



# **СТРАТЕГИЯ**

по управлению активами на российском фондовом рынке в 2009 году

## РЕЗЮМЕ

### Валютный рынок

Основным фактором, влияющим на курс национальной валюты в 2009 г. останется уровень цен на нефть. Если макроэкономическая ситуация не улучшится, то ЦБ будет продолжать политику плавной девальвации рубля, поддерживая курс с помощью интервенций.

При сохранении нефтяных цен на уровне \$50-60 за баррель, возможен рост стоимости бивалютной корзины в 2009 г. на 10-15% от текущих уровней (35-37 руб.). Если пара «евро-доллар» будет находиться в диапазоне 1.3-1.4 долл./евро, то вероятный среднегодовой курс рубля к доллару в 2009 г. составит 30-33 руб./долл., курс к евро – 39-45 руб./евро.

### Рынок облигаций

Наша стратегия на 2009 г. основывается на отборе облигаций первоклассных заемщиков, которые в последнюю очередь столкнутся со сложностями рефинансирования обязательств. При этом мы отдаем предпочтение «коротким» выпускам с дюрацией до года как менее волатильным и менее подверженным риску неопределенности конъюнктуры долгового и денежного рынков.

Особое внимание мы обращаем на возможность формирования портфеля еврооблигаций с доходностью в долларах США, сопоставимой с доходностью портфеля рублевых облигаций в рублях. При реализации рыночных ожиданий дальнейшей девальвации рубля стратегия Еврооблигации принесет более высокие результаты при сравнении результатов в одной валюте. Однако ввиду особенностей операций с еврооблигациями минимальная сумма в стратегии Еврооблигации больше, чем в стратегии Облигации.

### Рынок акций

Мы полагаем, что спад в мировой экономике может продолжиться в начале 2009 г. Статистика может зафиксировать более глубокий спад ВВП и рост безработицы, т.к. многие компании начнут реструктуризацию и оптимизацию с нового года. То, что сделают монетарные власти и правительства государств в 1К09 станет заделом для восстановления и развития мировой экономики во 2П09.

Что касается надежд быстрого выздоровления российской экономики, то это будет зависеть в первую очередь от конъюнктуры на мировых товарных рынках, а, следовательно, от роста мировой экономики. В 1К09 мы не ожидаем существенного влияния новой денежной политики российских властей на снижение уровня напряженности в экономике. Этот период просто внесет большую ясность в структуру спроса и предложения на внутреннем и мировом рынке товаров и услуг, а также выявит наиболее слабые предприятия страны.

Тем не менее, мы полагаем, что во втором полугодии возможно начало восстановления экономики РФ и рост на фондовом рынке. Прогноз, сделанный с помощью технического анализа, предполагает движение индекса РТС в диапазоне 420-2100 п. в течение 2009 г.

При инвестировании в рынок акций в 2009 г. мы отдаем предпочтение эмитентам следующих отраслей экономики: нефтегазовый сектор, беспроводная связь, розничные сети.

### Рекомендуемые стратегии

Мы полагаем, что наиболее успешными в 1К09 окажутся следующие стратегии (*Список №1*):

- Облигации;
- Еврооблигации;
- Защита капитала при росте;
- Защита капитала при снижении;
- Классическая сбалансированная стратегия.
- Трендовая.

**Поддерживаемые стратегии:**

Мы продолжаем управление по нижеуказанным стратегиям (*Список №2*) для клиентов, которые ранее выбрали данные стратегии.

- Акции;
- Перспективные акции;
- Акции-Потребительский сектор.

Мы полагаем, что данные стратегии являются наиболее рискованными в 1К09. Поэтому в 1К09 мы не рекомендуем данные стратегии. Клиентам, которые ранее выбрали стратегии из *Списка №2*, предлагаем перейти на стратегии из *Списка №1*.

## АНАЛИЗ ВАЛЮТНОГО РЫНКА

Анализируемый период: 2008 г.

Предложения и лимиты на период: 2009 г.

В 2008 году ЦБ РФ продолжал придерживаться политики регулируемого курса национальной валюты, удерживая курс рубля в коридоре по отношению к бивалютной корзине (55% доллар, 45% евро) с помощью интервенций. В первом полугодии такая политика привела к росту курса рубля по отношению к доллару, поскольку цены на нефть били рекорды, и продажа значительной валютной выручки оказывала давление на нижнюю границу корзины. Если в начале года нижняя граница находилась на отметке 29.60 рублей, то в результате нескольких расширений коридора к середине лета достигла 29.30 рублей. При этом, ЦБ дал понять, что в перспективе 1-3 лет он собирается отпустить валютный курс в «свободное плавание», чтобы перейти к политике инфляционного таргетирования. Во второй половине года ситуация обернулась против рубля, и национальная валюта начала обесцениваться по отношению к бивалютной корзине. Причины две:

1). Бегство капитала. В связи с международным финансовым кризисом все развивающиеся страны ощутили на себе вывоз капитала, однако в России эта тенденция была усилена возросшими политическими рисками (претензии к Мечелу, война в Южной Осетии).

2). Резкое снижение цен на товары российского экспорта – нефть, металлы. Это приводит к снижению сальдо торгового баланса, а в перспективе – к отрицательному сальдо.

Эти причины оказывали давление на верхнюю границу коридора бивалютной корзины, и ЦБ был вынужден тратить международные резервы, чтобы проводить интервенции в поддержку рубля. В конечном итоге, ЦБ отступился от защиты верхней границы корзины, и, начиная с середины ноября, ослаблял рубль по отношению к бивалютной корзине в среднем на 1% еженедельно.

Учитывая значительное ухудшение условий торговли и отток капитала, ослабление рубля было и остается неизбежным. При этом, у ЦБ фактически есть два варианта действий:

1). Отпустить курс рубля в свободное плавание. При этом российскую валюту ждет одномоментное обесценение на 15-20% (примерно на такую величину подешевели валюты стран-экспортеров нефти с плавающим валютным курсом), однако РФ сохранит свои международные резервы. Этот вариант приведет к крайне негативным последствиям для социальной и финансовой стабильности в стране. Следует заметить, что положительный эффект от девальвации для отечественного производителя сомнителен: увеличивается долговая нагрузка в долларах, а конкуренцию наши производители проигрывают по качеству, а не по цене.

2). Проводить плавную девальвацию, в надежде на улучшение ситуации. Похоже, Банк России в 2009 г. будет придерживаться именно этой стратегии. Несмотря на то, что она приводит к быстрому истощению международных резервов, данная стратегия является наиболее гибкой и привлекательной с точки зрения финансовой и социальной стабильности.

Основным фактором, влияющим на курс национальной валюты в 2009 г. останется уровень цен на нефть. В 2008 г. корреляция между стоимостью нефти и курсом рубля составила -0.90, и есть основания полагать, что в ближайшем будущем она сохранится на этом уровне. Нефть и нефтепродукты до сих пор занимают наиболее значительную часть российского экспорта, соответственно, от цены на нефть напрямую зависит приток валюты в страну. Ожидать притока иностранных инвестиций в Россию при низких ценах на нефть также не стоит. Все это может привести к отрицательному сальдо платежного баланса РФ в 2009 г., что будет сильно давить на курс рубля. Однако, если негативная экономическая ситуация в стране и девальвация национальной



валюты приведут к достаточно сильному сокращению импорта, то возможно отрицательного сальдо платежного баланса удастся избежать, и дальнейшее снижение курса рубля будет не столь сильным, как этого сейчас ожидают многие аналитики.

### **Прогноз**

При сохранении нефтяных цен на уровне \$50-60 за баррель, возможен рост стоимости бивалютной корзины в 2009 г. на 10-15% от текущих уровней (35-37 руб.). Если пара «евро-доллар» будет находиться в диапазоне 1.3-1.4 долл./евро, то вероятный среднегодовой курс рубля к доллару в 2009 г. составит 30-33 руб./долл., курс к евро – 39-45 руб./евро.

**Анализ валютного рынка акций подготовлен аналитиком Исаковым Виталием,**  
[Vitaliy.Isakov@mdmbank.com](mailto:Vitaliy.Isakov@mdmbank.com)

## **АНАЛИЗ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ**

**Анализируемый период:** 2008 г.

**Предложения и лимиты на период:** 2009 г.

### **Глобальный долговой рынок**

2008 г. оказался без преувеличений очень тяжелым для финансовых рынков. Американский ипотечный коллапс повлек глобальный кризис ликвидности, сокращение мирового спроса, что, в свою очередь, стало спусковым механизмом рецессии крупнейших экономик мира: США, стран Еврозоны, Японии. На очереди – страны БРИК, в первую очередь, Россия и Китай, где уже зафиксировано сокращение ВВП. Прогнозы экономистов пока неутешительны – восстановление мировых экономик, в лучшем случае, ожидается к концу следующего года. Таким образом, «бегство в качество», ставшее тенденцией 2008 г., скорее всего, будет преследовать инвесторов и, как минимум, в первой половине 2009 г.

Уходящий год принес участникам рынка стремительное сдутие ценовых пузырей на финансовых рынках, вереницу банкротств финансовых институтов первого эшелона, кризис доверия к банковской системе, к понятию “triple A”. В результате риск всех фондовых активов подвергся серьезной переоценке, расширились премии, кредитные спреды, а оплотом доверия инвесторов остаются казначейские облигации США, доходность которых в течение года снизилась с 4% до 2,5%.

Российские еврооблигации в глобальном инвестиционном пространстве – рискованный актив, их в значительной степени затронула переоценка. В течение года доходность российского бенчмарка, еврооблигаций Россия 2030, выросла с 5,5% до 11,4%, поднимаясь в конце 2008 г. до 13%. Кредитный спред российских еврооблигаций к казначейским бумагам США за год расширился со 150 б.п. до почти 900 б.п., что отражает существенную переоценку российского суверенного риска, произошедшую за 2008 г.

### **Российский долговой рынок**

Помимо внешних причин, влияние которых охватило почти всю географию фондового рынка, изменение восприятия российского риска было вызвано также и внутренними факторами. В частности конфликт власти с металлургическим холдингом Мечел, по мнению иностранных инвесторов, серьезно усилил политическую компоненту суверенного риска, распространяющегося на оценку всех российских компаний. Кроме того, вовлеченность РФ в грузино-осетинский конфликт усилила геополитическую напряженность, что также потребовало дополнительной премии за риск российских эмитентов.

Кроме ценовых индикаторов, рост российского суверенного риска официально зафиксировали международные рейтинговые агентства. Так, во II половине 2008 г. Standard&Poor’s поступательно снизило рейтинг РФ с BBB+ (прогноз Позитивный) до BBB (прогноз Негативный), что, безусловно, усилило переоценку российских долговых активов.

2008 г. принес существенное ослабление курса рубля к бивалютной корзине. Интервенции ЦБ, направленные на поддержание курса национальной валюты и исполнение сценария «плавной девальвации» значительно истощили объем российских международных резервов (на 8% за год), что незамедлительно было отмечено рейтинговыми агентствами и стало одной из основных причин негативных рейтинговых действий. В связи с ожиданиями дальнейшего ослабления курса рубля к резервным валютам, участники долгового рынка сегодня требуют дополнительной премии к доходности рублевых облигаций, компенсирующей обесценивание национальной валюты.

В 2008 г. произошел массовый отток средств нерезидентов из российских долговых инструментов, что вызвало существенное снижение их котировок, зачастую не компенсирующееся фиксированными купонными платежами. Убытки российских банков от операций с фондовыми активами, снижение объема доступных им средств, рост невозвратов по кредитам в течение года вызвали периодические дефициты ликвидности на денежном рынке. Индикатор состояния денежного рынка - ставки на МБК – в 2008 г. были замечены на предельно высоких уровнях (MosPrime Rate overnight выше 20%). Таким образом, компании и кредитные организации, столкнувшиеся в отдельные моменты фактически с недоступностью денежных ресурсов в привычном источнике – МБК - были вынуждены компенсировать дефицит ликвидности продажами облигаций, причем в весьма крупных объемах, что вызвало снижение котировок долговых выпусков и их высокую волатильность.

Другое следствие глобального кризиса – закрытие источников финансирования для многих российских компаний как за рубежом, так и внутри страны. В первую очередь, это коснулось эмитентов второго и третьего эшелонов с высокой долговой нагрузкой, бизнес-цикл которых подразумевает рефинансирование текущих долгов путем выпуска новых обязательств. Отсутствие такой возможности, в связи с ужесточением кредиторами лимитов и закрытием кредитных линий, повлекло в 2008 г. обилие дефолтов на рынке облигаций, нередко заканчивающихся банкротством эмитентов. Всего в течение года около 52 компаний третьего эшелона столкнулись с трудностями при исполнении публичных долговых обязательств, при этом произошло 18 реальных дефолтов, которых до 2008 г., благодаря избыточной ликвидности, на российском рынке не было, не считая пары инцидентов.

За 2008 г. ценовой индекс MICEX CBI CP (ранее RCBI) снизился на 17,9%, а индекс MICEX CBI TR (ранее RCBI-с), учитывающий реинвестирование купона, снизился на 11,3%. Волатильность индекса MICEX CBI TR за 2008 г. превысила 6% (при этом за IV кв. – приблизилась к 10%).

### Статистика рынка

	31/12/2007	11/12/2008	%
КО США, 10 лет, YTM	4.025	3.06	-23.98%
Россия 2030, YTM	5.524	11.39	106.19%
ОФЗ 46018, YTM	6.48	7.99	23.30%
Остатки на корсчетах банков по России, млрд. руб.	840.3	584.2	-30.48%
Депозиты банков в Банке России, млрд. руб.	149	381.6	156.11%
Международные резервы РФ, млрд. долл. США	474	437	-7.81%
MosPrime Rate	4.51	9.67%	-97.86%
MICEX CBI CP	100.04	82.11	-17.92%
MICEX CBI TR	156.43	138.77	-11.29%

### Прогноз и инвестиционные действия

В 2009 г. мы рассчитываем на некоторое улучшение рыночной конъюнктуры, а именно на более стабильную обстановку на денежном рынке, а также на умеренный приток на долговой рынок



средств нерезидентов ближе к концу года. В то же время мы не ожидаем существенной положительной переоценки рублевых облигаций в течение года. Вероятнее всего, «бегство в качество» в глобальном масштабе продолжится, и уровень премий за риск обязательств российских эмитентов останется по-прежнему достаточно высоким. Однако вполне ожидаема стабилизация ценовых индикаторов на текущих уровнях, что должно уменьшить волатильность на долговом рынке до адекватного уровня.

Наша стратегия на 2009 г. основывается на отборе облигаций первоклассных заемщиков, которые в последнюю очередь столкнутся со сложностями рефинансирования обязательств. При этом мы отдаем предпочтение «коротким» выпускам с дюрацией до года как менее волатильным и менее подверженным риску неопределенности конъюнктуры долгового и денежного рынков.

При формировании портфеля и оценке ожидаемой доходности мы ориентируемся, прежде всего, на фиксированный доход по облигациям и на компенсацию дисконта, заложенного сегодня в цены всех российских облигаций.

Особое внимание мы обращаем на возможность формирования портфеля еврооблигаций с доходностью в долларах США, сопоставимой с доходностью портфеля рублевых облигаций в рублях. При реализации рыночных ожиданий дальнейшей девальвации рубля стратегия Еврооблигации принесет более высокие результаты при сравнении результатов в одной валюте.

**Анализ рынка облигаций, подготовлен управляющей активами Григоренко Еленой,**  
[Elena.Grigorenko@mdmbank.com](mailto:Elena.Grigorenko@mdmbank.com)

## ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РЫНКА

Анализируемый период: 2008 г.

Предложения и лимиты на период: 2009 г.

### Анализ российского рынка акций

Отличительной особенностью 2009 г. будут достаточно широкие диапазоны колебания цен акций. Рынку будет свойственна высокая волатильность.

Индекс РТС в 2009 г. будет иметь следующую динамику:

- 1К09 коррекция цен:

а) снижение рынка акций до отметки 420 пунктов по индексу РТС с остановками на уровнях поддержки 630 и 520 пунктов по индексу РТС. При достижении рынком 420 пунктов по индексу РТС последует стремительное восстановление. По итогам 1К09 рынок акций может потерять до 30%.

б) снижение рынка акций до отметки 630 пунктов по индексу РТС с последующим восстановлением цен до уровней закрытия 2008 года. Итоги 1К09 будут нейтральными.

- 2К09 – 3К09 восстановление цен. В случае реализации сценария а) в 1К09 капитализация рынка акций за рассматриваемый период может увеличиться на 60% - 90% по сравнению с 1К09. Индекс РТС может восстановиться до 1300-1600 пунктов. В случае реализации сценария б) в 1К09 капитализация рынка акций период может увеличиться на 70% - 110% по сравнению с 1К09. Индекс РТС может восстановиться до 1700-2100 пунктов.

- 4К09 коррекция цен. В рассматриваемый период рынок акций будет самым волатильным в 2009 году. По итогам 4К цены акций могут скорректироваться на 15% - 25%.

Уровни сопротивления на 2009 г.: 1025, 1190, 1320, 1780 пунктов по индексу РТС.

Уровни поддержки на 2009 г.: 630, 520, 420 пунктов по индексу РТС.

Прогнозируемый диапазон изменения индекса РТС в 2009 г. составляет 420-2100 пунктов.

### Анализ рынка нефти (Нефть марки Crude Light)

Скорее всего, в 2009 году цены на нефть будут восстанавливаться. Стоимость фьючерсного контракта на нефть марки Crude Light к концу рассматриваемого периода может достигнуть 96-100 долларов за баррель. В течение первой половины 2009 года цены, скорее всего, будут ниже 80 долларов за баррель. Прогнозируемый диапазон цен 40-110 долларов за баррель.

### Прогноз

Рост цен нефтяного рынка по итогам 2009 года.

Технический анализ рынка акций подготовлен управляющим активами Падилько Павлом,  
[Pavel.Padilko@mdmbank.com](mailto:Pavel.Padilko@mdmbank.com)

## АНАЛИЗ РЫНКА АКЦИЙ

Анализируемый период: 2008 г.

Предложения и лимиты на период: 2009 г.

### АНАЛИЗ ЭКОНОМИКИ

#### Мировая экономика

Второе полугодие 2008 г. для мировой экономики ознаменовалось замедлением и гонкой по снижению базовых процентных ставок мировыми Центробанками. Все это сопровождалось повышением уровня безработицы в мире и фактическим удорожанием финансовых ресурсов для реальной экономики.

Если раньше происходили споры по поводу состоятельности теории Decoupling, то к концу 2008 г. сторонников этой теории не осталось, потому что статистика предоставляет неопровержимые факты замедления азиатских экономик и рецессии в европейской и американской. По данным Всемирного банка рост ВВП развивающихся стран составит менее 4.5% в 2009 г., (7.9% в 2008 г.), общемировой рост экономики снизится с 2.5% в 2008 г. до 0.9% в 2009 г.

Замедление экономики сопровождается резким снижением спроса на основные товары циклических отраслей (металлургия, машиностроение), спрос на которые очень эластичен к фазе экономического цикла. Также наблюдается снижение спроса на энергоносители. Согласно докладу Управления энергетической информации США (EIA) спрос на нефть в 2009 г. упадет на 450 тыс. баррелей в сутки и главное снижение произойдет со стороны крупнейшего потребителя – США. Естественной реакцией на такие ожидания стало сдувание пузырей на товарных рынках и возврат цен к уровням 2004 г.

Если еще в 1П08 западные экономисты волновались по поводу возрастающей опасности инфляции, то, начиная с 4К08, методами борьбы становятся инструменты накачивания экономики деньгами – политика рефляции. Предлагаются различные инфраструктурные проекты, стимулирующие внутренний спрос и увеличение уровня занятости населения в экономике. По пути стимулирования внутреннего спроса пошел Китай, ранее агрессивно ориентированный на экспорт товаров. В ноябре 2008 г. Китай зафиксировал спад экспорта впервые за 7 лет на 2.2% в годовом исчислении.

Ниже представлена таблица, наглядно иллюстрирующая спад мировой экономики, показателем которого является снижение поквартального ВВП, и рост безработицы в мире.

#### Макроэкономические показатели мировой экономики

	Рост ВВП 3К08/2К08, %	Уровень безработицы, ноябрь 08, %	Уровень безработицы, август 08, %
США	-0.50%	6.70%	6.10%
Еврозона	-0.20%	7.70%	7.30%
Германия	-0.50%	7.50%	7.60%
Великобритания	-0.50%	n/a	5.50%
Франция	0.10%	n/a	7.60%
Италия	3.60%	n/a	6.50%
Китай	4.90%	6.70%	4.00%
Бразилия	1.30%	7.5%(окт.)	8.10%
Мексика	0.63%	4.11%(окт.)	4.20%
Россия	11.00%	6.10%	5.30%
Япония	-0.50%	3.7% (окт.)	4.20%

Источник: Bloomberg

Финансовые рынки, как индикаторы экономики, начиная с осени 2008 г. показывают удручающую динамику: стоимость активов падает ниже балансовой (book value). В котировки уже заложены самые негативные сценарии. За 10 месяцев 2008 г. с развивающихся рынков фонды вывели \$41.7 млрд. и в начале 2009 г. мы сможем увидеть, что за оставшиеся 2 месяца статистика еще более удручающая. Кризис недоверия прокатился по мировой банковской системе. Политика «количественного смягчения» считается одним из наиболее сильнодействующих лекарств для ведущих экономических держав на 2009 г.

**Прогноз и ожидания:** мы полагаем, что накачка мировой банковской системы деньгами к концу 2009 г. должна нивелировать угрозу дефляции, которая является следствием снижения спроса на товары. Но это неизбежно приведет к наращиванию дефицита в бюджетах развитых стран. Так, после принятия программы по накачиванию ликвидностью, дефицит бюджета Великобритании составит не менее \$181 млрд. (8% ВВП), США – \$1.2 трлн. (8% ВВП). Кроме того, несмотря на политику «количественного смягчения», делевередж станет новой реальностью 2009 г. Капитал долго будет идти до компаний, которые реально в нем нуждаются, а если и дойдет, то рефинансирование долгов станет очень дорогим. Соответственно, 2009 г. будет тяжелым для мировой экономики, особенно 1П09. Наибольшие шансы для скорейшего восстановления имеет Китай за счет накопленного ранее запаса прочности – его значение в росте мирового ВВП составит ~80%, и США, за счет гибкости экономики и высасывания ресурсов из других экономик через новый выпуск Treasuries.

Что касается 1К09, то мы полагаем, что произойдет сезонный спад активности в бизнес сообществе. Мировая экономика может зафиксировать более глубокий спад ВВП и рост безработицы, т.к. многие компании начнут реструктуризацию и оптимизацию с нового года. То, что сделают монетарные власти и правительства государств в 1К09 станет заделом для восстановления и развития мировой экономики во 2П09. В связи с этим мы не ждем положительных тенденций в 1К09.

### **Экономика США**

2008 г. для США стал тяжелым – Америка, входившая в рецессию 15 месяцев, наконец, официально признала спад своей экономики в ноябре, и прогнозы на будущий год неутешительны. Уровень безработицы с начала года вырос с 5% в январе до 6.8% на 30 ноября, внутренний спрос на товары падает, а именно он составляет 75% ВВП страны.

С Уолл Стрит исчезли инвестиционные банки, устроившие мировой финансовый кризис: Lehman Brothers обанкротился, Merrill Lynch был куплен Bank of America, Goldman Sachs и Morgan Stanley отказались от статуса инвестиционных банков и стали коммерческими, чтобы иметь прямой доступ к кредитам государства.

Основным событием 4К08 стало избрание нового президента США. Им стал представитель демократической партии Барак Обама. Таким образом, все надежды на выход из кризиса американцы возлагают на новую команду правления страной, которая заступит на пост 20 января. Основным направлением экономической политики в 2009 г. станет политика «количественного смягчения» («quantitative easing») – простыми словами, накачивание экономики деньгами. Но прогнозировать результаты этой политики крайне сложно. С одной стороны, история показывает, что накачка деньгами Японской экономики с начала 2001 г. привела к некоторому оживлению и инфляции на уровне 1.7%. С другой стороны, безудержное вливание денег в систему может вновь привести к дисбалансам и надуванию «мыльных пузырей» на товарных и финансовых рынках. Власти США вливают деньги преимущественно в банковскую систему, и доходности по корпоративным облигациям в основном снижаются на банковские бумаги, т.к. они обеспечены государственной гарантией. А реальная экономика вынуждена привлекать мало под высокие проценты.

Очевидно, в настоящее время экономика США остро нуждается в финансовых ресурсах, во внутреннем спросе и спросе со стороны развивающихся стран на экспортные продукты. Самая

крупная экономика потребления имеет риск перейти в сберегающую при дефляции, что растянет стагнацию на годы. В настоящее время правительство разрабатывает различные варианты стимулирования спроса: от снижения налогового бремени до развертывания новых социальных проектов. Но это потребует колоссальных денежных вливаний, а дефицит бюджета и так значительно растет (дефицит бюджета по итогам финансового 2008 г., который закончился в сентябре, составил рекордные \$438 млрд., в 2007 г. дефицит был \$162 млрд.). Государственный долг составляет \$10.6 трлн. (78% ВВП), а новые программы по спасению банков, автопроизводителей, помощи страховщикам и огромные выплаты по пособиям по безработице уже в ближайшее время потребуют увеличить долг более, чем на \$1 трлн. Уже сейчас, обслуживание государственного долга налогоплательщикам стоит \$412 млрд. в год. Кроме того, очевидно, что при рецессии налоговые платежи в бюджет будут снижаться и таким образом его дефицит вырастет даже при отсутствии новых программ.

**Прогноз и ожидания:** Безусловно, новому правительству США придется поднимать уровень государственного внешнего долга. И, как видно из снижающейся доходности Treasuries, развивающиеся государства с положительным платежным балансом будут вновь и вновь покупать обязательства США. Совершенно очевидно, что ослабление доллара приведет к сокращению золотовалютных резервов стран экспортеров сырья. И, как бы ни была слаба экономика и необеспечен доллар, скидывать американскую валюту основные ее держатели – государства, не станут, т.к. сами потерпят от этого колоссальные потери в своих резервах. Американскому правительству слабый доллар на руку, т.к. он будет способствовать инфляции, росту экспорта и внутреннего спроса, а также удешевлению обслуживания внешнего долга, но, являясь резервной валютой многих стран, он сможет поддержать свои позиции как минимум год.

Что касается 1K09, то 20 января 2009 г. новая команда правительства только вступит в свои должности и соответственно это время станет временем формирования новой стратегии правления страной и вероятно отсутствие активных действий. В связи с этим мы не ожидаем глобальных изменений в экономике страны, т.к. на реализацию новых агрессивных планов потребуется время. Что касается фондового рынка, то вероятно он будет реагировать на те или иные обещания нового правительства.

### **Экономика России**

В декабре 2008 г. заместитель министра экономического развития А. Клепач официально заявил о рецессии в российской экономике. Самые оптимистичные прогнозы по ее продолжительности – 2 месяца. Факторами, ограничивающими рост экономики в 4K08, стали:

- отсутствие доступа к финансовым ресурсам;
- общий спад мирового потребления товаров (в частности сырьевых);
- чистый отток капитала из страны в размере ~ \$60 млрд.

Несмотря на то, что в 3K08 реальный ВВП страны вырос на 6.2% по сравнению с 3K07, по итогам года ВВП имеет высокую вероятность не превысить 6.5%, в то время, как в 1P08 темпы роста были 8%, по итогам 2007 г. – 8.1%. Уровень безработицы также не отстает от мировой тенденции: 6.1% по итогам октября, против 5% летом. Ведущие производственные предприятия страны заявили о сокращениях штата на 15-35%, накопленная инфляция с начала года составила 12.5% (на 30 ноября).

Если раньше Россия жила практически без долга, то в 2007-2008 гг. уровень долга к ВВП приблизился к 80%, что позволило отечественной промышленности развиваться, ведь экономика без капитала не может расти. Несмотря на то, что уровень внешнего долга умеренный, всего \$1 трлн. (50/50 государственные и корпоративные долги), основной проблемой является маленькая доля собственного накопленного капитала – \$600 млрд. Соответственно, \$400 млрд. – западные деньги, и при ослаблении рубля обслуживание долга и выплаты по кредитам уже по итогам 3K08 вывели компании за грани положительной рентабельности. Очевидно, что поддержание рубля ЦБ в конце года является не только политической целью (удержание доверия населения к национальной

валюте с целью предотвращения паники и изъятия средств из банковской системы), но и косвенной помощью бизнесу – государство помогает предприятиям совершить годовые выплаты по внешним долгам более-менее безболезненно. При этом давление на курс рубля усугубляется. С сентября ЦБ провел уже семь расширений коридора бивалютной корзины на 1%, при этом ослабление национальной валюты продолжится и в 2009 г.

В 4K08 международное рейтинговое агентство S&P снизило рейтинг России и российских компаний ввиду сокращения международных резервов. Но мы полагаем, что это не окажет существенного влияния на отношение инвесторов. При малейшей стабилизации цен на нефть в районе \$50/баррель и тренде в сторону \$70 отношение к России вновь сменится на позитивное.

**Прогноз и ожидания:** Основными факторами, определяющими выздоровление экономики РФ в 2009 г. станут:

- общая обстановка на глобальных финансовых рынках;
- размер притока капитала в Россию (на данный момент прогнозы неутешительны – отток в размере \$90 млрд. на 2009 г. – выплаты по долгам);
- внешняя конъюнктура спроса на сырьевые товары и, соответственно, цены на нефть;
- график ослабления рубля: чем раньше государство отпустит рубль в свободное плавание, тем быстрее наступит определенность в экономике и российские экспортеры будут комфортно себя чувствовать на мировых товарных рынках;
- желание государства и дальше помогать национальной экономике в условиях сжатия ликвидности.

Стоит заметить, что международных резервов РФ с лихвой хватит на покрытие совокупных внешних долгов российской экономики, что вселяет надежду на помощь государства предприятиям в критической ситуации. Но есть и негативные тенденции на 2009 г. Все более очевидным становится то, что бюджет следующего года будет дефицитным. Уже сейчас официальные данные говорят о том, что сборы налогов в ноябре составили 38% к ноябрю 2007 г. Дефицит бюджета может составить до 4%, но т.к. правительство твердо решило исполнить бюджет в полной мере по расходам, недостаток будет покрываться из Стабфонда. Еще летом 2008 г. одним из инструментов борьбы с инфляцией было проектирование жестко профицитного бюджета (10.9 трлн. доходы, 9.024 трлн. расходы), который предполагал строгую фискальную политику и сокращение расходов государства. Теперь же наоборот, налог на прибыль для предприятий снижен с 24% до 20%, экспортные пошлины пересматриваются ежемесячно, утверждены программы по созданию новых рабочих мест, увеличены выплаты по пособиям по безработице.

Мы полагаем, что не имеет особого смысла и дальше тратить золотовалютные резервы на поддержание курса валюты, т.к. это удерживает напряженность в инвестиционном сообществе и экономике в целом. Альтернативным решением могло бы стать более активное рефинансирование западных долгов отечественных предприятий.

Что касается надежд на более быстрое выздоровление именно российской экономики по сравнению с мировой, то это будет зависеть, как было ранее отмечено, от конъюнктуры на мировых товарных рынках, а, следовательно, от роста мировой экономики.

В 1K09 мы не ожидаем существенного влияния новой денежной политики властей на снижение уровня напряженности в экономике. Этот период просто внесет большую ясность в структуру спроса и предложения на внутреннем и мировом рынке товаров и услуг, а также выявит наиболее слабые предприятия страны.

## АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ

### **Нефть**

Со \$147/баррель в июле 2008 г. к концу года цена на нефть уходила ниже \$40/баррель. Такое стремительное снижение цен на нефть обусловлено:

- падением евро к доллару с 1.6 до 1.3 долл./евро;
- снижением фактического спроса на нефть и нефтепродукты ввиду сокращения потребления в мировой экономике и ожиданий (в ноябре под давлением сокращающегося спроса российский экспорт нефти по данным Росстата сократился на 26% по сравнению с 2007 г.);
- хеджированием будущих поставок путем продажи фьючерсов, начиная с летнего пика;
- маржин-коллами по товарным позициям крупнейших хедж-фондов, а также огромными распродажами при выводе средств инвесторами из диверсифицированных фондов;
- нехваткой свободных денежных средств на товарных рынках, о чем говорит контанго на рынке нефти. При арбитраже можно заработать до 30%.

Не секрет, что даже при пиковых ценах на нефть, российская нефтяная промышленность показывала стагнацию. В 2008 г. динамика добычи нефти квартал к кварталу показывала 0.99%, что может вылиться в снижение по итогам 2008 г. в 0.6% (1 млн. тонн.). Цена на нефть в \$140/баррель и дешевые финансовые ресурсы позволили отечественным экспортерам помечтать о больших капитальных вложениях на новые исследования и разработку месторождений. Но в 2009 г. компании активно будут сокращать свои расходы на капвложения, т.к. многие окажутся уже на грани безубыточности. Государство старается идти навстречу производителям и оперативно снижает пошлины на экспорт (последний раз до \$119.10/тонну), но уже близок тот момент, когда без учета налогов цена приблизится к себестоимости.

Мы полагаем, что в 2009 г. средняя цена на нефть закрепится не ниже \$50/баррель ввиду:

- фундаментальных факторов: накопленная инфляция себестоимости с 2004 г. (именно к этим уровням стремятся цены);
- агрессивной политики мировых лидеров: США и Европы, которые жестко настроены влить в экономику как можно больше денег («вертолет Бернанке»). Это поможет не только ускорить инфляцию, но и ослабить доллар;
- стратегии создания постоянного дефицита нефти на рынке со стороны ОПЕК;

В долгосрочной перспективе еще сильнее должны сыграть фундаментальные факторы, т.к. мировая добыча нефти по факту сокращается. А в последние 5 лет не было больших разработок новых месторождений, соответственно при истощении старых месторождений мы в ближайшие годы снова получим рынок продавца. Начало разработки новых месторождений приведет к пополнению баланса через 5-10 лет, а если цена на нефть будет держаться на низком уровне, то при оборачиваемости вложений в 10 лет, у производителей нефти не останется желания работать в данном направлении и это приведет к жесткому дефициту в 2012 г. Безусловно, для стран-импортеров, дешевая нефть – таблетка от рецессии, но мы полагаем, что глобальная экономика будет играть по своим обычным правилам.

### **Прогноз и инвестиционные действия:**

Основным фактором восстановления российского фондового рынка являются стабильно высокие цены на нефть, т.к. как бы мы не старались, на данный момент экономика сырьевая. Более 50% индекса – это нефть и газ. Соответственно, при восстановлении, ралли будет в нефтяных бумагах. На руку российским экспортерам нефти также будет ослабление рубля. Все это делает резонным держать долю в нефтяных бумагах выше рынка.

Что касается конкретных бумаг, то на данный момент наиболее ликвидные бумаги в секторе станут хорошей инвестицией ввиду их низкой оценки относительно балансовой стоимости и прибыли. Также немаловажным фактором станет участие государства в капитале компании, что отведет опасность дефолта и большая доля переработки нефти в структуре выручки, т.к. это дает добавленную стоимость и помогает выйти на уровень безубыточности при низких ценах на нефть.

В 1К09 мы не ожидаем существенного роста в нефтяных бумагах и это будет обусловлено низкими ценами на нефть в связи с неопределенностью глубины рецессии в мировой экономике и нехваткой ликвидности у нефтетрейдеров для ликвидации создавшегося контанго на рынке сырой нефти.

**Рейтинг: выше рынка**

#### **Газ**

Газовый сектор в России фактически монополюный и состояние независимых газовых компаний зависит от политики Газпрома в установлении цен и предоставлении доступа к трубе. Состояние отрасли в 1П09 будет определяться ценами на нефть в конце 2008 г., а также тем, на сколько будет холодной зима.

Мы считаем, что в отличии от нефтяников газовая отрасль более защищена от конъюнктуры цен на товарных рынках: т.к. спрос является не таким эластичным как спрос на нефть и цена на газ контрактируется на год с лагом в 8 месяцев от динамики цен на нефть.

#### **Прогноз и инвестиционные действия:**

Если спрос на газ в 2009 г. упадет в виду теплой зимы, то независимым компаниям станет трудно работать на внутреннем рынке с Газпромом. Поэтому, ввиду госучастия и монополюного положения, мы считаем, что входить в газовой сектор надо через бумаги Газпрома выше рынка, а в независимых производителей по рынку.

**Рейтинг: выше рынка**

#### **Металлы и добыча**

В 4К08 восходящий тренд на рынке черных и цветных металлов приостановился. С замедлением мирового роста и кризисом ликвидности, циклические отрасли стали испытывать самое сильное давление от спада в экономике. Снижение спроса привело к затовариванию металлотрейдеров и производителей, что негативно повлияло на цены на мировых товарных рынках.

#### **Динамика цен на основные металлы**

	Цена на 15 декабря 2008 г.	Динамика с начала года, %.
Золото, \$/унция	813	-3%
Серебро, \$/унция	10.4	-30%
Никель, \$/тонна	10531	-60%
Медь, \$/тонна	3143	-53%
Алюминий, \$/тонна	1461	-38%
Цинк, \$/тонна	1047	-56%
Холодный прокат, \$/тонна	1168	76%

*Источник: Bloomberg*

Из представленной таблицы видно, что весь летний рост цен на металлы нивелировался в 3-4К08 и к итогу года вылился в чистое снижение.

Если раньше мы выделяли производителей цветных и черных металлов, то теперь ранее выигрывавшие сталепроизводители и угольщики находятся в одинаковых условиях неопределенности с производителями цветных металлов, которая может разрешиться только по итогам 1К09.

Основной тенденцией в 4К08 стало сокращение производства черной и цветной металлургии в среднем на 30%. Многие комбинаты работают на склад, самое большое давление оказывается на производителей сырой стали (слябы) – продукта с минимальной добавленной стоимостью,

основным импортером которого был Китай. Сейчас трудно определить, насколько затарены трейдеры металлами, но былого спроса на рынке уже нет. Посредники стараются скинуть свои запасы, чтобы получить хоть какую-то ликвидность, т.к. кредиты уже недоступны. При этом сворачивание строек и снижение спроса на автомобили оказывает естественное давление на спрос. Прогнозируется, что рост спроса в Китае на металлы упадет с 8.5% в 2008 г. до 3% в 2009 г.

Тем не менее, следует отметить, что фундаментально мировой цикл индустриализации еще не закончен: Китаю необходимо вытащить в города людей из беднейших деревень, Бразилия и Индия находятся в схожей ситуации. Поэтому мы в целом считаем, что все проблемы в отрасли могут разрешиться, как только «вертолет Бернанке» с деньгами пролетит над миром.

Совсем иная ситуация на рынке драгоценных металлов. Так как золото является резервным металлом и практически не используется в промышленности, мы не прогнозируем значительных изменений, как в сторону повышения, так и в сторону понижения цен на золото.

#### **Прогноз и инвестиционные действия:**

Мы полагаем, что результаты металлургических компаний по итогам 4К08/1К09 будут очень слабыми из-за снижения производства и снижения цен, что окажет давление на котировки бумаг, несмотря на то, что компании и так уже стоят дешево – P/E08~1.2. Планы по развитию и инвестициям будут сворачиваться и на первый план выйдет идея генерировать положительный денежный поток для выплаты по краткосрочным долгам, в условиях невозможности рефинансирования.

В 1К09 мы не ожидаем оптимизма в металлургических бумагах. Возможны спекулятивные краткосрочные покупки с быстрой фиксацией прибыли. Поэтому ожидать высокой доходности от таких инвестиций в начале года не стоит. Для фундаментальных стратегий в 1К09 мы будем покупать золотодобывающие компании и высокорентабельные предприятия черной металлургии с гибкой системой управления производством (НЛМК, Распадская), которые станут защитными инструментами в начале года и высокодоходными в конце 2009 г. – начале 2010 г.

При появлении большей определенности на рынке сырья во 2П09 нужно будет успеть запрыгнуть в уходящий поезд перспективных бумаг, т.к. индустриальный мировой цикл еще не завершен и акции металлургических компаний имеют возможность стать бенефициарами возобновления мирового роста.

***Рейтинг: ниже рынка***

#### ***Машиностроение***

***Автомобилестроение.*** Ввиду своей цикличности отрасль сильно пострадает от кризисных явлений в мировой экономике. Если раньше российский рынок автомобилей считался самым перспективным в Восточной Европе, то в 4К08 отечественные производители почувствовали не только давление со стороны зарубежных производителей, но и сворачивание кредитования банками покупок автомобилей. По данным Ассоциации европейского бизнеса в России в октябре продажи иномарок в России снизились на 5.7% по сравнению с предыдущим месяцем.

Мы считаем, что российские компании, ориентированные в основном на госзаказы (Группа ГАЗ, КАМАЗ) в совсем уникальном сегменте грузовиков и автобусов смогут продержаться в зоне безубыточности, но рост финансовых показателей затормозится. На руку отечественным производителям будет девальвация рубля по отношению к доллару США и Евро, при сокращении кредитования российские компании смогут перетянуть покупательский спрос. Тем более, что многие европейские и японские производители уже объявили о повышении цен в России ввиду ослабления рубля.

Риск ликвидности представляют оферты в 1К09 на общую сумму \$190 млн. (Группа ГАЗ \$150 млн., АвтоВАЗ \$40 млн.).

***Энергетическое машиностроение.*** После распада РАО энергетическое машиностроение в свете принятия программы модернизации производственных мощностей потенциально интересно инвесторам. Но в сложившейся ситуации энергетики остались с большими инвестпрограммами и

без возможности привлечь средства на их выполнение. Поэтому мы считаем, что сейчас не время вкладываться в бумаги данного сегмента машиностроения.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

Для производителей автомобилей существование в 2009 г. будет обусловлено:

- выплатами по краткосрочным кредитам на сумму \$380 млн.;
- ослаблением рубля, которое поможет выжить в условиях жесткой конкуренции со стороны западных производителей;
- поддержкой со стороны государства.

В долгосрочной перспективе, при снижении инвестиций в модернизацию и новые технологии, российский автопром не имеет шансов выжить в условиях все более жесткой мировой конкуренции.

**Рейтинг: ниже рынка**

**Банковский сектор**

Очевидно, что в 2009 г. политика банков станет очень консервативной. Кредитные портфели претерпят снижение роста, в среднем он может замедлиться до 13%. При этом качество кредитных портфелей тоже пострадает, т.к. рефинансироваться как раньше больше нет возможности. Самим банкам, скорее всего, придется встать в очередь к ВЭБу, общие выплаты по внешним кредитам составят около \$50 млрд. в 2009 г., кроме того, обслуживание долга при ослаблении рубля станет дороже. Но государство будет помогать не всем банкам. \$4 млрд. розничных депозитов для федеральных банков и \$1 млрд. для региональных банков – основные критерии для банков, которые могут воспользоваться помощью государства.

ЦБ в 4Q08 дважды повышал ставку рефинансирования (до 13%) в целях удержать вывод капитала из страны, но эти меры вызывают сомнения в своей эффективности. Чистый отток капитала за год составил более \$60 млрд. Также в правительстве есть проект, согласно которому к каждому банку, который воспользуется государственными деньгами, будет приставлен контролер для гарантии прохождения денег в реальный сектор экономики.

Опасностью для банковской системы в 2009 г. может стать изъятие средств населением с депозитов, а также снижение средств по счетам корпораций ввиду растущей дебиторской задолженности. И на этой почве предлагаются разные ограничения по снятию средств с депозитов, но пока к решению этой проблемы на законодательном уровне не пришли.

Основной тенденцией 2009 г. для банковского сектора станет очищение финансовой системы и консолидация. В выигрышном положении окажутся крупные банки с государственным участием.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

Банковский сектор в большей степени, чем другие отрасли будет под давлением сжатия ликвидности на мировых рынках, несмотря на то, что ориентирован на внутренний рынок. В связи с этим при выборе активов для инвестирования надо ориентироваться на масштабы бизнеса, позиции на рынке, участие государства в бизнесе, а также ресурсы фондирования и качество кредитного портфеля. Следует избегать банков с большим портфелем ценных бумаг, который может негативно отразиться в отчетности по итогам 2008 г. и 1П09. В настоящее время наиболее четко удовлетворяет этим критериям Сбербанк.

В 1К09 российские банки покажут снижение процентной маржи в связи с сокращением кредитного портфеля и ухудшением его качества. Еще одной опасностью для банков с государственным участием будет некачественный контроль рисков в связи с ускоренной выдачей денег государственным предприятиям. Стабильной динамики в бумагах в начале года мы не ожидаем, т.к. в настоящее время кризис ассоциируется именно с кризисом в банковской системе.

**Рейтинг: ниже рынка**

**Энергетика**

Несмотря на то, что электроэнергетика не является классической циклической отраслью, спад в потреблении электроэнергии заметен по итогам ноября 2008 г. Потребление электроэнергии в

ноябре сократилось на 3.3% по сравнению с ноябрем 2007 г. Основными промышленными потребителями электроэнергии в стране являются металлурги.

Большие инвестиционные планы на фоне застывших финансовых рынков делают рост регулируемой отрасли сомнительным. В такой ситуации для компаний на первый план встает эффективность борьбы с издержками и повышения рентабельности. Между тем есть и положительные новости для отрасли: либерализация рынка идет своим чередом, в настоящее время доля свободного рынка электроэнергии составляет 25%, с 1 января 2009 г. она увеличится до 30%, с 1 июля 2009 г. – до 50%. С января 2011 г. рынок будет либерализован полностью. Запросы в правительство со стороны промышленников приостановить либерализацию не встретили понимания в Кремле, таким образом, есть надежда, что все пройдет по плану вплоть до 2011 г.

Для распределительных компаний основное влияние оказывает переход на RAB, т.к. он делает компании защищенными и независимыми от количества потребляемой энергии, хотя и при неблагоприятной экономической обстановке может негативно повлиять на количество технических подключений к сети. В 4K08 для МРСК были негативные новости – переход на RAB для некоторых компаний был отложен на 2010 г.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

Мы считаем, что в сложившейся ситуации инвесторы могут поучаствовать в российской энергетике, но очень выборочно. Во-первых, у бумаг должна быть хорошая ликвидность, они должны входить в российские индексы и MSCI Russia. Во-вторых, компания должна иметь высокую эффективность – минимальные издержки для генерирующих компаний, высокий возврат на капитал – для МРСК. Мы полагаем, что несмотря на консервативный прогноз по росту потребления электроэнергии в 1%, эффективные компании смогут показать сильные финансовые результаты.

В 1K09 мы не ожидаем активности в бумагах электроэнергетиков.

***Рейтинг: ниже рынка***

***Фиксированная связь***

Мы стараемся избегать инвестиций в операторов фиксированной связи. Это связано с их незащищенностью перед рыночной экономикой: отрасль жестко регулируется со стороны ФСТ, и компаниям приходится выживать исключительно путем сокращения издержек и развития альтернативных услуг. А спекулятивная идея приватизации Связьинвеста уже поднадоела инвесторам, тем более, что Связьинвеста нет в списках на 2009 г. Кроме того, в большинстве своем бумаги обладают низкой ликвидностью.

Положительным моментом для МРК является отсутствие долгов в валюте других государств, что исключает риски увеличения стоимости обслуживания долга.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

Акции региональных операторов связи при стремительном росте экономики показывали удручающую динамику, не станут они защитными и в период кризиса. Поэтому мы избегаем инвестиций в данные акции.

***Рейтинг: ниже рынка***

***Беспроводная связь***

Мы не ожидаем кризисных явлений у сотовых операторов: рынок услуг еще не насыщен, спрос на услуги неэластичен, кроме того, у российских операторов операционная рентабельность на 10 п.п. выше, чем у европейских коллег. Существенное влияние на спрос может оказать только массовая безработица в стране, до которой еще очень далеко. Существенную опасность для компаний могут представлять долларовые займы: МТС ~ \$3.9 млрд., Вымпелком ~ \$8.4 млрд., но они частично хеджированы.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

В целом, мы с оптимизмом смотрим на развитие отрасли, ориентированной на внутренний спрос. Мы надеемся, что в 1K09 компании смогут показать сильную отчетность по итогам 4K08/1K09, т.к.

именно на этот период приходится каникулы в стране и кризис не сможет сильно повлиять на любовь к дальним родственникам.

**Рейтинг: выше рынка**

### **Потребительские товары**

Розничные сети: Мы полагаем, что, несмотря на ожидающееся сокращение потребительских расходов в 2009 г., розничные продуктовые сети не понесут потерь по операционным статьям. Так как в основном (кроме 7 Континента) все публичные продуктовые ритейлеры ориентированы на низкий ценовой сегмент и в условиях сокращения доходов населения, мы ожидаем приток новых покупателей из среднего класса. Кроме того, для компаний с сильными рыночными позициями и доступом к государственным кредитам (X5 Retail, Магнит) предоставляется уникальная возможность приобрести мелкие сети с плохой финансовой дисциплиной подешевке. Если раньше лидеры рынка долго искали новые площади и тратили огромные деньги для строительства сетей, сейчас они станут бенефициарами возможностей при кризисе. Условием для таких возможностей естественно является наличие средств для приобретения. В настоящее время уровень кредитов в сетях составляет до 3 x EBITDA, что является низкой нагрузкой в условиях развития и высокой при кризисе ликвидности. Но государство уже протянуло руку помощи крупнейшим сетям, кроме того есть намерения повысить разрешаемый уровень доминирования одной сети в регионе, что упростит процедуру экспансии.

Производители ТНП и сельское хозяйство: так получилось, что в год развития мирового кризиса, урожаи сельскохозяйственной продукции побили все рекорды. Так производство пшеницы составило 104 млн. тонн и для поддержки местных производителей государству пришлось закупать зерно по завышенным ценам для дотации сельского хозяйства в виду неблагоприятной конъюнктуры товарных рынков сельхозпродукции. Поэтому мы опасаемся инвестиций в сельхозпроизводителей, несмотря на то, что они имеют поддержку государства. К концу 2009 г. ситуация может измениться, ввиду нехватки у них оборотных средств, что станет причиной сокращения урожайности на фоне сокращения внесения удобрений.

Что касается производителей соков и молочных продуктов, то тут неоднозначная ситуация. С одной стороны, внутренний спрос никуда не исчезнет, с другой стороны, при стремительном росте доходов россиян, стратегии многих компаний были направлены на увеличение доли высокомаржинальных продуктов и повышение общей рентабельности. В настоящее время ситуация изменилась, и мы ожидаем резкого снижения выручки в премиум сегментах.

### **Прогноз и инвестиционные действия:**

Мы отдаем предпочтение продуктовым сетям – лидерам рынка. Возможно, для рынка повышение стоимости обслуживания долга и бумажные убытки станут отпугивающими, но в перспективе инвестор, покупая X5 Retail, покупает новый Wal-Mart. От инвестиций в производителей продуктов питания мы отказываемся на данном этапе развития экономики.

**Рейтинг: выше рынка**

### **Химическая промышленность**

Кризис нехватки оборотных средств не обошел стороной и сектор минеральных удобрений. Надуваемый в течение 1П08 пузырь начал сдуваться. У с/х производителей по всему миру отсутствуют свободные средства для пополнения запасов удобрений. Кроме того, из-за того, что на товарных рынках сейчас затоваривание, производителям трудно сбыть свои урожаи и освободить средства. При отсутствии помощи со стороны государства рынок удобрений ожидает вялая динамика. Негатива эмитентам добавили и претензии государства к Уралкалию по поводу аварии 2006 г. на руднике №1 в Березняках.

Но, тем не менее, мы ожидаем, что к концу 1П09 на фоне весенних закупок и субсидирования со стороны государства рынок оживет. Кроме того, на рынке создалась неоднозначная ситуация. В сегменте калийных удобрений удалось удержать цены от стремительного падения, т.к. рынок

сильно концентрирован (олигополия – 3 крупнейшие компании), а ресурс уникален. В связи с этим, производители в некоторой степени могут контролировать сбытовые цены (стоит напомнить, что еще до кризиса Уралкалий смог законтрактовать свои поставки на год в Бразилию). Но отрицательной стороной калийных удобрений является его экономный расход – удобрение пролонгированного действия: нет необходимости вносить ежегодно в отличие от аммиака. Поэтому многие с/х производители будут использовать запасы прошлых лет или вообще откажутся от внесения в условиях нехватки оборотных средств.

Что касается азотных удобрений, то их преимуществом является большой расход, а также снижение цен на газ независимыми производителями в перспективе 2009 г. Но сложности хранения и высокая конкуренция на рынке делает их более уязвимыми. Еще одним ударом для азотников стало введение запретительных экспортных пошлин Китаем, что неблагоприятно для Акрона, у которого 1/5 часть производственных мощностей на территории КНР.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

Мы все-таки ожидаем, что с помощью сокращения производства калийщипки смогут скорректировать цены на мировом рынке, и выиграют от оживления рынка весной 2009 г. Кроме того, в пользу производителей говорит рост населения и сокращение пахотных земель (индустриализация).

***Рейтинг: по рынку***

***Инфраструктура. Строительство и недвижимость***

Мы полагаем, что в сложившихся условиях следует воздержаться от инвестиций в данный сегмент экономики. Несмотря на то, что многие девелоперы сопротивляются текущим тенденциям и не соглашаются продавать государству объекты по сниженным ценам, объявление о замораживании строек и отсутствие у банков лимитов на кредитование строителей оправдывают самые пессимистичные прогнозы рынка.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

Следует воздержаться от инвестиций в данный сектор экономики, даже в компании с высокой вертикальной интеграцией.

***Транспорт***

Динамика перевозок неразрывно связана с деловой активностью и доходами населения. Поэтому на основании замедления роста национальной экономики, можно ожидать сокращение пассажиро- и грузопотока. Положительным фактором для авиаперевозчиков станет снижение стоимости авиатоплива, которое составляет самую значительную часть в затратах. Но вместе с этим для стимулирования потребления авиакомпании будут вынуждены предлагать скидки и всевозможные акции. Поэтому мы не ожидаем взлета рентабельности в 2009 г. при низких ценах на авиакеросин, на фоне снижающейся выручки.

**Прогноз и инвестиционные действия:**

В 2009 г. продолжится мировая консолидация отрасли. При этом в процесс могут быть вовлечены западные игроки. Мы полагаем, что компании с участием государства будут центрами консолидации при сокращении конкуренции в отрасли и могут стать защитной инвестицией.

***Рейтинг: по рынку***

**Анализ рынка акций подготовлен аналитиком по акциям Лобачевой Евгенией,**  
[Evgenia.Lobacheva@mdmbank.com](mailto:Evgenia.Lobacheva@mdmbank.com)

## ОПИСАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ

### Рекомендуемые стратегии в 1К09

#### **1. Наименование стратегии: «ОБЛИГАЦИИ».**

**Цель стратегии:** сохранность и прирост первоначального капитала при умеренном риске.

**Предмет инвестирования:** Все средства инвестируются в рублевые облигации, срочные контракты на процентные ставки.

**Управление активами:**

Прирост стоимости портфеля облигаций обеспечивается преимущественно за счет полученного купонного дохода, а также за счет роста котировок ликвидных облигаций. При этом управляющий принимает решение о продаже облигаций до истечения срока обращения в случае, если котировки продемонстрировали существенный рост, который, по субъективной оценке управляющего, не будет иметь продолжения в дальнейшем.

В портфель в определенных пропорциях включаются облигации, как инвестиционного уровня, так и уровня ниже инвестиционного. В целях риск-менеджмента при инвестировании в рискованные инструменты проводится анализ кредитоспособности эмитента с присвоением внутреннего кредитного рейтинга, а конечная структура портфеля определяется по системе инвестиционных лимитов.

В портфель могут включаться срочные контракты, как для хеджирования, так и для получения дополнительной прибыли.

**Управление рисками:**

Процентный риск. Управление процентным риском облигационной части портфеля осуществляется с помощью лимита на уровень дюрации, лимитов на долю одного эмитента в портфеле.

Валютный риск. Управление валютным риском не осуществляется.

Кредитный риск. Управление кредитным риском осуществляется с помощью лимитов на долю облигаций определенного рейтинга в портфеле, на долю одного эмитента определенного рейтинга в портфеле.

Риск ликвидности. Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

**Риск:** Низкий

**Ликвидность:** 2 недели

**Рекомендуемый срок инвестирования:** не менее 1 года

**Ожидаемые параметры стратегии:**

Наименование	Значение
Ожидаемая доходность за 12 мес., %	16.00%
Бета	0.10
Риск (стандартное отклонение)	1.51%

**Бенчмарк:** индекс MICEX CBI TR

#### **2. Наименование стратегии: «ЕВРООБЛИГАЦИИ»**

**Цель стратегии:** сохранность и прирост первоначального капитала при умеренном риске.

**Предмет инвестирования:** Все средства инвестируются в еврооблигации российских эмитентов.

**Управление активами:**

В портфель включаются облигации инвестиционного уровня российских компаний с сильным кредитным профилем. При отборе бумаг принимаются во внимание: ситуация в отрасли, рыночные позиции компании, структура акционерного капитала, возможность господдержки, общая долговая нагрузка, возможности рефинансирования долга и прочие факторы, определяющие кредитный риск

облигаций. При этом анализируются ценовые диспропорции, возникающие на долговом рынке. Предпочтение отдается выпускам с наилучшим сочетанием «риск/доходность».

Для ограничения ценового риска при формировании портфеля реализуется контроль дюрации. Уровень целевой дюрации портфеля устанавливается, в соответствии с прогнозом движения процентных ставок и развития общей ситуации на денежном и долговом рынках.

Прирост стоимости имущества, находящегося в управлении, обеспечивается преимущественно за счет полученного купонного дохода, а также в результате роста цен на облигации. Реализуется умеренно пассивная стратегия управления, подразумевающая тщательный подход к формированию портфеля и исключая активные спекулятивные операции на долговом рынке, однако при существенном росте котировок облигаций по решению управляющего может осуществляться переход в более недооцененные долговые выпуски.

**Управление рисками:**

Процентный риск. Управление процентным риском облигационной части портфеля осуществляется с помощью лимита на уровень дюрации, лимитов на долю одного эмитента в портфеле.

Валютный риск. Валютный риск в данной стратегии отсутствует, т.к. средства в долларах США инвестируются в инструменты, также номинированные в долларах США.

Кредитный риск. Управление кредитным риском осуществляется с помощью лимитов на долю облигаций определенного рейтинга в портфеле, на долю одного эмитента определенного рейтинга в портфеле.

Риск ликвидности. Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

**Другие параметры стратегии:**

**Риск:** Низкий

**Ликвидность:** 1 месяц

**Рекомендуемый срок инвестирования:** не менее 1 года.

**Ожидаемый доход:** 15% годовых

**Минимальная сумма:** \$2 млн.

**Бенчмарк:** индекс Euro-Cbonds IG Russia.

**3. Наименование стратегии: «ЗАЩИТА КАПИТАЛА ПРИ РОСТЕ РЫНКА».**

**Цель стратегии:** Получить доход от роста рынка акций с ограничением рисков. Потенциальный риск и доход по данной стратегии ограничены\*.

**Предмет инвестирования:**

Большая часть средств размещается на депозитах и/или облигациях.

Меньшая часть средств используется для формирования позиции из опционов на фьючерс на индекс РТС. По опционной позиции риск ограничен и равен премии уплаченной на формирование данной позиции.

**Управление активами:**

Тактика управления зависит от текущей ситуации на финансовых рынках и ликвидности на срочном рынке. В зависимости от этого средства ДУ могут размещаться на депозитах на срок от 2-х до 6-ти месяцев и/или в надежных облигациях со сроком погашения от 2-х до 6-ти месяцев.

Позиция по опционам формируется путем одновременной покупки одних опционов и продажи других. Конструкция позиции по опционам позволяет:

- в случае роста на российском рынке акций полностью участвовать в росте рынка на ограниченном промежутке роста рынка и на ограниченном промежутке времени. В случае продолжения роста на российском рынке акций доход не увеличивается.
- в случае движения российского рынка акций вниз ограничить риск возникновения убытков размером уплаченной за опционы премии.

Доход по депозиту и/или доход по облигациям служит для компенсации расходов на формирование позиции по опционам.

**Управление рисками:**

Процентный риск. Управление процентным риском облигационной части портфеля осуществляется с помощью лимита на уровень дюрации, лимитов на долю одного эмитента в портфеле.

Валютный риск

Управление валютным риском не осуществляется.

Кредитный риск. Управление кредитным риском осуществляется с помощью лимитов на долю облигаций определенного рейтинга в портфеле, на долю одного эмитента определенного рейтинга в портфеле.

Риск ликвидности. Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

**Примерные параметры стратегии:**

Минимальная сумма ДУ, руб	5000000
Срок инвестирования	12 месяцев
Досрочный вывод средств	через 190 дней
Ликвидность	Высокая
Риск	Низкий, ограничен
Ожидаемая доходность при росте на рынке акций**	от 0% до 20% годовых
Ожидаемая доходность при снижении на рынке акций	0%

**Бенчмарк:** Инвестированная сумма.

Примечания:

\* - ограничение дохода происходит из-за того, что необходимо ограничивать риски.

\*\* - ожидаемая доходность стратегии зависит от цен и ликвидности на срочном рынке.

**4. Наименование стратегии: «ЗАЩИТА КАПИТАЛА ПРИ СНИЖЕНИИ РЫНКА».**

**Цель стратегии:** Получить доход от снижения рынка акций с ограничением рисков. Потенциальный риск и доход по данной стратегии ограничены\*.

**Предмет инвестирования:**

Большая часть средств размещается на депозитах и/или облигациях.

Меньшая часть средств используется для формирования позиции из опционов на фьючерс на индекс РТС. По опционной позиции риск ограничен и равен премии уплаченной на формирование данной позиции.

**Управление активами:**

Тактика управления зависит от текущей ситуации на финансовых рынках и ликвидности на срочном рынке. В зависимости от этого средства ДУ могут размещаться на депозитах на срок от 2-х до 6-ти месяцев и/или в надежных облигациях со сроком погашения от 2-х до 6-ти месяцев.

Позиция по опционам формируется путем одновременной покупки одних опционов и продажи других. Конструкция позиции по опционам позволяет:

- в случае снижения на российском рынке акций полностью в нем участвовать на ограниченном промежутке снижения рынка и в течение ограниченного промежутка времени. В случае продолжения снижения на российском рынке акций, доход не увеличивается.
- в случае движения российского рынка акций вверх ограничивает риск возникновения убытков размером уплаченной за опционы премии.

Доход по депозиту и/или доход по облигациям служит для компенсации расходов на формирование позиции по опционам.

**Управление рисками:**

Процентный риск. Управление процентным риском облигационной части портфеля осуществляется с помощью лимита на уровень дюрации, лимитов на долю одного эмитента в портфеле.

Валютный риск

Управление валютным риском не осуществляется.

Кредитный риск. Управление кредитным риском осуществляется с помощью лимитов на долю облигаций определенного рейтинга в портфеле, на долю одного эмитента определенного рейтинга в портфеле.

Риск ликвидности. Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

**Примерные параметры стратегии:**

Минимальная сумма ДУ, руб	5000000
Срок инвестирования	12 месяцев
Досрочный вывод средств	через 190 дней
Ликвидность	Высокая
Риск	Низкий, ограничен
Ожидаемая доходность при снижении на рынке акций**	от 0% до 20% годовых
Ожидаемая доходность при росте на рынке акций	0%

**Бенчмарк:** Инвестированная сумма.

Примечания:

\* - ограничение дохода происходит из-за того, что необходимо ограничивать риски.

\*\* - ожидаемая доходность стратегии зависит от цен и ликвидности на срочном рынке.

**5. Наименование стратегии: «КЛАССИЧЕСКАЯ СБАЛАНСИРОВАННАЯ СТРАТЕГИЯ»**

**Цель стратегии:** Для тех инвесторов, кто стремится получить доход выше, чем по стратегии «Облигации» и которые согласны принять на себя все некоторый риск рынка акций.

**Предмет инвестирования:** Часть средств инвестируется в облигации. Другая часть средств инвестируется в ликвидные акции, имеющие фундаментальную оценку «лучше рынка». Соотношение между частью средств, инвестированной в облигации, и частью средств, инвестированной в акции, поддерживается в пропорциях:

- до 50% инвестировано в акции;
- до 50% инвестировано в облигации.

**Управление активами:**

Управление частью портфеля состоящей из облигаций осуществляется аналогично управлению по инвестиционной стратегии «Облигации». Для этого в портфель включаются только облигации эмитентов с необходимым уровнем кредитоспособности. Прирост стоимости портфеля облигаций обеспечивается преимущественно за счет полученного купонного дохода, а также за счет роста котировок ликвидных облигаций. При этом управляющий принимает решение о продаже облигаций до истечения срока обращения в случае, если котировки продемонстрировали существенный рост, который, по субъективной оценке управляющего, не будет иметь продолжения в дальнейшем.

Для формирования части портфеля, состоящей из акций, управляющий ориентируется на состав и структуру индекса ММВБ. Доли акций (их вес от общей стоимости портфеля) в портфеле, сформированном по данной стратегии, могут, как совпадать, так и не совпадать с теми долями, которые эти акции занимают в индексе ММВБ.

Доля денежных средств в портфеле минимальна и образуется только как временная величина в период между сделками.

**Управление рисками:**

Рыночный риск. Управление рыночным риском отдельных эмитентов (специфическим риском) осуществляется путем диверсификации портфеля с помощью лимитов на долю одного эмитента в портфеле. Управление риском рынка в целом осуществляется с помощью лимита на долю денежных средств в портфеле.

Риск ликвидности. Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

Процентный риск. Управление процентным риском облигационной части портфеля осуществляется с помощью лимита на уровень дюрации, лимитов на долю одного эмитента в портфеле.

**Кредитный риск.** Управление кредитным риском осуществляется с помощью лимитов на долю облигаций определенного рейтинга в портфеле, на долю одного эмитента определенного рейтинга в портфеле.

**Риск:** Средний

**Ликвидность:** 1 – 2 недели

**Рекомендуемый срок инвестирования:** не менее 1 года

**Ожидаемые параметры стратегии:**

Наименование	Значение
Ожидаемая доходность за 12 мес., %	18.00%
Бета	0.55
Риск (стандартное отклонение)	6.25%

**Бенчмарк:** Композит (50% индекса MICEX CBI TR + 50% индекса ММВБ).

#### **6. Наименование стратегии: «ТРЕНДОВАЯ СТРАТЕГИЯ».**

**Цель стратегии:** Получить доход за счет совершения операций с ценными бумагами и/или срочными контрактами как на растущем, так и на снижающемся рынке.

**Предмет инвестирования:** По данной стратегии средства клиента используются для совершения операций по купле-продаже акций и/или срочных контрактов.

**Управление активами:**

Основанием для покупки акций и/или срочных контрактов является наличие повышательного тренда. Основанием для продажи акций и/или срочных контрактов является наличие понижательного тренда. При отсутствии тренда могут приобретаться облигации.

Результаты по данной стратегии могут быть лучше или хуже результатов рынка акций в среднем.

**Управление рисками:**

**Рыночный риск.** Управление рыночным риском отдельных эмитентов осуществляется путем диверсификации портфеля с помощью лимитов на долю одного эмитента в портфеле.

Управление риском рынка в целом осуществляется с помощью лимита на долю денежных средств в портфеле.

**Риск ликвидности.** Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

**Процентный риск.** Управление процентным риском облигационной части портфеля осуществляется с помощью лимита на уровень дюрации, лимитов на долю одного эмитента в портфеле.

**Валютный риск**

Валютный риск в данной стратегии отсутствует, т.к. средства в долларах США инвестируются в инструменты, также номинированные в долларах США.

**Кредитный риск.** Управление кредитным риском осуществляется с помощью лимитов на долю облигаций определенного рейтинга в портфеле, на долю одного эмитента определенного рейтинга в портфеле.

**Риск:** Высокий.

**Ликвидность:** 2 недели

**Рекомендуемый срок инвестирования:** не менее 1 года

**Ожидаемые параметры стратегии:**

Наименование	Значение
Ожидаемая доходность за 12 мес., %	20.00%
Бета	0.80
Риск (стандартное отклонение)	17.50%

**Бенчмарк:** индекс ММВБ.

## Поддерживаемые стратегии

### **1. Наименование стратегии: «АКЦИИ»**

**Цель стратегии:** Для тех, кто стремится получить доход выше индекса РТС и согласен с более высоким риском, чем риск рынка акций в среднем.

**Предмет инвестирования:** Портфель формируется так, чтобы отрасли экономики, имеющие наибольший потенциал роста, имели в портфеле вес больший, чем в индексе РТС. По каждой отрасли в портфель приобретаются акции, имеющие по фундаментальным показателям оценку «лучше рынка».

#### **Управление активами:**

По данной стратегии формируется портфель акций. Величина доля каждой акции в портфеле зависит от ее фундаментальной привлекательности. Изменение структуры портфеля производится в случае изменения фундаментальных показателей эмитента, чьи акции включены в портфель, и (или) достижения ценой акции своей справедливой оценки.

При управлении портфелем управляющий активами стремится инвестировать все средства в акции. Исходя из текущей ситуации на рынке акций при управлении портфелем управляющий активами может увеличивать долю денежных средств до размера в соответствии с утвержденными лимитами.

**Риск:** Выше рынка акций в среднем

#### **Управление рисками:**

**Рыночный риск.** Управление рыночным риском отдельных эмитентов осуществляется путем диверсификации портфеля с помощью лимитов на долю одного эмитента в портфеле. Управление риском рынка в целом осуществляется с помощью лимита на долю денежных средств в портфеле.

**Риск ликвидности.** Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг, включаемых в портфель.

**Ликвидность:** 2 недели

**Рекомендуемый срок инвестирования:** 1 – 2 года

**Бенчмарк:** индекс РТС

### **2. Инвестиционная стратегия «ПЕРСПЕКТИВНЫЕ АКЦИИ»**

**Цель стратегии:** Для тех, кто стремится получить доход выше рынка в среднем, согласен с более высоким риском, чем риск рынка акций в среднем и согласен на больший срок инвестирования.

**Предмет инвестирования:** Акции с большим потенциалом роста и существенной недооценкой активов.

#### **Управление активами:**

По данной стратегии приобретаются акции компаний с большим потенциалом роста и существенной недооценкой активов. Величина доли каждой акции в портфеле зависит от ее фундаментальной привлекательности, в том числе финансовых показателей компании, ее конкурентных преимуществ и привлекательной оценки акций.

Контроль сформированного портфеля производится в разрезе по каждой акции. Акция продается и/или сокращается ее доля, если она реализовала свой потенциал роста или наоборот – изменились фундаментальные показатели (экономики в целом, отрасли и/или эмитента акции), что не позволяет рассчитывать на рост цены акции. Доля денежных средств в портфеле минимальна и образуется только как временная величина в период между сделками.

Исходя из текущей ситуации на рынке акций при управлении портфелем управляющий активами может увеличивать долю денежных средств до размера в соответствии с утвержденными лимитами.

**Риск:** Выше рынка акций в среднем

#### **Управление рисками:**

**Рыночный риск.** Управление рыночным риском отдельных эмитентов (специфическим риском) осуществляется путем диверсификации портфеля с помощью лимитов на долю одного эмитента в портфеле. Управление риском рынка в целом осуществляется с помощью лимита на долю

денежных средств в портфеле.

Риск ликвидности. Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

**Ликвидность:** 3 недели

**Рекомендуемый срок инвестирования:** 1 -2 года

**Бенчмарк:** индекс РТС

### **3. Наименование стратегии: «АКЦИИ-ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР»**

**Цель стратегии:** Для тех, кто стремится получить доход выше рынка в среднем, согласен с более высоким риском, чем риск рынка акций в среднем и согласен на больший срок инвестирования.

**Предмет инвестирования:** В портфель приобретаются акции компаний, чья продукция предназначена для потребления физическими лицами.

#### **Управление активами:**

По данной стратегии формируется портфель из акций компаний, чьи производственные и финансовые показатели могут вырасти благодаря росту потребления. В портфель по данной стратегии могут включаться как компании большой капитализации, так и компании малой капитализации. Величина доля каждой акции в портфеле зависит от ее фундаментальной привлекательности, в том числе принимаются во внимание финансовые показатели компании, ее конкурентные преимущества и привлекательная оценка акций. Изменение структуры портфеля производится в случае изменения фундаментальных показателей эмитента, чьи акции включены в портфель.

При управлении портфелем управляющий активами стремится инвестировать все средства в акции. Доля денежных средств в портфеле минимальна и образуется только, как временная величина в период между сделками.

#### **Управление рисками:**

Рыночный риск. Управление рыночным риском отдельных эмитентов осуществляется путем диверсификации портфеля с помощью лимитов на долю одного эмитента в портфеле. Управление риском рынка в целом не осуществляется.

Риск ликвидности. Управление риском ликвидности осуществляется с помощью формирования списка ценных бумаг включаемых в портфель.

**Риск:** Высокий

**Ликвидность:** 3 недели

**Рекомендуемый срок инвестирования:** 1 - 2 года

**Бенчмарк:** индекс РТС Consumer & Retail