущий спрос стран азиатского региона и ежегодные погодные катаклизмы добавляют неуверенности в среднесрочной перспективе.

Кукуруза

После запуска Китаем программы скупки кукурузы на внутреннем рынке для поддержания цены и защиты местных фермеров, нужно рассматривать в первую очередь фундаментальные факторы, влияющие на цену данного продукта. На сегодня в США соотношение цен свинины к кукурузе, используемой для производства кормов, находится у своих исторических минимумов, что приводит к замедлению темпов производства мяса и перекосу рынка с угрозой дальнейшего обвала цен на кукурузу. Производители курятины и свинины начинают использовать другие зерновые культуры для производства кормов в животноводстве и заключают долгосрочные контракты на поставку пшеницы вместо кукурузы.



Источник: Bloomberg



Тем не менее, не стоит забывать о ярко выраженной сезонности цен на кукурузу из-за непредвиденных погодных условий, ухудшение которых нередко имеет место в начале года. При рассмотрении ценовых колебаний за последнюю декаду, более чем в 70% случаев цены на конец февраля превышали январское закрытие более чем 2%, что в определенной степени является поводом для открытия длинных позиций в кукурузе.

Пшеница

Несмотря на рекордные урожаи пшеницы, оказывающие серьезное давление на цену, мы рассчитываем на влияние природных катаклизмов в Юго-восточной Азии, которые уже развернули цены на пшеницу в сторону роста. В случае продолжения наводнений в этом регионе, инвесторы могут ожидать дальнейшего роста цен на пшеницу, которая будет поставляться в качестве гуманитарной помощи пострадавшему населению. Наша рекомендация — открывать длинные позиции от уровня в \$5,30 за бушель.

Какао

После достижения более чем 30-летнего максимума (вызванного бедным прошлогодним урожаем в Кот-д'Ивуаре, который является основным мировым поставщиком какао, и обострением политических рисков, вызвавшим остановку экспорта из страны) цены на какао-бобы стали стремительно снижаться на фоне экономических проблем Европы, на которую приходится более 40% мирового потребления этого продукта. Но, как показали рождественские распродажи, долговой кризис не ударил по карману европейского потребителя, а в странах ЕС не наблюдается резкого снижения зарплат и доходов. Главный удар кризиса несут малообеспеченные слои населения и низкоквалифицированная рабочая сила. Германия и близлежащие северные соседи с их жесткой конкурентоспособной экономической системой показали снижение безработицы за последний год в отличие от южных стран еврозоны. ЕС ещё далек от разделения, а текущие расхождения могут оказаться дорогой к экономической конвергенции и устойчивости.

В связи с этим, основным драйвером ценовых колебаний в какао-бобах будет служить информация о погодных условиях в Кот-д'Ивуаре и, в частности, ветра Харматана, который может негативно повлиять на урожай. Этот погодный феномен приносит песчаную пыль с юга пустыни Сахара, образуя запыленный воздух. При развитии неблагоприятного погодного сценария в Западной Африке, мы рекомендуем покупать контракты на какао-бобы от уровней в \$1700-1800 за тонну.

Сахар, Кофе

Пристальное внимание к погодному явлению Ла-Нинья, которое приносит холодную погоду с Тихого океана, послужит основным спекулятивным триггером в период созревания урожая. Мировые информационные агентства следят за погодными колебаниями в Бразилии, которая является главным мировым экспортером сахара и кофе, информируя трейдеров о возможных катаклизмах.

Рынки акций

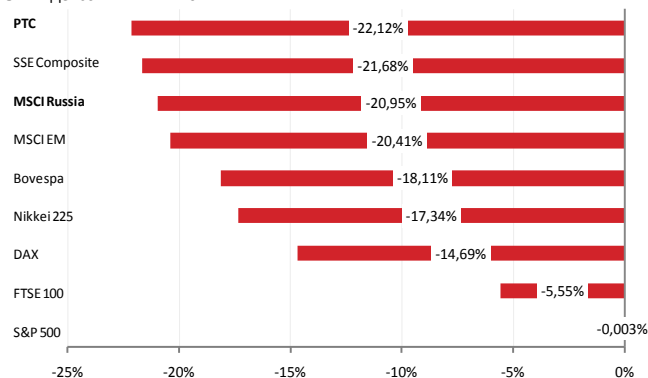
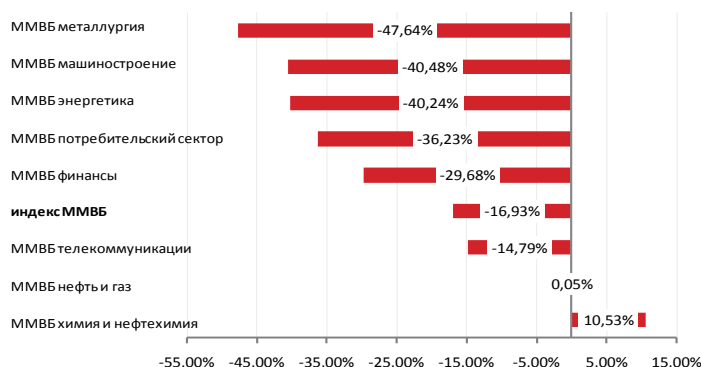
Общерыночная динамика

2011 год оказался непростым для российского рынка акций. В начале апреля индекс ММВБ впервые с июня 2008 г. поднялся выше 1850 пунктов (1859,99 пунктов на закрытие 6.04.2011) вслед за спровоцированным «арабской весной» скачком цен на нефть Brent к \$125/барр. Однако сезонная коррекция в апреле-мае нивелировала рост первого квартала, а к началу августа признаки существенного замедления экономики США и очередная эскалация долгового кризиса в Еврозоне пробудили на мировых рынках ожидания «второй волны кризиса», резко отбросив вниз котировки: годовой минимум индекса ММВБ 5 октября составил 1265,67 пунктов. Осенью действия основных центробанков по поддержанию ликвидности и неуверенные шаги к реформам в Европе позволили рынкам отыграть часть потерь. Впрочем, восстановительная динамика оказалась не слишком устойчивой: в итоге год индекс ММВБ завершил на отметке 1402,23 пунктов, потеряв за 12 месяцев 16,93 %, что вполне сопоставимо с динамикой других развивающихся рынков.

Отраслевая динамика российского рынка оказалась неоднородной. Из отраслевых индексов ММВБ в «плюсе» по итогам года оказался только «ММВБ химия и нефтехимия». Практически не изменилось значение индекса «ММВБ нефть и газ», так как поддержку наиболее капитализированному сегменту российского рынка оказали цены на нефть – хотя вторая половина года и прошла в волатильном боковике, однако сформировался он на достаточно высоких уровнях. Остальные индексы зафиксировали значительное снижение. Среди аутсайдеров – металлургический сектор, пострадавший из-за чувствительности отрасли к стадиям экономического цикла, и электроэнергетика, оставшаяся под давлением из-за сохраняющейся неопределенности в парадигме регулирования отрасли.

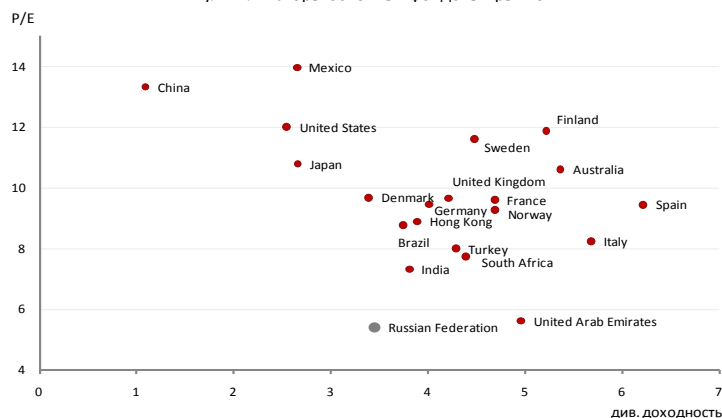
В начале 2012 г. мы не склонны к алармистским ожиданиям и считаем, что постепенное преодоление последствий кризиса продолжится. Однако непосредственно в течение первого квартала конъюнктура, скорее всего, будет оставаться не слишком благоприятной для рынков рискованных активов и, в частности, для российского рынка акций. Во-первых, из-за пика погашений госдолга в «проблемных» странах Еврозоны уязвимость рынков к негативным новостям из региона будет оставаться очень высокой. Во-вторых, позитивные сигналы в экономике США пока не настолько сильны, чтобы убедить инвесторов в отступлении риска новой рецессии, но достаточно ощутимы, чтобы ФРС США в ближайшее время не стала начинать третью серию полноценного QE, что будет расстраивать часть участников рынка (хотя и не вполне оправданно). Ожидание итогов российских президентских выборов в марте также будет фактором, сдерживающим активность инвесторов в этот период.

Динамика мировых индексов и отраслевых индексов ММВБ в 2011 г.



Источник: Reuters

Мультипликаторы основных фондовых рынков



Источник: Reuters

Потери российских индексов в 2011 г. были сравнимы со снижением на других развивающихся рынках и на площадках европейских стран, однако благоприятная конъюнктура сырьевых рынков и, как следствие - сильные финансовые результаты многих эмитентов заметно повысили относительную привлекательность отечественных акций. После стабилизации обстановки на мировых рынках, российские индексы смогут компенсировать этот разрыв опережающими темпами.

Исходя из вышеперечисленного, а также учитывая техническую картину по российским индексам, которые пока не смогли выйти из нисходящего тренда, развивающегося с апреля 2011 г., мы не можем исключить негативной динамики и в первом квартале 2012 г. В случае реализации вышеперечисленных рисков, индекс ММВБ может вернуться к минимумам 2010 и 2011 гг. (1200-1250 пунктов); впрочем, эти уровни выглядят серьезной поддержкой. Наиболее позитивным сценарием на квартал представляется выход к осенним максимумам в район 1550 пунктов. Однако наиболее вероятным мы считаем сценарий, при котором резкие движения индексов будут чередоваться с продолжительными периодами напряженного ожидания, продолжая формировать волатильный боковик в границах обозначенных уровней. Исходя из этого, мы считаем наиболее целесообразной для инвестора тактикой на ближайшие месяцы продолжение формирования долгосрочного портфеля из фундаментально недооцененных бумаг.

Ситуация в основных секторах

Нефтегазовый сектор

Более чем благоприятная ситуация на рынке нефти в 2011 г. (среднегодовая цена барреля Urals составила более \$109, увеличившись на 40% к 2010 г. и став максимальной за всю историю) позволила компаниям российского нефтегазового сектора закончить год с сильными финансовыми результатами. Это, вкупе с сокращением их капитализации на фоне слабого фондового рынка, снизило мультипликаторы рыночной стоимости до очень привлекательных уровней, что позволит компаниям сектора стать драйвером восстановления рынка в случае улучшения общеэкономической конъюнктуры.

Публикация годовых результатов, которые для ряда эмитентов сектора являются и четкими ориентирами дивидендных выплат, может стать хорошим поводом для повышенного интереса рынка к компаниям нефтегазового сектора. Сохранение высоких цен на нефть, а также эффект налоговых новаций – системы «60-66» и льгот по шельфовым месторождениям – в первую очередь способствуют привлекательности компаний, в бизнесе которых преобладают добыча и экспорт сырой нефти – таких как ЛУКОЙЛ, Роснефть, Сургутнефтегаз, ТНК-ВР. Отношение инвесторов к ЛУКОЙЛу также может улучшиться благодаря принятой в конце года новой стратегии, предполагающей более интенсивное развитие добычи и экспансию бизнеса.

Более разборчиво следует относиться к акциям компаний, ориентированных на переработку: даже с учетом компенсаций, новые принципы налогообложения являются минусом для Татнефти и Башнефти, а акции последней могут пострадать от изменений дивидендной политики компании. Кроме того, в предвыборный период государство продолжит оберегать рынок нефтепродуктов от роста цен, и экспорт сырой нефти в ближайшей перспективе останется главной «дойной коровой» компаний сектора. Анонсированная в прошлом году приватизация пакетов Роснефти и Транснефти в ближайшие кварталы вряд ли состоится хотя бы из-за неподходящей рыночной конъюнктуры, что будет оказывать сдерживающее влияние на капитализацию этих компаний. Впрочем, для привилегированных акций Транснефти отсутствие на фондовом рынке обыкновенных акций можно рассматривать как благо: ведь это дает некоторым участникам рынка моральный повод расценивать «префы» как заменитель «обычки» с соответствующим влиянием на их стоимость. Оценка привилегированных акций транспортной монополии, скудный денежный поток которой в

ближайшие годы не предоставит возможностей для существенных выплат акционерам, исключительно по дивидендной доходности, никоим образом не оправдывает текущих уровней цен.

Капитализация Газпрома все серьезней отстает от финансовых показателей концерна, давая право рекомендовать его акции для стратегического инвестирования; еще более актуальной эту рекомендацию делает взятый компанией курс на рост дивидендов. В начале года Газпром и его партнеры по Штокману могут наконец получить льготы от государства и утвердить инвестиционное решение по проекту. Кроме того, принципиальные подвижки возможны и по украинскому направлению – договоренность с Белоруссией и готовый к реализации Южный поток увеличивают шансы на получение контроля над ГТС Украины. Сокращение инвестпрограммы Газпрома в 2012 г. дает надежду на получение компаниями значительного чистого денежного потока, а сезонное увеличение спроса на газ в начале года может хорошо сказаться на операционных показателях.

Соотношение индекса ММВБ и цен на нефть (баррель WTI, руб.)



Источник: Reuters

Российский фондовый рынок тесно коррелировал с ценами на WTI в течение двух лет, и потерял эту привязку лишь с осени 2011. В начале 2012 г. этот примитивный индикатор указывает на 30%-ный потенциал роста российского рынка к отметке 0,6

Металлургия

Российский металлургический сектор оказался одним из аутсайдеров фондового рынка во втором полугодии 2011 г.: ключевые «фишки»кратно подешевели относительно своих годовых максимумов. Среди причин столь масштабной потери капитализации можно выделить общее снижение спроса на стальную продукцию, которое привело к ожидаемому снижению прибыли за счет падения цен, а также получение крупных разовых убытков от роста курса доллара и евро к рублю.

Впрочем, вопрос себестоимости продукции фактически для всех отечественных компаний не стоит ребром, поскольку уровень вертикальной интеграции от добычи сырья до производства продукции с высокой добавленной стоимостью у большинства из них приближается к 100%. Кроме того, стоит отметить постепенную переориентацию на внутренний спрос, вызванную постоянным расширением российского рынка. Спрос порождается со стороны трубной промышленности, автопроизводителей, строительной и кораблестроительной отраслей. Поэтому, даже 30%-ная коррекция стоимости железной руды и угля в рамках одной компании с большой долей внутреннего перераспределения фактически не должна кардинально сказаться на величине денежного потока.

Завершение периода масштабных инвестиционных программ и запуск новейших технологических линий позволяют выпускать конкурентоспособную продукцию, соответствующую мировым стандартам качества уже сейчас, что должно положительно сказаться на чистом денежном потоке и капитализации всего сектора. В первом квартале 2012 г. мы ожидаем повышение интереса инвесторов к отрасли на фоне улучшения макроэкономической обстановки и улучшения производственных, а следом и финансовых показателей, однако не следует забывать, что опасения крупных инвесторов в преддверии президентских выборов могут серьезно ограничить приток ликвидности на рынок.

Электроэнергетика

Накануне выборов в секторе усилилось государственное регулирование и контроль, что оказало негативное влияние на его капитализацию. Генерация испытывает на себе давление обязательств по инвестиционным программам в рамках ДПМ. Новшеством следующего года может стать исключение из стоимости ДПМ возврата и дохода на капитал, профинансированный за счет централизованных и бюджетных средств. Также генерирующие компании вынуждены работать над повышением эффективности операционной деятельности, чтобы нивелировать существенные темпы роста издержек при установленной государством планке роста тарифов на электроэнергию. Тенденция к консолидации энергетических мощностей государственными компаниями будет усиливаться; угрозой для энергетиков также выступает строительство собственных мощностей крупными потребителями.

Однако под наибольшим давлением остаются сетевой и сбытовой сегменты. Ввиду переноса сроков индексации тарифов на передачу электроэнергии на 1 июля 2012г., выручка сетевых компаний в первом полугодии будет расти медленнее расходов, что приведет к сокращению прибыли. Также распределительные сетевые компании вынуждены сокращать инвестпрограммы. Ожидания сетевиков будут связаны с пересмотром параметров RAB-регулирования, а также с возможной приватизацией сетевого комплекса. Первые подвижки возможны в отношении МРСК Сибири, заинтересованность в приобретении которой демонстрирует Евросибэнерго. Переданная в доверительное управление французской ERDF Томская распределительная компания также может стать одной из первых дочек Холдинга МРСК, проданных частным инвесторам. Лучше прочих будет чувствовать себя ФСК, темпы роста тарифов которой сохранены на довольно высоком уровне. Более того, на компанию не повлияет отмена прямых договоров на передачу электроэнергии с начала 2012г.

Сбытовые компании попали под пристальный взгляд регуляторов в конце 2011 г. Помимо внутренних проблем с платежной дисциплиной, обостряется конкуренция между гарантирующими поставщиками и независимыми сбытовыми компаниями. Отсутствие дифференцированного подхода к регулированию деятельности сбытовых компаний может сильно ударить по отдельным представителям сектора, у которых плохо налажена работа по погашению задолженности потребителями, что, в конечном счете, может привести к банкротству. Это может способствовать ускорению консолидации сбытовых компаний крупными вертикально интегрированными энергетическими холдингами для увеличения доли на рынке и влияния на него.

Существенных изменений в модели функционирования рынка электроэнергетики, вероятнее всего, не произойдет, однако возможно внесение поправок в функционирующую систему. В первом квартале отношение инвесторов к сектору будет формироваться в условиях давления регуляторов, которое не ослабнет до президентских выборов. До 1 апреля текущего года планируется принятие решений на второе полугодие 2012г. по параметрам RAB и тарифам на передачу электроэнергии для ТСО, а также утверждение сбытовых надбавок и цен на электроэнергию для покупателей на розничных рынках.

Банковский сектор

Банки испытали на себе сильное внешнее давление в прошлом году; индекс ММВБ-финансы снизился почти на 30%. Во второй половине 2011 г. произошло значительное ухудшение ситуации с ликвидностью в банковской системе, что привело к росту ставок межбанковского рынка. Очень важное значение для сектора оказала всесторонняя поддержка ЦБ РФ, которая включала в себя облегчение доступа к ликвидности для банков, снижение требований к ломбардному списку и дисконтов по репо. В 2012 г. возможно расширение механизмов рефинансирования, и недельное репо может стать базовым инструментом в системе рефинансирования.

Российские банки чувствовали себя в 2011 г. уверенно с фундаментальной точки зрения, и снижающаяся процентная маржа компенсировалась ростом объемов кредитования. Отличные показатели прибыльности и роста активов показал Сбербанк, но значительная часть роста прибыли в 2011 г. была вызвана снижением отчислений в резервы. По мнению главы Сбербанка Г.Грефа, в 2012 г. вряд ли получится сохранить высокие темпы роста кредитования из-за сложной обстановки с ликвидностью и процентными ставками; темпы развития экономики тоже не будут поддерживать бурный рост темпов кредитования. Также Г.Греф не видит потребности в срочной продаже государством акций Сбербанка при текущей рыночной конъюнктуре, так как у государства нет острой потребности в деньгах.

Европейский финансовый сектор и внутривнутриполитическая обстановка в первой половине 2012 г. будут основными факторами давления на российские банки. Среди бумаг банковского сектора мы выделяем наиболее ликвидные бумаги (Сбербанка и ВТБ) и отдаем предпочтение Сбербанку, акции которого, по нашему мнению, будут показывать динамику лучше акций ВТБ. Но по сравнению со стоимостью ведущих западных банков (по показателю цена/капитал), особенно европейскими, отечественные банки не выглядят дешевыми и по текущим уровням. Частично это объясняется более стабильным финансовым положением, низким левереджем и отсутствием прямой зависимости от европейского долгового кризиса.

Инвестиционные идеи

С учетом специфики ситуации на рынке акций, мы выделяем три группы инвестиционных идей, которые различаются по уровню риска и предполагаемой доходности, и могут быть интересны участникам рынка, ориентирующимся на стратегии различной степени агрессивности.

1. «Фундаментальные идеи» – бумаги компаний с невысокими мультипликаторами рыночной стоимости и хорошими финансовыми показателями, динамика которых имеет все шансы опередить рыночную при улучшении общей конъюнктуры и уберечь от значительных потерь в случае негативного варианта развития событий на рынке. Привлекательность основной части представленных ниже компаний определяется значительным ростом финансовых результатов их деятельности по итогам 2011 г. или чрезмерным падением капитализации под влиянием общерыночных и общепотребительских факторов, как в случае электроэнергетических компаний эмитентов потребительского сектора.

Сектор	Тикер	Текущая цена, руб *	Текущая цена, \$	Прогноз, \$	Потенциал	P/E 2011E	P/S 2011E	EV/EBITDA 2011E
Нефтегазовый	Газпром	179,71	5,7	7,9	39%	3,3	0,9	2,7
Нефтегазовый	Лукойл	1780,9	56,3	75	33%	3,9	0,4	2,9
Нефтегазовый	Газпром нефть	150,2	4,8	5,9	24%	4,4	0,5	3,2
Нефтегазовый	ТНК-ВР	84,74	2,7	3,3	23%	5,5	0,8	3,9
Нефтегазовый	Сургутнефтегаз ао	26,581	0,84	1,0	19%	5,5	1,1	2,1
Электроэнергетика	Мосэнерго	1,74	0,06	0,09	64%	7	0,4	3,5
Электроэнергетика	ТГК-1	0,0094	0,0003	0,00043	45%	4,9	0,65	5,3
Электроэнергетика	Э.ОН Россия	2,301	0,07	0,103	42%	10,1	2,1	6,3
Электроэнергетика	Энел ОГК-5	1,955	0,06	0,076	23%	15,5	1,1	8,8
Мин.удобрения	ФосАгро	8155	257,9	400	55%	3,4	0,9	2,7
Ритейл	Группа О'Кей	6,7	6,8	13,0	91%	14,0	0,5	9,7
Агро	Группа Черкизово	614,4	19,4	31,8	64%	5,0	0,6	6,5
Транспорт	Аэрофлот	50,75	1,61	2,94	83%	3,5	0,3	4,9

* по состоянию на 12 января 2012 г.

2. Вторая группа рекомендаций на ближайшие месяцы включает бумаги с относительно высокой дивидендной доходностью, которые по праву пользуются репутацией «защитных» активов в периоды рыночной нестабильности. К тому же, месяцы, предшествующие публикации годовых результатов эмитентов и принятию ими решений по выплате дивидендов, традиционно благоприятны для динамики дивидендных бумаг. Мы выделяем несколько дивидендных идей, которые могут оправдать себя не только в случае сохранения общей неуверенности на рынке, но и в условиях улучшения конъюнктуры – за счет роста стоимости бумаг.

	Ожидаемые дивиденды, руб.	Период	Ожидаемая див.дох-сть	Примечание
Дорогобуж пр.	3,85	2011 г.	22%	
ТНК-ВР ап	12	июль-дек.11	17%	22% с учетом промежуточных за 1пг11
ТНК-ВР ао	12	июль-дек.11	14,6%	18.8% с учетом промежуточных за 1пг11
Мосэнергосбыт	0,0763	2011 г.	16%	При норме див. выплат 60%
Сургутнефтегаз ап.	2,1	2011 г.	13%	
Нижнекамскнефтехим	2,76	2011 г.	12%	30% от чистой прибыли
Нижнекамскнефтехим пр.	1,92	2011 г.	12%	Историческая доходность равна "обычке"
Мечел ап	24	2011 г.	11%	20% от чистой прибыли
Томская распределительная компания ап	0,03	2011 г.	10,6%	
Петербургская сбытовая компания ап	0,82	2011 г.	9%	При норме див. выплат 60%, Free Float 20%
МТС	14,80	2011 г.	8%	60% от чистой прибыли
Самараэнерго ап	0,05	2011 г.	8%	
Нижегородская СК ап	79,47	2011 г.	5%	8% с учетом промежуточных за 3м2011г.
Балтика	60	2011 г.	5%	

3. «Особые истории»

В третью группу идей на начало 2012 г. мы включаем бумаги, динамика которых может опередить рынок в силу специфических драйверов – корпоративных событий, расширения бизнеса, выхода на IPO. На волатильном рынке эти идеи мы относим в разряд высокорисковых, однако, в случае реализации они способны обеспечить доходность, превосходящую среднерыночную.

Уралкалий

Мы не исключаем, что в ближайшие месяцы будет достигнуто решение по поглощению Уралкалием Беларуськалия, которое позволит создать мирового монополиста на рынке калийных удобрений и может стать драйвером роста капитализации компании. Единственным препятствием для поглощения является отсутствие желания расставаться с контролем над этим стратегическим активом у белорусского правительства. Но отношение белорусских властей к сделке может резко потеплеть после того, как под конец 2011 г. было достигнуто газовое соглашение с РФ. С 2012 г. экспортные операции Уралкалия уже будут консолидированы с Беларуськалием через единого трейдера - «Белорусскую калийную компанию» (БКК), в которой Уралкалий владеет 50%.

Энергоактивы Реновы

Во второй половине 2011 г. Газпром (материнская компания Газпром энергохолдинг - ГЭХ) и Ренова (контролирующая КЭС-Холдинг) предприняли попытку объединения своих энергоактивов на базе ГЭХа. Изначально сделку планировалось завершить до конца 2011г., однако из-за разногласий с ФАС ходатайство было отозвано. Мы считаем, что в начале 2012 г. стороны могут вернуться к идее объединения активов после оптимизации его параметров и провести консолидацию после президентских выборов 2012 г. Дополнительные вопросы, которые также предстоит решить двум энергохолдингам, связаны с параметрами возможной консолидации активов внутри КЭС-холдинга. В любом случае, продажа энергоактивов Реновы в полном объеме возможна только государственными структурам. Помимо Газпрома, заинтересованность в активах КЭСа имеет ИНТЕР РАО, рассматривающая возможность обмена своих миноритарных долей в генераторах КЭС и ГЭХ на контрольный пакет в ТГК-6, либо Волжской ТГК (либо на блокпакеты в обеих компаниях). Ввиду наибольшей эффективности среди ТГК КЭС-Холдинга, Волжская ТГК является самой привлекательной для получения контроля над ней. Корпоративные события могут привести к возникновению обязательств по офортам миноритариям компаний КЭС-Холдинга. На начало года наибольшей премией средневзвешенной цены за последние 6 месяцев к рыночным котировкам в размере 18% обладают акции Волжской ТГК. Премия в размере 12% к рынку существует у акций ТГК-6 и ТГК-9.

ФосАгро

После президентских выборов в марте 2012 г. возможно сокращение лоббистских возможностей владельца контрольного пакета предприятия А.Гурьева. СМИ неоднократно упоминали о различных схемах, выходящих за рамки закона, к которым прибегал А.Гурьев в ходе управления агрохимическим холдингом, однако ему всегда удавалось отстоять свой контроль над предприятием. В свою очередь, наиболее вероятным покупателем активов Гурьева, по нашему мнению, является А.Ротенберг, который недавно вошел в агрохимический бизнес, купив пакет россосанских Минудобрений, и, вероятно, продолжит укреплять свои позиции в отрасли.

Соллерс

За 2011 г. капитализация самого интересного из присутствующих на российском рынке автопроизводителей упала более чем вдвое, что, на наш взгляд, неадекватно отражает состояние бизнеса компании. Продажи Соллерс за год выросли на четверть в физическом выражении, приблизившись к показателям наиболее успешного для компании 2008 г. (116 тыс.шт. против 128 тыс.шт.). Компания вышла в прибыль в 1пг11 и, по-видимому, продемонстрирует неплохой финансовый результат по итогам года. 2012 г. может стать переломным для бизнеса Соллерс: постепенное сворачивание бизнес-отношений с Fiat и запуск крупных проектов с Ford и Mazda заложат основы динамики результатов компании на годы вперед. В условиях экономической нестабильности акции автопроизводителей – одни из наиболее уязвимых, однако в случае благоприятной конъюнктуры бумаги Соллерс имеют все шансы опередить рост рынка, опираясь на поток новостей о финансовых результатах и реализации новых проектов.

Алроса

В связи с падением спроса на алмазы в результате мирового кризиса 2008 г., компания стала активно искать источники привлечения финансирования, в том числе за счет размещения акций на бирже. В целях реализации данного проекта была проведена масштабная работа, начиная со смены организационно-правовой формы и заканчивая структурными изменениями для повышения инвестиционной привлекательности компании. Весь 2011 г. рынок находился в ожидании корпоративных новостей, которые под конец года несколько разочаровали – IPO может быть отложено с середины 2012 г. на конец года или начало следующего. Однако на фоне восстановления спроса на алмазную продукцию компании уже удалось сократить долговую нагрузку (дальнейшее сокращение доли заемных средств остается приоритетом на ближайшую перспективу) и резко увеличить рентабельность. В последующие годы, компания ожидает дефицит камней на рынке в связи с истощением производственных площадок по всему миру. При этом сама Алроса обладает высококачественной сырьевой базой и возможностями ее расширения, что позволит компании сохранять лидирующие позиции в средне- и долгосрочной перспективе. Уникальность бизнеса компании и приближающееся IPO могут стать катализатором роста интереса к ее бумагам.

Инвестиционная компания БФА

197101, Санкт-Петербург,
Петроградская наб., д. 36, лит. А, б/ц «Линкор»
Тел.: +7 (812) 329 81 81 (основной)
Факс: +7 (812) 329 81 80
info@bfa.ru
www.bfa.ru

Управление продаж

Думчева Анна начальник управления	прямой +7 (812) 326 93 61, доб. 1088 a.dumcheva@bfa.ru
Тапинов Петр старший специалист	прямой +7 (812) 611 00 64, доб. 1032 p.tapinov@bfa.ru
Виноградов Кирилл специалист	доб. 1144 k.vinogradov@bfa.ru

Отдел рынков акций

Анастасов Антон трейдер	доб. 1052 a.anastasov@bfa.ru
Широков Станислав трейдер	доб. 1053 s.shirokov@bfa.ru

Аналитический отдел

research@bfa.ru

Дёмин Денис начальник отдела	доб. 1284 d.demin@bfa.ru
Моисеев Алексей заместитель начальника отдела	доб. 1286 a.moiseev@bfa.ru
Куриленко Кирилл ведущий аналитик	доб. 1280 k.kurilenko@bfa.ru
Казанцев Сергей аналитик	доб. 1281 s.kazantsev@bfa.ru
Дорофейкин Олег аналитик	доб. 1222 o.dorofeykin@bfa.ru
Иванова Ольга аналитик	доб. 1241 o.ivanova@bfa.ru
Настыч Мария специалист	доб. 1154 m.nastych@bfa.ru

Управление торговых операций

Малев Всеволод начальник управления	прямой +7 (812) 322 5899, доб. 1293 v.malev@bfa.ru
Народовый Роман начальник отдела товарных рынков	прямой +7 (812) 329 8198, доб. 1168 r.narodovyy@bfa.ru
Геордиев Александр трейдер	доб. 1092 a.deordiev@bfa.ru
Пашков Алексей аналитик	доб. 1147 a.pashkov@bfa.ru

Отдел брокерских операций

Иванов Николай Начальник отдела	прямой +7 (812) 329 8195, доб. 1235 n.ivanov@bfa.ru
Мишарев Андрей заместитель начальник отдела	прямой +7 (812) 329 8195, доб. 1199 a.misharev@bfa.ru

Клиентский отдел

client@bfa.ru

Лукьянова Анастасия начальник отдела	+ 7 (812) 329 8196, доб. 1196 a.lukyanova@bfa.ru
Щекина Елена ведущий специалист	доб. 1174 e.schekina@bfa.ru
Ермолина Анастасия специалист	доб. 1173 a.ermolina@bfa.ru
Дымникова Светлана специалист	доб. 1073 s.dymnikova@bfa.ru
Артёменкова Анастасия специалист	доб. 1087 a.artemenkova@bfa.ru

Настоящий документ подготовлен аналитическим отделом ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» и носит исключительно информационный характер. Все оценки и мнения, высказанные в отчете, представляют собой независимое суждение аналитиков на дату выхода отчета. Вознаграждение авторов отчета ни прямым, ни косвенным образом не увязано с представленными в отчете точками зрения. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» оставляет за собой право изменять высказанные оценки и мнения в любое время без предварительного уведомления. Информация, содержащаяся в отчете, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако не существует никаких гарантий, что указанная информация является полной и точной и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и точная. Мы оставляем за собой право не обновлять информацию на основе новых данных либо полностью отказаться от ее освещения. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» и его сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с инвестиционными инструментами, упомянутыми в настоящем отчете. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» проводит внутреннюю политику, направленную на предотвращение потенциальных конфликтов интересов. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» и его сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.