

### ОТ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК К СПРЕДУ

#### Перспективы долгового рынка в 2011 г.

**Доходность казначейских бумаг будет расти, курс доллара – снижаться.** Реакция денежных властей США и Европы на финансовый кризис кардинально различается. Смягчение денежно-кредитной политики – основной фундаментальный фактор, определяющий долгосрочную динамику доходности казначейских бумаг и ослабления доллара. Проблема европейских суверенных долгов, вероятно, будет препятствовать развитию этих тенденций, но не сможет обратить их вспять. По итогам 2011 г. мы прогнозируем доходность 10-летних американских гособлигаций на уровне 4,5%.

**Российский внешний долг остается сравнительно привлекательным.** Спред российских суверенных облигаций к казначейским бумагам США остается широким как по историческим меркам, так и в сравнении с аналогами. Таким образом, Россия остается одной из лучших ставок в портфеле долгов развивающихся стран. Тем не менее в абсолютном выражении мы ожидаем негативной динамики длинных российских евробондов в свете ожидающегося повышения доходности американских госбумаг. По нашей оценке, в 2011 г. спред выпуска Russia'30 к 10-летним гособлигациям США составит 100 б.п., а доходность достигнет 5,5%.

**Инфляционное давление, стабильный рубль.** Мы ожидаем, что сальдо счета текущих операций останется положительным и довольно существенным, а ситуация с потоками капитала в 2011 г. окажется лучше, чем в 2010 г. Эти факторы обеспечат стабильность рубля – по нашей оценке, его среднегодовой курс в следующем году составит 29,4 руб./долл. Инфляционное давление будет постепенно увеличиваться под влиянием как монетарных, так и немонетарных факторов, и темпы роста потребительских цен могут достичь 9,5%.

**Возможно ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ.** Учитывая наш прогноз инфляции по итогам 2011 г. на уровне 9,5%, естественно ожидать, что ЦБ повысит ставку рефинансирования. Исходя из нашей оценки роста ИПЦ, мы ожидаем, что ставка будет повышена до 9%. Это подтолкнет вверх краткосрочные рублевые ставки, но их повышение едва ли будет существенным, и в целом мы ожидаем сохранения ставки овернайт на уровне 2,5–4% в 2011 г.

**Доходность длинных рублевых облигаций едва ли существенно изменится.** До кризиса доходность рублевых облигаций нередко опускалась ниже текущих уровней, несмотря на более высокую ставку рефинансирования и инфляцию. В связи с этим мы не исключаем, что наклон кривой доходности уменьшится в 2011 г. за счет роста на коротком конце кривой на фоне стабильных доходностей на длинном конце. Возможность рефинансирования в ЦБ через операции РЕПО оказывает поддержку долгосрочным рублевым облигациям. Согласно нашему прогнозу, к концу 2011 г. доходность пятилетних ОФЗ составит около 7%.

**От процентных ставок к кредитному спреду.** В целом российский долговой рынок уже нельзя назвать дешевым с точки зрения процентных ставок, поэтому основным источником дохода в 2011 г., скорее всего, станет кредитный спред.

#### Долларовые ставки вырастут, угол наклона рублевой кривой уменьшится

Прогноз УРАЛСИБа по процентным ставкам

	2009	2010	2011П
<b>Долларовые</b>			
Доходность 10-летних казначейских облигаций, %	3,8	2,9	4,5
Russia'30 YtM, %	5,4	4,7	5,5
Спред Russia'30, б.п.	155	180	100
<b>Рублевые</b>			
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	8,75	7,75	9
Овернайт, %	4	3,25	2,5-4
Доходность пятилетних ОФЗ, %	8,25	7,2	~7

Источники: оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

#### Чудес ждать не стоит

Макроэкономический прогноз УРАЛСИБа

	2010П	2011П
Динамика ВВП, %	4,0	4,6
Динамика промышленного производства, %	8,2	5,1
Динамика инвестиций в основной капитал, %	6,5	11,7
Динамика розничных продаж, %	5,8	6,5
Динамика реальных доходов, %	5,5	4,2
Инфляция, %	8,5	9,5
Экспорт, млрд долл.	384	407
Импорт, млрд долл.	258	287
Счет текущих операций, млрд долл.	76	52
Профицит фед. бюджета в % от ВВП	(2,4)	0,7
Средний курс руб./долл.	29,9	29,4
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	77,2	83,1

Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат

\* Май 2010 г.

## ВНЕШНИЙ РЫНОК

**Новый этап количественного смягчения.** В первой половине ноября ФРС объявила о новом раунде количественного смягчения: до июня 2011 г. американский центробанк планирует выкупать с рынка казначейские облигации объемом до 75 млн долл. в месяц. По нашему мнению, в среднесрочной перспективе это чревато такими последствиями, как:

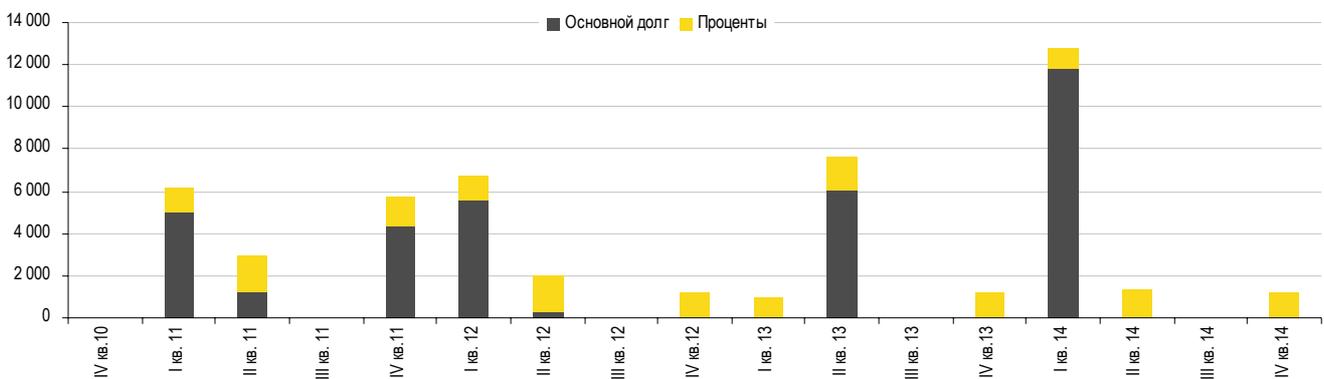
- ослабление американской валюты по отношению к евро из-за эмиссии долларов;
- повышение доходности казначейских облигаций США;
- удорожание сырья – естественно, включая нефть.

Второй пункт списка нуждается в дополнительном разъяснении. Мы понимаем, что прямой выкуп казначейских облигаций в ближайшее время ограничит рост доходности долларовых активов, однако полагаем, что динамика долгосрочных ставок определяется в первую очередь инфляционными ожиданиями, а увеличение денежной массы (на фоне улучшения перспектив экономики) предвещает ускорение инфляции в будущем. При таком сценарии было бы логично ожидать существенного роста доходностей прежде всего во II полугодии 2011 г., когда ФРС перестанет поддерживать цены гособлигаций своими покупками.

**Суверенный долговой кризис в Европе остается одной из центральных мировых тем.** Последние сводки с этого фронта пришли из Дублина: Ирландия, дефицит бюджета которой в 2010 г. может достигнуть 32% ВВП, согласилась принять помощь Евросоюза. В ходе дальнейших переговоров предстоит определить, какая именно сумма будет выделена из гарантийного фонда ЕС и МВФ и во что обойдется Ирландии эта поддержка с точки зрения новых мер бюджетной экономии.

### В 2011 г. Ирландия должна выплатить 14,8 млрд евро в счет погашения основной суммы долга и процентов

Структура долга правительства Ирландии по срокам, млн евро



Источники: Bloomberg

Из приведенного выше графика видно, что ситуацию с госдолгом в Ирландии нельзя назвать катастрофической. Расходы на его обслуживание в 2011 г. составят чуть меньше 15 млрд евро – ирландские чиновники утверждают, что у страны достаточно собственных средств, чтобы заплатить эту сумму. Две главные проблемы: (а) растущая стоимость странового риска, из-за которой Ирландии становится сложнее рефинансировать свои займы, и (б) неустойчивое положение национальных банков. Похоже, что именно ситуация в банковском секторе стала центральной темой переговоров Ирландии и ЕС. В результате, по неофициальной информации, Ирландии была обещана помощь в размере 80–90 млрд евро (на спасение Греции Евросоюз ранее выделил 110 млрд евро).

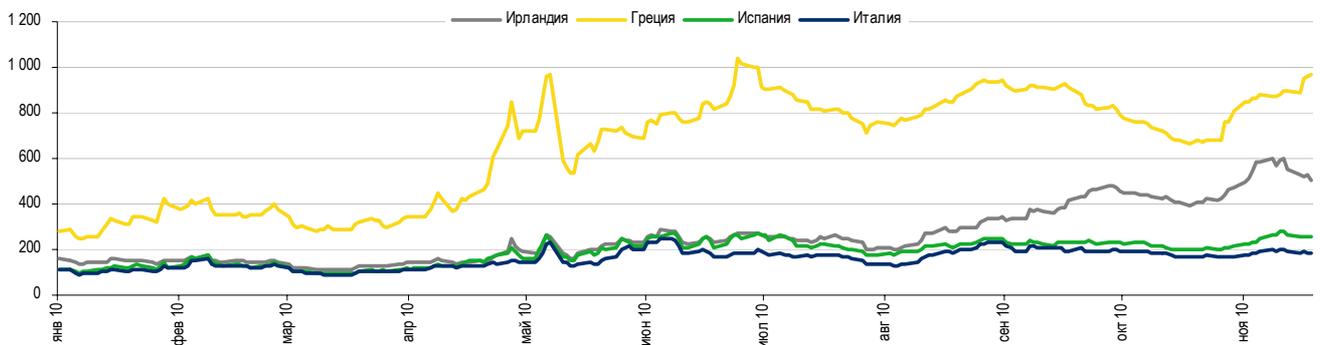
Как видно из представленного ниже графика, в 2010 г. было четыре периода существенного расширения спредов CDS стран, сильнее других пострадавших от кризиса суверенных долгов. Однако же ни одна из стран зоны не допустила дефолта, ни одна не реструктурировала долг. На наш взгляд:

- Тема госдолга периферийных стран еврозоны еще не раз окажется на повестке дня и в 2011 г.
- Мы не ожидаем суверенных дефолтов в регионе в следующем году, поскольку «загасить пламя» будет для ЕС гораздо дешевле, чем справляться с потенциальными последствиями дефолта какой-либо из стран союза.

- Сумма, которая потребуется ЕС для поддержки стран, пострадавших в результате кризиса суверенных долгов, вполне посильна для союза – вопреки прогнозам, созданный ЕС и МВФ фонд экстренной помощи объемом 750 млрд евро оказался вполне эффективным механизмом (более того, в случае с Ирландией Евросоюз сам настаивал на оказании поддержки). Кроме того, теперь ЕЦБ имеет право покупать европейские гособлигации на открытом рынке, что позволяет ему абсорбировать избыточное предложение суверенных бондов, которые оказываются под давлением во время масштабных распродаж.
- Укрепление евро к доллару, о котором говорилось выше, представляется сомнительным, когда неприятие европейского риска среди инвесторов усиливается. Однако мы считаем смягчение денежно-кредитной политики в США более фундаментальным фактором, чем возникающие время от времени опасения по поводу долгового бремени периферийных стран еврозоны. ЕЦБ получил право покупать суверенные облигации на открытом рынке, но по масштабу его операции несопоставимы с действиями ФРС.

### Всплески неприятия европейского риска

Спреды пятилетних суверенных CDS, б.п.



Источники: Bloomberg

**Наш прогноз доходности 10-летних казначейских облигаций – 4,5% в 2011 г.** Как отмечалось выше, мы ждем роста доходности долларовых облигаций как следствие второго раунда количественного смягчения в США. На наш взгляд, американские власти попытаются обесценить долг за счет инфляции, что автоматически предполагает более мягкую денежно-кредитную политику, чем в ЕС, который сосредоточился на проведении мер бюджетной экономии и соблюдении бюджетной дисциплины. Ниже представлены наши основные выводы в отношении казначейских облигаций:

- Текущие доходности американских гособлигаций (включая 10-летние) представляются сверхнизкими по историческим меркам.
- С технической точки зрения с конца 1980-х гг. доходность 10-летних казначейских облигаций находилась ниже выраженного нисходящего тренда (см. график далее). Эта тенденция не может сохраняться вечно.
- Мы полагаем, что в условиях посткризисного восстановления экономики США, которым придется решать проблему огромного госдолга, доходность 10-летних казначейских облигаций может подняться выше линии данного тренда.
- Мы считаем весьма высокой вероятностью того, что в течение следующих 36 месяцев доходность 10-летних казначейских облигаций достигнет 7–8%. Ничего чрезвычайного не произойдет – доходность находилась на этих уровнях в первой половине 1990-х гг.
- Наш основной прогноз доходности 10-летних казначейских облигаций на 2011 г. составляет 4,5% – примерно через эту точку проходит сейчас нисходящая линия тренда. Нас главным образом интересует, когда доходности удастся пробить эту линию.

## Мы ожидаем роста долларовых доходностей

Доходность 10-летних гособлигаций США, график баров, % годовых, логарифмическая шкала



Источники: Bloomberg

**Выпуск Russia'30 остается дешевым по историческим меркам.** Понимая, что сопоставление с историческими показателями считается не лучшим методом оценки, мы все же хотели бы отметить, что спред индикативного суверенного выпуска Russia'30 остается шире, чем до кризиса. Доходность Russia'30 сейчас ниже, чем была в 2007 г., что связано с низкой доходностью американских гособлигаций, однако спред находится у отметки 160 б.п., будучи гораздо шире, чем в I полугодии 2007 г., когда он составлял порядка 100 б.п.

## Суверенные облигации РФ все еще дешевы по историческим меркам

Доходность (% годовых) и спред (б.п.) выпуска Russia'30

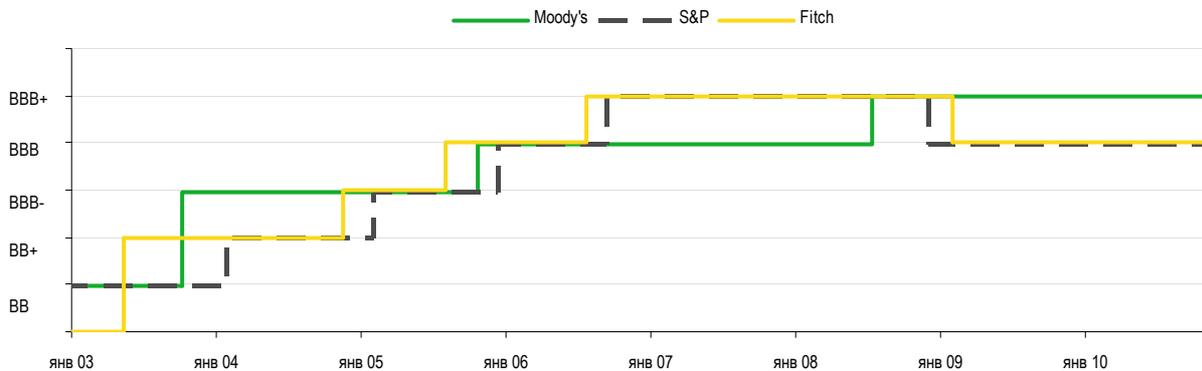


Источники: Bloomberg

**Ожидаются позитивные решения рейтинговых агентств.** Хотя рейтинговые агентства довольно консервативно оценивают Россию из-за сильной зависимости ее государственных финансов от экспорта сырьевых товаров, вполне можно ожидать умеренно позитивного изменения суверенных кредитных рейтингов РФ. Из графика ниже видно, что текущие рейтинги России, как по версии S&P, так и по версии Fitch, находятся на уровне «BBB» – на одну ступень ниже докризисного, причем прогноз Fitch по рейтингу – «Позитивный». Агентство Moody's не понизило рейтинг РФ во время кризиса, к тому же ряд квазигосударственных эмитентов (к примеру, Сбербанк с рейтингом «А3») уже получили рейтинги группы «А», поэтому мы оцениваем вероятность повышения суверенного рейтинга РФ агентством Moody's до «А3» в 2011 г. выше 50%. Агентства S&P и Fitch в течение ближайших 12 месяцев, на наш взгляд, повысят рейтинги России до предкризисного уровня «BBB+».

## Мы ожидаем повышения суверенных рейтингов РФ на одну ступень всеми тремя рейтинговыми агентствами

Эволюция кредитных рейтингов РФ



Источники: рейтинговые агентства

**Российские облигации выглядят привлекательно в сравнении с аналогами с развивающихся рынков.** Представленный ниже график отражает историческую премию пятилетних российских CDS к соответствующим инструментам Бразилии (BBB-/Baa3/BBB-), Турции (BB/Ba2/BB+) и Мексики (BBB/Baa1/BBB). В частности:

- Спред российских CDS в настоящий момент на 35 б.п. шире бразильского, хотя в начале 2007 г. был уже на 50 б.п.
- Премия к CDS Турции (при существенной разнице в рейтингах!) достигла около 10 б.п. против дисконта в размере 100 б.п. в 2007 г.
- Премия к CDS Мексики составляет 30 б.п. против нулевой до кризиса.

## Российский риск выглядит привлекательно на фоне развивающихся рынков

Разница между спредами пятилетних долларовых CDS, б.п.



Источники: Bloomberg

**Ожидается сужение суверенных спредов, возможен рост доходности.** С учетом приведенных выше соображений (низкая по историческим меркам оценка, возможность повышения рейтингов, привлекательность в сравнении с гособлигациями развивающихся стран) в 2011 г. можно ожидать следующего сценария для Russia'30:

- Спред бумаги к 10-летним казначейским облигациям может сузиться до предкризисного уровня – 100 б.п.;
- Несмотря на потенциальное сужение спредов, доходность выпуска Russia'30 может вырасти до 5,5% с нынешних 4,45%, учитывая, что доходность 10-летних облигаций по итогам 2011 г. прогнозируется на уровне 4,5%.

**Главной темой 2011 г. станут инвестиции в корпоративные облигации.** Таким образом, мы придерживаемся в целом негативного взгляда на долларские ставки: в 2011 г. можно ожидать неблагоприятной конъюнктуры на рынке казначейских облигаций США, и, соответственно, суверенных российских еврооблигаций. Для инвесторов, имеющих право открывать только длинные позиции, одним из вариантов решения проблемы может стать переключение на сегмент корпоративных еврооблигаций. На графике ниже представлена ситуация в этом сегменте.



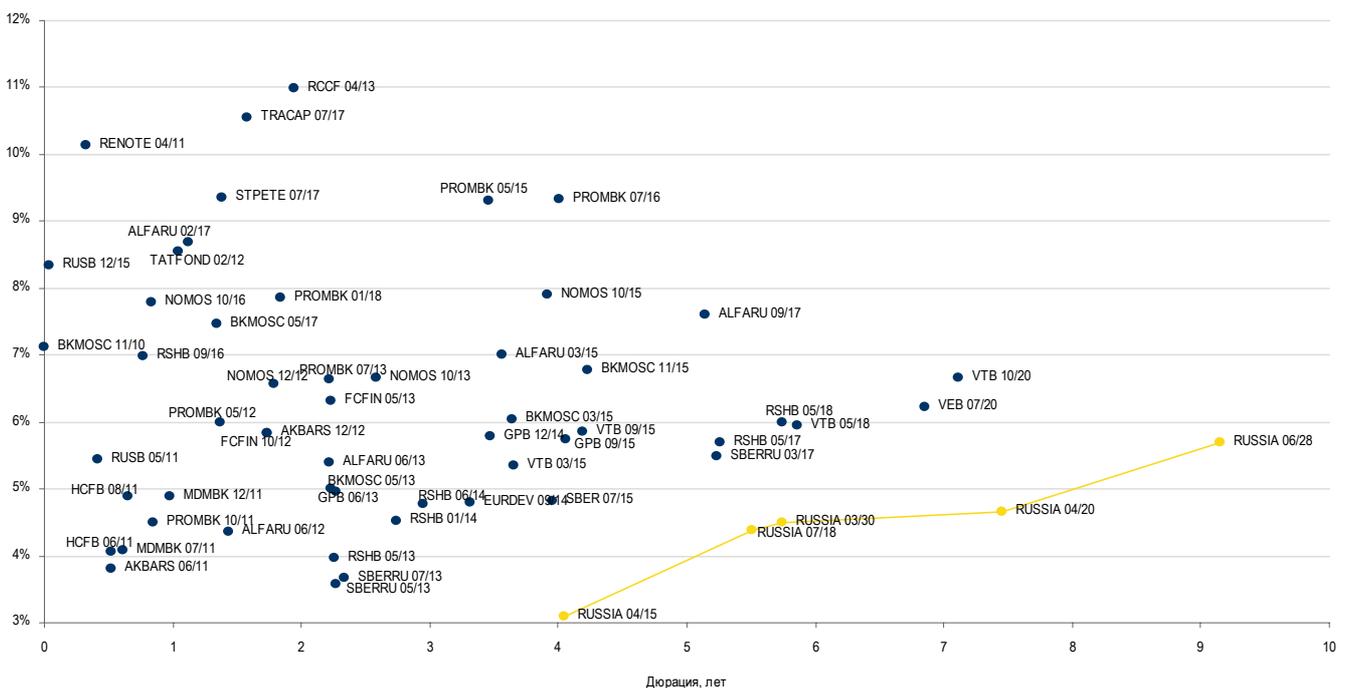
Перспективы долгового рынка в 2011 г.

- Евраз (EVRAZ, B/B1/B+ и Северсталь (CHMF, BB-/Ba3/B+). Восстановление кредитного качества компаний горно-металлургического сектора продолжается, основные игроки приложили немало сил к реструктуризации долговых портфелей, повышению ликвидности и снижению долговой нагрузки. Например, у Евраза отношение Чистый долг/ЕБИТДА в 2010 г., по нашей оценке, упадет с 5,86 до 3,1. Главной проблемой Евраза во время кризиса была низкая ликвидность баланса, но в последнее время компания смогла рефинансировать основную часть краткосрочного долга, так что в 2011–2012 гг. ей осталось погасить менее 300 млн долл. Более того, согласно нашей модели, в 2011 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА может упасть у компании приблизительно до 1,5. В противоположность Евразу, Северсталь традиционно удостаивалась похвалы за внушительную подушку денежных средств, так что у компании никогда не было проблем с ликвидностью. По нашему прогнозу, долговая нагрузка компании упадет с 5,4 в 2009 г. до 2,4 в 2010 г. и 1,55 в 2011 г. Как и в случае с Вымпелкомом, мы считаем привлекательной всю кривую доходности Евраза, включая Evraz'13 (5,75%, спред в 500 б.п.), Evraz'15 (6,7%, 515 б.п.), Evraz'18 (7,45%, 520 б.п.). Среди облигаций Северстали наиболее ликвидны размещенные недавно CHMF'17 (7,05%, 490 б.п.), за которыми следуют CHMF'14 (5,5%, 445 б.п.)
- Облигации Распадской (B1/B+) понесли потери в результате аварии на основной шахте компании, но Распадская продолжила добычу на других своих рудниках, так что денежный поток, получаемый компанией, уменьшился, но не иссяк. Помимо этого, в момент аварии финансовое положение компании было столь благополучным, что, если бы не необходимость резко увеличить капвложения для восстановления шахты, чистый долг компании по итогам 2010 г. был бы отрицательным. По нашей оценке, компания завершит нынешний год с коэффициентом Чистый долг/ЕБИТДА на уровне приблизительно 0,5, так что выпуск RASPAD'12 (доходность 5,35%, спред – 475 б.п.) представляется нам вполне привлекательным и надежным инвестиционным инструментом с хорошим кредитным спредом.
- Alliance Oil (B+/B). Облигации компании, несомненно, относятся к числу высокодоходных, но это не причина избегать их. Финансовые результаты НК за I полугодие 2010 г. были неважными с точки зрения генерации операционного денежного потока, но показатели III квартала выглядят существенно лучше. Мы полагаем, что в нынешнем году долговая нагрузка компании останется в пределах 2 (не исключено, что она составит 1,5), так что доходность выпуска VOSTOK'15 на уровне 8,75% (спред 725 б.п.) представляется чрезмерно высокой.
- ЛенспецСМУ (B). Единственный представитель российской строительной отрасли на рынке еврооблигаций. Компания хорошо известна в России, имеет хорошую кредитную историю, отчасти приобретенную во время кризиса. Благодаря низкой долговой нагрузке и вполне приемлемой ликвидности компании выпуск LENSP'19 (9,75%, спред 875 б.п.) представляет неплохую возможность для инвесторов, вкладывающих средства в высокодоходные активы.

График ниже иллюстрирует текущие позиции российских банковских евробондов.

### Наши фавориты - Альфа-Банк, НОМОС-Банк и Промсвязьбанк

Долларовые еврооблигации российских банков



Источники: Bloomberg

## Привлекательные инвестиционные возможности в банковских облигациях

- Альфа-Банк (В+/Ва1/ВВ). Крупнейший частный банк в России, в течение многих лет являющийся одним из столпов российской банковской системы, во многих отношениях опережает конкурентов. Например, во время кризиса Альфа-Банк первым (еще до банкротства Lehman Brothers) начал бороться за качество кредитного портфеля и, судя по всему, выиграл тысячи судебных исков против должников, добиваясь обращения взыскания на их имущество, реструктуризации задолженности на благоприятных для него условиях и активных действий со стороны заемщиков по возврату кредитов. Соответственно, банк одним из первых сообщил о снижении стоимости риска после кризиса – это означает, что Альфа-Банк опережает конкурентов в подготовке к следующему раунду кредитной экспансии на российском рынке. Наиболее привлекательными выпусками нам представляются ALFARU'15 (доходность 7%, спред 568 б.п. к свопам) и ALFARU'17 (7,6%, 550 б.п.).
- НОМОС-БАНК (Ва3/ВВ-). Ситуация с финансовыми показателями банка по итогам 2010 г. не до конца ясна, поскольку в настоящий момент НОМОС находится в процессе консолидации Ханты-Мансийского банка. Слияние с последним должно усилить НОМОС, а состав основных акционеров объединенного банка не изменится: Группа ИСТ останется владельцем контрольного, а PPF Group – крупного миноритарного пакета. Вхождение PPF Group в капитал НОМОС-БАНКА послужило катализатором быстрого развития банка и повышения качества его корпоративного управления, не говоря уже о том, что PPF всегда был готов защищать свои инвестиции в банковский сектор субординированными депозитами, ставшими столь важным подспорьем банку во время кризиса. Заслуживает внимания выпуск NOMOS'15 (доходность 7,85 б.п., спред 640 б.п.) и выпуск NOMOS'13 с преимущественным правом требования (6,7%, 585 б.п.).
- Кредит Европа Банк (Ва3/ВВ-). Банк добился выдающихся финансовых показателей в кризисный 2009 г. и продолжает показывать высокие результаты в нынешнем году. В последней отчетности почти нет изъянов, если не считать некоторую зависимость банка от фондирования материнской FIBA Group. В настоящий момент КЕБ проводит маркетинг нового рублевого выпуска, но намерен вскоре вернуться на рынок еврооблигаций. Тем, кто не готов ждать, мы можем порекомендовать обращающийся выпуск FCFIN'13 (6%, спред 525 б.п.).
- Промсвязьбанк (В/Ва2/В+). ПСБ, безусловно, уступает конкурентам по уровню капитализации, но в 2010 г. структура собственников банка улучшилась в результате вхождения в его капитал ЕБРР в качестве миноритарного акционера, который вместе с Commerzbank владеет теперь блоком пакетом акций ПСБ. Особенно привлекательными представляются субординированные выпуски PROMBK'15 (9,2%, спред 790 б.п.) и PROMBK'16 (9,3%, 760 б.п.).
- Среди высокодоходных инструментов есть смысл присмотреться к риску Группы Ренессанс, которая в настоящий момент представлена нотой холдинга RFHL (В+/В1/В), – RNOTE'11 (доходность 10%, спред 970 б.п.), а также облигациями, размещенными розничным банком группы, RCCF'13 (В-/В3/В-). Недавно Ренессанс доразмещал эти облигации, – по неофициальной информации, под 11,5% к погашению. Главное преимущество RFHL состоит в том, что после кризиса он на 50% принадлежит Группе ОНЭКСИМ, возглавляемой Михаилом Прохоровым, тогда как преимущества RCCF – его чрезвычайно ликвидный и сильно фрагментированный кредитный портфель, а также банковский надзор, осуществляемый ЦБ РФ.

## НАШ ВЗГЛЯД НА ЭКОНОМИКУ

**Новый макроэкономический прогноз УРАЛСИБа.** В середине ноября был опубликован новый макроэкономический прогноз УРАЛСИБа на краткосрочную перспективу. Его основные показатели представлены в следующей таблице.

### Чудес не предвидится

Обновленный макроэкономический прогноз УРАЛСИБа

	2010П			2011П	
	Новый прогноз УРАЛСИБа	Старый прогноз УРАЛСИБа*	Правительство	УРАЛСИБ	Правительство
Динамика ВВП, %	4,0	5,5	4,0	4,6	4,2
Динамика промышленного производства, %	8,2	8,1	7,6	5,1	3,9
Динамика инвестиций в основной капитал, %	6,5	3,6	2,5	11,7	10,0
Динамика розничных продаж, %	5,8	4,6	5,2	6,5	5,0
Динамика реальных доходов, %	5,5	4,1	4,4	4,2	3,6
Инфляция, %	8,5	7,5	-7-8	9,5	-6-7
Экспорт, млрд долл.	384	410	378	407	389
Импорт, млрд долл.	258	255	239	287	278
Счет текущих операций, млрд долл.	76	89		52	
Профицит фед. бюджета в % от ВВП	(2,4)	0,8	(5,3)	0,7	(3,6)
Средний курс руб./долл.	29,9	29,1	30,4	29,4	30,5
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	77,2	79,2	75,0	83,1	75,0

\* Май 2010 г.

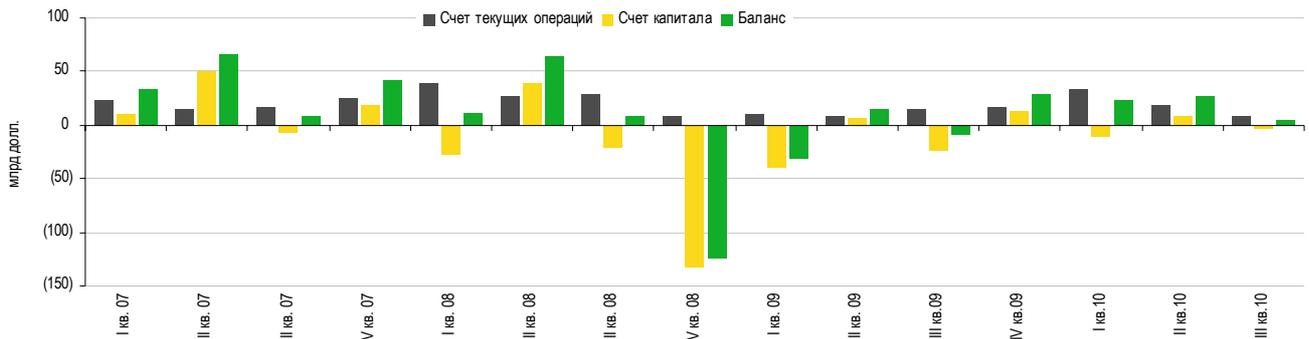
Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат

Цифры говорят сами за себя – наши макроэкономисты не ожидают прорывов в 2011 г., но фундаментальные показатели останутся устойчивыми. Темпы роста ВВП могут оказаться несколько выше, чем в 2010 г., но ускорится и инфляция – в этом наш прогноз расходится с официальной оценкой. Бюджет, скорее всего, будет сбалансированным – еще одно расхождение, однако сложно не заметить, что в этом вопросе Минфин на протяжении многих лет демонстрирует чрезмерный пессимизм. Ниже изложен наш взгляд на перспективы экономики.

**Российская экономика продолжит восстанавливаться.** Наш взгляд остается позитивным. В 2011 г. российская экономика продолжит восстанавливаться – в первую очередь благодаря экспортным отраслям, потребительскому спросу и инвестициям. По нашей оценке, в текущем году ВВП вырастет на 4%, в 2011 г. – на 4,6%, а в 2012 г. – на 4,4%. С 2013 г. негативное влияние на экономику, вероятно, начнут оказывать демографические факторы, однако эта тема находится за рамками настоящего обзора.

### В III квартале 2010 г. счет текущих операций и счет капитала находились под давлением

Счет текущих операций, счет движения капитала, квартальные данные



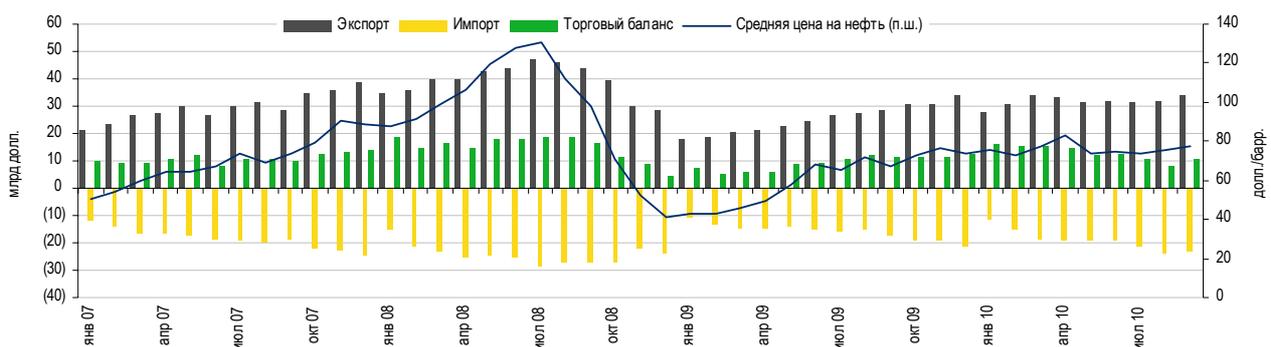
Источники: ЦБ

**Сальдо счета текущих операций останется положительным.** Среднемесячный профицит торгового баланса за девять месяцев 2010 г. составил 12 млрд долл., однако достигнув в марте пика на уровне 15 млрд долл., показатель начал снижаться и в августе даже опустился ниже 10 млрд долл. – до 8,3 млрд долл. Августовский провал представляется разовым явлением, но положительное сальдо торгового баланса начало уменьшаться, поскольку импорт стал расти быстрее экспорта. Рост импорта ускорился благодаря повышению внутреннего потребительского спроса и восстановлению инвестиций в основной капитал (набравшему обороты в августе), а рост экспорта замедлился из-за стагнации спроса на сырье в условиях замедления глобального экономического роста. Мы ожидаем умеренного увеличения экспорта в ближайшие годы на фоне стабильных цен на нефть; а импорт, как мы полагаем, продолжит расти опережающими темпами, что приведет к постепенному сокращению торгового профицита. Основные выводы следующие:

- Согласно нашему прогнозу, профицит торгового баланса по итогам нынешнего года составит 126,1 млрд долл. (экспорт достигнет 383,6 млрд долл., а импорт – 257,5 млрд долл.), но сократится до 120,3 млрд долл. (то есть примерно до 10 млрд долл. в месяц) в 2011 г., 119,9 млрд долл. в 2012 г. и 107,3 млрд долл. в 2013 г.
- Второй этап количественного смягчения в США – еще один аргумент в пользу роста сырьевых рынков. По нашей оценке, средняя цена нефти Urals в 2011 г. будет равна 83 долл./барр.
- Мы прогнозируем профицит счета текущих операций на уровне 76 млрд долл. в нынешнем году, 52,2 млрд долл. в 2011 г. и 37,2 млрд долл. в 2012 г.

### Профицит торгового баланса сохраняется, но становится меньше

Экспорт, импорт и торговый баланс, данные за месяц, млрд долл., среднемесячная цена на нефть, долл./барр.

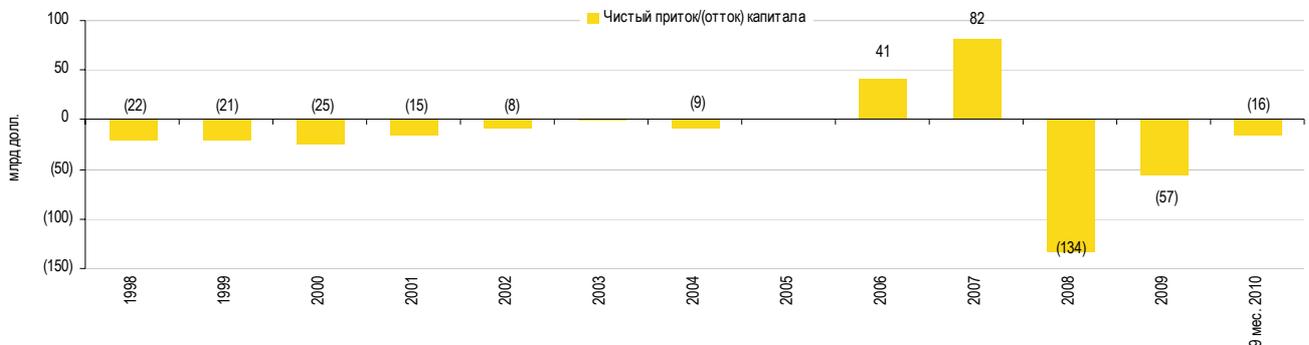


Источники: Росстат, Bloomberg

**Счет движения капитала: здесь все сложнее.** Летняя засуха нанесла удар по российской экономике – согласно нашей оценке, рост ВВП из-за этого замедлится на 1 п.п. Неопределенность относительно перспектив экономики РФ, пострадавшей от неблагоприятных погодных условий и замедления глобального экономического роста, стала причиной чистого оттока капитала в размере 4,2 млрд долл. в III квартале 2010 г. после притока в объеме 3,1 млрд долл. во II квартале. Указанные факторы оказали негативное влияние на рубль – в сентябре его курс к бивалютной корзине начал снижаться, несмотря на удорожание нефти, и ЦБ РФ был вынужден продавать валюту из резервов после года покупок. Потоки капитала трудно предсказать: в начале 2010 г. Центробанк рассчитывал на чистый приток капитала в размере 10 млрд долл. и более, затем пересмотрел свою оценку и прогнозировал нулевой приток/отток, впоследствии представители ЦБ объявили о чистом оттоке капитала в объеме 10 млрд долл., а согласно последним данным, регулятор ожидает по итогам нынешнего года оттока капитала в размере 22 млрд долл. Похоже, что отток капитала – загадка для ЦБ, хотя удивляться нечему, учитывая, что точно такая же ситуация складывалась и после кризиса 1998 г. На графике ниже показано, что в 1999–2004 гг. также наблюдался отток средств из страны, и, чтобы предотвратить бегство капитала – особенно на первых порах, – к экспортерам предъявлялись жесткие требования о репатриации выручки. Строго говоря, капитал начал возвращаться в Россию лишь во время бума 2006–2007 гг. (снятие ограничений на движение капитала, либерализация торговли акциями Газпрома, динамичный экономический рост, возникновение «пузырей» на рынках активов), что четко прослеживается на нашем графике. Это позволяет предположить, что если российская экономика продолжит расти (как мы и ожидаем), ситуация с потоками капитала будет с каждым годом постепенно улучшаться. После кризиса 1998 г. исключение из этого правила было отмечено лишь однажды – в 2004 г. – в год краха ЮКОСа. В 2009 г. отток капитала составил 57 млрд долл., в 2010 г. отток прогнозируется на уровне 22 млрд долл., в 2011 г. ситуация улучшится. Политика правительства также говорит в пользу нашей точки зрения. Запланированная приватизация долей в госкомпаниях (доходы от которой согласно проекту бюджета составят почти 30 млрд долл. в 2010–2013 гг.) должна привлечь в страну новый капитал, не говоря уже о сопутствующем улучшении делового климата и т.д.

### Посткризисное бегство капитала – мы видели это и раньше

Исторические данные по притоку и оттоку капитала, млрд долл.

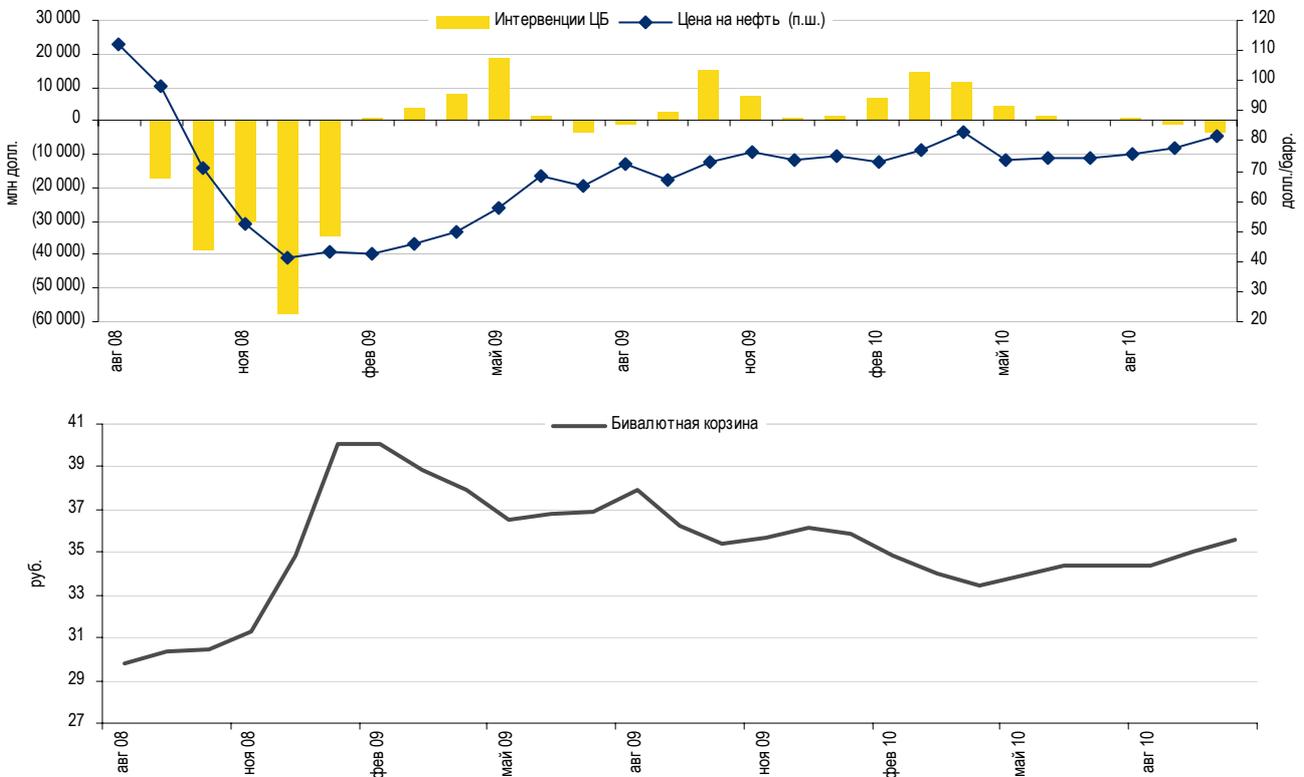


Источники: ЦБ

**Потенциал снижения рубля ограничен.** Курс рубля определяют прежде всего следующие факторы: динамика цен на нефть (которая оказывает непосредственное спекулятивное влияние на валютные котировки); профицит торгового баланса, который также в значительной степени является производной от цен на нефть (правда, с лагом около двух–трех месяцев), и потоки капитала. Ожидая, что цены на нефть будут достаточно высокими, сальдо текущего счета в ближайшие годы останется положительным, а динамика капитального счета будет постепенно улучшаться, мы уверены, что в долгосрочной перспективе рубль продолжит укрепляться к бивалютной корзине, хотя темпы роста, скорее всего, будут весьма умеренными. Согласно нашему прогнозу, рубль подорожает до 30 руб./долл. к концу 2010 г. и до 29,2 руб./долл. к концу 2011 г., что в нашей модели соответствует курсу бивалютной корзины на уровне 35,5 руб. Как правило, курс рубля чутко реагирует и на изменения в денежно-кредитной политике ЦБ, но этот аспект будет рассмотрен позже, а пока достаточно отметить, что ввиду существующих инфляционных рисков ЦБ едва ли решится на дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики, поэтому в 2011 г. действия регулятора либо не повлияют на курс рубля, либо окажут ему поддержку. Исходя из вышесказанного, прежде всего следует отметить, что потенциал ослабления рубля, по нашему мнению, ограничен, поэтому базовый сценарий на следующий год предполагает, что рубль скорее вырастет в стоимости по отношению к бивалютной корзине, чем наоборот.

## Вновь продаем резервы

Интервенции ЦБ, данные за месяц, млн долл., среднемесячная цена на нефть, долл./барр., средняя стоимость рублевой корзины, руб.



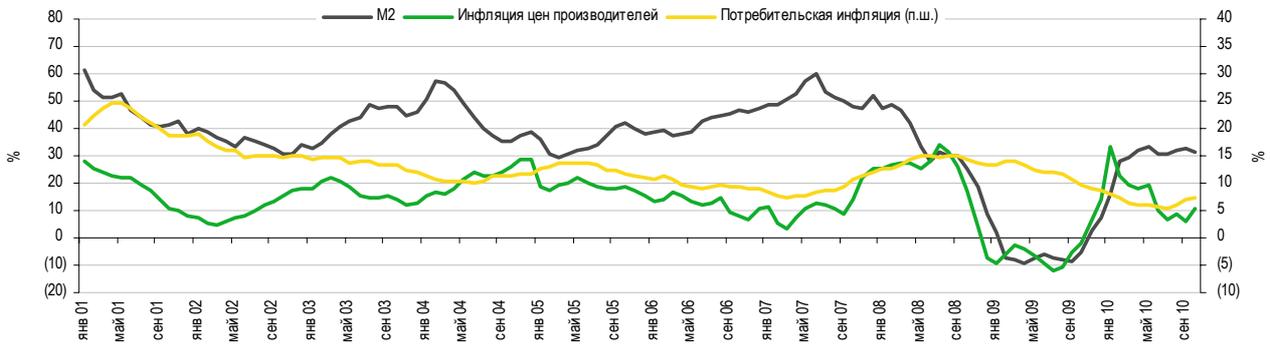
Источники: ЦБ, Bloomberg

**В 2010 г. инфляция достигнет 8,5%...** Летняя засуха привела к усилению инфляционного давления на российскую экономику, вызвав панику на продовольственных рынках: продукты питания резко подорожали, рост цен на некоторые из них месяц к месяцу достигал двузначных величин. Удорожание продовольственных товаров негативно отразилось на общей ценовой конъюнктуре – возникла угроза распространения инфляции из продуктового сегмента на другие сектора. В связи с этим мы повысили прогноз роста потребительских цен на 2010 г. с 7,5% до 8,5%, хотя, если инфляция не превысит 8,8%, годовой показатель окажется самым низким со времени распада СССР. Замедление инфляции в начале нынешнего года и в конце прошлого, на наш взгляд, обусловлено в первую очередь специфическими кризисными явлениями, такими как снижение внутреннего спроса и мировая дефляция.

**...и может оказаться еще выше в 2011 г.** Мы полагаем, что повышение регулируемых тарифов и монетарные факторы – основные катализаторы роста цен до кризиса – весьма скоро вновь станут актуальными, что чревато ускорением инфляции до 9,5% в 2011 г. Исторически рост тарифов естественных монополий опережал потребительскую инфляцию на 5–10%. В 2011 г. правительство прогнозирует повышение тарифов на электроэнергию на 13–15% для промышленных потребителей и на 10% для населения и рост цен на газ для промышленности также на 15%. Говоря о монетарных факторах, следует отметить, что после резкого сокращения в сентябре 2008 – январе 2009 г. денежная масса (широкий агрегат M2) начала восстанавливаться и с марта 2009 г. демонстрировала рост более чем на 2% в месяц. Монетарные факторы, как правило, начинают влиять на потребительскую инфляцию с лагом около 13 месяцев, поэтому увеличение денежной массы, наблюдавшееся весной 2009 г., может привести к усилению инфляционного давления уже в конце текущего года.

## Темпы роста денежной массы вернулись на докризисный уровень

M2, цены производителей и инфляция, изменение за год в %

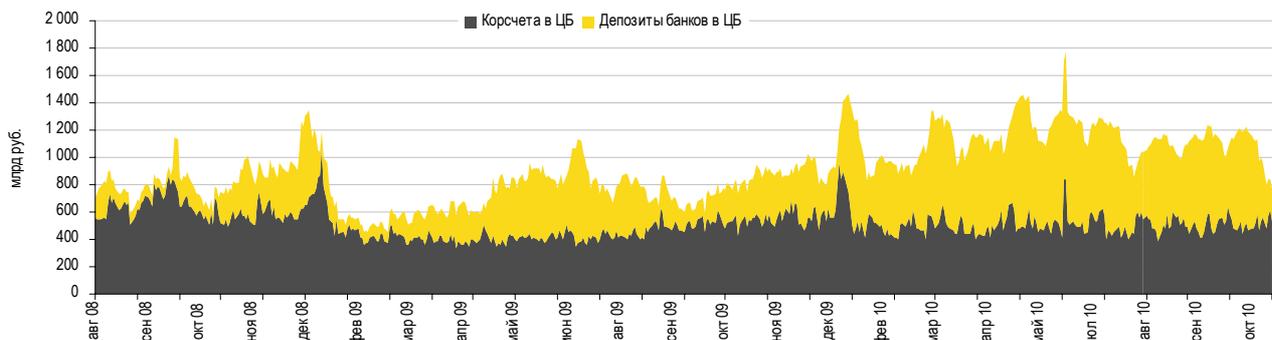
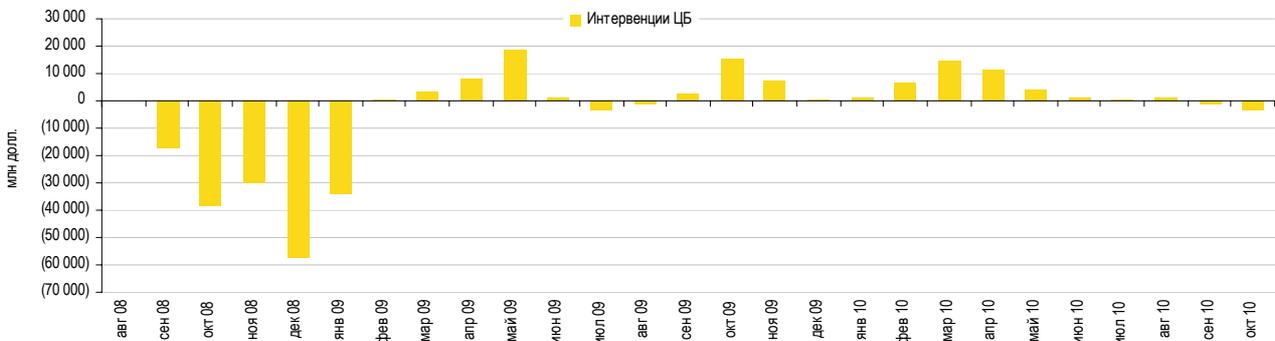


Источники: ЦБ

**Тем не менее существенное повышение ставки рефинансирования маловероятно.** На фоне ускорения инфляции из-за монетарных факторов ЦБ может приступить к ужесточению денежно-кредитной политики и повысить ставку рефинансирования, которая сейчас составляет 7,75%. Мы не думаем, что Центробанк решится на такой шаг до конца 2010 г., поскольку это может подорвать и без того неустойчивое восстановление экономики, однако в I квартале 2011 г. повышение ставки вполне возможно. Мы не ждем от ЦБ агрессивной политики и полагаем, что наш прогноз инфляции на 2011 г. на уровне 9,5% соответствует ставке рефинансирования порядка 9% к концу года. Усиление давления на рубль в последнее время заставило Центробанк абсорбировать избыточную рублевую ликвидность с помощью интервенций на валютном рынке. Впервые с сентября 2009 г. ЦБ продавал валюту из резервов и покупал рубли, чтобы предотвратить ослабление национальной валюты, что привело к существенному сокращению объема средств в системе – остатков на счетах российских банков в ЦБ. Таким образом, ослабление рубля, которое, на первый взгляд, кажется инфляционным фактором, в действительности способствует принятию антиинфляционных мер, даже несмотря на то что ставки ЦБ пока остаются неизменными.

## Продажа резервов сокращает рублевую ликвидность

Уровень ликвидности, млрд руб., интервенции ЦБ, млн долл.



Источники: ЦБ

**Ликвидность вскоре восстановится.** Ноябрьский дефицит ликвидности является традиционной проблемой денежного рынка РФ. Еще более устойчивая тенденция – накопление свободных денежных средств в декабре. Мы не думаем, что конец этого года станет исключением, поэтому было бы логично предположить, что во второй половине декабря остатки банков на счетах в ЦБ увеличатся до 1,5–1,75 трлн руб. Это означает, что в конце ноября на денежном рынке последний раз в нынешнем году ощущался дефицит рублей, а на I полугодие 2011 г. хватит запаса ликвидности, накопленного до конца 2010 г. К тому же нынешнее снижение ликвидности является результатом продаж иностранной валюты Центробанком в последние месяцы, а учитывая, что мы не считаем давление на рубль системным, данный фактор едва ли будет играть существенную роль в 2011 г. Соответственно, в следующем году ставка овернайт, скорее всего, останется вблизи уровня ставки по депозитам ЦБ (сейчас 2,5%), однако исходя из предположения о том, что Центробанк может повысить ставку рефинансирования на 125 б.п., было бы естественно ожидать, что в 2011 г. ставка овернайт будет находиться в диапазоне 2,5–4%.

## ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

**Утвержден бюджет на 2011–2013 гг. – дефицит составит в среднем 3% ВВП.** Недавно Госдума одобрила внесенный Минфином федеральный бюджет на 2011–2013 гг. Если прежде Минфин планировал поддерживать постоянный уровень расходов, то теперь стратегия изменилась: в ближайшие три года предполагается сохранять дефицит практически неизменным в процентном отношении к ВВП. Основным источником финансирования бюджета в этот период станут заимствования, причем акцент будет сделан на внутреннем долговом рынке. Помимо размещения ОФЗ, правительство рассчитывает финансировать дефицит за счет разрабатываемой в настоящий момент программы приватизации госактивов. Успешная приватизация позволит сократить объем заимствований на внутреннем рынке и снизить объем процентных платежей в дальнейшем. Согласно бюджетному плану Минфина доходы федерального бюджета в 2011 г. составят 17,6% ВВП, в 2012г. – 17% ВВП, в 2012 г. – 16,8% ВВП, расходы будут равны соответственно 21,2%, 20% и 19,7% ВВП. Таким образом, в ближайшие три года дефицит бюджета будет поддерживаться в среднем на уровне 3,2% и в 2011г. составит 3,6% при прогнозной среднегодовой цене на нефть Urals, равной 75 долл./барр., в 2012 г. – 3,1% (Urals – 78 долл./барр.), в 2013г. – 2,9% (Urals – 79 долл./барр). Однако мы ожидаем более эффективного исполнения бюджета за счет более высоких, чем предполагает официальный прогноз, цен на нефть и по итогам 2011 г. профицит бюджета в размере 0,7% ВВП, в 2012 г. – 3,6%, в 2013 г. – 4,2%.

### Минфин: дефицит бюджета составит в среднем 3% от ВВП

Основные параметры бюджета на 2011-2013 гг.

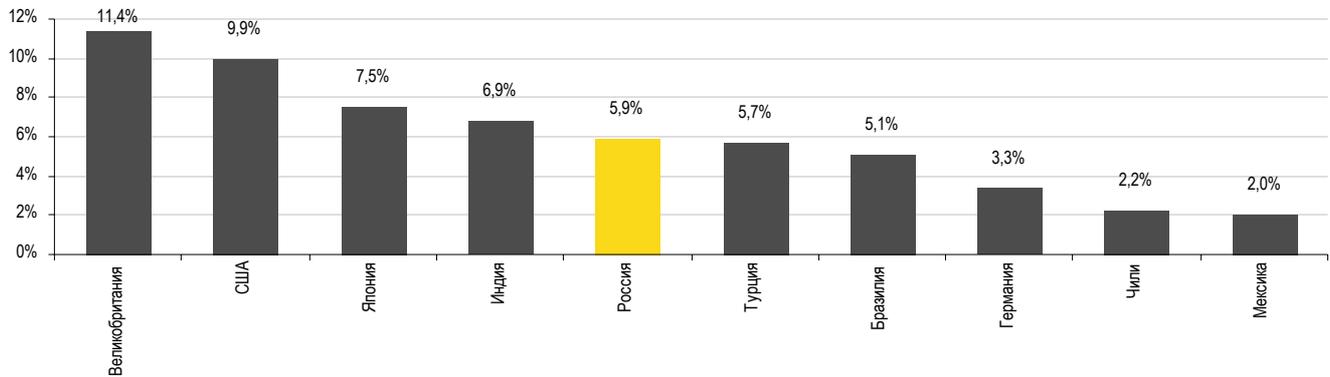
	2010П	2011П	2012П	2013П
ВВП, млрд руб.	45 175	50 389	55 950	61 920
Среднегодовой курс доллара США, руб.	30,0	30,5	30,7	31,0
Цена на нефть Urals, долл.	75	75	78	79
Максимальная инфляция, %	8	7	6	5,5
Доходы, млрд руб.	7 861	8 845	9 504	10 380
Темпы прироста доходов, %		12,5	7,4	9,2
Доходы, в % к ВВП	17,4	17,6	17,0	16,8
Расходы, млрд руб.	10 233	10 659	11 238	12 176
Темпы прироста расходов, %		4,2	5,4	8,3
Расходы, в % к ВВП	22,7	21,2	20,1	19,7
Дефицит, млрд руб.	2 372	1 814	1 734	1 796
Дефицит, в % к ВВП	5,3	3,6	3,1	2,9

Источники: Минфин

**В 2009 г. дефицит бюджета составил 5,9% ВВП, что соизмеримо с показателями других стран.** В 2000–2008 гг. бюджет РФ был профицитным, однако кризис радикально изменил ситуацию, и уже в 2009 г. бюджет был исполнен с дефицитом в размере 5,9% ВВП. Согласно официальному прогнозу, по итогам 2010 г. дефицит сократится до 5,3% ВВП, однако мы оцениваем показатель более оптимистически – на уровне 2,4% ВВП. Заметим, что для стимулирования экономики в период кризиса многие развитые и развивающиеся страны увеличивали свою долговую нагрузку, одновременно наращивая дефициты бюджетов. Столь большой дефицит бюджета РФ обусловлен не столько расходами на антикризисные меры, сколько кратным падением цен на нефть. Однако и бюджетный дефицит, и долговая нагрузка (о чем пойдет речь несколько ниже) остаются у РФ существенно более низкими, чем у многих других стран.

## Дефицит российского бюджета не такой уж и большой

Бюджетные дефициты отдельных стран, 2009 г.



Источники: Bloomberg

**Дефицит будет финансироваться в основном за счет ОФЗ.** Как отмечалось выше, дефицит бюджета предполагается финансировать в основном путем размещения облигаций, причем Минфин планирует сосредоточиться на внутреннем рынке, на котором в 2011–2013 гг. будет привлечено почти 80% средств для покрытия дефицита. Доля внешних заимствований будет колебаться в пределах 9,5% от размера дефицита бюджета. Источники остальных средств – приватизация, а также Резервный фонд и Фонд национального благосостояния. Примечательно, что в последнее время из уст официальных лиц все чаще стали звучать заявления, что в ближайшее время средства фондов использоваться не будут, однако, судя по бюджетному плану, власти не исключают такую возможность.

## Основную роль Минфин отводит внутренним источникам

Источники покрытия бюджетного дефицита

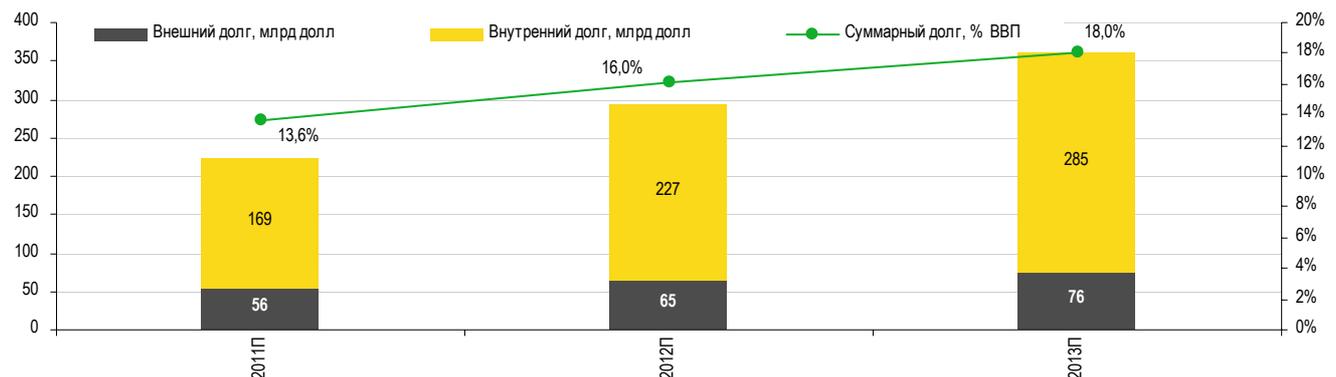
	2010П	2011П	2012П	2013П
Дефицит, млрд руб.	2 372	1 814	1 734	1 796
Источники покрытия:				
Резервный фонд	1 419	284	0	0
Фонд национального благосостояния	3	5	8	10
Внутренние источники	832	1 479	1 644	1 702
из них:				
ГЦБ, внутренние займы	807	1 341	1 504	1 485
Приватизация	7	298	276	309
Внешние источники	118	46	83	84
из них:				
ГЦБ, внешние займы	179	138	201	176

Источники: Минфин

\* С учетом погашений и платежей

## Основной акцент на ОФЗ

Прогноз соотношения внутреннего и внешнего долгов

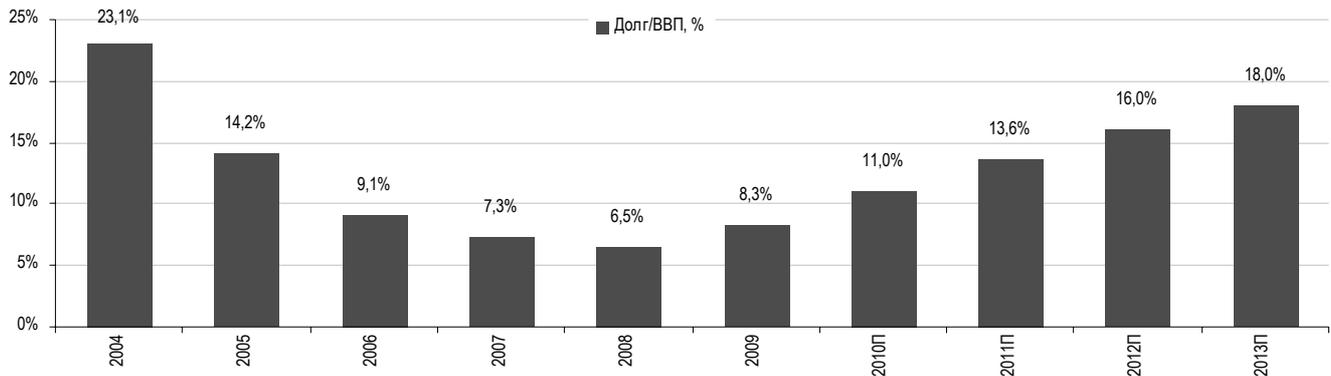


Источники: Минфин

**В 2013 г. госдолг вырастет до 18% ВВП.** Таким образом, по плану Минфина государственный долг вырастет с 11% в 2010 г. до 18% в 2013 г. На долю внутреннего долга в 2011 г. придется порядка 75% его общего объема, в 2012 г. – почти 78%, а в 2013 г. – 79%. Таким образом, темпы роста госдолга в 2012 г. составят 30%, в 2013 г. – 23,6%. Несмотря на то что государство планирует довольно агрессивно увеличивать заимствования, долговая нагрузка на российскую экономику все еще будет умеренной по сравнению с рядом стран развивающихся рынков, не говоря уже о развитых. Кроме того, мы думаем, что в привлечении всего запланированного объема долга не будет необходимости, так что долговое бремя будет менее значительным, чем планирует Минфин.

### РФ собирается наращивать долг...

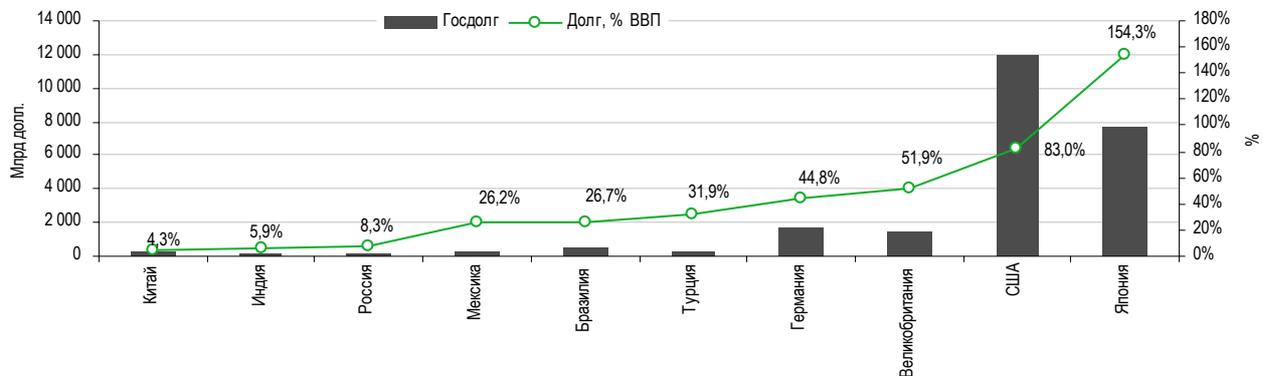
Прогноз отношения госдолга к ВВП



Источники: Минфин

### ...и может себе это позволить

Отношение долга к ВВП (%) ряда стран, 2009 г.



Источники: Минфин

**Планом предусмотрен средний годовой объем заимствований в размере 2 трлн руб.** Согласно плану в 2011 г. валовой объем (то есть без учета погашений) заимствований на внутреннем рынке превысит 1,7 трлн руб., в 2012 г. – 2 трлн руб., а в 2013 г. – 2,1 трлн руб. С учетом недавно скорректированных планов правительства на 2010 г. официальный прогноз дефицита бюджета был понижен с 5,4% ВВП до 5,3% ВВП. Таким образом, по итогам года объем заимствований на внутреннем рынке составит почти 1 трлн руб. С начала года Минфину удалось привлечь при помощи размещения ОФЗ почти половину этой суммы, то есть 500 млрд руб., и мы думаем, что до конца года едва ли будет размещен весь запланированный финансовым ведомством объем ОФЗ. Наш прогноз дефицита бюджета по итогам 2010 г., равный 2,4% ВВП, подкрепляется текущей динамикой исполнения бюджета, дефицит которого по итогам десяти месяцев 2010 г. составил 2,1% ВВП. Как мы уже отмечали, динамика исполнения бюджета может оказаться существенно лучше официальных прогнозов, в связи с чем Минфину едва ли понадобится привлекать весь запланированный объем средств. Тем не менее, мы весьма положительно оцениваем стремление государства развивать внутренний рынок заимствований, что открывает для инвесторов хорошие возможности вложений.

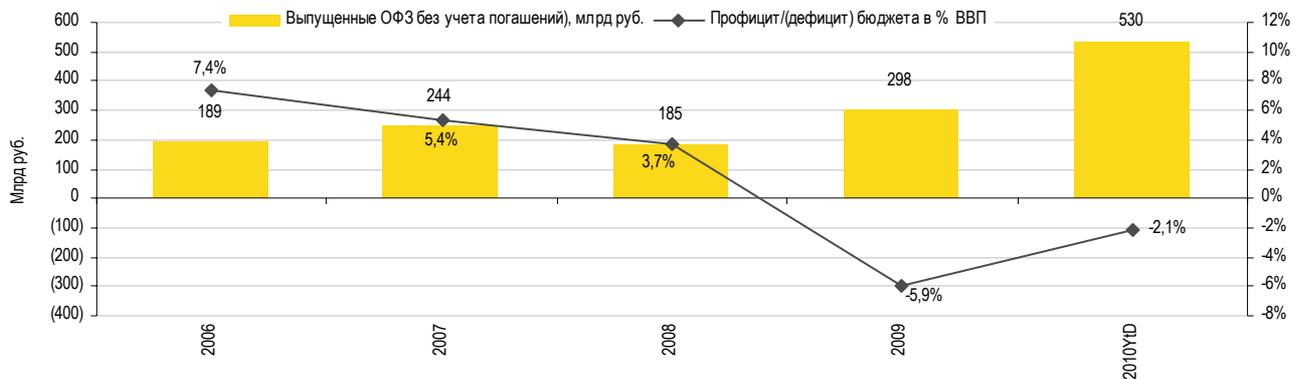
**Цель – развитие внутреннего рынка госдолга.** Как отмечалось выше, государственная долговая политика на внутреннем рынке будет направлена на финансирование дефицита федерального бюджета и развитие рынка государственных ценных бумаг. При этом основной акцент будет сделан на повышение ликвидности госбумаг при сохранении оптимальной дюрации и доходности. Что касается стратегии на внешних финансовых рынках, то она будет преследовать цель со-

хранения присутствия на них России за счет регулярных заимствований, а также поддержания репрезентативной кривой доходности по гособязательствам, что позволит формировать адекватные ориентиры для российских заемщиков.

**ОФЗ размещались и при профиците бюджета.** Поскольку Минфину, по нашему мнению, едва ли понадобится весь вышеуказанный объем заимствований, размер ассигнований на обслуживание государственного долга может оказаться меньше, чем предусмотрено бюджетным планом. Но, с другой стороны, Минфин размещал ОФЗ даже при профицитном бюджете. Далее мы приводим статистику по объему размещенных ОФЗ без учета погашений. В 2006 г. профицит бюджета РФ составил 7,4% ВВП, а объем размещенных ОФЗ – 189 млрд руб., в 2007 г. профицит был равен 5,4% ВВП, а объем размещения ОФЗ – 244 млрд руб., в 2008 г. – соответственно 3,7% ВВП и 185 млрд руб. В то же время в 2009 г. при дефиците, равном 5,9% ВВП, Минфин занял на внутреннем рынке ненамного большую сумму, чем в предыдущие периоды, – 298 млрд руб., однако следует отметить, что существенная часть дефицита была профинансирована за счет средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния. Таким образом, хотя бюджетная динамика, по нашим ожиданиям, будет существенно лучше, чем предполагает официальный прогноз, Минфин будет доразмещать ОФЗ, хотя и объемы размещений будут меньше запланированных. Можно с уверенностью сказать, что кризис ясно показал необходимость развития внутреннего рынка государственных заимствований, – именно это и планирует предпринять Минфин.

### Минфин привлекал заимствования посредством размещения ОФЗ, несмотря на профицит бюджета

Профицит (дефицит) бюджета, млрд руб. (% ВВП), выпущенные ОФЗ (млрд руб.)



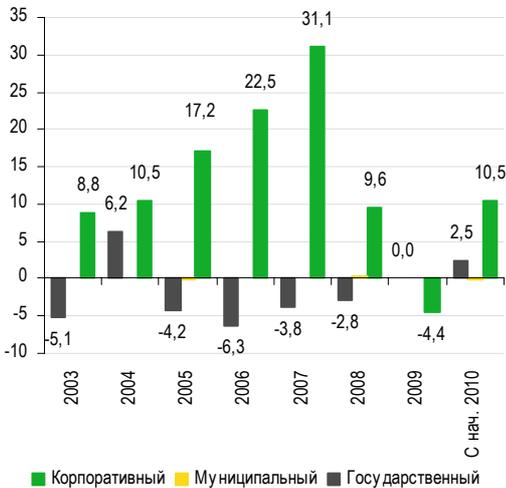
Источники: Минфин, ЦБ РФ

### ОБЪЕМ РЫНКА

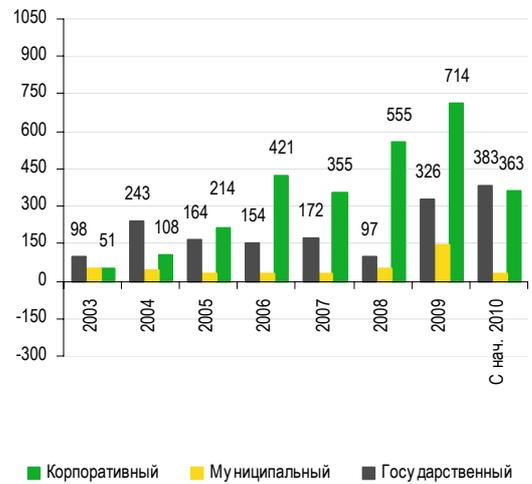
**В 2010 г. возобновилось размещение облигаций на внешних рынках.** Как видно из представленного ниже графика, в 2009 г. совокупный объем обращающихся корпоративных еврооблигаций уменьшился на 4,4 млрд долл. Российским компаниям удалось рефинансировать этот долг на внутреннем рынке, что привело к увеличению объема рублевых корпоративных бумаг до рекордной величины – 714 млрд руб. В тот момент представлялось, что объем корпоративного сегмента внутреннего рынка обладал потенциалом увеличения приблизительно на 1 трлн руб. в 2010 г. Однако теперь уже очевидно, что этого не случится. В 2010 г. активность эмитентов в целом соответствовала общей макроэкономической ситуации, и вялый рост ВВП препятствовал экспоненциальному росту рынка облигаций. В то же время после сужения кредитных спредов в 2009 г. внешний долговой рынок вновь стал доступным для российских эмитентов, и в результате на конец октября 2010 г. российские компании разместили на нем еврооблигации чистым объемом 10,5 млрд долл., а объем внутреннего рынка вырос на 363 млрд руб.

## Рынок еврооблигаций растет, правительство – основной ньюсмейкер

Чистое изменение объема внешнего публичного долга, млрд долл.



Чистое изменение объема внутреннего публичного долга, млрд долл.

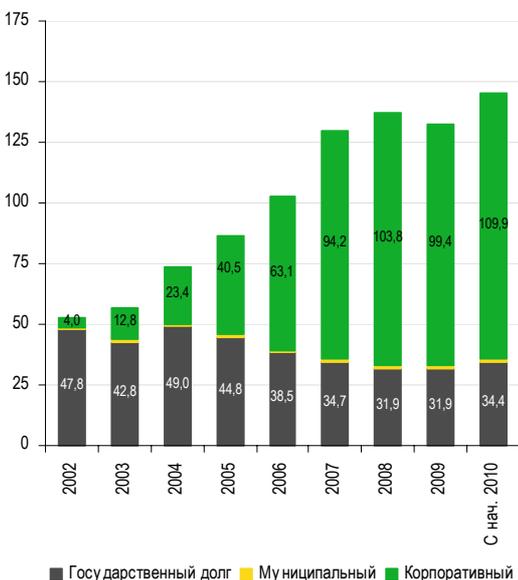


Источники: Cbonds

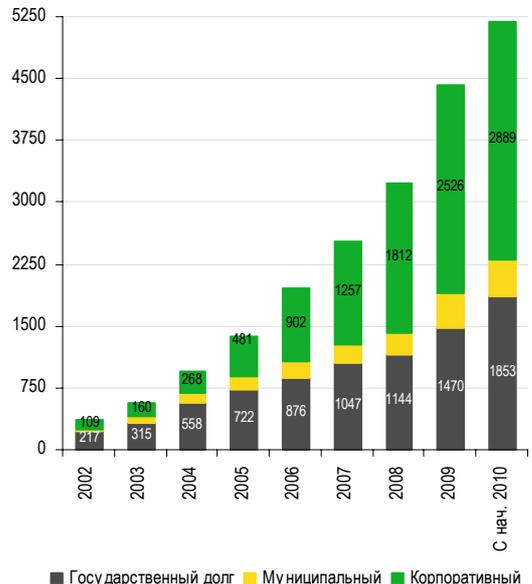
**Государство сосредоточилось на рублевых заимствованиях.** Поскольку мы обсуждали эту тему выше, представим здесь лишь конкретные показатели: с начала года до октября объем размещения госбумаг на внутреннем рынке составил 383 млрд руб., помимо этого, в апреле Минфин разместил суверенные еврооблигации на сумму 5 млрд долл., в результате чего чистый объем размещений на внешнем рынке за нынешний год составил 2,5 млрд долл. (в марте погашался выпуск Russia'10). Хотя Минфин планировал в 2010 г. разместить ОФЗ на сумму 1 трлн руб., в I полугодии 2010 г. мы писали, что ожидаем размещений на сумму лишь 500 млрд руб. К настоящему моменту объем размещений несколько превысил этот уровень, поскольку по состоянию на октябрь бюджетный дефицит был равен 2,1% ВВП, а наш первоначальный прогноз предполагал, что бюджет 2010 г. будет сведен без дефицита. Внеплановые расходы в связи с засухой и вызванное ею замедление роста не позволили правительству собрать доходы, на которые мы рассчитывали при прогнозировании показателей бюджета.

## Локальный рынок заметно превышает по объему рынок еврооблигаций

Объем внешнего долгового рынка, млрд долл.



Объем внутреннего долгового рынка, млрд руб.



Источники: Cbonds

**Внутренний рынок лидирует.** Как видно из представленного выше графика, несмотря на сокращение объема размещения корпоративных облигаций в 2010 г., объем рублевого рынка долга (включая госдолг), который год назад впервые опередил рынок еврооблигаций по объему, теперь превосходит последний по размеру более чем на 25 млрд долл. По нашему мнению, эта тенденция сохранится в 2011 г.

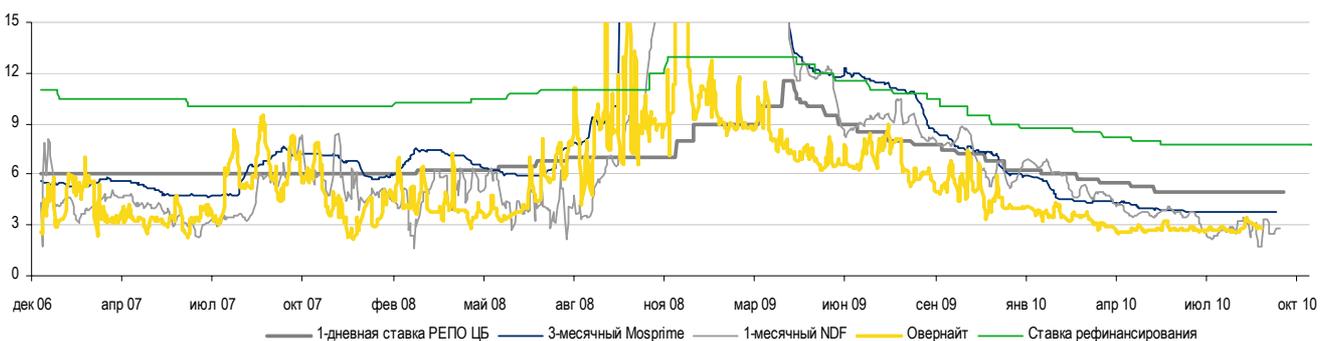
- Объем рынка суверенных долларовых облигаций до конца нынешнего года останется на уровне 34 млрд долл., а в 2011 г. Минфин едва ли разместит суверенные еврооблигации более чем на 5 млрд долл., и, таким образом, объем рынка, как мы ожидаем, увеличится до 40 млрд долл.
- Поскольку до конца года остался лишь месяц, можно с уверенностью утверждать, что чистый прирост внешнего корпоративного долга не превысит 15 млрд долл., исходя из чего мы оцениваем объем этого рынка в 2010 г. не более чем в 115 млрд долл. Мы ожидаем умеренного повышения экономической активности в 2011 г., благодаря чему российские компании могут разместить на внешнем рынке долговые обязательства чистым объемом 20 млрд долл. В результате к концу будущего года сегмент российских корпоративных еврооблигаций увеличится до 135 млрд долл.
- Чистый прирост сегмента ОФЗ по итогам 2010 г. едва ли превысит 500 млрд руб., исходя из чего на конец года объем госдолга, включая ожидаемое размещение рублевых российских еврооблигаций, скорее всего, составит не более 1 970 млрд долл. Мы предполагаем, что в 2011 г. бюджет все-таки будет исполнен без дефицита, так что размер чистого увеличения сектора ОФЗ едва ли приблизится к 250 млрд руб., то есть увеличение будет существенно меньшим, чем в 2009 г. В итоге объем сегмента ОФЗ в 2011 г. составит до 2,220 трлн руб.
- Исходя из той же логики, что и в случае российских корпоративных еврооблигаций, мы ожидаем, что чистый прирост рынка рублевых корпоративных облигаций составит около 450 млрд руб. в 2010 г. и 500 млрд руб. в 2011 г. Следовательно, мы оцениваем объем корпоративного сегмента в 3 трлн руб. на конец 2010 г. и 3,5 трлн руб. на конец 2011 г.
- В результате к концу 2011 г. совокупный объем внутреннего рынка может существенно превысить 6 трлн руб., или 200 млрд долл., тогда как объем рынка российских еврооблигаций может достичь 170–175 млрд долл., в зависимости от политики Минфина – не исключено, что в будущем году правительство отменит все планы по размещению еврооблигаций.

## РУБЛЕВЫЕ СТАВКИ

**Ставка рефинансирования может быть повышена, но незначительно.** Мы частично затронули тему краткосрочных ставок в разделе, посвященном макроэкономическому прогнозу, и здесь лишь повторим, что в 2011 г. ставка рефинансирования может быть повышена до 9%. Исходя из этого, мы ожидаем, что ставка по кредитам овернайт в течение года преимущественно будет находиться в диапазоне 2,5–4%. По сути дела, ужесточение денежно-кредитной политики уже происходит: ЦБ продает доллары, чтобы уберечь рубль от падения в условиях оттока капитала, что сокращает объем свободной ликвидности и приводит к повышению ставок денежного рынка. Представленный ниже график отражает рост ставок овернайт в октябре–ноябре 2010 г. относительно июля–сентября. Однако в целом ставки денежного рынка, безусловно, остаются более стабильными и низкими, чем в 2006–2007 гг.

### Краткосрочные ставки стабильнее и в целом ниже, чем до кризиса

Ставка рефинансирования ЦБ, ставка однодневного РЕПО, вмененная доходность одномесячных NDF и трехмесячная ставка Mosprime, % годовых



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg

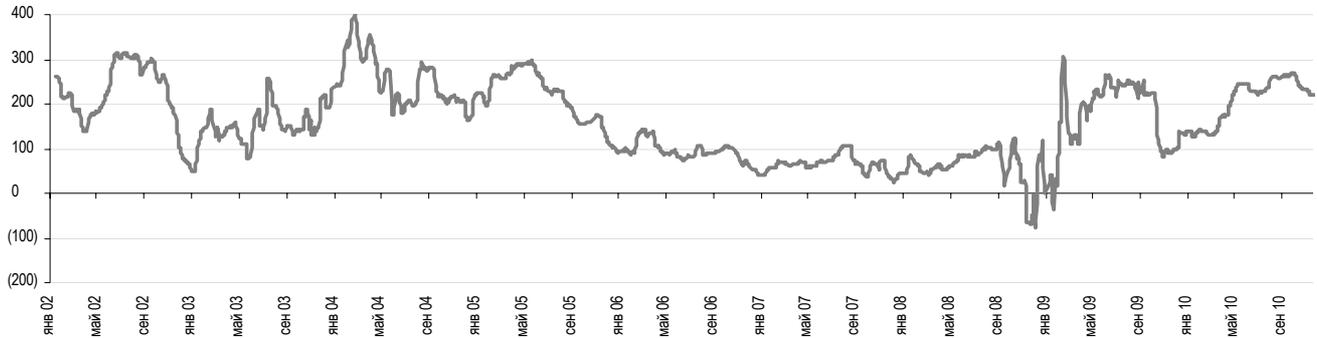
**Наклон кривой ОФЗ уменьшится.** В последнее время мы неоднократно отмечали большой угол наклона кривой доходности. Ставки денежного рынка сейчас ниже, чем до кризиса, а долгосрочные ставки все еще выше предкризисных ми-

Перспективы долгового рынка в 2011 г.

нимумов, поэтому спред между пяти- и однолетними ОФЗ превышает 200 б.п. – это самый высокий уровень с 2005 г. Исходя из того, что в 2011 г. мы прогнозируем рост краткосрочных ставок на фоне ускорения инфляции, можно ожидать некоторого уменьшения угла наклона кривой доходности.

### Максимальный наклон кривой доходности с 2005 г.

Спред между доходностью пяти- и однолетних ОФЗ, сглажено, б.п.

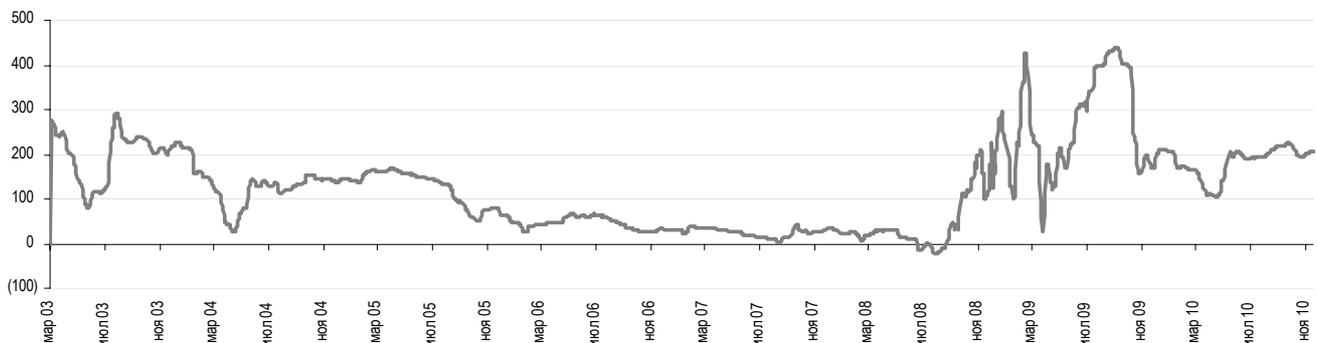


Источники: Bloomberg

**Долгосрочные ставки, похоже, сохраняют иммунитет к значительному росту.** С одной стороны, ожидания роста инфляции оказывают давление на цены долгосрочных рублевых облигаций. С другой – опыт 1998–2007 гг. показывает, что доходность рублевых облигаций редко повышается, если на рынке не наблюдается существенного сжатия ликвидности (подобного тому, которое возникло в июле 2004 г.). Причина в том, что покупатели высококачественных бумаг получают гарантированный доступ к фондированию через операции РЕПО с ЦБ, а рыночная премия к ставке РЕПО сейчас весьма высока по историческим меркам (см. график ниже). Если ставка рефинансирования действительно будет повышена, скажем, на 100–125 б.п., а доходность долгосрочных облигаций не изменится, спред к стоимости фондирования в ЦБ всего лишь приблизится к справедливому уровню.

### Практически беспрецедентная премия к ставкам фондирования

Разница между 5-летней ставкой ОФЗ и 1-дневной ставкой РЕПО ЦБ, сглажено, б.п.

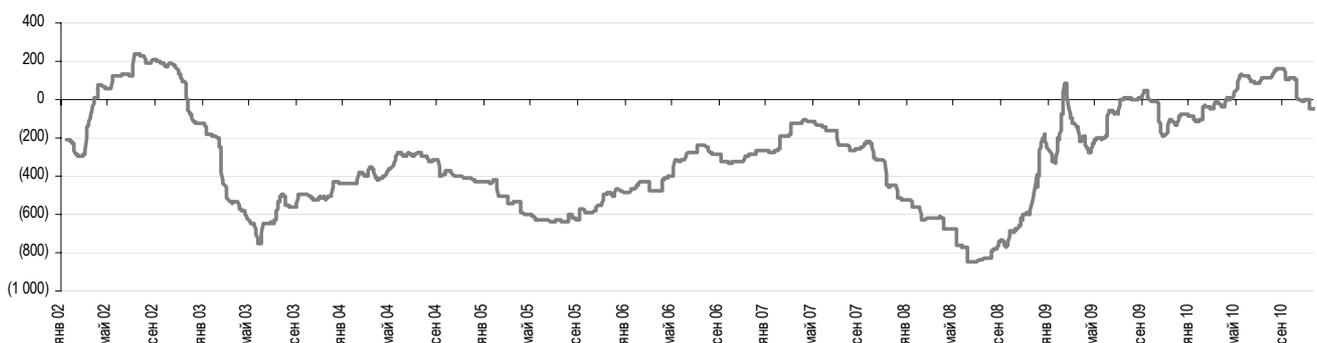


Источники: Bloomberg

То же самое можно сказать и об инфляции. Представленный ниже график показывает, что даже на фоне недавнего скачка инфляции спред между доходностью пятилетних ОФЗ и годовым индексом потребительских цен сейчас находится на максимально высоком уровне с 2002 г.

### Премия к инфляции впервые с 2002 г.

Разница между 5-летней ставкой ОФЗ и ИПЦ за 12 месяцев, сглажено, б.п.



Источники: Bloomberg

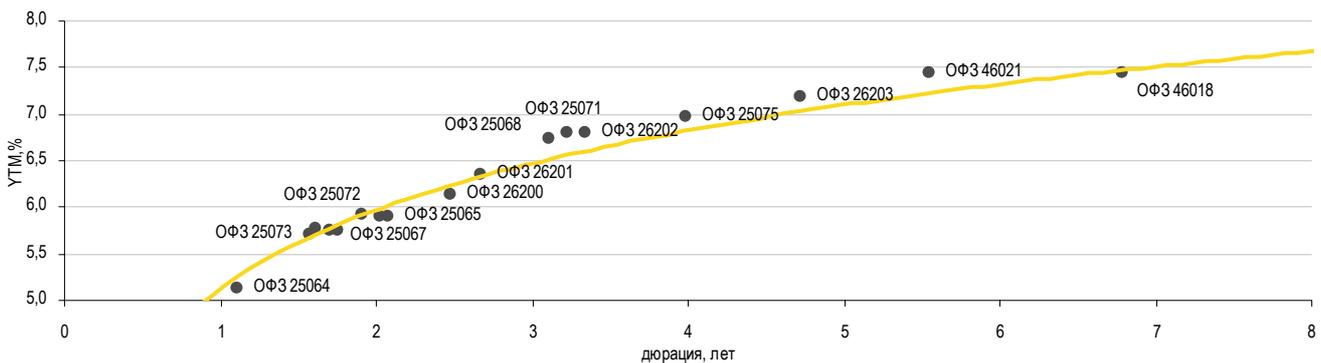
Таким образом, мы придерживаемся следующего взгляда на долгосрочные рублевые ставки:

- Ставки все еще существенно выше минимумов, отмечавшихся в 2007 г.
- Даже если инфляция несколько ускорится в 2011 г. и ЦБ повысит ставку рефинансирования на 100–125 б.п., это едва ли окажет существенное негативное влияние на долгосрочные облигации, поскольку они все равно будут предлагать премию к ставкам РЕПО ЦБ.
- В случае повышения ставки рефинансирования можно ожидать уменьшения угла наклона кривой доходности – но преимущественно за счет роста краткосрочных ставок.
- Предложение новых облигаций Минфина в следующем году, скорее всего, окажется ограниченным, поскольку бюджет, как мы ожидаем, будет сбалансированным.
- Согласно нашему базовому сценарию, в 2011 г. долгосрочные рублевые ставки практически не изменятся по сравнению с текущими уровнями, то есть доходность пятилетних ОФЗ останется на уровне 7%.

По существу, наша логика проста: до кризиса доходность рублевых облигаций нередко опускалась ниже текущих уровней, несмотря на более высокие темпы инфляции и гораздо более высокую ставку рефинансирования. Масштабная коррекция рублевых облигаций возможна лишь при наступлении крайне негативных событий, которые нанесут серьезный удар по денежному рынку. Ничего подобного мы в 2011 г. не ожидаем.

### Наш прогноз доходности пятилетних ОФЗ на конец 2011 г. – 7%

Кривая ОФЗ

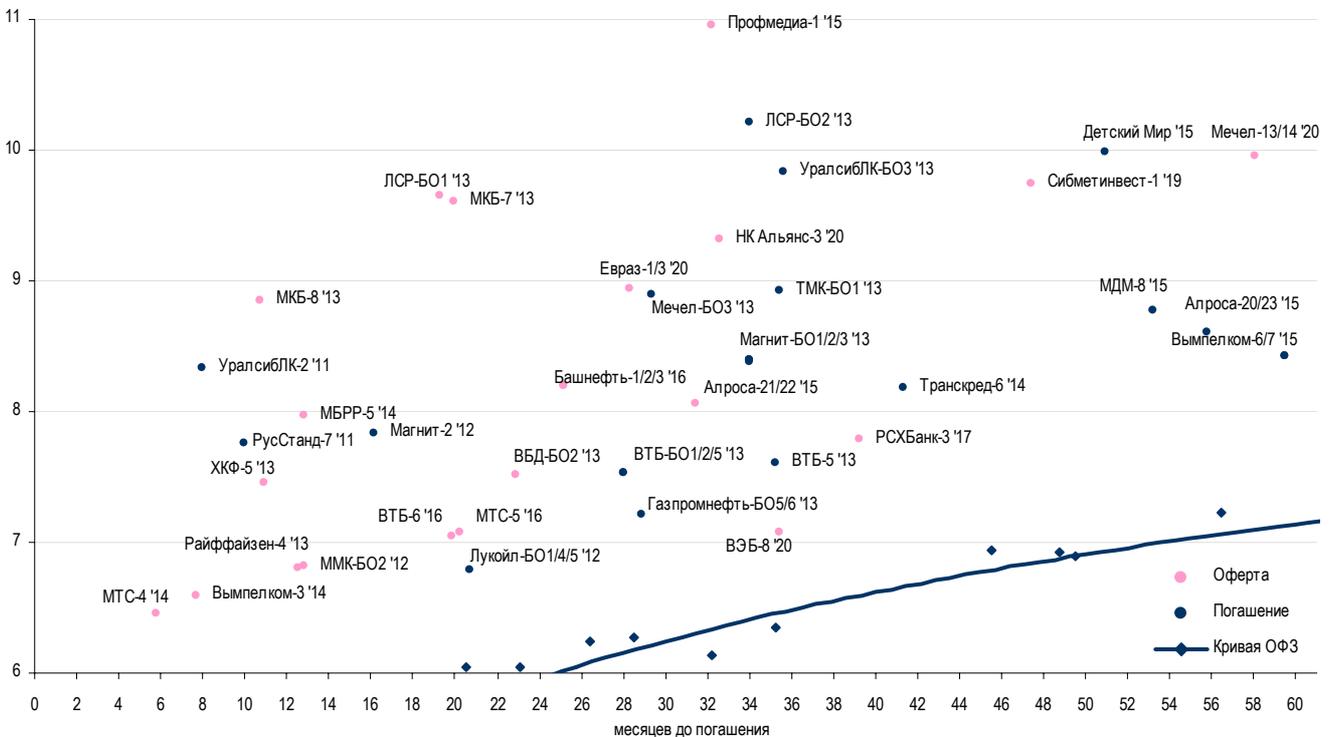


Источники: ММВБ

**Рекомендации по рынку ОФЗ.** Инвесторам, планирующим вложения на рынке ОФЗ, мы рекомендуем пассивный подход. Текущий угол наклона кривой позволяет получить отличную доходность вложений в трех-четырёх и пятилетние бумаги, такие как ОФЗ 26203, ОФЗ 25075 и 25071 (см. график выше), на горизонте удержания порядка 12 месяцев. Конечно, возможно некоторое повышение процентных ставок на коротком конце кривой, но в таком случае частично сократится лишь доход от прироста капитала, а купонный доход это, естественно, не затронет. Лучший способ вложений в ОФЗ – участие в аукционах на первичном рынке, которые проводятся каждую среду. С другой стороны, широкомасштабное снижение доходности рублевых облигаций, похоже, завершено, так что если инвесторы готовы рассмотреть варианты вложений на рынке корпоративных облигаций, то это сулит более привлекательные возможности, чем рынок ОФЗ (привлекательность ОФЗ больше, чем у рынка еврооблигаций, где в результате ожидающейся коррекции долларовых доходностей в сторону повышения можно понести большие потери в бумагах длинной дюрации).

**Возможности в корпоративном сегменте.** На представленном ниже графике представлено положение на внутреннем рынке ряда корпоративных облигаций, к которым мы советуем присмотреться.

## Основные темы – горно-металлургический сектора, банки, а также замещение суверенного риска корпоративными облигациями инвестиционного уровня



Источники: ММВБ

### Основные инвестиционные темы.

- Облигации инвестиционного уровня, которыми можно заместить госбумаги. Выбор довольно велик: ВЭБ-8 (7,1% на 35 мес.), Газпром нефть-БО5/6 (7,2% на 29 мес.), РСХБ-3 (7,8% на 39 мес.), ВТБ-5 (7,6% на 35 мес.), ВТБ-БО1/2/5 (7,5% на 28 мес.), ВТБ-6 (7,05% на 20 мес.), Лукойл-БО1/4/5 (6,8% на 20 мес.) и многие другие.
- Высококачественные корпоративные облигации второго эшелона – компаний сотовой связи и горно-металлургических компаний: Вымпелком-6/7 (ВВ+/Ва2, 8,5% на 5 лет), МТС-5 (ВВ/Ва2/ВВ+, 7,1% на 20 мес.), МТС-4 (6,5% на 6 мес.), ММК-БО2 (Ва3/ВВ, 6,8% на 12 мес.).
- Алроса (ВВ-/Ва3/ВВ-). См. также соответствующий пункт в перечне наших торговых идей на рынке Еврооблигаций. Здесь та же самая ситуация: предел спреда для Алросы – кривая Вымпелкома, так что оба выпуска, Алроса -21/22 (8,05% на 31 мес.) и Алроса-20/23 (8,6% на 55 мес.) представляются привлекательными, несмотря на то что в последнее время они показывают хорошую динамику.
- Башнефть (NR). Хорошее долгосрочное вложение. Судя по всему, Башнефть получит лицензию на освоение месторождений им. Требса и Титова и в результате станет пятой по величине нефтяной компанией в России. Контрольный пакет акций компании принадлежит АФК «Система», что также добавляет уверенности держателям облигаций, поскольку холдинг известен высоким качеством корпоративного управления и тем, что оказывает поддержку своим дочерним компаниям в тяжелую минуту. В среднесрочной перспективе дополнительным двигателем роста может стать предстоящее присвоение компании кредитных рейтингов (информация об этом распространяется на рынке), по-видимому, категории «ВВ», скорее всего «ВВ-». В этом случае при спреде в размере более 100 б.п. к облигациям АФК «Система» (ВВ/Ва3/ВВ-) есть смысл покупать облигации Башнефть -1/2/3 (8,25% на 25 мес.).
- Магнит (NR). Хотя этой публичной компании не присвоены кредитные рейтинги, она, безусловно, относится к числу лидеров российского продовольственного ритейла и имеет низкую долговую нагрузку, хотя к концу 2010 г. и ожидается повышение коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА до 1. Мы считаем привлекательными длинные бумаги Магнит-БО1/2/3 (8,4% на 34 мес.) и короткие Магнит-2 (7,9% на 16 мес.).

- Наши обычные фавориты – горно-металлургические компании с высокой долговой нагрузкой. Мы уже писали о них в разделе, посвященном еврооблигациям, а здесь заметим только, что, если в сегменте еврооблигаций бумаги Евраза котируются со спредом в размере 50 б.п. к облигациям Северстали, то на рублевом рынке премия составляет не менее 150 б.п. ввиду постоянного предложения выпусков Евраза. По этой причине мы рекомендуем бумаги Евраз-1/3 (B/B1/B+, 9% на 28 мес.), Сибметинвест-1/2 (9,8% на 47 мес.), Евраз-2/4 (10% на 5 лет), Мечел-13/14 (B1, 10% на 5 лет), Мечел-БОЗ (8,9% на 29 мес.) и ТМК-БО1 (8,9% на 35 мес.).
- Alliance Oil (B+/B). Подробности см. в разделе, посвященном еврооблигациям. Заслуживает внимания рублевый выпуск НКАльянс-3 (9,35% на 32 мес.), но, по нашему мнению, риск компании выглядит еще привлекательнее на внешнем рынке.
- Группа ЛСР (B2/B-). Неплохой вариант в секторе строительства/девелопмента наряду с ЛенСпецСМУ, бумаги которой мы рекомендовали в разделе еврооблигаций. Облигации серии БО1 (9,75% на 19 мес.) и БО2 (10,1% на 34 мес.) – хороший выбор в рамках стратегии buy-and-hold.
- Профмедиа (B+). Вероятно, самая высокодоходная бумага на рынке при подобном рейтинге. По нашему мнению, это объясняется тем, что эмитент облигаций – российская SPV, а поручитель – зарубежный холдинг, что настораживает многих риск-менеджеров. Однако доходность весьма привлекательна – 11% на 32 мес.
- Детский мир (NR). Еще одна дочерняя компания АФК «Система», но в данном случае город Москва (BBB/Vaa1/BBB) предоставляет гарантию на номинальную стоимость бумаги. Гарантия не покрывает процентные платежи, но в целом бумага почти эквивалентна риску Москвы при весьма высокой доходности на уровне 10% на 50 мес. Основной изъян – низкая ликвидность.
- Разумеется, существуют также возможности во втором эшелоне банковского сектора. Мы хорошо относимся к российской финансовой отрасли, и, поскольку вскоре будет выпущен большой обзор по банковскому сектору, здесь лишь перечисляются наши основные фавориты: МДМ-8 (B+/Ba2/BB, 8,35% к оферте через три года, 8,65% к погашению через пять лет), МКБ-8 (B1/B+, 8,9% на 10 мес.), МКБ-7 (9,7% на 20 мес.), ХКФБ-5 и ХКФБ-7 (B+/Ba3), РСБ-7 (B+/Ba3/B+, 7,8% на 10 мес.), МБРД-5 (B1/B+, 8% на 13 мес.) – опять-таки, мы высоко ценим риск АФК «Система» – и УРАЛСИБ-Лизинг-БОЗ (/B+, 9,9% на три года) и более короткие БО2.

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru  
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010