

ПРОГНОЗ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И СТРАТЕГИЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СРЕДСТВ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НПФ В 2013 году.

Мы вынуждены понизить свой прогноз относительно ожидаемого значения индекса акций ММВБ к концу года до 1500 пунктов (+3.61% от значений индекса по состоянию на 10.12.2012 года – 1447.7 б. пунктов) и продолжаем считать, что приобретение в портфель отдельных акций способно кардинально улучшить показатели доходности, оправданно с точки зрения фундаментального экономического анализа и привлекательно с позиции соотношения «риск / ожидаемый доход» при сравнении с таким классом активов, как инструменты с фиксированным доходом. Данное понижение прогноза носит сугубо технический характер и вызвано сокращением срока, оставшегося до конца года, а не снижением наших оценок upside potential российского рынка акций.

Мы полагаем, что волатильность рынка акций возможно еще останется высокой на протяжении первого квартала 2013 года и вероятны взаимообратные движения значения индекса акций ММВБ. В случае значимых понижательных движений рынка, либо достижения привлекательных ценовых уровней в отдельных эмитентах мы планируем аллоцировать в акции до максимально разрешенной инвестиционным мандатом доли, поскольку не видим значимых предпосылок для развития рецессии в мировой экономике, способного привести к еще более пониженной переоценке фундаментальных показателей российских компаний, **которые продолжают по-прежнему торговаться с худшими мультипликаторами (сейчас: P/EPS x5.85 и EV/EBITDA x4.15) по сравнению с концом 2008 года, когда состояние компаний было более удручающим.** Однако, мы не планируем проводить фронтальные покупки акций в состав портфеля Фонда при понижении общего значения индексов акций ММВБ и/или РТС, а полагаем уделять больше внимания селекции активов (их ценовая динамика, релевантные мультипликаторы и наличие катализаторов роста стоимости компаний), стараясь при этом избегать value traps и акцентируя внимание на циклических отраслях. К сожалению, даже несмотря на локальное значимое снижение цен на сырую нефть в мае – июне текущего года на мировых рынках, мы не увидели соответствующего снижения цен российских blue chips, которых с точки зрения относительной стоимости мы продолжаем считать менее привлекательными для инвестирования; таким образом, мы пока не рассматриваем в качестве целесообразных российские “Dow Dogs” в качестве объектов включения в состав инвестиционных портфелей наших Клиентов и в сложившейся рыночной ситуации, сопровождающейся дивергенцией инвестиционных оценок и мнений, мы предпочитаем придерживаться GARP-стиля (Growth stocks at a reasonable price) в выборе акций.

Главная причина одновременного падения всех региональных рынков акций на протяжении апреля-мая и октября-ноября месяцев текущего (2012) года, на наш взгляд, состояла в настроениях и ожиданиях усугубления долгового кризиса ряда европейских стран и банковских конгломератов, что уже заложено в ценах акций, т.е. рынок более торговал настроениями, и менее – реальным состоянием дел в региональных экономиках. В случае общего роста рынка акций мы не планируем предпринимать специальных действий по сокращению аллокации в них, помимо рутинных операций и индивидуальных ревизий существующих открытых позиций на предмет их сравнительного инвестиционного потенциала, в том числе полагая, что потенциал роста рынка не будет до конца исчерпан в 2013.

Мы полагаем, что текущие ценовые уровни российского рынка акций остаются чрезвычайно привлекательными с инвестиционной точки зрения, и наблюдаем перепроданность рынка и существенную недооцененность многих российских компаний по отношению к их fundamentals. Существующее состояние рынка акций мы расцениваем как располагающее именно к покупкам акций, а не к их продажам. Портфель акций Фонда представлен, главным образом, ценными бумагами циклических отраслей и бумагами с высокой Бета, чутко и с повышенной силой реагирующими на изменения рыночной и экономической конъюнктуры. **Стоимость этого портфеля способна быстро восстанавливаться**, что мы могли наблюдать по результатам 1Q2012 и Сентября текущего года, когда доходы от роста акций скомпенсировали инвестиционные потери всего предыдущего года (2011). Должны признать, что **категорически полагаем нецелесообразным в настоящее время и в срок до конца текущего года, а также на протяжении**

следующего года (2013) проводить сокращение экспозиции на акции. Смена инвестиционного стиля и стратегии инвестирования, по нашему мнению, может быть актуальна только после преодоления сложившихся ценовых несправедливостей и чрезмерных диспропорций в оценке стоимости инвестиционных активов. При этом, мы четко осознаем, что **наличие релевантных экспозиций на акции в составе портфеля с одной стороны приносит риск краткосрочных потерь, а с другой – защиту от инфляционного обесценения инвестиций в средне- и долгосрочном инвестиционном цикле.**

Мы продолжаем считать, что **произошедшие в августе-сентябре прошедшего 2011 года, в апреле-мае и октябре-ноябре 2012 года негативные изменения в ценах активов**, прежде всего в акциях, **носят отнюдь не циклический характер, а скорее являются следствием фискальных (бюджетных) и монетарных (долговых) проблем** отдельных государств, отчасти вызванных и замещением корпоративных долгов государственными обязательствами. Таким образом, мы **склонны оценивать такие ухудшения как временные и краткосрочные**, способные с невысокой вероятностью привести к ослаблению мировой экономики и развитию экономического кризиса. Мы полагаем, что мировая экономика находится в начальной фазе повышательного цикла и продолжаем ожидать существенных улучшений в показателях корпоративной и макростатистики по странам Еврозоны, США и Юго-Восточной Азии прежде всего по темпам роста страновых ВВП и объемам промышленного производства, снижения уровня безработицы и роста корпоративных прибылей и объемов продаж на протяжении следующего, 2013 года. Однако, мы полагаем возможным ускорение долговременных структурных изменений в мировой и региональных экономиках, связанных с процессами реиндустриализации экономически высокоразвитых стран, роста нормы накоплений населением этих стран и снижением участия банковских систем в перераспределении капитала. Это будет способно, на наш взгляд, замедлить темпы экономического восстановления, но сделать его более устойчивым и стабильным на протяжении всего цикла финансового де-левериджа бизнеса и глобальных экономик. Мы полагаем, что на протяжении ближайших десяти лет в двух крупнейших мировых экономиках - США и Китае, будут происходить смещения акцентов драйверов экономического роста: в Китае – переход от модели роста странового ВВП за счет постоянно расширяющегося притока внешних инвестиций к модели развития внутреннего потребления; в США – постепенное снижение участия потребления, расходов и трат домохозяйств в структурном показателе ВВП.

Ориентируясь на приоритеты российских НПФ, лежащие не в области максимизации показателя накопленной за многолетний период доходности, но максимизации дискретных (год-к-году) результатов доверительного управления с фокусом на опережение годовых темпов инфляционного обесценения активов, при управлении портфелем инвестиций Фонда мы предполагаем делать акцент на тактическую аллокацию активов (тайминг) и их селекцию, которые, в основном, и определяют инвестиционный результат на коротких (до года) сроках инвестирования. Однако, это не может не приносить и более высокого риска краткосрочных потерь и повышенной волатильности его общей стоимости. Несистематическую составляющую рыночного риска мы стараемся элиминировать широкой диверсификацией инвестиций в любой момент времени. Тем не менее, в силу высоких значений показателей парной и множественной корреляции курсовой стоимости акций, портфель продолжает оставаться зависимым и подверженным систематической составляющей рыночного риска. При текущем низком уровне рыночных процентных ставок, к нашему сожалению, это «необходимая плата» за достижение цели «дискретного» опережения инфляции. Таким образом, при принятии решения о тактической аллокации активов мы взвешиваем все годовые upside potentials (потенциал роста стоимости) и down-side risks (величину возможных краткосрочных потерь) для всех классов активов, доступных к инвестированию и разрешенных инвестиционной декларацией. Результатом такого взвешивания является изменение веса и выбор момента времени для продажи/покупки того или иного класса активов против другого. При этом, мы не нарушаем выбранной нами на рассматриваемый период, с учетом прогноза основных экономических показателей, стратегической аллокации активов, т.е. предельных соотношений основных классов активов в портфеле, определяющих долгосрочный накопленный инвестиционный результат. Таким образом, 1) тайминг (момент ребалансирования классов активов) внутри года определяется сравнением альтернативных ожидаемых доходностей, т.е. силой разрыва соотношения

ожидаемых доходностей, для классов активов до конца текущего года, а 2) величина ребалансировки ограничивается величиной возможных допустимых краткосрочных потерь (продлеваемый десятидневный VaR, параметрический или исторический); 3) отраслевая и эмитентная селекция активов производится на основе лучшего сочетания показателей ожидаемого роста и рыночных мультипликаторов (fundamentals).

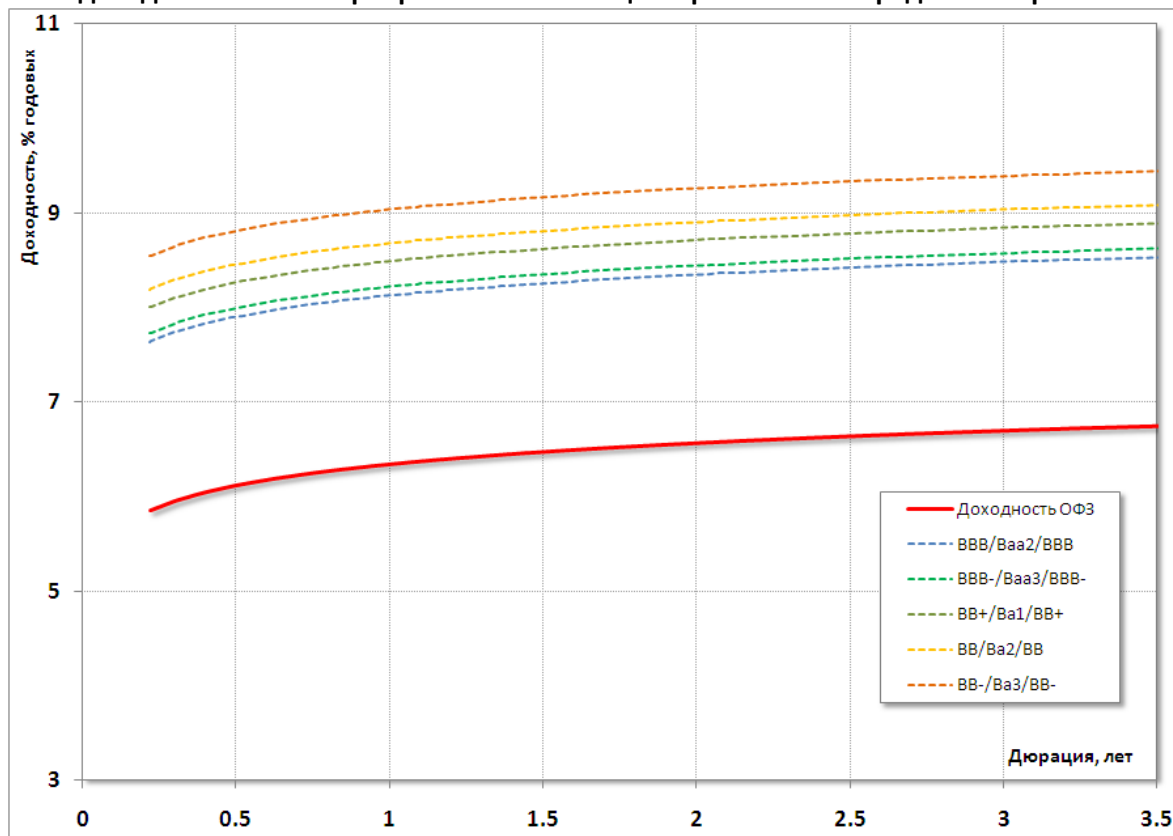
Облигационный рынок РФ. Резюме. В настоящее время кривая доходности на облигационном рынке носит форму ближе к «плоской» с небольшим углом наклона, а дюрационная риск-премия, на наш взгляд, является неоправданно низкой по отношению к величине процентного риска. Ниже, в качестве иллюстрации, мы привели несколько точек ОФЗ-кривой, поскольку государственные облигации являются наиболее ликвидным и представительным (с точки зрения диапазона сроков обращения) инструментом.

Выпуск	Дата погашения	Срок обращения, лет	Доходность к погашению, % годовых
ОФЗ 26201	16.10.13	1	6.07
ОФЗ 25079	03.06.15	3	6.39
ОФЗ 26206	14.06.17	5	6.55
ОФЗ 26205	14.04.21	9	6.72
ОФЗ 26207	03.02.27	15	6.95

Наглядно это можно увидеть на графике кривых доходностей облигаций эмитентов с различными кредитными рейтингами.

По нашему мнению, кривая доходности на облигационном рынке будет меняться и приобретет типический «выгнутый» вид (более характерный для России, как страны с «генетически» высоким уровнем инфляции, предопределенным структурой экономики и отраслевой спецификой формирования добавленной стоимости), при котором процентные ставки на «дальний конец кривой» повысятся больше. Мы прогнозируем рост ставок во втором полугодии 2013 в «коротком сегменте» (до 3 лет) на 40bps, а ставок «длинных» облигаций – на 100-120bps.

Кривые доходности ОФЗ и корпоративных облигаций с различными кредитными рейтингами.



Сегмент корпоративных облигаций в целом имеет существенно более короткий срок обращения в отличие от государственных ценных бумаг. По состоянию на сегодня доходность к погашению облигаций коммерческих банков с показателем модифицированной дюрации до двух лет и кредитным качеством ВВ-/Вa3 составляет около 8.5-9.5% р.а., по релевантным облигациям промышленных конгломератов – 8.1–8.6% годовых. На наш взгляд, **спрэд к ОФЗ-кривой для облигаций этих эмитентов может увеличиться в среднем на 50bps, а ставка доходности к погашению вырасти до 8.6-9.1% годовых.**

С одной стороны, **мы не ожидаем существенного роста уровня рыночных процентных ставок** в облигационном сегменте рынка ссудного капитала, с другой – мы наблюдаем **неоправданно низкую величину риск-премии «длинного конца» кривой доходности**, обусловленной недавним притоком денег на этот рынок инвесторов-нерезидентов, поэтому при ротации облигационного портфеля и реинвестировании пассивных доходов по ним, мы **сосредоточены на покупке корпоративных облигаций сроком до погашения/оферты не превышающим полутора-двух лет.**

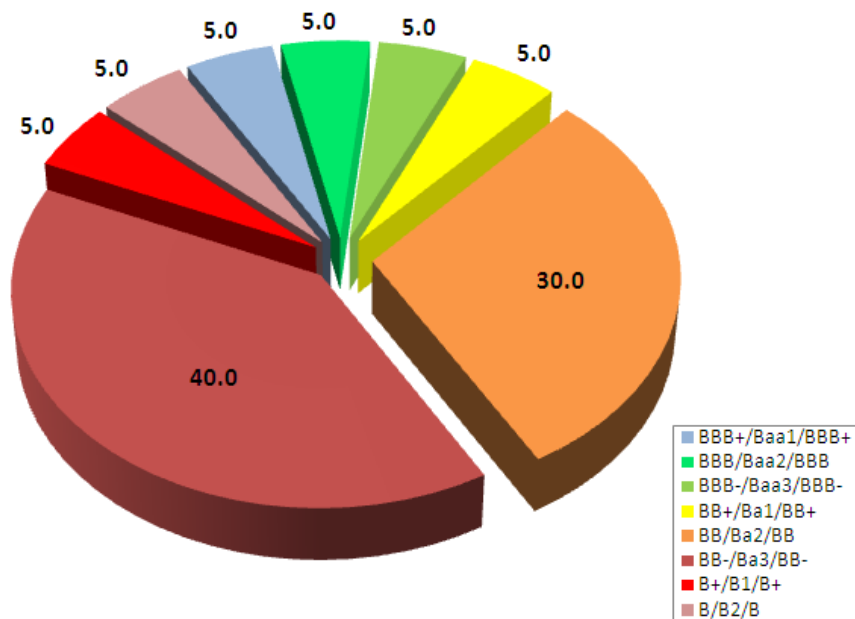
При управлении кредитным качеством портфеля облигаций НПФ мы планируем основной акцент сделать на облигациях крупных промышленных компаний и облигациях, эмитированных крупными российскими коммерческими банками, имеющими статус кредитного рейтинга не ниже ВВ-/Вa3. За редким исключением мы не видим преимуществ и существенных оснований инвестировать в субфедеральные облигации, так как в большинстве случаев регионы обладают дефицитными и не самостоятельными бюджетами, но в отличие от федерального бюджета не имеют резервных фондов. При этом, почти все субфедеральные облигации выпущены с постоянным купоном, что в условиях ожидаемого роста процентных ставок может оказать негативное влияние на котировки облигаций, особенно, для расположенных в «длинном сегменте». **В случае реализации предполагаемого нами сценария динамики процентных ставок мы будем увеличивать дюрацию облигационной части портфеля, стараясь несколько улучшить общий уровень кредитного качества.**

С учетом наших ожиданий динамики процентных ставок и прогноза изменения конъюнктуры рынка российских облигаций в 2013 году мы предполагаем **целевой состав и аллокацию активов в FI части портфеля** по состоянию на 12'2012 следующими: субфедеральные облигации – 0% от суммарного портфеля, корпоративные облигации – 45%, банковские депозиты – 5%. Основной акцент при выборе категории и типов активов для инвестирования в 2013 году мы сосредоточим в сегменте корпоративных облигаций, увеличивая их долю за счет сокращения веса банковских депозитов в составе портфеля. При текущем уровне ставок привлечения денежных средств на банковские депозиты и с учетом изложенных нами ранее ожиданий движения ставок на рынке облигаций мы планируем лишь частичное возмещение «депозитной» экспозиции за счет высвобождающихся средств. Целевые предполагаемые нами значения модифицированной дюрации облигационной части портфелей НПФ будут находиться у отметки 360 дней. Ориентируясь на сдержанные ожидания, мы полагаем, что **в 2013 доходность инвестиций FI части портфеля составит около +8.6% годовых.**

Целевая структура FI-части портфеля средств ПН НПФ по категориям долгосрочного кредитного рейтинга эмитентов (банков - для депозитов) по шкалам S&P, Moody's и/или Fitch выглядит следующим образом:

Долгосрочный кредитный рейтинг	В	В+	ВВ-	ВВ	ВВ+	ВВВ-	ВВВ	ВВВ+
	/B2/B	/B1/B+	/Ba3/BB-	/Ba2/BВ	/Ba1/BB+	/Baa3/BBB-	/Baa2/BBB	/Baa1/BBB+
Доля в портфеле, %	5	5	40	30	5	5	5	5

Целевая структура экспозиции на кредитный риск, в % от активов



ПРОГНОЗ СИТУАЦИИ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ И ОБЩИХ ТЕНДЕНЦИЙ ЕЕ РАЗВИТИЯ В 2013 ГОДУ.

- В 2011 и 2012 годах российская экономика находилась в фазе восстановления после кризиса 2008-2009 гг. По итогам 2012 года последствия спада будут преодолены, и в следующем 2013 году экономика будет показывать прирост по отношению к докризисному уровню. Темпы восстановления пока не столь высоки, но мы ожидаем их увеличения в 2013 году. По итогам 2012 года мы ожидаем экономический рост в России на уровне 4%, а по итогам 2013 года на уровне 4.5%. Рост промышленного производства, по нашим прогнозам, составит 4.7% в 2013 году.
- В конце 2012 года рубль, на наш взгляд, может оказаться на уровне 30.5-31 рублей за доллар США. Несмотря на рост цен на сырье, укрепление рубля будет опасным для реального сектора экономики и может подорвать наметившиеся признаки экономического роста, чего российские власти намерены избежать. Данная ситуация одновременно позволит пополнить растроченные в период кризиса золотовалютные резервы. В то же время, произведенные ранее снижения процентных ставок (как ставок Банка России, так и рыночных) окажут стимулирующее воздействие на экономику, одновременно увеличивая отток капитала из России и усиливая давление на курс рубля в пользу укрепления доллара США на внутреннем валютном рынке РФ. В зависимости от темпов роста цен на сырье и ожидаемого укрепления доллара к евро и другим мировым валютам, курс рубля к концу 2013 года, на наш взгляд, может составить 29.5-31.5 рублей за доллар США.

Динамика стоимости (spot) североморской нефти марки Brent Crude и курса рубля к доллару США за период 11М2012.



- Цены на нефть после спада, вызванного ухудшением ситуации на мировых рынках в период с апреля по июнь 2012 года, возобновили свой рост. К концу 2012 года, по нашему мнению, цена-spot на североморскую нефть марки Brent Crude достигнет 115-120 долларов США за баррель, а к концу 2013 года будет находиться в диапазоне 145-150 долларов США, что обеспечит комфортный уровень, как для экспортеров, так и для импортеров топлива. При этом, на фоне оживления мировой экономической конъюнктуры и ускорения инфляции будут

повышаться цены и на другое сырье. Данную тенденцию, впрочем, может прервать развитие масштабного долгового кризиса в зоне евро, вероятность которого, на наш взгляд, не велика.

Динамика биржевых цен на сырьевые товары, экспортируемые Россией (2011-2012 гг.)



- Темпы инфляции во втором полугодии 2012 года вырастут и будут выше целевых ориентиров ЦБ РФ (5-6%) по итогам года за счет избыточного денежного предложения, вызванного увеличением государственных бюджетных расходов и повышением цен на сырьевые товары, восстановления экономического роста (увеличения скорости денежного обращения) и роста тарифов на продукцию и услуги естественных монополий. Ожидаемый нами по итогам 2012 года уровень инфляции может составить около 6.5%. Следует также ожидать сохранения (в лучшем случае, паритета) опережающего роста индекса цен промышленных производителей относительно динамики индекса потребительских цен, вызванного опережающим ростом экспортоориентированных отраслей. Мы полагаем, что монетарная политика ЦБ РФ в 2013 году не претерпит значительных изменений и основной акцент регулятора будет сделан на таргетировании инфляции, а не валютно-обменного курса, при котором цена рубля во многом определяется уровнем процентных ставок ссудного капитала и балансом капитальных операций. Вероятно, ставки по ломбардным кредитам ЦБ РФ останутся вблизи текущих уровней и будут оказывать сглаживающее влияние на уровень рыночных процентных ставок. Тем не менее, мы ожидаем несущественного роста уровня процентных ставок, который не будет носить «кризисный» характер и будет определяться балансом двух разнонаправленных тенденций: с одной стороны, незначительным укреплением обменного курса рубля и ростом цен на сырую нефть, а с другой – усилением инфляционного давления, ростом бюджетных расходов и ускорением темпов денежного обращения.
- Растущая мировая экономика обеспечит повышение спроса на сырье, что повлияет на сырьевые цены, как на внешнем, так и на внутреннем рынке, а также простимулирует отрасли, связанные с сырьевым сектором экономики РФ.
- Активное сальдо торгового баланса при росте цен на сырье будет в 2013 году меньше, чем в 2012 году за счет реального укрепления курса российского рубля и из-за опережающего роста импорта. При этом отток капитала должен смениться его притоком в 2013 году.

- Темпы роста доходов и расходов граждан РФ будут неравномерно восстанавливаться после кризисных событий 2012 года. При этом, превышение доходов над расходами в 2013 году увеличится на фоне снижения темпов роста расходов населения. Тем не менее, будет возрастать значение внутреннего спроса как фактора экономического роста.

Превышение доходов над расходами населения в РФ, в %.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012*	2013*
Денежные доходы на душу населения (руб.)	12603	14939	16857	18887	20700	23060	25919
% год к году	23.6	18.5	12.8	12	9.59	11.4	12.4
Денежные расходы на душу населения (руб.)	12106	14878	16792	18509	20368	22894	25481
% год к году	25.8	22.9	12.9	10.22	10.04	12.4	11.3
Превышение доходов над расходами (%)	3.9	0.4	0.4	2	1.6	0.7	1.7

Прогноз основных экономических показателей российской экономики по итогам 2012-2013гг.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012п	2013п
Номинальный ВВП, \$ млрд.	992	1301	1659	1221	1480	1852	1902	2109
Реальный ВВП, % изм.	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.3	4.3	4.0	4.5
Реальный объем пром. производства, % изм.	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.2	5.2	3.8	4.7
Реальные инвестиции в основной капитал, % изм.	16.7	22.7	9.9	-15.7	6.0	8.3	9.0	9.3
ИПЦ (Индекс потребительских цен)								
На конец года, % изм.	9.0	11.9	13.3	8.8	8.8	6.1	6.5	6.8
ИЦП (Индекс цен производителей)								
На конец года, % изм.	10.4	25.1	-7.0	13.9	16.7	12	7.0	7.5
Социальный сектор								
Безработица, %	6.9	6.1	7.6	8.2	7.2	6.8	6.0	5.9
Платежный баланс, \$ млрд.								
Экспорт товаров	304	354	472	303	400	522	518	540
Импорт товаров	164	223	292	192	249	324	380	435
Торговый баланс	139	131	180	112	152	198	138	105
Внешний долг								
Внешний государственный долг на конец периода, \$ млрд.	49.0	44.0	38.0	35	42	37	38	42

РЫНОЧНЫЕ ОЖИДАНИЯ В 2013 ГОДУ.

В апреле-мае 2012 года мы наблюдали первую с начала года волну повышения процентных ставок по облигациям на 1-1.5% годовых в зависимости от срока, что было вызвано дестабилизацией ситуации на международных финансовых рынках, ослаблением курса рубля к доллару США и ухудшением общей ликвидности на денежном рынке. При этом, в июне рост ставок прекратился и прослеживалась тенденция к их снижению, особенно заметная на рынке ОФЗ из-за массового притока средств инвесторов-нерезидентов.

Однако, по нашему мнению, мартовский минимум процентных ставок по корпоративным облигациям не повторится в 2013 году. Мы ожидаем повышения уровня процентных ставок в 2013 году в пределах 1п.п. на фоне усугубляющихся инфляционных ожиданий, опасений возможного роста курса доллара по отношению к рублю и ускорения темпов экономического роста. Окончание цикла повышения процентных ставок, которое мы ожидаем во второй половине 2013 года, станет для нас основанием для увеличения дюрации облигационного портфеля. Мы предполагаем, что облигационные портфели принесут в 2013 году около 8.6% годовых с учетом эффективного управления дюрацией.

На рынке акций, по нашему мнению, нас также ожидает преимущественно благоприятная конъюнктура, хотя в начале 2013 года вероятно высокая ценовая волатильность активов. **В конце 2012 года значение индекса акций ММВБ, по нашему мнению, достигнет уровня 1500 пунктов, а к окончанию 2013 года мы ожидаем значения индекса акций ММВБ на отметке 1850 пунктов (+23.3% г-к-г).** В качестве дополнительной оценки возможной динамики рынка акций мы хотим привести данные по глубине падения индекса ММВБ от максимальных точек подъема внутри года до минимальных точек «дна» последующей коррекции, а также величине максимального внутригодового подъема индекса акций ММВБ за пять последних лет. В расчет берутся экстремальные точки - максимум и последующий за ним минимум, а также локальный минимум и последующий за ним максимум.

**ДИАПАЗОН ВНУТРИГODOVЫХ ПОДЪЕМОВ И ПОНИЖАТЕЛЬНЫХ КОРРЕКЦИЙ
ИНДЕКСА АКЦИЙ ММВБ.**

ГОД	МАКСИМАЛЬНОЕ СНИЖЕНИЕ ИНДЕКСА ММВБ, %	МАКСИМАЛЬНЫЙ ПОДЪЕМ ИНДЕКСА ММВБ, %
2006	31.72	67.50
2007	14.72	29.93
2008	73.74	24.68
2009	27.76	150.82
2010	21.79	40.97
2011	31.95	20.17
11М2012	22.97	22.19
СРЕДНЕЕ ЗНАЧЕНИЕ	32.09	50.89

Оценка доходности инвестиций в акции ряда российских компаний к концу 2013 года.

Эмитент	Цена (руб.)	P/E, текущее значение	EV/EBITDA* 2011	TP на конец 2013 года (руб.)	Потенциал роста (%) к концу 2013 года от текущей цены
Газовые компании					
Газпром	140.16	3.20	2.3	210	49.8
Новатэк	345.42	8.08	11.6	430	24.5
Трубопроводный транспорт и инфраструктура					
Транснефть, прив. акции	68366	2.16	2	64800	-5.2
Нефтяные компании					
Лукойл	1996.5	5.14	3	2180	9.2
Татнефть	207.28	5.76	4.4	220	6.1
Роснефть	250.65	6.18	3.2	295	17.7
Сургутнефтегаз	26.954	4.40	2	35	29.8
Гидрогенерация					
Русгидро	0.7695	14.3	3.9	1.65	114.4
Холдинговые и сетевые компании					
ФСК	0.21278	9.8	3.5	0.362	70.1
ИнтерРАО	0.02506	16.1	2.1	0.048	91.5
Холдинг МРСК	1.986	5.71	2.3	4.15	109.0

Тепловая генерация					
Мосэнерго	1.3641	11.06	1.9	2.70	97.9
ОГК-2	0.3486	N/S	7.5	1.00	186.9
ОГК-5	1.6337	10.99	7.1	2.40	46.9
Черная металлургия					
ММК	10.547	N/S	5.7	22	108.6
НЛМК	62.3	15.99	6.9	98	57.3
Северсталь	355.9	10.52	3.9	490	37.7
Мечел	192.6	N/S	5.1	460	138.8
Трубные заводы					
ТМК	92.94	8.55	6.8	120	29.1
Транспорт					
Аэрофлот	43.03	7.06	5.9	60	39.4
Цветная металлургия					
Русал, рдр	193.37	N/S	3.4	280	44.8
ГМКН	5376	8.47	3.6	6100	13.5
Розничная торговля					
Магнит	4548.3	22.22	14.5	4970	9.3
Минеральные удобрения					
Уралкалий	237.15	14.67	13.0	295	24.4
Телекоммуникации					
МТС	236.66	18.03	4.9	262	10.7
Ростелеком	113.45	7.32	3.7	175	54.3
Девелопмент и Строительство					
ЛСР	565.4	28.15	6.7	810	43.3
Угольные холдинги					
Распадская	60.34	12.93	6.0	140	132.0
Банки					
Сбербанк	93.36	6.22	1.44	117	25.3
ВТБ	0.05251	7.99	0.97	0.081	54.3

* P/BV для коммерческих банков.

СТРАТЕГИЯ УПРАВЛЕНИЯ И ОЦЕНКА ОЖИДАЕМЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ДОХОДОВ В 2013 ГОДУ.

В 2013 году при составлении инвестиционного портфеля мы считаем необходимым по-прежнему делать акцент на операции с акциями, а в облигациях более активно управлять дюрацией портфеля. При этом надо осознавать, что запланированное нами в 2013 году увеличение дюрации облигационного портфеля формирует определенные риски. Акции же, как инфляционнозащитный инструмент и, прежде всего, как инструмент в наибольшей степени реагирующий на продолжение восстановления экономики в 2013 году могут обеспечить высокую доходность.

Мы считаем, что основной портфель в акциях релевантен и продемонстрирует результаты, существенно опережающие бенчмарк. Основной акцент мы по-прежнему планируем делать на акции электроэнергетической отрасли (сети и гидрогенерация, главным образом), черной металлургии и легирующих металлов, а также горнорудного сегмента. Интерес представляет также угольная отрасль. Пятый отраслевой сегмент - банковский, так как можно рассчитывать на то, что именно финансовый сектор, который испытал на себе первые негативные последствия ухудшения конъюнктуры, будет одним из первых демонстрировать улучшение показателей. Облигации и депозиты могут использоваться как инструмент сохранения капитала, по нашему мнению, в 2013 году приросты облигационных индексов будут значительно уступать росту индексов акций по итогам года. В 2013 году на фондовом рынке будет преобладать восходящий тренд, что обусловит поддержание высокой доли акций в портфеле в течение большей части года. **Мы полагаем, что общий прирост индекса цен акций ММВБ (Московской Биржи) по итогам 2013 года может составить порядка +23.5% и достичь значения 1850 пунктов.** В части портфеля инструментов с фиксированным доходом, мы не исключаем возможности вновь прибегнуть к такому инструменту, как краткосрочные депозиты, в периоды высокой ценовой волатильности облигаций российских эмитентов.

Наши стратегические цели в работе с активами НПФ, в целом, выглядят следующим образом. Интересы конечных участников пенсионных отношений – Клиентов НПФ лучше всего отражает стратегия, направленная на максимизацию инвестиционного дохода и его стабильное

превышение накопленным итогом над уровнем инфляции. Данная стратегия имеет ряд особенностей. В первую очередь, чтобы достичь поставленной цели, управляющему необходимо включать в состав портфеля акции в значительной доле от суммарного портфеля – это может привести к кратковременным убыткам в периоды негативной рыночной конъюнктуры и высокой волатильности. При долгосрочном инвестировании основным (и с высоким весом для формирования наинфляционного прироста капитала) атрибутором инвестиционного результата является аллокация активов (их распределение по классам), а не акцентированная селекция отраслей и эмитентов, и не тайминг операций по покупке и продажам. Существующая высокая парная корреляция курсовых стоимостей акций на российском фондовом рынке на протяженном периоде времени резко снижает влияние акцентов (весов) и селекции активов в портфеле, наибольшее значение имеет управление суммарной долей акций в портфеле. Мы намерены придерживаться бенчмарк-ориентированного подхода к управлению рисками для целей оценки эффективности инвестиций - то есть стараемся получить итоговый результат управления выше, чем бенчмарк, и при более низком значении риска, чем его калибровочное значение для бенчмарка. При управлении рисками, на наш взгляд, на первый план выходит широкая диверсификация инвестиций при отсутствии резко акцентированных вложений, доля которых значительно превышает остальные. При этом мы придерживаемся подхода, направленного на установление максимальных долей от суммарного портфеля не в целом по эмитентам в портфеле, а по классам и категориям активов – чем ниже стоимостная волатильность и выше кредитное качество – тем больший вес мы можем использовать. Все вышеизложенное является базовым при управлении средствами пенсионных накоплений НПФ.

Предположения и аппроксимации, закладываемые нами в поведение при управлении активами в 2013г. Инфляция будет оставаться выше закладываемых в бюджет показателей за счет избыточного денежного предложения, вызванного повышением цен на сырье, ускорением темпов экономического роста и, как следствие, увеличением скорости денежного обращения. Ожидаемый итоговый уровень инфляции потребительских цен на конец 2013 года составит по нашему мнению, около **6.8-7.0%** годовых. Следует также ожидать опережающего роста индекса цен производителей по сравнению с индексом потребительских цен, так как экспортные отрасли в России продолжают расти быстрее тех, которые ориентированы на внутренний спрос и потребление (так и не восстановившиеся в полной мере после кризиса). Растущая мировая экономика обеспечивает стабильное повышение уровня спроса на большинство сырьевых товарных групп, что еще более повлияет на сырьевые цены, как на внешнем, так и на внутреннем рынке, а также простимулирует ряд внутренних (отечественных) отраслей, связанных с сырьевыми секторами экономики. Темпы роста объемов промышленного производства в России будут оставаться выше темпов роста ВВП, что является следствием более быстрого восстановления сектора промышленности, по отношению к секторам транспорта, услуг и сельского хозяйства, а также созданием более высокой добавленной стоимости именно в сегменте промышленного производства. По-прежнему, локомотивами внутренней экономики будут оставаться экспортно-ориентированные отрасли промышленного производства, а внутренний спрос будет оказывать незначительное влияние в структуре ВВП.

Облигации. По нашему мнению, нас ожидает период роста процентных ставок на российском финансовом рынке. Текущее снижение процентных ставок мы рассматриваем как временное и обусловленное с одной стороны позитивной информацией с европейских фондовых рынков, а с другой очередным повышением цен на нефть. Процентные ставки в настоящее время достигли показателей 6.1-6.5% годовых по годовым займам хорошего кредитного качества, что ниже ожидаемого уровня инфляции. Объем первичных размещений на рынке существенно вырос. В связи с этим в настоящее время мы ориентируемся на краткосрочные ценные бумаги с приоритетом максимальной доходности к погашению/оферте. Мы не планируем инвестировать в субфедеральные облигации, так как, за малым исключением, регионы обладают сильно дефицитными и не самостоятельными бюджетами, но, в отличие от федерального бюджета, не имеют резервных фондов. При этом, почти все субфедеральные облигации выпущены с постоянным купоном, что в условиях ожидаемого роста процентных ставок может оказать негативное влияние на котировки, особенно, если облигации имеют «длинный» срок до

погашения. Наши акценты здесь определяются несколькими «ключевыми» ожиданиями и status quo, а именно: 1) беспрецедентно низкий уровень текущих рыночных процентных ставок, слабо стимулирующий внутренний спрос и без того имеющий низкий вес в структуре ВВП; 2) крайне незначительные премии за кредитный риск на рынке инструментов с фиксированным доходом; 3) увеличивающийся риск скорого начала цикла повышения процентных ставок; 4) риск ускорения темпов инфляции на фоне ускорения темпов денежного обращения; 5) риск укрепления курса доллара США на международных рынках по отношению к евро и т.н. «сырьевым валютам», и незначительного укрепления курса доллара США по отношению к российскому рублю на внутреннем валютном рынке; 6) атипичный (для страны с «врожденным» высоким уровнем инфляции, предопределенным структурой экономики) «плоский» характер кривой доходности, характеризующийся низким уровнем премий за процентный (временной) риск. Это, во многом, предопределяет подходы к управлению портфелем в части инструментов с фиксированным доходом и управления наличностью: мы покупаем и держим в составе портфеля облигации высокого кредитного качества а) с «флоатерами» («плавающими» %-ми ставками по купону); б) с низкими показателями срока до погашения/оферты и невысоким общим показателем модифицированной дюрации; в) с акцентом на максимизацию показателя доходности к погашению, а не высокой текущей доходности. В текущем году основная ставка при управлении инвестициями в облигации делается на иммунизацию FI-части портфеля от процентного риска.

Акции. Ориентируясь на инвестиционные приоритеты, лежащие не в области максимизации показателя накопленной за многолетний период доходности, но максимизации дискретных (год-к-году) результатов доверительного управления с фокусом на опережение годовых темпов инфляционного обесценения активов, при управлении инвестиционным портфелем мы делаем акцент на тактическую аллокацию активов (тайминг) и их селекцию, которые, в основном, и определяют инвестиционный результат на коротких (до года) сроках инвестирования. Однако, это не может не приносить и более высокого риска краткосрочных потерь и повышенной волатильности его общей стоимости. Несистематическую составляющую рыночного риска мы стараемся элиминировать широкой диверсификацией инвестиций в любой момент времени. Тем не менее, в силу высоких значений показателей парной и множественной корреляции курсовой стоимости акций, портфель продолжает оставаться зависимым и подверженным систематической составляющей рыночного риска. При текущем низком уровне рыночных процентных ставок, к нашему сожалению, это «необходимая плата» за достижение цели «дискретного» опережения инфляции. Таким образом, при принятии решения о тактической аллокации активов мы взвешиваем все годовые upside potentials (потенциал роста стоимости) и downside risks (величину возможных краткосрочных потерь) для всех классов активов, доступных к инвестированию и разрешенных инвестиционной декларацией. Результатом такого взвешивания является изменение веса и выбор момента времени для продажи/покупки того или иного класса активов против другого. При этом, мы не нарушаем выбранной нами на рассматриваемый период, с учетом прогноза основных экономических показателей, стратегической аллокации активов, т.е. предельных соотношений основных классов активов в портфеле, определяющих долгосрочный накопленный инвестиционный результат. Таким образом, 1) тайминг (момент ребалансирования классов активов) внутри года определяется сравнением альтернативных ожидаемых доходностей, т.е. силой разрыва соотношения ожидаемых доходностей, для классов активов до конца текущего года, а 2) величина ребалансировки ограничивается величиной возможных допустимых краткосрочных потерь (продлеваемый десятидневный VaR, параметрический или исторический); 3) отраслевая и эмитентная селекция активов производится на основе лучшего сочетания показателей ожидаемого роста и рыночных мультипликаторов (fundamentals).

**Прогноз доходности инвестирования средств пенсионных накоплений
по классам активов в 2013 году.**

Виды вложений	31.12.2012	31.03.2013		30.06.2013		30.09.2013		31.12.2013	
		Доля в портфеле, %	Доходность с начала года, % годовых	Доля в портфеле, %	Доходность с начала года, % годовых	Доля в портфеле, %	Доходность с начала года, % годовых	Доля в портфеле, %	Доходность с начала года, % годовых
Индекс ММВб (прогноз)	1500	1605		1680		1730		1850	
Акции (на конец периода)	45	45	28	45	24	50	20.4	50	23.3
Акции (в среднем за период)	-	45	-	45	-	50	-	50	-
Корп. Облигации	50	50	8.6	50	8.7	50	8.9	50	9.0
Обл. субъектов РФ	0	-	0	-	-	-	0.0	-	0.0
Обл. мун. обр.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ФГЦБ (ОФЗ)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ГСО	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ПИФ	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Депозит	5	5	8.5	5	8	-	-	-	-
Ден. Средства	0	-	-	-	-	-	-	-	-
ИТОГО	100	100	16.9	100	15.1	100	13.7	100	15.4

Таким образом, мы планируем, что доходность от управления средствами пенсионных накоплений НПФ может составить порядка **+15.4% годовых**.

Оценить возможную доходность портфеля и его риски на предстоящий год можно также следующим образом. Результаты расчетов по методу VaR на основании использования исторических данных с «01» Января 2003 года для диверсифицированного портфеля акций и облигаций, с долей акций в 50% от совокупной величины активов, дают следующие результаты. Наиболее вероятная ожидаемая доходность за 2013 год составляет **+13.4% годовых**. С вероятностью 95% инвестиционный результат по портфелю будет находиться в диапазоне от -40.3% до +68.9% годовых. Приведенный ниже график позволяет оценить риски портфеля в зависимости от срока инвестирования.

