

СТРАТЕГИЯ

Еще один шторм позади: доходность идет на посадку



Наш взгляд на 2013 год

Анализ долговых инструментов

Ноябрь 2012

Стратегия

ЕЩЕ ОДИН ШТОРМ ПОЗАДИ: ДОХОДНОСТЬ ИДЕТ НА ПОСАДКУ. ВНИМАНИЕ НА КУПОНЫ И СПРЕДЫ

Наш взгляд на 2013 г.

Инвестиционное резюме	3
Внешний фон.....	4
Российский внешний долг	7
Рекомендации по корпоративным евробондам.....	10
Макроэкономика	14
Денежный рынок, банки и политика ЦБ	19
Государственные финансы	22
Рынок рублевых облигаций.....	25
Рекомендации на локальном рынке	30

ЕЩЕ ОДИН ШТОРМ ПОЗАДИ: ДОХОДНОСТЬ ИДЕТ НА ПОСАДКУ, ВНИМАНИЕ НА КУПОНЫ И СПРЕДЫ

Наш взгляд на 2013 г.

США не сорвутся с фискального обрыва. Мы ожидаем сохранения мягкой денежной политики – на смену операции «Твист», скорее всего, придет новый раунд покупки Treasuries, а потолок госдолга США вновь будет повышен. Умеренный экономический рост в Европе обещает возобновиться во 2 кв. 2013 г. Наш прогноз доходности US10Y на конец 2013 г. составляет 2,25%.

Потенциал сужения спреда суверенных бумаг исчерпан. Спред Russia'30 к US10Y вряд ли будет меньше 100 б.п.; наш прогноз доходности Russia'30 на конец 2013 г. – 3,25%. Полный доход по бумаге останется положительным, однако будет существенно ниже, чем в 2012 г. Тем не менее российский долг сохраняет привлекательность среди обязательств развивающихся экономик.

Существенных изменений в экономике не предвидится. Отсутствие тенденций в настоящий момент само по себе является тенденцией. По нашей оценке, в 2013 г. российский ВВП вырастет примерно на 3%, инфляция составит около 7%, а среднегодовая цена нефти Urals останется на уровне 110 долл./барр., что не предполагает заметных изменений курса рубля.

Ставка рефинансирования снизится, но незначительно. Тарифы в следующем году будут повышены в те же даты, что и в нынешнем, таким образом, в ближайшие 12 месяцев инфляция останется в диапазоне 6,5–7% год к году. Исходя из текущей динамики потребительских цен и умеренного экономического роста, мы считаем наиболее оправданной ставку рефинансирования 8%.

Ситуация с ликвидностью в банковском секторе улучшится. Темпы роста кредитования снизятся, а по-прежнему высокие ставки по депозитам будут способствовать притоку вкладов. Кроме того, в отличие от 2 п/г 2011 г. – 1 п/г 2012 г., сейчас долговые рынки открыты для банков, что снижает спрос на достаточно дорогие средства ЦБ. Цены на нефть, основного для РФ источника ликвидности, останутся высокими, а отток капитала замедлится.

Мы ожидаем профицит бюджета в 2013 г. на уровне 1% ВВП. В этом отличие нашего прогноза от официального. Мы ожидаем дорогую нефть, устойчивый рубль и профицит бюджета, а по мнению правительства, нефть будет дешевле (97 долл./барр.), рубль – слабее, а бюджет исполнен с небольшим дефицитом.

Чистый долг правительства по-прежнему практически нулевой. В 2013 г. госдолг увеличится до 11,8% ВВП, а государственные резервы составят порядка 9% ВВП. И хотя инвестиционный климат в России явно не по нраву иностранным инвесторам, такой положительный факт, как почти полная свобода российского правительства от долгового бремени, игнорировать невозможно.

Доход от вложений в корпоративные выпуски, скорее всего, будет выше, чем по ОФЗ. Как на внешнем, так и на внутреннем рынке потенциал снижения доходностей государственных бумаг сильно ограничен, однако корпоративные спреды до сих пор расширены после масштабной распродажи в августе–сентябре 2011 г. Единственная остающаяся идея в сегменте ОФЗ – ставка на расчеты через Euroclear, начало которых по-прежнему ожидается до конца декабря текущего года.

Ценовой рост в базовых активах преимущественно релизован

Прогноз УРАЛСИБа по процентным ставкам

	2011	ноя.12	2013П
USD			
Доходность US10Y, %	1.88	1.60	2.25
Доходность Russia'30, %	4.57	2.90	3.25
Спред Russia'30 над US10Y, б.п.	270	130	100
RUB			
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	8.00	8.25	8.0
Овернайт, %	5.00	6.25	4,75-5,25%
Доходность пятилетник ОФЗ, %	8.15	7.05	6.50
Полный рыночный доход (руб.)			
Гособлигации (ОФЗ), %	5.6	9.2	10.0
Локальные юрпор. облигации, %	7.3	8.2	12.0

Источники: оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

Следующий год будет похож на нынешний

Новый макроэкономический прогноз УРАЛСИБа

	2012П	2013П
Рост ВВП, %	3,5	3,1
Рост промышленного производства, %	3,0	2,8
Рост инвестиций в основной капитал, %	5,6	5,2
Рост розничных продаж, %	5,5	5,3
Рост реальных доходов, %	3,4	4,0
Инфляция, %	7,0	6,9
Экспорт, млрд долл.	541	536
Импорт, млрд долл.	326	331
Счет текущих операций, млрд долл.	101	92
Профицит фед. бюджета, % ВВП	0	1,0
Средний курс руб./долл.	31,2	31,6
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	110,0	110,0

Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат

ВНЕШНИЙ ФОН

В Европе ситуация выглядит намного хуже, чем в США. Недавно мы побывали в Сан-Франциско на конференции 2012 Fixed-Income Management и одновременно приняли участие в аналитическом роуд-шоу в Европе. Посещение Нового и Старого Света оставило у нас совершенно разные впечатления: инвесторы в США были настроены довольно оптимистично, критиковали председателя ФРС Бена Бернанке за отрицательные реальные процентные ставки и в целом считали текущее вмешательство государства в экономику чрезмерным. Было похоже, что у американских фондов есть деньги и желание инвестировать, однако проблема заключается в относительном дефиците хороших инвестиционных возможностей в их традиционной инвестиционной вселенной. Европейские инвесторы, напротив, были склонны пессимистически оценивать текущую ситуацию, и в отсутствие притока средств выражением, которое мы слышали чаще других, было «спрятаться за бенчмарк». Возможно, Маркс был прав, когда сказал, что бытие определяет сознание: согласно ожиданиям, экономика США в 2013 г. вырастет на 1,7–2%, в то время как Еврокомиссия недавно понизила прогноз экономического роста в еврозоне до 0,1%.

Дилемма США: повышение потолка госдолга или падение с финансового обрыва. Проблема госдолга США, достигшего критического уровня, – головная боль американцев, которые сомневаются, что она может быть решена средствами нынешней политики ФРС. Примечательно, что при широких внутривластных дискуссиях на эту тему угроза потенциального дефолта не рассматривается всерьез. Иными словами, проблема огромного госдолга сильно заботит американцев именно потому, что они планируют полностью его обслужить. На наш взгляд, в этом колоссальное отличие США от еврозоны, где наступление кредитного события рассматривалось как прямая угроза в 1 п/г 2011 – 2012 гг. Как известно, в конце 2012 г. США столкнутся с проблемой так называемого фискального обрыва – сокращения бюджетных расходов при одновременном прекращении действия налоговых льгот, что необходимо для уменьшения дефицита федерального бюджета на 1,2 трлн долл. в течение ближайших 10 лет. Если США сорвется с этого обрыва (в его нынешней форме), ВВП страны сократится в первые два квартала 2013 г. ввиду резкого падения спроса со стороны государства и домохозяйств. В то же время в настоящий момент участники рынка ожидают роста ВВП США по итогам 2013 г. на 2%, в том числе на 1,8% в 1 кв. (консенсус-прогноз Bloomberg). Такая оценка означает, что, по мнению экономистов, фискального обрыва удастся избежать, по крайней мере частично. К сожалению, это ставит вопрос о потолке госдолга, который в результате достигнутого в конце 2011 г. компромисса установлен на уровне 16,394 трлн долл. В настоящее время (середина ноября) госдолг США составляет 16,050 трлн долл., таким образом, даже при отсутствии угрозы фискального обрыва администрации и законодателям США пришлось бы решать проблему лимита заимствований уже в декабре 2012 – январе 2013 гг. Постоянный пересмотр предельного уровня госдолга чреват снижением кредитных рейтингов США, которые сейчас находятся на уровне «AA+/Aaa/AAA» (S/M/F) с негативным прогнозом от всех трех рейтинговых агентств.

Дальнейшая денежная экспансия остается единственным выходом из сложившейся ситуации. ФРС не может обанкротиться, в то время как экономика США не может позволить себе еще одну рецессию. Как следствие, ФРС будет эмитировать столько денег, сколько потребуется для обеспечения стабильности на рынке Treasuries, даже если Америка окончательно лишится рейтинга «AAA». В конце 2012 г. истекает срок действия операции «Твист», на смену которой, скорее всего, придет новый раунд прямой покупки долгосрочных Treasuries на открытом рынке в дополнение к объявленной в сентябре третьей части программы количественного смягчения, предусматривающей ежемесячное приобретение Федеральным резервом ипотечных ценных бумаг на сумму 40 млрд долл. В рамках этого сценария потолок госдолга потребуется поднять выше уровня 17 трлн долл., а дефицит бюджета США в 2013 г. составит порядка 6% ВВП, или 1 трлн долл. в абсолютном выражении. По всей видимости, республиканцы будут против такого плана, однако другой путь, подразумевающий проведение структурных реформ, сокращение бюджетных расходов и снижение налогов, наряду со снижением дефицита бюджета поставит под удар экономический рост, который в настоящее время считается панацеей от всех бед. Кроме того, Барак Обама и Бен Бернанке прочно ассоциируются у участников рынка с мягкой бюджетной и денежно-кредитной политикой, и переизбрание Обамы на пост президента означает, что сторонники продолжения такой политики в США по-прежнему обладают преимуществом.

Прогноз краткосрочной ставки остается низким, в то время как ожидания инфляции растут

Финансовые условия в США

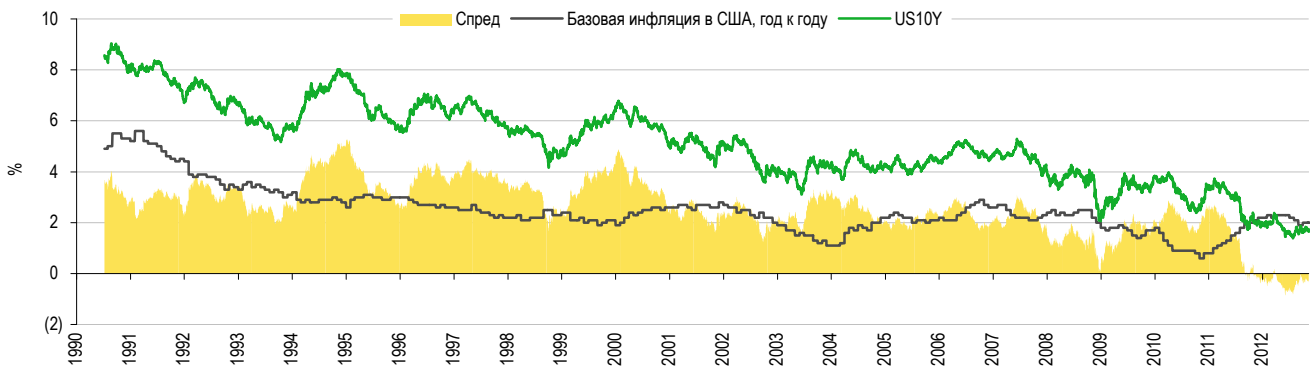


Источники: Bloomberg

Ожидания дальнейших стимулирующих мер налицо. Как видно из графика выше, инвесторы не предполагают изменений в краткосрочных ставках, в то время как инфляционные ожидания находятся почти на трехлетнем максимуме. Реальная базовая инфляция в США сейчас выше уровней 2 п/г 2012 г. – 1 п/г 2012 г., однако она соответствует 2-процентному долгосрочному ориентиру ФРС (см. график ниже). В глобальном контексте инфляционные риски остаются умеренными. Так, председатель ЕЦБ Марио Драги недавно заявил, что «слабая макроэкономическая конъюнктура в сочетании с медленным ростом денежной массы в настоящее время означают очень низкие среднесрочные риски инфляции». Этот же тезис присутствует в каждом заявлении Комитета по операциям на открытом рынке ФРС, постоянно указывающего на более серьезные риски замедления экономического роста по сравнению с вероятностью разгона инфляции. Таким образом, у нас есть основания предположить, что в ближайшие пару лет ценовая конъюнктура не претерпит существенных изменений даже в случае дополнительного смягчения денежно-кредитной политики в США и Европе.

Доходность десятилетних казначейских облигаций США ниже базовой инфляции

Наклон кривой US10Y и базовая инфляция в США

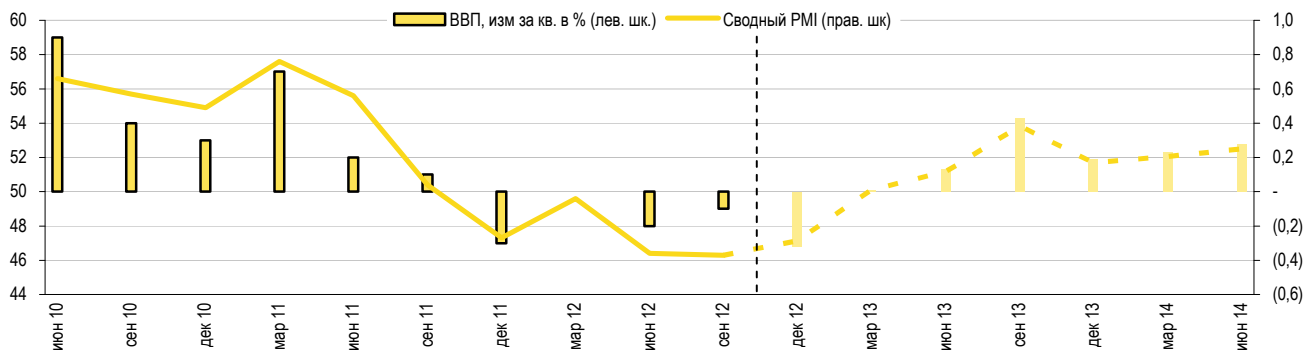


Источники: Bloomberg

Сокращение европейской экономики не будет продолжаться вечно. Низкие процентные ставки, увеличение баланса ЕЦБ и заметное снижение дополнительных рисков, связанное с решениями, о которых в сентябре объявил Драги, обещают позволить еврозоне возобновить рост в 2013 г. На графике ниже изображена траектория роста ВВП ЕС в 2013 г., на которой основана наша макроэкономическая модель. Так, мы ожидаем, что европейская экономика достигнет дна в 3–4 кв. 2012 г., а во 2 кв. 2013 г. ее квартальные темпы роста вновь станут положительными. Исходя из этого европейский ВВП по итогам 2013 г. сократится на 0,25% (Еврокомиссия ожидает роста на 0,1%). Кстати, не исключено, что схожая относительная динамика будет одновременно наблюдаться и в США: в первой половине 2013 г. ситуация будет более сложной ввиду сокращения совокупного спроса под давлением проблемы фискального обрыва. Таким образом, общая картина выглядит следующим образом: основные центральные банки будут готовы печатать столько денег, сколько необходимо для поддержания устойчиво положительной динамики потребительских цен и нормального функционирования внутренних рынков госдолга. На макроуровне результатом такой политики станут положительные, но низкие темпы экономического роста – скорее всего, слишком низкие для решения проблемы избыточного госдолга в долгосрочной перспективе, но достаточные, чтобы избежать крайне негативного сценария на краткосрочном отрезке, то есть в 2013 г. Настроения участников рынка, вероятно, улучшатся ко второй половине следующего года, а цены на сырье, скорее всего, останутся высокими на протяжении всего 2013 г. благодаря продолжению денежной эмиссии.

Мы ожидаем возобновления экономического роста в Европе во 2 кв. 2013 г.

ВВП и сводный индекс деловой активности (PMI) еврозоны



Источники: Bloomberg, Markit Economics, оценка УРАЛСИБа

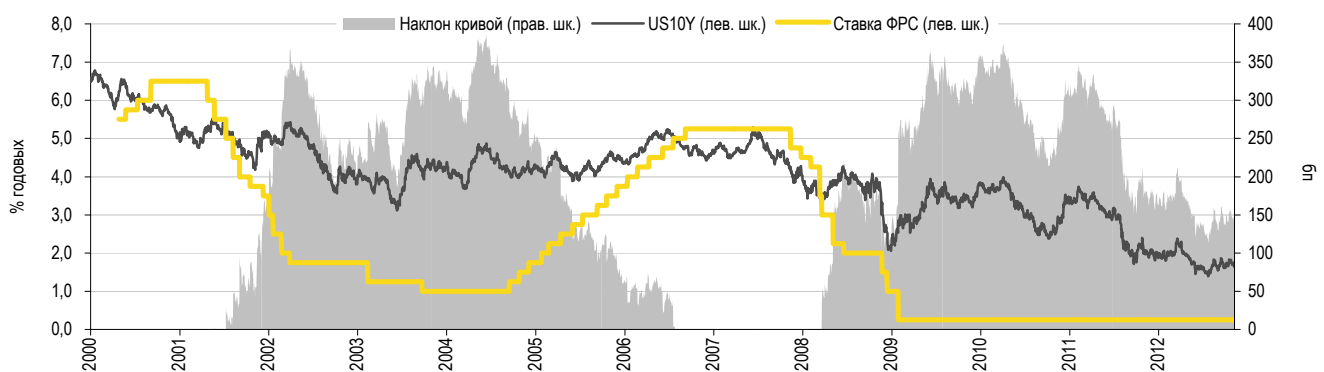
Потенциал роста доходности на длинном конце кривой UST ограничен. В настоящее время неопределенность в отношении короткого конца долларовых ставок практически отсутствует: в течение 2013 г. целевая ставка ФРС останется на уровне 0,25%. Перспективы 10-летних нот выглядят не столь однозначно, однако, на наш взгляд, ничего экстраординарного ждать здесь также не приходится. Ситуация с US10Y видится нам следующим образом.

- Долгосрочные долларовые доходности по-прежнему близки к историческим минимумам. Мы не видим оснований ожидать их дальнейшего снижения, особенно с учетом вероятного ускорения экономического роста во 2 п/г 2013 г.
- Долларовая кривая стала относительно плоской: спред между US10Y и ставкой по федеральным фондам составляет примерно 150 б.п., и мы отмечаем существенный потенциал его расширения, учитывая, что в 2010–2011 гг. значение спреда находилось в диапазоне 300–350 б.п.
- С другой стороны, как ФРС, так и Казначейство США не заинтересованы в значительном росте доходностей, поскольку это увеличит процентные расходы по высокому долгу и охладит экономический рост. Напомним, мы также ожидаем, что после завершения операции «Твист» в конце нынешнего года ФРС запустит новый раунд программы количественного смягчения, предусматривающий покупку Treasuries на открытом рынке.
- Наш прогноз US10Y на конец 2012 г. составлял 2,25%, и сейчас достижение этого уровня к концу декабря выглядит маловероятным. Прогноз остается в силе, однако мы сдвигаем срок его реализации на конец 2013 г.
- Принимая во внимание, что экономическая ситуация в 1 п/г следующего года будет сложнее, чем во 2 п/г, в первые шесть месяцев 2013 г. доходность 10-летних Treasuries обещает оставаться под уровнем 2%. Скорее всего, этот уровень будет преодолен позднее, а необходимой предпосылкой станет ускорение экономического роста.

В итоге, наш прогноз доходности US10Y на конец 2013 г. составляет 2,25%, и мы ожидаем, что основная часть пути в направлении этой цели будет пройдена в 3–4-м кварталах.

Доходность длинных Treasuries близка к абсолютному минимуму

Ключевые ставки (US10Y и ставка ФРС), а также спред между ними



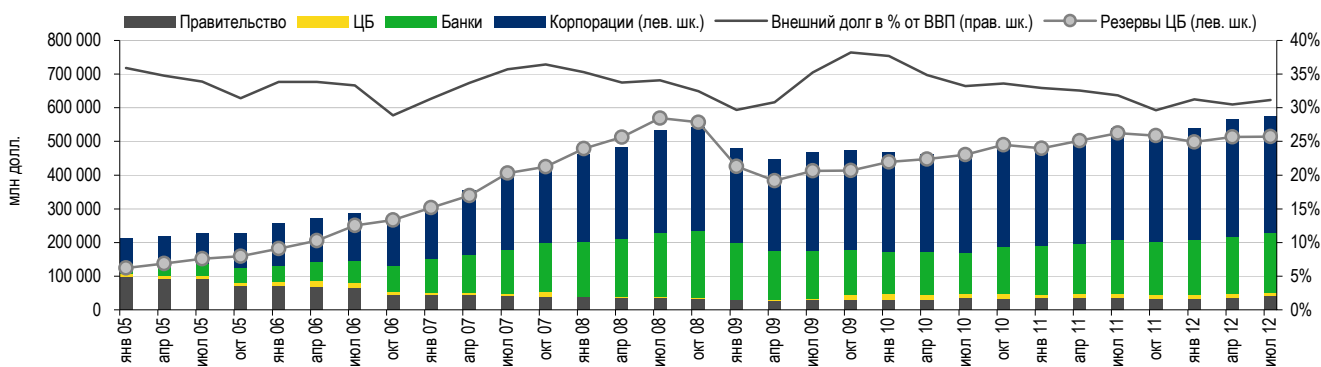
Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ВНЕШНИЙ ДОЛГ

Внешняя долговая нагрузка остается полностью управляемой. На момент подготовки настоящего материала данные ЦБ по внешнему долгу России были доступны только за 1 п/г 2012 г. (см. график ниже). В указанный период государственный внешний долг увеличился на 7,5 млрд долл. против практически нулевого роста в соответствующем периоде 2011 г. Нетто-заимствования российских банков в 1 п/г 2012 г. составили 11,4 млрд долл. против 14,8 млрд долл. годом ранее, корпоративные заемщики привлекли 15,2 млрд долл. по сравнению с 33,5 млрд долл. в 1 п/г 2011 г. На сегодняшний день эти цифры явно не отражают реального положения дел, так как не включают в себя данные 3–4 кв. 2012 г., периода, в котором внешний долговой рынок был открытым, а активность российских заемщиков – очень высокой. Общий внешний долг России в середине 2012 г. составил 573 млрд долл., или 31,2% от ВВП – практически без изменений по сравнению с концом 2011 г. (31,3%). Отношение внешнего долга к ВВП стабильно уже на протяжении многих лет, что ранее можно было сказать и об отношении внешнего долга к международным резервам РФ, традиционно почти полностью покрывавшим внешний долг. Однако в будущем эта ситуация, вероятно, изменится. ЦБ продвигается в направлении обеспечения свободной конвертируемости рубля, сокращая масштабы интервенций на валютном рынке, и мы практически не сомневаемся, что в ближайшие годы международные резервы будут все больше отставать по объему от внешнего долга.

Внешние заимствования растут теми же темпами, что и ВВП

Структура совокупного внешнего долга России



Источники: ЦБ

В 2012 г. отмечается рекордная активность на первичном долговом рынке. Как видно на графике ниже, октябрь стал самым активным месяцем в этом году по объему корпоративных размещений: эмитентам удалось привлечь новые займы на общую сумму почти 10 млрд долл. По итогам 10 мес. 2012 г. совокупное предложение негосударственных бумаг достигло 39,7 млрд долл. по сравнению с 19,36 млрд долл. за тот же период 2011 г. Повышение активности на первичном рынке долга обусловлено рядом факторов, наиболее важные среди которых – отсутствие рынка во 2 п/г 2011 г. (практически полная остановка новых размещений), низкие процентные ставки вдоль долларовой кривой и потребности российских банков в финансировании быстрого роста кредитных портфелей на фоне ограниченности источников пополнения акционерного капитала (около 70% выпущенных обязательств пришлось на долю банковского сектора). Текущая ситуация в российской банковской системе подробнее описана в нашем специальном отчете «Играем ва-банк! Пора инвестировать в российские банки» от 11 октября 2012 г.

Оживление на первичном рынке

Месячные объемы размещения российского внешнего долга

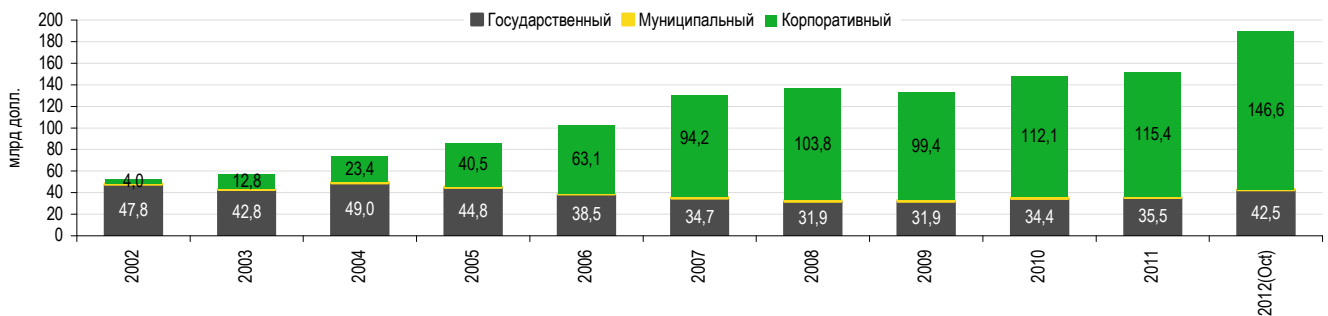


Источники: Cbonds

Корпоративные заемщики разместят в 2013 г. новые евробонды на 35 млрд долл. После размещения в марте суверенных еврооблигаций на 7 млрд долл. и последовавшей за этим активизации корпоративных заемщиков общий размер рынка еврооблигаций в России по итогам 10 мес. 2012 г. увеличился на 25% до 190 млрд долл., из которых 145 млрд долл. пришлось на долю корпоративного сектора (включая банковские выпуски). В нашей стратегии, опубликованной в декабре 2011 г., мы отмечали, что размещение нового внешнего долга в объеме 25 млрд долл. в 2012 г. стало бы хорошим результатом, однако сейчас очевидно, что этот прогноз будет превышен вдвое. С другой стороны, перспективы 2013 г. выглядят не самым лучшим образом. По итогам следующего года банковский сектор, согласно нашей оценке, вырастет примерно на 16% по сравнению с 25%, которые пока демонстрирует отрасль в текущем году. Кроме того, мы практически не ожидаем ускорения инвестиций в реальном секторе (подробнее об этом см. в разделе «Макроэкономика»), таким образом, спрос российского бизнеса на новые заимствования, скорее всего, ограничится потребностями в рефинансировании. С другой стороны, наш базовый сценарий на 2013 г. (с учетом мер, принятых центральными банками для защиты облигационных рынков) не предполагает катастроф на внешнем фронте, поэтому мы считаем, что рынок для российских заемщиков будет в целом оставаться открытым в течение 2013 г., и, как следствие, резкого спада в объеме новых предложений не произойдет. Таким образом, по нашей оценке, в 2013 г. российские корпоративные эмитенты разместят новые бумаги на 35 млрд долл. Кроме того, правительство России в следующем году может предложить инвесторам еврооблигации на сумму до 5 млрд долл., однако никаких конкретных планов пока объявлено не было, поэтому вероятность этого составляет, как обычно, 50/50.

Заметный рывок вперед в нынешнем году

Размер российского рынка еврооблигаций

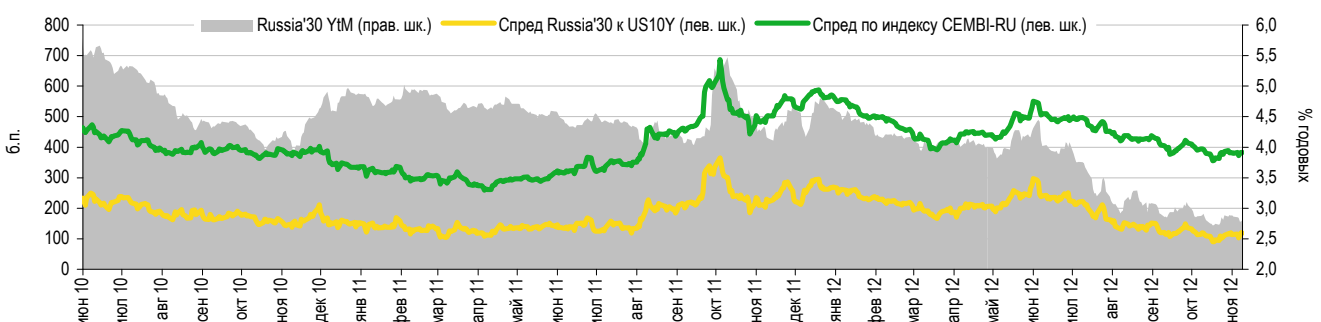


Источники: Cbonds

Наша цель по спреду Russia'30 достигнута и превзойдена. Несмотря на размещение новых суверенных облигаций в марте нынешнего года в объеме 7 млрд долл., на сегодняшний день Russia'30 остается самым ликвидным российским евробондом. Как показано на графике ниже, с июня бумага регулярно пользовалась спросом, и в середине октября ее цена достигла нового исторического максимума на уровне 128% от номинала, что соответствует спреду 90 б.п. к US10Y. Это значение, хотя и не является рекордным минимумом по данному выпуску (в 2007 г. спред находился на том же уровне), но, безусловно, близко к нему. В ходе нынешнего ралли наша цель по спреду Russia'30 на 2012 г. (125 б.п.) была достигнута и превзойдена. С 1 января 2012 г. и по сегодняшний день (середина ноября) вложения в Russia'30 позволили инвесторам заработать 19,1%, тогда как мы ожидали, что по итогам года инвестиционный доход по бумаге составит около 15% при доходности Russia'30 на уровне 3,5% на конец года (ввиду более высокого прогноза по доходности US10Y, см. предыдущий раздел). Тем не менее, Russia'30 оставалась нашим фаворитом вплоть до середины сентября, когда в нашем ежемесячном обзоре Market Compass мы отметили, что выпуск становится дорогим, и рекомендовали увеличить вложения в корпоративные бумаги.

Российский бенчмарк выглядит дорогим

Russia'30, спред к US10Y и спред по индексу JP Morgan CEMBI-RU

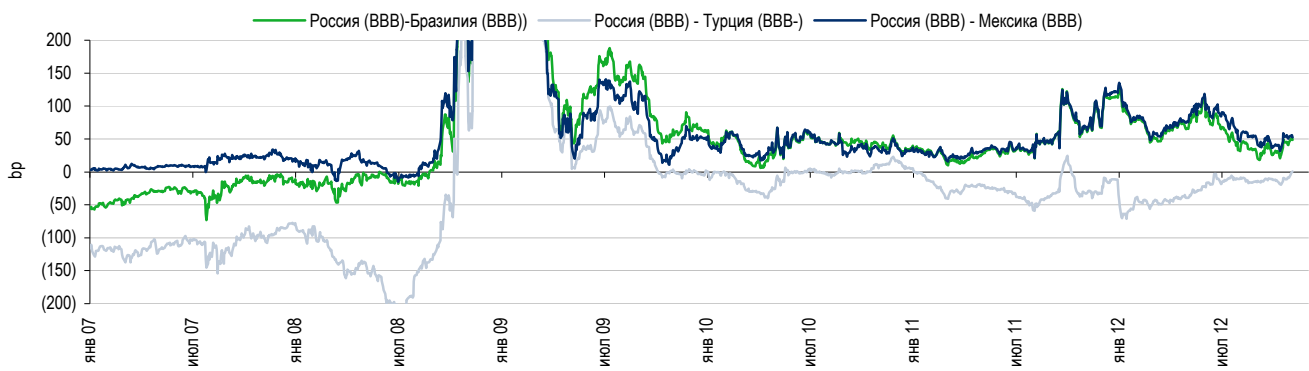


Источники: Bloomberg, JP Morgan

Рекомендуем поддерживать избыточный вес России в портфеле обязательств развивающихся экономик. Премия 5-летнего CDS-спреда, которую Россия платит по отношению к соответствующим спредам Бразилии и Мексики (см. график ниже), сократилась со 100 б.п. в июне примерно до 50 б.п. Тем не менее она остается положительной, что сложно объяснить с фундаментальной точки зрения. Россия на сегодняшний день отличается наименьшей долговой нагрузкой среди государств-аналогов: отношение государственного долга к ВВП составляет 10%, и если в 2010 г. это, по мнению инвесторов, компенсировалось заметной разницей в темпах роста ВВП, то прогнозные темпы роста ВВП в 2013 г. у всех стран этой группы находятся на сопоставимых уровнях: в России ожидается рост на 3,6%, в Бразилии – на 4%, в Мексике – на 3,6%, в Турции – на 4% (консенсус-прогноз Bloomberg). Сильная зависимость от нефти, безусловно, ключевой риск для России, однако Мексика и Бразилия также являются сырьевыми экономиками, в то время как в России предпринимаются меры по ограничению «нефтяного» риска, среди которых стоит отметить введение со следующего года т.н. бюджетного правила. Таким образом, мы рекомендуем поддержать избыточный вес России в долговом портфеле, состоящем из долговых обязательств развивающихся стран, особенно с учетом ожидающейся нами стабильной цены на нефть Urals в 2013 г. (подробнее см. наш макроэкономический прогноз ниже).

Наконец хорошая динамика относительно аналогов

Премия России к пятилетним CDS-спредам отдельных развивающихся стран



Источники: Bloomberg

Наш прогноз доходности Russia'30 на конец 2013 г. равен 3,25% и предполагает спред 100 б.п. В абсолютном выражении спред Russia'30 к US10Y (вернувшийся сейчас на уровень 126 б.п.) сохраняет ограниченный потенциал сужения. Согласно нашему базовому сценарию, ситуация в России в 2013 г. с точки зрения финансовой стабильности будет не хуже, чем в 2012 г., и, даже если цена на нефть упадет ниже нашего прогноза, у страны, обладающей уже достаточно развитой финансовой системой, есть механизмы сохранения экономики в равновесии, одним из наиболее эффективных среди которых является девальвация рубля (подробнее см. наш отчет «[Перед лицом новой волны кризиса](#)» от 14 августа). С учетом вышеперечисленного наш прогноз спреда Russia'30 к US10Y на конец 2013 г. составляет 100 б.п. Принимая во внимание ожидающуюся нами доходность US10Y на конец года (2,25%), наш прогноз доходности Russia'30 равен 3,25%, что предполагает полный доход в размере 6,4% за период с настоящего момента до 1 января 2014 г. Это по-прежнему существенно превышает доходность инвестиций в долговые обязательства крупных развитых стран, поэтому при желании сформировать портфель исключительно из суверенного риска Russia'30 с ее внушительным купоном 7,5% остается лучшим выбором на кривой, так как большинство размещенных недавно выпусков, например Russia'42, имеют более низкие купоны и, соответственно, более длинную дюрацию, что делает их существенно более восприимчивыми к процентному риску, который рано или поздно материализуется на долларовой кривой. С другой стороны, если выбор инвестора не ограничивается суверенными бумагами, сейчас, по нашему мнению, подходящее время заняться поиском привлекательных возможностей в корпоративном сегменте.

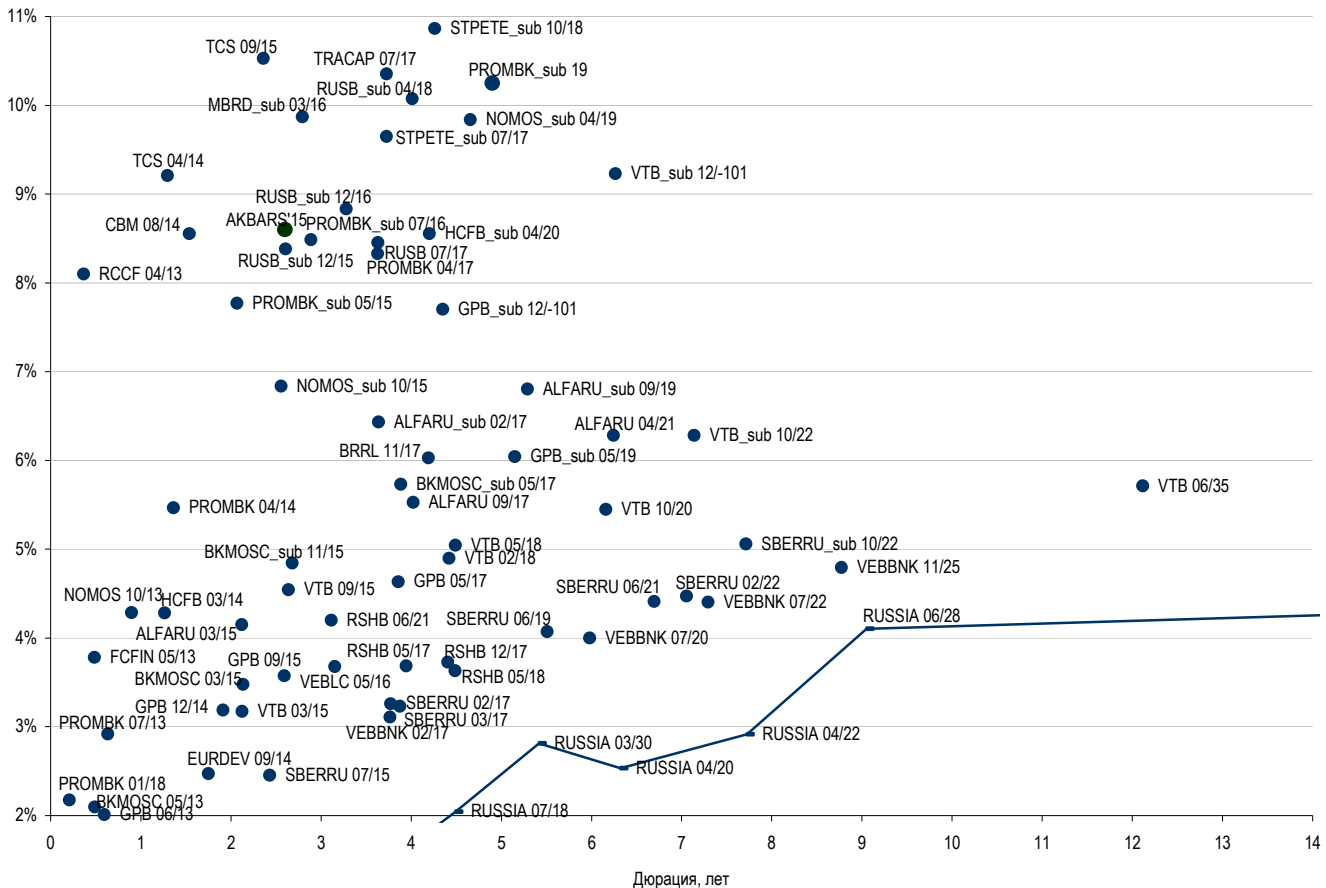
В 2013 г. доход по корпоративному портфелю, скорее всего, будет выше, чем по суверенному. На графике, представленном на предыдущей странице, показан спред российского индекса корпоративных еврооблигаций CEMBI-RU от JP Morgan. Сейчас он составляет 385 б.п., а спред между индексом корпоративных еврооблигаций и Russia'30 равен 260 б.п. по сравнению с 160 б.п. в апреле 2011 г. (до обострения долгового кризиса в Европе). Кроме того, спред Russia'30 находится приблизительно на уровне апреля 2011 г., тогда как корпоративный спред шире примерно на 100 б.п. По нашему мнению, эти 100 б.п. представляют собой потенциал сужения спреда российских корпоративных еврооблигаций в 2013 г. Помимо более высокого купона, эта подушка позволит компенсировать небольшой рост доходности UST, ожидающийся нами к концу следующего года. Кстати, доходность вложений в CEMBI-RU с начала 2012 г. составила 19,2%, практически столько же принесли инвестиции в Russia'30. На горизонте одного года наш сценарий для CEMBI-RU предполагает полный доход в размере примерно 9% за период до 1 января 2014 г. (сжатие спреда на 100 б.п., рост доходности UST на 65 б.п., средний купон 7,2% и пятилетняя средняя дюрация), что превосходит предполагаемый нами доход от Russia'30 (6,4%, см. выше). Кстати, многие иностранные инвесторы ошибочно воспринимают CEMBI-RU как индекс высокодоходных облигаций. На самом деле его средневзвешенный рейтинг составляет «BBB-», таким образом, по сути, это риск инвестиционной категории.

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ЕВРОБОНДАМ

Финансовый сектор. Как отмечалось выше, в 2012 г. на долю банков пришлось около 70% новых размещений российских корпоративных еврооблигаций. Значительная часть этих выпусков – субординированные. На карте доходностей ниже представлены основные долларовые облигации эмитентов финансового сектора по состоянию на середину ноября.

Наиболее быстро развивающийся сегмент рынка

Долларовые еврооблигации российских банков (по состоянию на 12 ноября 2012 г.)



Источники: Bloomberg

В настоящий момент следующие выпуски являются, на наш взгляд, наиболее привлекательными в финансовом секторе.

- Еврооблигации инвестиционной категории:
 - Сбербанк (Ваа1/BBB) с его устойчивым финансовым профилем по-прежнему лучшая ставка в квазисуверенном сегменте. Вся кривая старших долговых обязательств эмитента выглядит привлекательно – SBERRU'17 (YTM 3,3%), SBERRU'19 (YTM 4,1%), SBERRU'21 (YTM 4,4%), SBERRU'22 (YTM 4,5%).
 - Второе место среди наших предпочтений в квазисуверенных выпусках занимают бумаги ВЭБа (BBB/Ваа1/BBB). И хотя функция банка развития предполагает участие ВЭБа в потенциально рискованных проектах, реализуемых в государственных целях, 100% банка находятся в госсобственности и не подлежат приватизации. Среди выпусков ВЭБа мы советуем инвесторам, прежде всего, обратить внимание на VEBBNK'22 (YTM 4,4%) и VEBBNK'25 (YTM 4,8%).
 - ВТБ (BBB/Ваа1/BBB) по-прежнему полностью контролируется государством, а его бумаги предлагают привлекательный спред к Сбербанку по причине несколько более слабого финансового профиля. Интересно выглядят старший выпуск VTB'18 (YTM 5%) и VTB'20 (YTM 5,4%).
 - Мы рекомендуем также подняться еще немного выше по доходности и рассмотреть возможность приобретения субординированного долга ВТБ и его дочернего (приобретен в 2011 г.) Банка Москвы. В частности, мы рекомендуем бессрочный евробонд ВТБ (доходность 9,3%), а также выпуски VTB'22 (BBB-/Ваа2/BBB-, YTM 6,3%) и VKMOSC'17 (Ва3/BBB-, YTM 5,7%).

■ Выпуски категории «BB»:

- В 2011–1 п/г 2012 г. мы рекомендовали к покупке еврооблигации Альфа-Банка (BB/Ba1/BBB-), и эта ставка оказалась удачной: в июле 2012 г. Fitch повысило эмитенту рейтинг до инвестиционного уровня. Выпуски Альфа-Банка остаются в списке наших предпочтений в сегменте «BB», но в среднесрочной перспективе (после повышения рейтинга другими агентствами) эмитент полностью перейдет в инвестиционную категорию. Мы рекомендуем старшие выпуски ALFARU'17 (YTM 5,5%) и ALFARU'21 (YTM 6,3%), а также субординированные ALFARU'17 (B+/Ba2/BB+, YTM 6,4%) и ALFARU'19 (B+/Ba2/BB+, YTM 6,8%).
- Отмена IPO Промсвязьбанка (Ba2/BB-), на наш взгляд, не означает наличия в его бумагах рисков, неучитенных в котировках. Банк по-прежнему является системно важной частью банковской системы России, оставаясь прибыльным и продолжая наращивать активы, несмотря на относительную нехватку капитала. Среди старших выпусков мы рекомендуем обратить внимание на PROMBK'17 (YTM 8,25%), а в субординированных бумагах интересен PROMBK'19 (Ba3/B+, YTM 10,25%).
- Как упоминалось выше, сейчас наиболее динамичный рост в банковском секторе наблюдается в розничном сегменте, и в этой связи отличные результаты, которые в последние годы показывают банки, ориентированные на потребительское кредитование, не вызывают удивления. Как следствие, мы продолжаем рекомендовать еврооблигации Банка Русский Стандарт (B+/Ba3/B+) и ХКФ Банка (Ba3/BB-). К сожалению, здесь выбор в основном ограничен субординированным долгом: HCFB'20 (B1/B+, YTM 8,5%), RUSB'18 (B-/B-, YTM 10%), а среди старших выпусков можно рекомендовать лишь RUSB'17 (YTM 8,3%).
- Ак Барс Банк (B1/BB-) сохраняет лидерство в родном Татарстане (Ba1/BBB-), таким образом, АКВARS'15 (YTM 8,6%) предоставляет хорошую возможность получить более высокий доход по сравнению с аналогами при относительно короткой дюрации. Кроме того, эта бумага является старшим долгом, то есть относительной редкостью среди недавно размещенных банковских выпусков.

■ Выпуски категории «B»:

- До погашения нашего прежнего фаворита, RCCF'13, осталось менее года, и в сегменте высокодоходного долга мы отмечаем лишь евробонды ТКС-банка (B2/B). Несмотря на опасения инвесторов, связанные с возможным замедлением роста вследствие конкуренции со стороны госбанков, а также недиверсифицированным бизнесом, эмитент продолжает удивлять нас как темпами роста, так и впечатляющей доходностью. Мы рекомендуем покупать старшие выпуски TCS'14 (YTM 9,2%) и TCS'15 (YTM 10,6%). И хотя до погашения этих облигаций банк теоретически может сменить собственника, весьма вероятно, что кредитное качество нового акционера будет выше, чем нынешнего.

Еще раз напоминаем, что в октябре мы опубликовали подробный обзор по российскому банковскому сектору «Играем ва-банк!», который доступен по этой [ссылке](#).

Нефинансовый сектор. На карте доходностей ниже отражено положение долларовых облигаций, выпущенных эмитентами небанковского сектора. Основная проблема здесь – недостаточное предложение новых бумаг, из-за которого большинство обращающихся выпусков уже успели «состариться», а ликвидные объекты инвестирования теперь представляют лишь небольшую часть от общего объема. Это в меньшей степени затрагивает эмитентов инвестиционной категории в свете состоявшихся в 2012 г. масштабных размещений Газпрома, Газпром нефти, НЛМК и РЖД. Таким образом, мы отмечаем следующие идеи в корпоративном сегменте.

■ Еврооблигации инвестиционной категории:

- Кривая нефтегазового сектора характеризуется довольно высокой плотностью, и, по правде говоря, почти каждый выпуск здесь заслуживает внимания. Как отмечалось нами ранее, корпоративные спреды в настоящий момент широки, и ликвидные облигации инвестиционного качества являются главными кандидатами для потенциальных покупателей. Тем не менее, стоит остановиться на нескольких моментах. На наш взгляд, выпуски РЖД, Газпром нефти, НОВАТЭКа, Транснефти, ТНК-ВР выглядят слишком дорогими, чтобы их можно было рекомендовать к покупке. Евробонды РЖД и Транснефти торгуются с заметным дисконтом к кривой Газпрома, а котировки ТНК-ВР значительно выросли с момента объявления о сделке с Роснефтью. Необходимая премия в бумагах Газпром нефти и НОВАТЭКа к Газпрому практически отсутствует. Таким образом, мы в первую очередь рекомендуем кривую Газпрома (BBB-/Baa1/BBB), в том числе GAZPRU'20 (3,14% к средней дюрации), GAZPRU'19 (YTM 3,8%), GAZPRU'34 (YTM 5,3%), а также бумаги ЛУКОЙЛа (BBB-/Baa2/BBB-), например LUKOIL'20 (YTM 4,1%).

■ Выпуски категории «BB»:

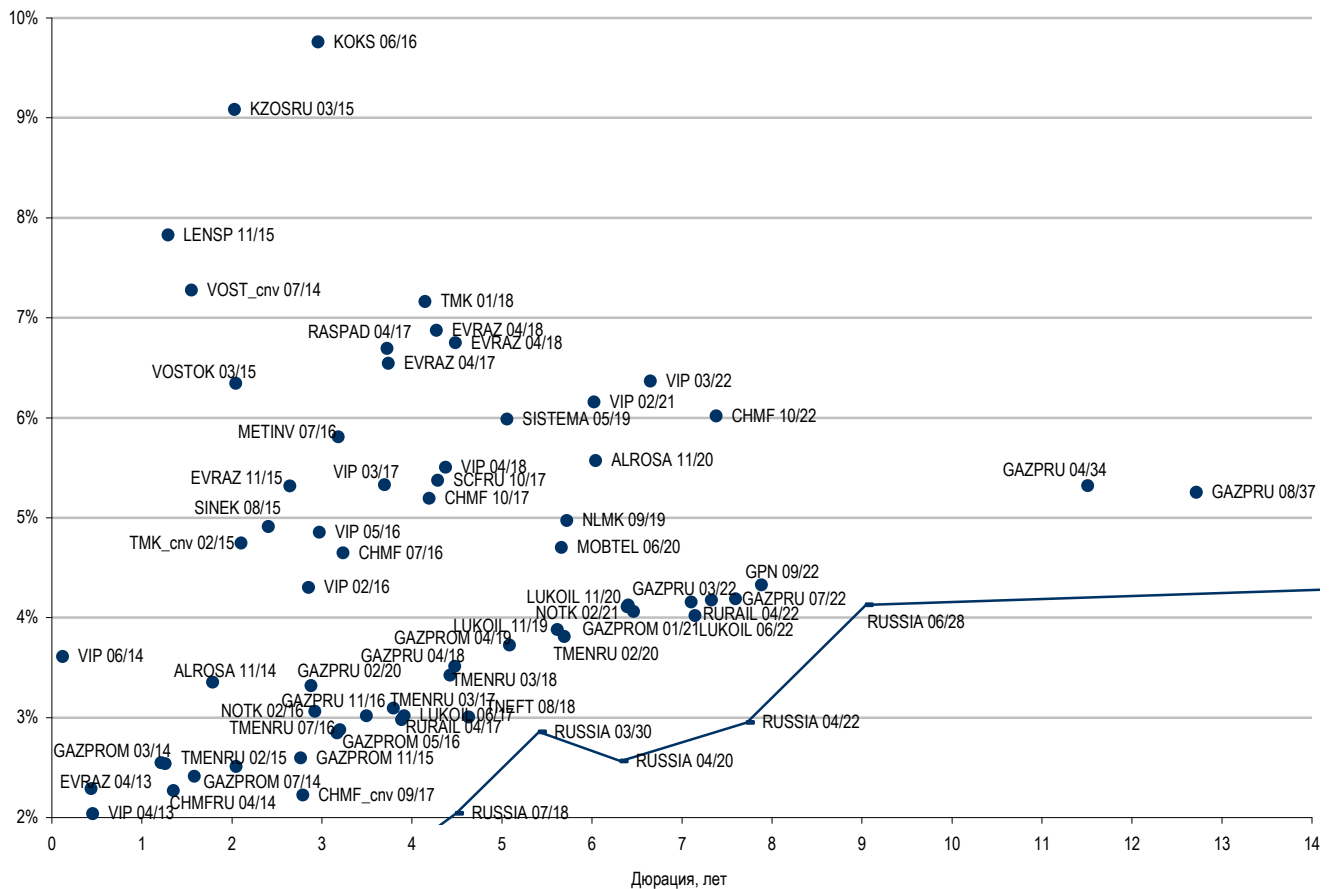
- В металлургическом и горнодобывающем секторе нашим фаворитом остается Evraz (B+/Ba3/BB-). Мы рекомендуем покупать EVRAZ'17 (YTM 6,55%), EVRAZ'18 (YTM 6,8%), а также RASPAD'17 (YTM 6,8%), поскольку Распадская (B1/B+) перешла под полный контроль Евраз.
- Кроме того, мы отмечаем привлекательность еврооблигаций государственной АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), которые теперь предлагают солидный положительный спред к кривой инвестиционного уровня, будучи напрямую связанными с суверенным риском. По нашему мнению, интересно выглядят оба евробонда эмитента: ALROSA'14 (YTM 3,4%) и ALROSA'20 (YTM 5,55%).
- В-третьих, в металлургической и горнодобывающей отрасли мы продолжаем рекомендовать долларовый выпуск Металлоинвеста (BB-/Ba3/BB-), METINV'16 (YTM 5,85%), который торгуется почти без дисконта к Евразу, несмотря на существенно меньшую долговую нагрузку и более высокую прибыль эмитента.
- В телекоммуникационном секторе ранее мы активно рекламировали выпуски VimpelCom Ltd. (BB/Ba3), однако в настоящее время бумаги торгуются со внушительным дисконтом к Evraz, при том что VimpelCom по-прежнему нагружен долгом в объеме порядка 25 млрд долл., образовавшимся от слияния с WIND. В результате, наш взгляд на бумаги Вымпелкома сейчас нейтрален.
- Тем временем, Евробонд МТС (BB/Ba2/BB+), MOBTEL'20, выглядят слишком дорогим, и поэтому инвесторам, рассматривающим возможности в телекомах, мы рекомендуем выпуск AFKSRU'19 (BB/Ba3/BB-, YTM 6%), представляющий собой опосредованный риск МТС.

■ Выпуски категории «B»:

- Привлекательно выглядят еврооблигации Alliance Oil (B+), единственного в нефтегазовой отрасли эмитента евробондов, не имеющего инвестиционного рейтинга. Прежде всего мы советуем обратить внимание на конвертируемый VOSTOK'14, торгующийся с впечатляющей доходностью 7,25% без учета опциона на конвертацию, более высокой, чем у классического VOSTOK'15. Впрочем, последний (YTM 6,3%) также выглядит интересно.

Главная проблема: скудное предложение новых бумаг

Долларовые еврооблигации российских компаний (по состоянию на 12 ноября 2012 г.)



Источники: Bloomberg

Рублевые еврооблигации слишком дороги. В этой главе мы традиционно публиковали рекомендации по нескольким обращающимся на рынке рублевым еврооблигациям. К сожалению, волна покупок, начавшаяся в июне, к настоящему времени подняла цены всех этих выпусков, в том числе и суверенного Russia'18, до уровней, на которых этот сегмент полностью утратил конкурентоспособность по сравнению с рынком локальных облигаций. Учитывая, что последний скоро будет либерализован (вначале планируется либерализация расчетов по ОФЗ, затем Euroclear получит доступ и к корпоративным бондам, подробнее об этом см. ниже), покупка рублевых еврооблигаций сейчас лишена смысла.

МАКРОЭКОНОМИКА

В середине ноября мы опубликовали новый макроэкономический прогноз на 2013 г. Мы также обновили наш прогноз на 2012 г. с учетом последних данных: прогноз роста ВВП повышен с 3,2% год к году до 3,5%, инфляции – с 6,7% до 7%, тогда как оценка роста реальных доходов населения пересмотрена в сторону уменьшения. В 2013 г. мы ожидаем замедления экономического роста до 3,1% год к году, в то время как инфляция, по нашему мнению, останется на текущем уровне (6,9%). Рубль, скорее всего, будет стабилен по отношению к доллару на фоне отсутствия изменений в среднегодовой цене нефти (110 долл./барр.), что, конечно, не исключает волатильности валютного рынка в течение года. (Подробнее см. наш макроэкономический обзор «[Рост за счет потребительского спроса и развития кредитования](#)» от 19 ноября 2012 г.)

Стабильная нефть, чуть более высокие темпы роста, некоторое ослабление рубля на фоне снижения курса евро

Обновленный макроэкономический прогноз УРАЛСИБа на 2012-2013 гг. и официальный прогноз

	2012П			2013П		
	УРАЛСИБ Новый прогноз	УРАЛСИБ Пред. прогноз*	Официальный прогноз	УРАЛСИБ Новый прогноз	УРАЛСИБ Пред. прогноз*	Официальный прогноз
Рост ВВП, %	3,5	3,2	3,5	3,1	2,9	3,7
Рост промышленного производства, %	3,0	2,9	3,6	2,8	2,7	3,7
Рост инвестиций в основной капитал, %	5,6	6,3	5,5	5,2	7,2	7,2
Рост розничных продаж, %	5,5	6,5	6,1	5,3	6,3	5,4
Рост реальных доходов, %	3,4	4,0	3,0	4,0	4,5	3,7
Инфляция, %	7,0	6,7	7,0	6,9	6,9	-5-6
Экспорт, млрд долл.	541	555	534	536	572	500
Импорт, млрд долл.	326	360	343	331	373	375
Счет текущих операций, млрд долл.	101	120	84	92	99	22
Профицит фед. бюджета в % от ВВП	0	(0,4)	0	1,0	(1,1)	(0,8)
Средний курс руб./долл.	31,21	29,50	31,30	31,61	30,39	32,40
Руб./Корзина, на конец периода	35,07	33,98		34,70	34,90	
Долл./евро, на конец периода	1,26	1,30		1,24	1,32	
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	110	108	109	110	108	97

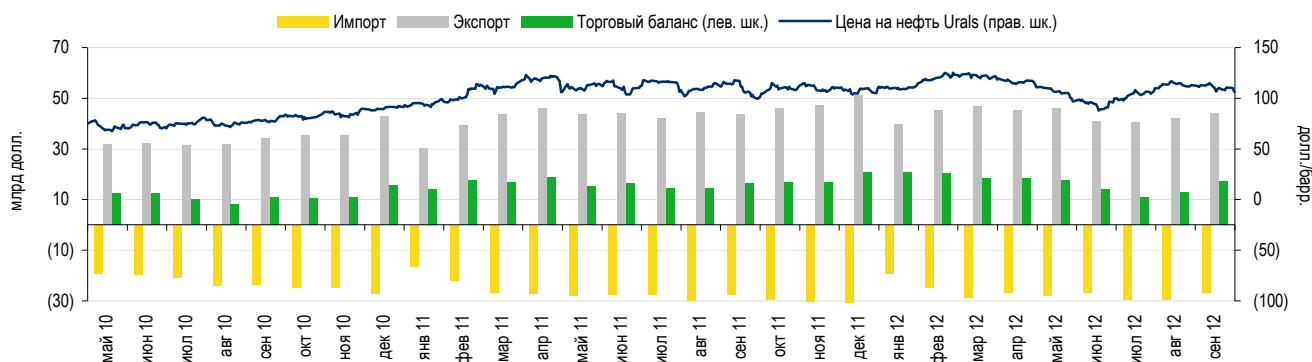
* Май 2012 г.

Источники: оценка УРАЛСИБа, Минэкономразвития, Минфин

Профицит торгового баланса на прежних уровнях при стабильной нефти и медленном росте ВВП. Как видно на графике ниже, профицит торгового баланса отражает динамику цены нефти Urals с лагом примерно один месяц. После июньского спада на сырьевых рынках торговый баланс сократился в июле до 11 млрд долл., а в сентябре – восстановился до 17 млрд долл. Накопленный профицит торгового баланса за 9 мес. 2012 г. составил 150 млрд долл. по сравнению с 144 млрд долл. за тот же период 2011 г. Как уже упоминалось, мы ожидаем, что в 2012–2013 гг. среднегодовая цена Urals не изменится и составит 110 долл./барр. При этом сравнительно вялый экономический рост будет препятствовать увеличению импорта, поэтому наш прогноз торгового баланса по итогам 2013 г. составляет 205 млрд долл. против 215 млрд долл. в 2012 г.

Прямая зависимость от цен на нефть

Торговый баланс РФ и цена нефти Urals



Источники: ЦБ

Высокий профицит счета текущих операций сохраняется, несмотря на официальный прогноз. Правительство по-прежнему ожидает скорого сокращения профицита счета текущих операций до нуля, однако фактические данные пока не подтверждают этого. За 9 мес 2012 г. сальдо текущего счета достигло 75 млрд долл. по сравнению с 71 млрд долл. за

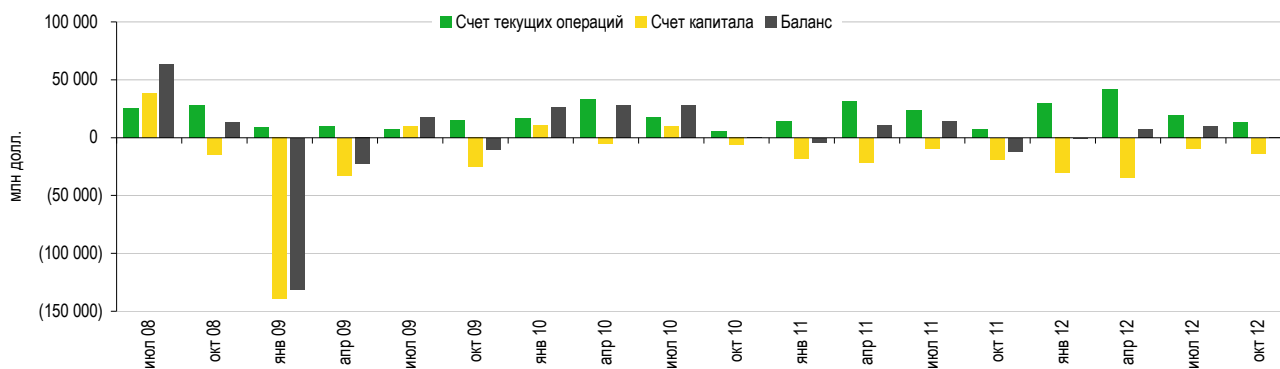
Наш взгляд на 2013 г.

аналогичный период 2011 г., а наш прогноз на 2012 год равен 101 млрд долл. В следующем году профицит текущего счета, согласно нашим расчетам, сократится до 92 млрд долл., но это все равно заметно расходится с официальным прогнозом (22 млрд долл.), который выглядит еще более сомнительно в контексте ожидаемого правительством более резкого ослабления рубля в следующем году по сравнению с нашей оценкой.

Отток капитала в следующем году сохранится, хотя его темпы будут ниже. Согласно предварительным данным, по состоянию на конец октября отток капитала из России достиг 63 млрд долл. Между тем официальный прогноз показателя в 2012 г. по-прежнему составляет 60–65 млрд долл., таким образом, по мнению правительства, бегство капитала в последние два месяца года прекратится – возможно, в связи с масштабными внешними заимствованиями российских банков (см. раздел «Российский внешний долг» выше). В мае мы повысили прогноз оттока капитала в 2012 г. с 50 млрд долл. до 75 млрд долл. Тезис о том, что практически все, притекающее в Россию по счету текущих операций, утекает из нее по счету капитала, по-прежнему выглядит справедливым, по крайней мере в 3 кв. это было именно так (см. график ниже). Международные резервы достигли 515 млрд долл. по состоянию на конец сентября, увеличившись за 9 мес. 2012 г. на 31 млрд долл., при этом соотношение чистой покупки валюты ЦБ и переоценки в этом приросте составляет примерно 50/50. В 2013 г. отток капитала, по нашей оценке, составит 50 млрд долл., то есть немного сократится по сравнению с 2012 г., и исходя из нашего прогноза счета текущих операций (92 млрд долл.) резервы ЦБ в следующем году должны увеличиться на 42 млрд долл. (без учета инвестиционного дохода).

Сальдо счета текущих операций в 3 кв. почти полностью совпало с размером оттока капитала

Платежный баланс РФ, млн долл.

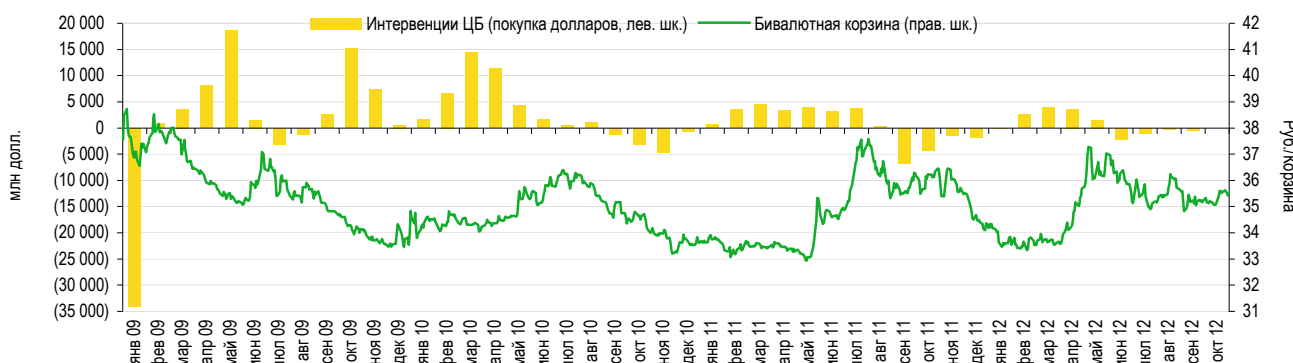


Источники: ЦБ, Bloomberg

На пути к свободному курсу? Согласно недавно опубликованным «Основным направлениям денежно-кредитной политики ЦБ», регулятор намерен осуществить переход к свободно плавающему рублю в 2015 г. Действительно, в 2012 г. ЦБ сократил объем интервенций на валютном рынке (см. график ниже) по сравнению с уровнем 2009–2010 гг., однако по-прежнему регулярно к ним прибегает. Кроме того, следует отметить, что цена на нефть в 2011–2012 гг. была намного более стабильной, чем в 2009–2010 гг., что, безусловно, снизило потребность во вмешательстве ЦБ.

Диапазон допустимых колебаний бивалютной корзины теперь составляет 31,65–38,65 руб.

Валютные интервенции ЦБ; динамика бивалютной корзины



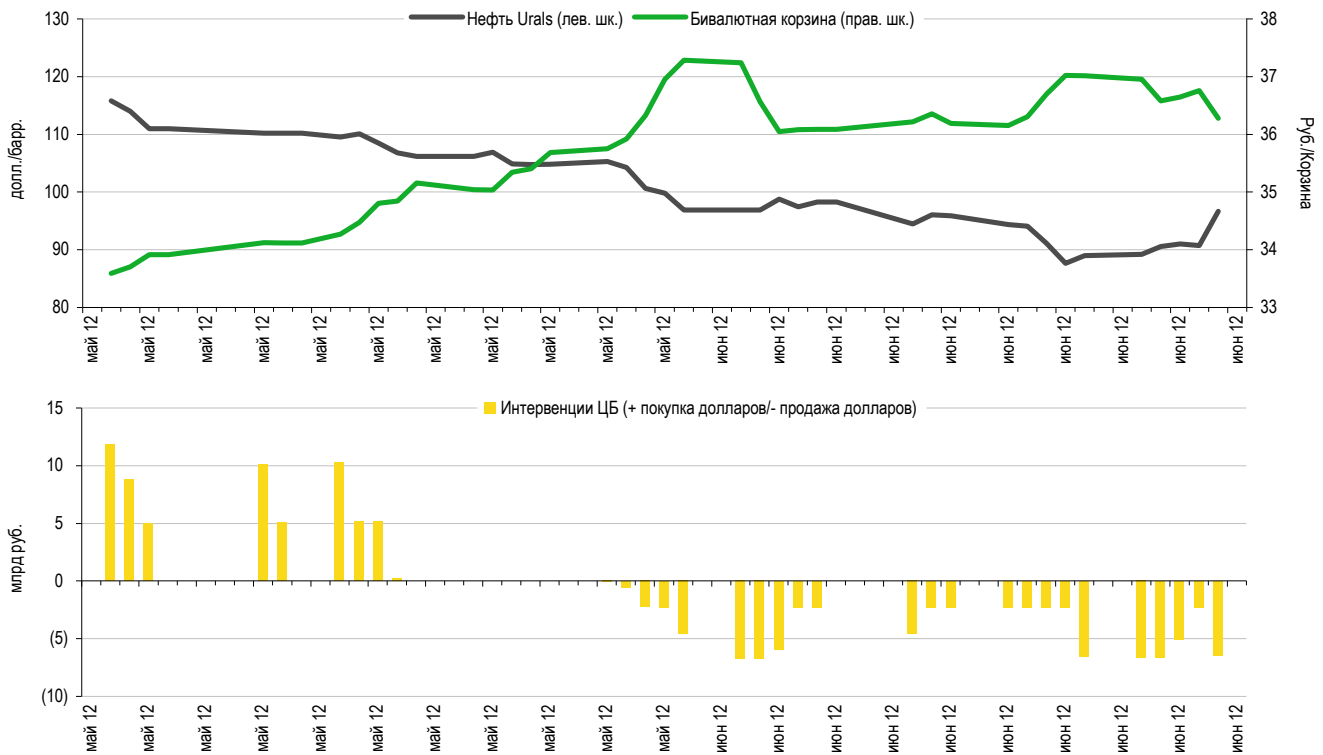
Источники: ЦБ, Bloomberg

В мае ЦБ сыграл против рубля. В мае нынешнего года мы, по существу, впервые за последние несколько лет могли наблюдать реакцию Банка России на ситуацию резкого снижения цены на нефть. Учитывая это, имеет смысл внимательно разобраться с тем, что происходило в тот месяц. На графике ниже показана динамика ежедневных валютных интервенций ЦБ, изменение курса рубля к бивалютной корзине и колебания цены на нефть. Как можно видеть, в первую неделю мая,

когда нисходящий тренд в нефтяных ценах уже был очевиден, а рубль оставался стабильным вблизи нижней границы коридора (32,15 руб.), Банк России покупал доллары на валютном рынке. Покупки продолжались даже с 14 по 16 мая, когда российская валюта начала быстро дешеветь. Затем, в период с 17 по 22 мая, ЦБ не предпринимал никаких действий, безучастно наблюдая за ослаблением рубля, и начал продавать доллары только с 28 мая, когда ситуация уже была близкой к коллапсу: покупателей рубля на валютном рынке не было. В начале июня рубль практически уперся в верхнюю границу бивалютной корзины (38,15 руб.), и затем в течение месяца при поддержке Центробанка стоимость корзины колебалась в диапазоне 36–37 руб.

В мае–июне диапазон колебаний был равен 32,15–38,15 руб.

Курс рубля к корзине, цена на нефть Urals и дневные интервенции ЦБ



Источники: ЦБ, Bloomberg

Рубль остается инструментом экономической политики. Примечательно, что в мае 2012 г., когда снижение рубля относительно корзины было максимальным с июня 2009 г., Банк России продал 56,5 млрд руб. (нетто), аккумулировав около 1,7 млрд долл. валютных резервов, чем, конечно, усилил падение валютного курса. Последующая стабилизация курса в июне – также заслуга ЦБ, но все это вместе говорит о том, что поддержка рубля в трудные времена не является целью регулятора. Скорее Центробанк ориентирован на то, чтобы обеспечивать оптимальный валютный курс при текущей цене на нефть. Это, в свою очередь, означает, что, несмотря на значительное расширение валютного коридора, рубль по-прежнему далек от состояния свободного плавания и остается инструментом экономической политики, который российское правительство использует для защиты доходов бюджета и положительного сальдо счета текущих операций. Это не обязательно плохо, поскольку делает отечественную экономику менее уязвимой перед резкими изменениями цены на нефть, однако положительный эффект в данном случае достигается ценой ослабления позиций рубля как резервной валюты.

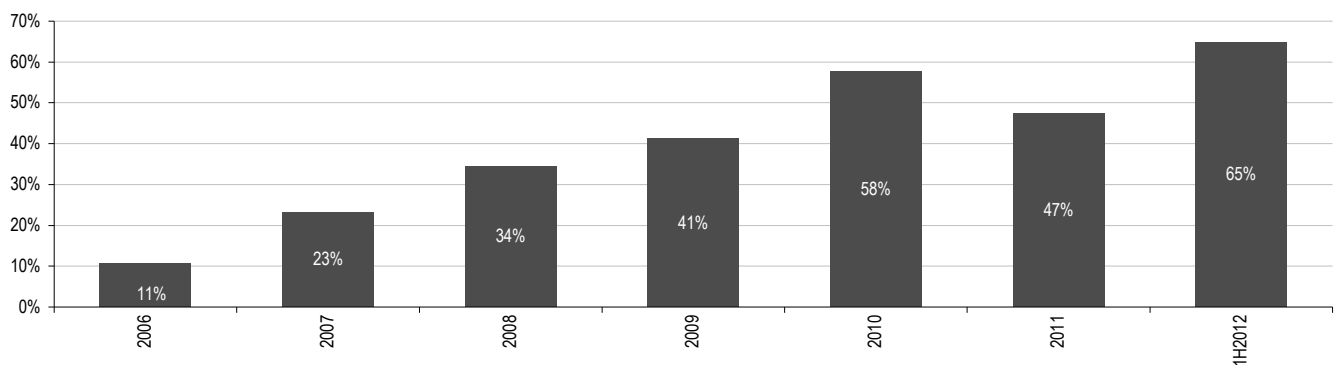
В чем польза слабого рубля для бюджета? В 2011 г. нефть и газ обеспечили половину доходов федерального бюджета. Несмотря на то, что доля этих поступлений в настоящее время сокращается, снижение происходит очень постепенно. Бюджет 2012 г. был сверстан на основе среднегодовой цены нефти Urals 115 долл./барр. и среднего обменного курса 29,2 руб./долл. Средний обменный курс за 9 мес. 2012 г. был равен 30,3 руб./долл., а сейчас доллар котируется по 31,75 руб. Если представить, что до конца года обменный курс меняться не будет, среднегодовой показатель за весь 2012 г. составит 31,17 руб./долл., что предполагает ослабление рубля на 6,7% с уровней, заложенных в бюджет 2012 г. Эта относительная слабость рубля позволит дополнительно увеличить доходы бюджета примерно на 3%, или на 450 млрд руб. в абсолютном выражении (0,8% ВВП). Таким образом, если высокая цена на нефть, предусмотренная бюджетом текущего года, давала повод для опасений, то при формировании прогноза обменного курса, власти, очевидно, стремились надежно подстраховаться. Это предположение подтверждается и заданным ЦБ диапазоном колебаний бивалютной корзины. Так, в 1 п/г 2012 г. он составлял 32,15–38,15 руб., что при курсе 1,22 долл./евро соответствует обменному курсу 29,25–34,71 руб./долл. Таким образом, установленный ЦБ коридор для бивалютной корзины даже не

включал в себя официальный прогноз валютного курса на 2012 г. (29,2 руб./долл.). Однако в 2013 г. ситуация, скорее всего, будет иной. Согласно официальному прогнозу, среднегодовая цена на нефть (97 долл./барр. Urals) будет значительно ниже, чем ожидаем мы. По всей видимости, этим и обусловлен прогнозируемый правительством более слабый курс национальной валюты (32,4 руб./долл.). Таким образом, в рамках официального сценария на 2013 г. более низкая цена на нефть (используемая при составлении бюджета) обеспечит правительству подушку на случай, если доходы бюджета окажутся меньше запланированных в случае более сильного рубля. Единственная проблема – правительство не может контролировать цены на нефть, так что, если средняя цена нефти в 2013 г. будет ниже официально прогнозируемых 97 долл./барр., девальвация рубля снова станет единственным доступным решением.

Резервов больше, чем нужно. Сейчас международные резервы Центрального банка составляют около 525 млрд долл. Это означает, что вся рублевая масса (агрегат M2) может быть обменена на доллары из российских резервов по курсу 47 руб./долл. В мире есть очень немного стран, настолько хорошо обеспеченных зарубежными активами, и мы в очередной раз подчеркиваем, что обменный курс рубля находится полностью под контролем ЦБ, переиграть которого на рынке не способен никто. Впрочем, события, описанные выше, говорят о том, что Банк России едва ли начнет расходовать резервы в случае драматического падения цены на нефть, причем, чем более глубоким будет падение, тем меньше ЦБ будет настроен на удерживание курса рубля. Это в сочетании с расширением валютного коридора приводит нас к выводу, что зависимость обменного курса рубля от цены на нефть будет увеличиваться. Интересно, что этот вывод подтверждается практикой.

Явная тенденция к усилению зависимости от нефти

Ежедневная корреляция обменного курса рубль/доллар с ценой на нефть WTI



Источники: оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

Функция цены на нефть. График выше отражает рассчитанную на ежедневной основе корреляцию обменного курса рубль/доллар с ценой на нефть WTI в период после полной отмены в России ограничений на движение капитала. На наш взгляд, тенденция налицо: в 1 п/г 2012 г. корреляция достигла исторического максимума на уровне 65%, и эта оценка статистически значима, поскольку количество наблюдений в каждый период равно числу торговых дней. Таким образом, рубль в настоящее время является функцией цены на нефть в большей степени, чем когда-либо ранее.

Коридор расширяется – значит ли это что-нибудь? 24 июля Банк России объявил об очередном расширении коридора бивалютной корзины – с шести до семи рублей. Новый коридор ограничен пределами 31,65–38,65 руб. против прежних 32,15–38,15 руб. Мы не считаем это решение очень важным. Валютные интервенции ЦБ осуществляются ежедневно практически независимо от того, где находится корзина – в середине коридора или ближе к его границам. При таком подходе валютный коридор представляет собой лишь диапазон, в котором ЦБ желает видеть рубль при текущих внешних условиях, то есть при текущей цене на нефть. Если цена на нефть существенно изменится, Центробанк просто сдвинет коридор и курс рубля в более соответствующую новой ситуации зону при одном важном нюансе: ЦБ гораздо больше готов к тому, чтобы ограничивать рубль сверху, чем снизу. Последнее вытекает из ряда наблюдений. Во-первых, российский бюджет в настоящее время сверстан на базе рекордно высокого прогноза цен на нефть (см. соответствующий раздел настоящего отчета). Во-вторых, вступление России в ВТО ведет к усилению конкуренции, с которой сталкиваются отечественные производители. В-третьих, зависимость потребительской инфляции от обменного курса рубля недавно существенно упала. Таким образом, рубль – это один из самых мощных антикризисных инструментов в распоряжении ЦБ, и регулятор будет без колебаний пользоваться им.

Мы нейтрально оцениваем перспективы рубля. С макроэкономической точки зрения, мы формировали прогноз на 2013 г. исходя из предположения, что средняя цена на нефть останется на относительно высоком уровне 110 долл./барр. С другой стороны, несмотря на то, что инфляция в России значительно превышает официальный прогноз, равный 6%, ЦБ продолжает расширять свой баланс, увеличивая объем доступного банкам рефинансирования, а значит, рубль останется под давлением со стороны растущего денежного предложения. Кроме того, сейчас рубль торгуется лишь

на 1,4% ниже середины коридора бивалютной корзины (35,15 руб.), поэтому с технической точки зрения рубль выглядит нейтрально. Резюмируя, мы нейтрально оцениваем перспективы российской валюты в ближайшие 12 месяцев. Наш прогноз обменного курса на конец 2012 г. равен 31,46 руб./долл., а на конец 2013 г. – 31,38 руб./долл. Вновь подчеркнем, что рубль, по нашему мнению, будет сильнее, чем ожидает правительство.

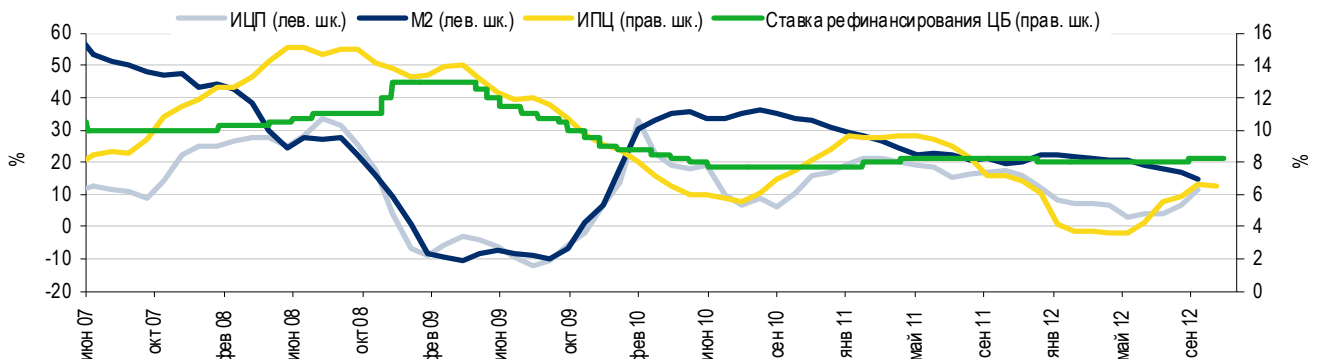
Инфляция в 3 кв. оказалась выше официального прогноза. На момент опубликования нашей стратегии на 2 п/г 2012 г. (май нынешнего года) потребительская инфляция составляла рекордно низкие 3,6% год к году. Сейчас, как показано на графике ниже, темпы роста ИПЦ повысились до 6,5% год к году (на конец октября), оказавшись выше официального прогноза (6%), что объясняется следующими факторами:

- индексацией регулируемых тарифов 1 июля и 1 сентября;
- «размораживанием» цен на бензин после завершения президентских выборов (четко отражено в восходящем тренде на графике ИЦП);
- засухой, которая на этот раз в меньшей, чем в 2010 г., степени затронула Россию, однако нанесла существенный урон урожаю в США, Канаде и многих других странах.
- более высоким, чем ожидалось, внутренним спросом на фоне интенсивного роста кредитования, темп которого превысил прогнозы.

Меры ЦБ стали для нас сюрпризом. До появления информации о проблемах с урожаем, а также учитывая немонетарный характер большинства факторов, которые привели к ускорению инфляции в 2012 г., мы считали, что ЦБ, во-первых, сможет сохранять ставку рефинансирования неизменной до конца сентября и, во-вторых, снизит ее на 50 б.п. для стимулирования роста экономики после того, как ослабнет эффект повышения тарифов. К сожалению, наши ожидания не оправдались из-за глобального ралли на рынке сельскохозяйственных товаров. Кроме того, рост ВВП в 1 п/г 2012 г. оказался немного выше ожиданий, и в сентябре ЦБ решил повысить ставку рефинансирования на 25 б.п. для сдерживания инфляционных ожиданий, но одновременно продолжил оказывать поддержку банковской системе путем предоставления дополнительных ресурсов для стимулирования экономического роста, темпы которого в 3 кв. заметно снизились.

Очевидное давление со стороны цен производителей, рост денежной массы замедляется

Потребительские цены, цены производителей, денежный агрегат M2 – % год к году; ставка рефинансирования ЦБ (% годовых)



Источники: ЦБ, Bloomberg

Инфляционное таргетирование по-прежнему на повестке дня. Как отмечалось выше, свободно конвертируемый рубль является одной из приоритетных задач ЦБ на 2015 г., что также означает переход к инфляционному таргетированию. При этом подразумеваемая среднесрочная цель по инфляции до сих пор составляла 5%. С другой стороны, принимаемые ЦБ меры до сих пор были очевидно недостаточными для сдерживания роста потребительских цен даже при более высокой краткосрочной цели по уровню инфляции (6% в текущем году). Единственным достижением ЦБ, на наш взгляд, является относительное замедление роста денежной массы: как показано на графике выше, за октябрь агрегат M2 увеличился примерно на 15% год к году – это самые низкие темпы роста показателя с 2009 г. Тем не менее, рост на 15% в год существенен сам по себе, ведь, например, в США рост M2 в настоящее время составляет 6,8% год к году, даже несмотря на политику количественного смягчения.

Наш прогноз инфляции в 2013 г. составляет 6,9% – без изменений относительно 2012 г. Никаких структурных изменений в следующем году не будет: тарифы в 2013 г. будут повышены в те же даты, что и в текущем году. Таким образом, потребительская инфляция, согласно нашему прогнозу, в конце декабря 2012 г. достигнет 7% год к году, затем замедлится до 6,5% во 2 кв. 2013 г., а затем ускорится и в декабре 2013 г. достигнет 6,9%. Это будет происходить на фоне роста ВВП на уровне 2,5% в 1 кв., который в дальнейшем постепенно ускорится до 3,5% в 4 кв. 2013г. Напомним, наш прогноз роста ВВП за весь 2013 г. составляет 3,1%, что несколько ниже, чем в 2012 г.

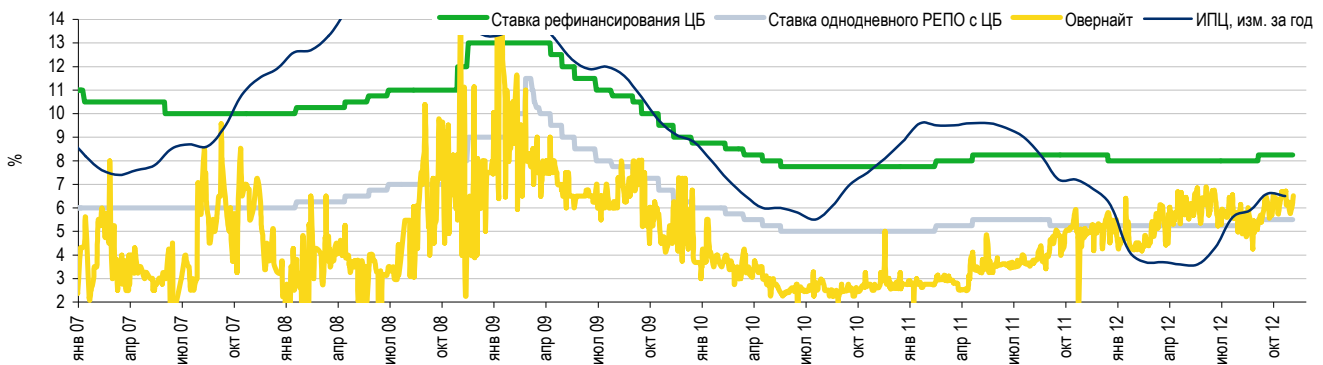
ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК, БАНКИ И ПОЛИТИКА ЦБ

Ставка рефинансирования сейчас на 50–75 б.п. выше фундаментально обоснованного уровня. Как упоминалось выше, в сентябре 2012 г. ЦБ поднял все ключевые ставки на 25 б.п., в результате ставка рефинансирования достигла 8,25% – уровня, на котором она находилась во 2–3 кв. 2011 г., когда темпы роста индекса потребительских цен превышали 9% год к году. Наш прогноз ставки рефинансирования на конец 2012 г. равен 7,5%, и мы по-прежнему считаем, что в настоящий момент ставка рефинансирования на 50–75 б.п. превышает уровень, который был бы оправдан при текущих макроэкономических показателях, за исключением двух важных моментов: во-первых, мировые цены на продовольствие сейчас с трудом поддаются прогнозированию в связи с неблагоприятными погодными условиями, наблюдавшимися минувшим летом; во-вторых, растут объемы предоставления ликвидности банковскому сектору со стороны ЦБ, который тем самым продолжает увеличивать свой баланс при заявленном намерении добиться снижения инфляции до 5%. Иными словами, денежно-кредитная политика в России остается сравнительно мягкой, невзирая на объявленное ужесточение.

Расширение ликвидности по-прежнему не поспевает за ростом банковского сектора. Как показано на графике ниже, ставка овернайт на рублевом денежном рынке вновь превышает ставку однодневного РЕПО ЦБ (5,5%) после небольшой паузы в августе, когда ставки денежного рынка упали – скорее всего, под влиянием ощутимого снижения месячных темпов роста кредитования в июле.

Ставки денежного рынка растут после некоторого ослабления в августе–сентябре

Основные процентные ставки в России (% годовых) и потребительская инфляция (изм. год к году в %)

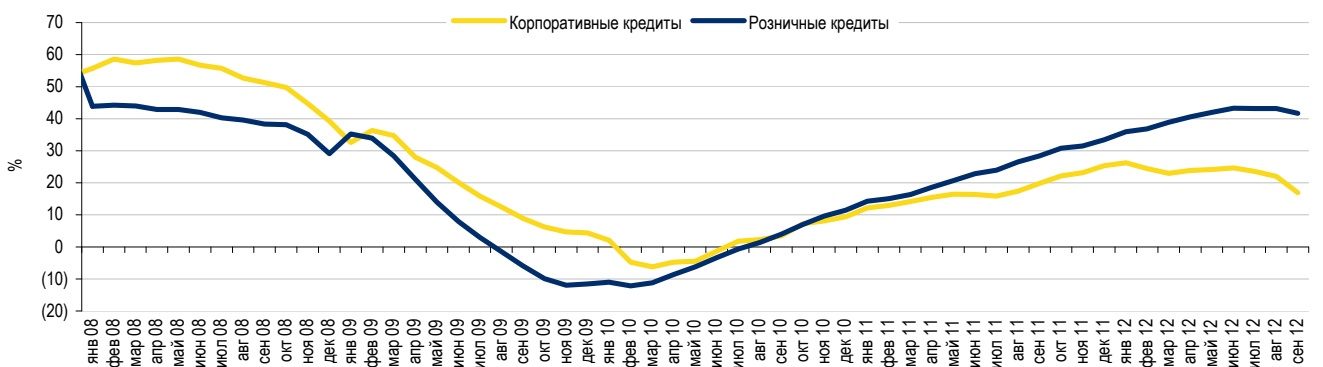


Источники: ЦБ, Росстат, Bloomberg

Как показано на следующем графике, замедление роста кредитования относительно уровней годичной давности стало заметным лишь в августе–сентябре. Тем не менее, кредитная активность банков оставалась высокой: рост совокупного портфеля составил в конце сентября 22,7% год к году, в то время как темпы роста розничного кредитования по-прежнему превышали 40% год к году. По нашей оценке, по итогам 2012 г. совокупный портфель российской банковской системы увеличится на 18%, а в 2013 г. мы ожидаем чистого прироста на 16%.

Рост кредитования замедляется

Рост кредитования в России, изм. за год в %



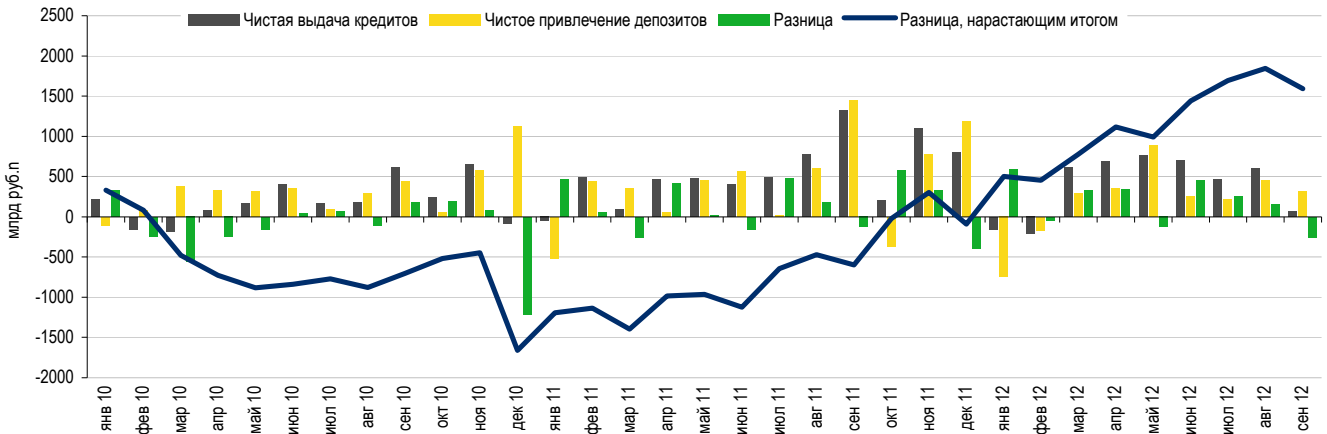
Источники: ЦБ

На следующем графике изображен чистый объем кредитов, выданных банками за месяц, нетто-объем привлеченных вкладов и разница между ними. Синяя линия представляет собой накопленную разницу с января 2010 г. Как видно на графике, в 2010 г. привлечение депозитов опережало кредитование, в результате чего в декабре 2010 г. банки накопили более чем 1,5 трлн руб. свободных средств (в виде ценных бумаг и краткосрочных инструментов денежного рынка).

В 2011 г. эта денежная подушка были полностью израсходована на фоне ускорившейся кредитной экспансии и одно-временного снижения ставок по депозитам. В 2012 г. накопленная разница вышла в область положительных значений, что означало необходимость привлечения дополнительных ресурсов. К концу августа текущего года недостающая сумма оценивалась почти в 2 трлн руб.

Аккумулярованные в 2010 г. излишки на клиентских счетах полностью израсходованы в 2011 г.

Месячное соотношение между кредитами и депозитами в российской банковской системе

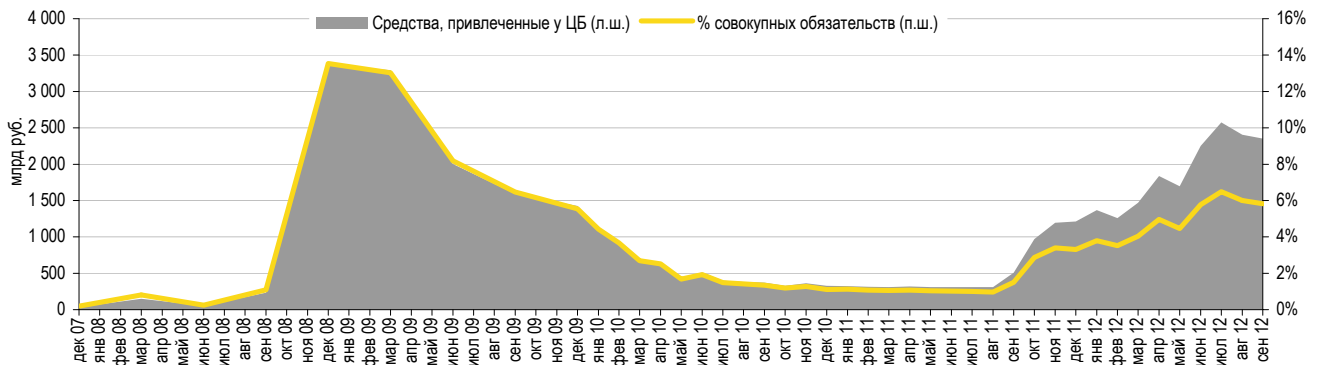


Источники: ЦБ

ЦБ – кредитор последней инстанции и рад этому. Во 2 п/г 2011 г. – 1 п/г 2012 г. рынки акций и облигаций были в целом закрыты для российских эмитентов, – таким образом, у банков практически не осталось иных возможностей для фондирования, кроме клиентских депозитов. Естественно, ЦБ был готов прийти на помощь.

В июле задолженность банков перед ЦБ достигла 2,5 трлн руб.

Средства, привлеченные российскими банками в ЦБ



Источники: ЦБ

В 2012 г. доля средств ЦБ увеличилась с 3,3 до 6% совокупных пассивов банков. В абсолютном выражении на конец сентября это составляло 2,3 трлн руб. В определенный момент ЦБ заявил о намерении отслеживать ситуацию в отдельных банках, у которых свыше 5% фондирования приходится на средства ЦБ. Однако в новой редакции «Основных направлений денежно-кредитной политики» (опубликована в начале ноября) ЦБ отметил, что такая зависимость банковской системы от регулятора рассматривается им как норма и является важным механизмом трансляции денежно-кредитной политики в банковскую систему.

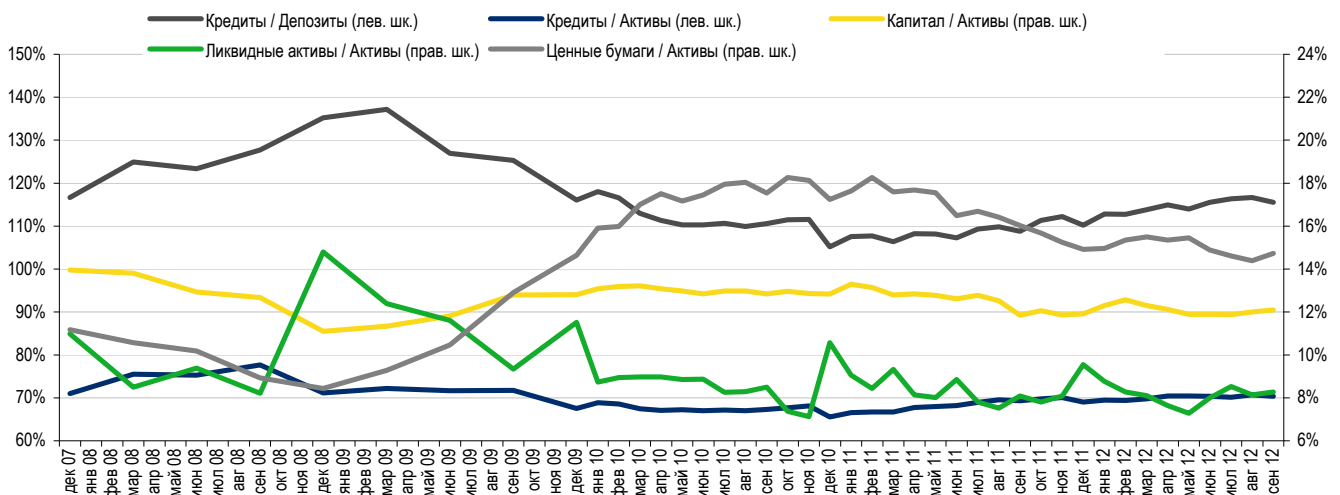
Наш прогноз ставки рефинансирования в 2013 г. составляет 8%. Фактически, перед ЦБ стоит дилемма: с одной стороны, регулятор недвусмысленно заявил о постепенном переходе к инфляционному таргетированию, с другой – замедление экономики требует от него и далее поддерживать темпы роста в банковской системе на уровнях, которые превышают динамику объемов доступных банкам ресурсов. Как отмечалось выше, несмотря на повышение ставки рефинансирования на четверть процентного пункта, денежно-кредитная политика остается более мягкой, чем необходимо в текущих условиях, – это является основной причиной, по которой мы ожидаем, что инфляция по итогам 2013 г. останется на уровне 2012 г. Поскольку в настоящий момент ставка рефинансирования, на наш взгляд, искусственно завышена, мы полагаем, что в 2013 г. ЦБ сможет снизить ее, по крайней мере, до 8% – уровня, который в нашей среднесрочной модели соответствует будущей инфляции, а также потенциальному ускорению экономического роста во 2 п/г 2013 г.

На денежном рынке мы по-прежнему видим причины для улучшения ситуации с ликвидностью. Наиболее важные из них:

- Как видно на графике ниже, по мере снижения темпов роста кредитного портфеля, кредитная экспансия становится более сбалансированной, то есть в большей степени отражающей текущие экономические реалии. В частности, отношение собственного капитала к активам в последние месяцы прекратило снижаться, стабилизировалось на уровне 12%. Кроме того, отношение кредитов к депозитам больше не растет, а колеблется вблизи относительно комфортного уровня 115%. Если добавить к этому вступающие в силу в 2013 г. повышенные требования к капиталу (в рамках перехода к «Базелю-3»), мы уверены, что рост банков в следующем году будет достаточно медленным, чтобы его можно было финансировать в основном за счет депозитов и нераспределенной прибыли.
- Исходя из нашего прогноза платежного баланса (более подробно см. раздел «Макроэкономика» выше) ЦБ придется купить около 40 млрд долл. на валютном рынке. Вливание эквивалентной суммы (1,2 трлн руб.) в экономику окажет ощутимую поддержку ликвидности финансовой системы. Этот аргумент зависит от нашего прогноза средней цены на нефть на 2013 г., составляющего 110 долл./барр.
- Ожидающееся нами снижение ставки рефинансирования на 25 б.п. в 2013 г. автоматически означает, что короткий конец кривой опустится, по крайней мере, на 25 б.п.

Рост кредитования становится более сбалансированным

Балансовые коэффициенты российской банковской системы



Источники: ЦБ

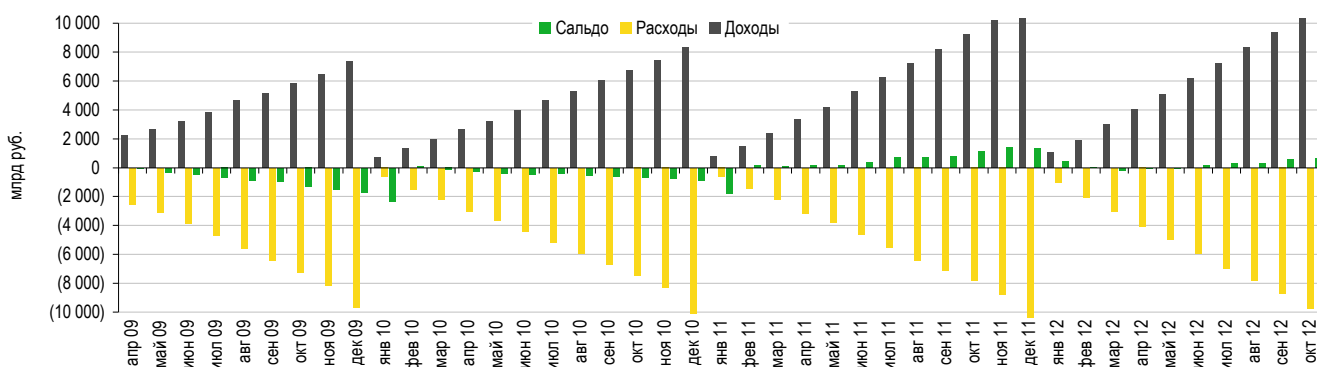
Мы повышаем наш прогноз краткосрочных рублевых ставок. Наш прогноз ставки овернайт на конец 2012 г. был равен 4,5–4,75%. И хотя для его выполнения еще есть время, это может произойти лишь за счет традиционного накопления запасов ликвидности в самом конце декабря, перед Новым годом. Несмотря на в целом благоприятные, с нашей точки зрения, среднесрочные перспективы денежного рынка, выбранная ЦБ траектория ставки рефинансирования оказалась выше, чем мы ожидали, и наш прогноз ставки овернайт должен ей соответствовать. Как следствие, наш прогноз ставки овернайт на конец 2013 г. составляет 4,75–5,25%.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

Финансовое положение России по-прежнему устойчиво. По состоянию на конец сентября аккумулированный с начала года профицит бюджета достиг 635 млрд руб., и по прогнозу правительства дефицит бюджета по итогам года будет близким к нулю. Судя по месячной динамике (см. на графике ниже), финансовая ситуация хуже, чем в 2011 г., но лучше, чем в 2010 г. В настоящее время (середина ноября) свободные средства Минфина, размещенные на банковских депозитах, составляют 596 млрд руб., в том числе срок погашения по 136 млрд руб. наступает в январе 2013 г. В прошлом году на ту же дату объем свободных средств Минфина на депозитах составлял 1 трлн руб., из которых 371 млрд руб. погашались в 2012 г.

По итогам 9 мес. 2012 г. профицит бюджета составил 635 млрд руб.

Исполнение бюджета по месяцам (нарастающим итогом), млрд руб.

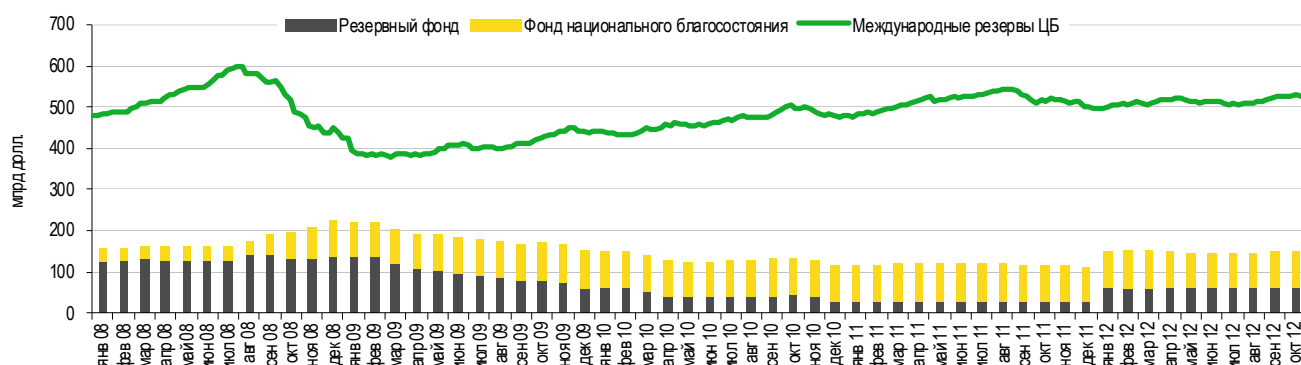


Источники: Минфин

У правительства будут средства для пополнения Резервного фонда. За 10 мес. 2012 г. Минфин разместил новые ОФЗ на 619 млрд руб., новые ГСО на 124 млрд руб. и еврооблигации на 7 млрд долл. Учитывая, что в ноябре–декабре правительство, скорее всего, займет на рынке ОФЗ еще 150 млрд руб., общий объем привлеченных средств в 2012 г. составит примерно 1,1 трлн руб. К этой сумме следует также добавить доходы от приватизации (включая крупное размещение акций Сбербанка), которые мы на данный момент оцениваем в 170 млрд руб. Потребности Минфина в рефинансировании в текущем году составляли 401 млрд руб., таким образом, при условии достижения сбалансированного бюджета по итогам года, в распоряжении правительства окажутся свободные средства на сумму 870 млрд руб., которые теоретически могут быть направлены на пополнение Резервного фонда. Согласно официальному плану, в текущем году государственные резервы предполагалось увеличить на 830 млрд руб., так что эта цель выглядит достижимой. Напомним, в январе 2012 г. Минфин увеличил Резервный фонд на 1 трлн руб. В результате Резервный фонд на конец ноября составлял 1,93 трлн руб., а в Фонде национального благосостояния находилось 2,75 трлн руб. При условии поступления 800 млрд руб. в январе 2013 г. от Минфина совокупный объем государственных резервов составит примерно 5,5 трлн руб., или около 9% ВВП.

В начале 2013 г. резервы Минфина могут пополниться на 800–900 млрд руб.

Резервы правительства и международные резервы ЦБ



Источники: ЦБ, Росстат, Bloomberg

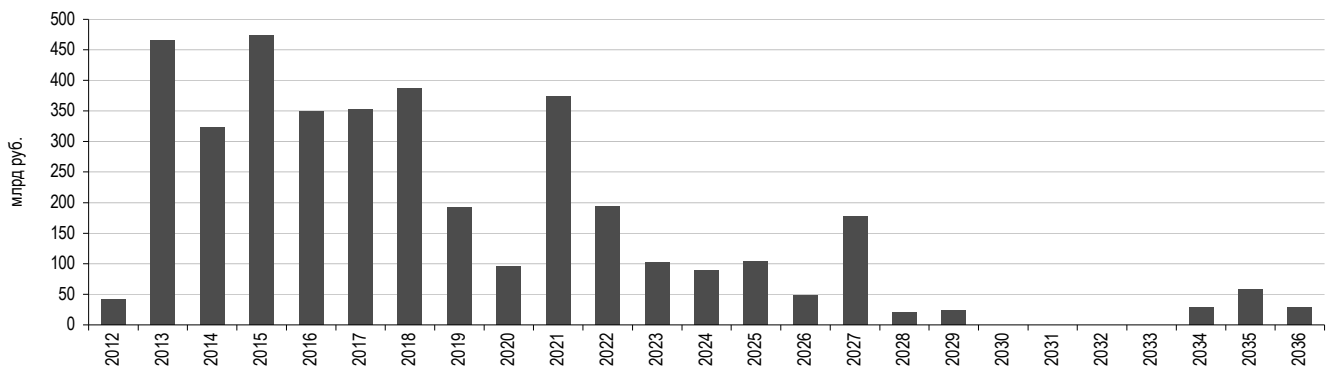
Изменилось ли что-нибудь с введением бюджетного правила? Бюджет 2013 г. составлен с использованием так называемого бюджетного правила, согласно которому объем расходов в указанный период не может превышать объема доходов более чем на 1% ВВП при базовой цене на нефть Urals. Базовая цена на нефть на 2013 г. — это средняя цена за 2007–2011 гг. Для каждого последующего финансового года период усреднения будет увеличиваться на год, до достижения десяти лет. Официально декларированная цель нововведения — снижение чувствительности бюджета к резкому изменению

цен на нефть, однако правило как будто специально сформулировано так, чтобы не допустить срыва бюджетных планов правительства на следующий год. В частности, перед введением правила бюджет 2013 г. предусматривал расходы в объеме 13,39 трлн руб., еще 343 млрд руб. было запланировано в виде так называемых условно утвержденных расходов (например на цели антикризисной поддержки экономики). После введения правила в действие бюджет на 2013 г. был утвержден с расходной частью в объеме 13,39 трлн руб., таким образом, правительство просто срезало все условно утвержденные расходы.

Слабый рубль в официальном прогнозе сократил предполагаемый дефицит бюджета в 2013 г. Средняя цена нефти Urals в 2007–2011 гг. составила 83 долл./барр., и с учетом разрешенного дефицита в 1% ВВП, распределенного на 5-летний срок, базовая цена вырастает до 94 долл./барр. Иными словами, на этом уровне заложенный правительством в бюджет дефицит равен 1% ВВП, в то время как в абсолютном выражении правительство ожидает бюджетного дефицита в размере 521 млрд руб., или 0,8% ВВП при средней цене нефти 97 долл./барр., в соответствии с прогнозом Минэкономразвития. Перед введением бюджетного правила бюджет 2013 г. был основан на прогнозе цены на нефть 97 долл./барр., а дефицит составлял 1,6% ВВП, однако прогноз обменного курса на 2013 г. в тот момент был равен 29,7 руб./долл. Теперь, как упоминалось в разделе «Макроэкономика», официальный прогноз базируется на среднем обменном курсе 32,4 руб./долл., и, таким образом, предполагает существенно более слабый рубль, чем до вступления бюджетного правила в силу. Это позволило правительству сократить прогноз дефицита до 0,8% ВВП, или 521 млрд руб. в абсолютном выражении. Таким образом, мы вновь отмечаем, что в 2013 г. относительно низкий прогноз цен на нефть будет подстраховывать бюджет, в то время как в 2012 г. эта роль отводилась сильному рублю, на котором был основан бюджет текущего года. *В этом и заключается основное отличие нашего прогноза от официального: мы ожидаем, что нефть будет дороже, рубль – сильнее, а профицит бюджета составит 1% ВВП, тогда как, по мнению правительства, нефть будет дешевле (97 долл./барр.), рубль – слабее, а бюджет – исполнен с дефицитом 0,8% ВВП.*

В 2013 г. России предстоит погасить 465 млрд руб.

Временная структура внутреннего долга России на 1 января 2012 г.

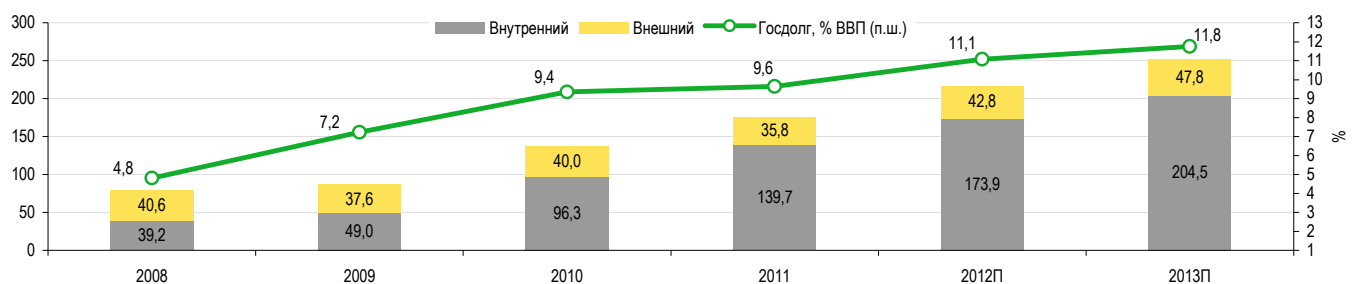


Источники: Минфин

Так что же представляет собой бюджет 2013 г.? Согласно официальному сценарию, дефицит федерального бюджета составит 521 млрд руб. и будет профинансирован за счет чистых заимствований на внутреннем рынке в размере 448 млрд руб., внешних займов в объеме до 6 млрд долл. (181 млрд руб.) и доходов от приватизации (387 млрд руб.). Несмотря на дефицит бюджета, Минфин планирует направить 373 млрд руб. в Резервный фонд, который (наряду с Фондом национального благосостояния) к концу 2013 г., скорее всего, достигнет 6 трлн руб., или 9% ВВП. С другой стороны, наш макропрогноз рисует более радужную картину: профицит бюджета составит около 600 млрд руб., что позволит правительству либо сократить объем заимствований, либо увеличить объем пополнения резервов (до 1,4 трлн руб.).

Долговая нагрузка РФ остается очень низкой

Госдолг России, млрд долл.

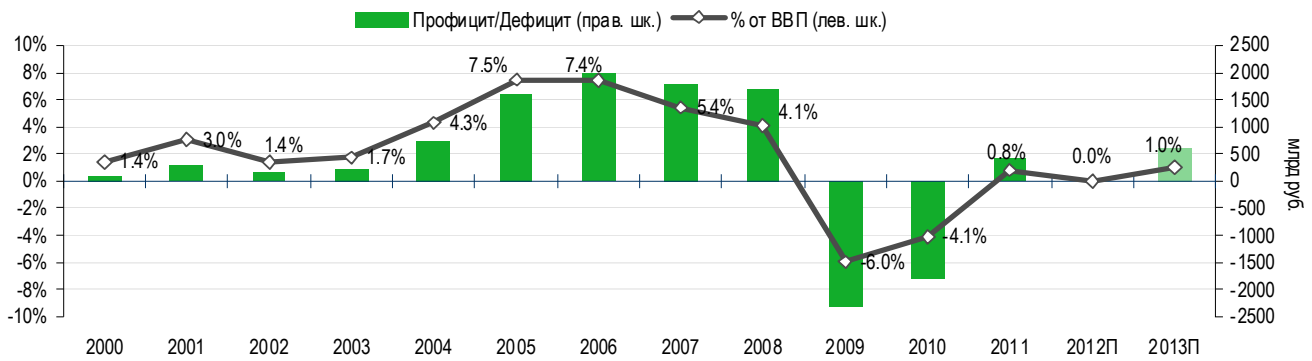


Источники: Минфин

Чистый долг России по-прежнему практически нулевой. Как упоминалось выше, в 2013 г. правительство планирует занять на внутреннем рынке 448 млрд руб., что при 465 млрд руб., необходимых на рефинансирование, транслируется в 930 млрд руб. валового предложения рублевого долга. Такой объем заимствований более или менее соответствует уровню 2012 г. и выглядит посильным для правительства. Принимая это во внимание, мы можем попытаться рассчитать величину приращения государственного долга в 2013 г. По нашей оценке, общая сумма внутреннего долга по состоянию на конец 2012 г. составит 5,4 трлн руб. (включая гарантии), таким образом, с учетом новых гарантий и чистого долга, запланированных к выпуску в 2013 г., объем внутреннего долга достигнет 6,4 трлн руб. Динамика государственного долга в 2012–2013 гг. с учетом наших расчетов изображена на графике выше. Как видно, даже при пополнении Резервного фонда до 9% ВВП, отношение общего государственного долга к ВВП в 2013 г. поднимется лишь до 11,8%, и чистый долг правительства по-прежнему будет почти нулевым.

В 2012 г. сальдо бюджета окажется близким к нулю, а в 2013 г. ожидается профицит

Прогноз УРАЛСИБа по бюджетному дефициту/профициту



Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

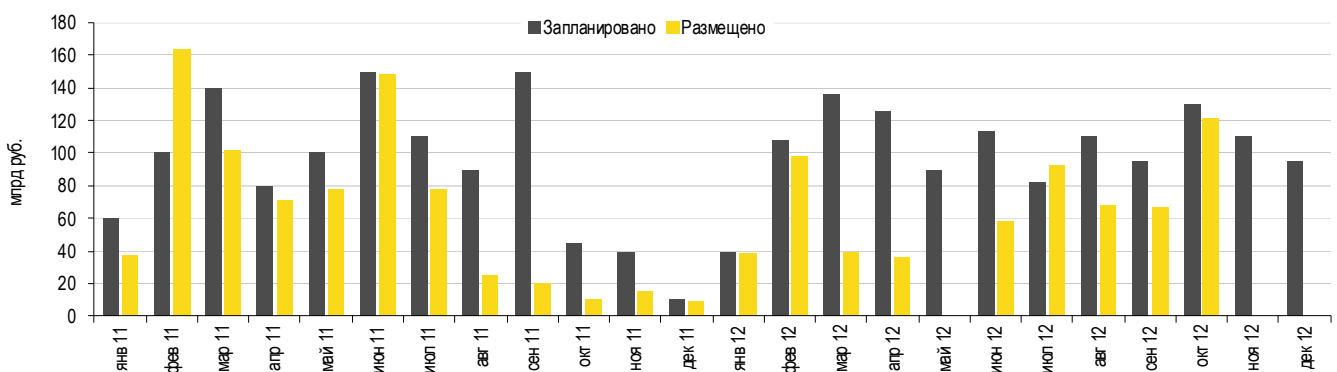
Начало расчетов через Euroclear будет способствовать увеличению спроса. В ноябре правительство присвоило Национальному расчетному депозитарию статус Центрального депозитария, а Euroclear и Clearstream уже располагали разрешением на открытие в нем счетов номинального держания. И хотя еще предстоит уладить некоторые формальности, расчеты по операциям с ОФЗ через Euroclear должны стартовать до конца декабря. Впоследствии планируется распространить эту практику на корпоративные и муниципальные облигации, однако здесь о сроках судить пока рано. Как известно, начало расчетов по акциям через Euroclear ожидается в середине 2013 г., таким образом, либерализация рынка в сегменте корпоративных облигаций может произойти в 1 п/г 2013 г. По нашей оценке, объем дополнительного спроса, обусловленного либерализацией внутреннего рынка, составит 1 трлн руб., или около 30 млрд долл. Эта оценка основывается на другой нашей оценке, согласно которой лишь на фоне ожиданий начала расчетов через Euroclear иностранные инвесторы приобрели ОФЗ на сумму около 500 млрд руб. в 2012 г. как на первичном, так и на вторичном рынке.

Реформа пенсионной системы отложена до 2014 г. Президент России Владимир Путин в целом одобрил идею о частичном перенаправлении страховых взносов, поступающих в систему пенсионных накоплений, на выплату пенсий нынешним пенсионерам, но предложил отложить ее реализацию до начала 2014 г. На кону стоит многое – объем спроса на высококачественные локальные бонды (прежде всего ОФЗ) со стороны пенсионных фондов, в том числе крупнейшего, Государственного Пенсионного фонда, в 2012 г. находился в районе 700 млрд руб. После реформы приток средств мог бы уменьшиться до 200–300 млрд руб. в год, что непременно отразилось бы на котировках облигаций. Сейчас, после переноса сроков реформы, эта угроза стала менее непосредственной, хотя и не исчезла. Можно ожидать горячих дебатов по этому вопросу во второй половине следующего года. Кроме того, мы отмечаем еще одну причину возможного ослабления спроса со стороны пенсионных фондов даже в отсутствие реформы. Владимир Путин недавно напомнил правительству, что ждет от него конкретных предложений по использованию пенсионных накоплений для целей финансирования инфраструктурных проектов. Это создает угрозу, что уже в 2013 г. пенсионные накопления будут направлены на покупку большого объема инфраструктурных облигаций, на который в ином случае не нашлось бы рыночного спроса. К сожалению, все это говорит о том, что доступность пенсионных накоплений на рынке ОФЗ в дальнейшем будет снижаться, однако хорошо уже то, что в следующем году никаких революций в этой области не произойдет.

Аукционы по ОФЗ становятся все более успешными благодаря внешнему спросу. Из графика, представленного ниже, видно, что в октябре Минфин разместил новые ОФЗ на сумму 121 млрд руб. из запланированных 130 млрд руб., что отражает растущий спрос на новые бумаги, несмотря на снижение доходностей. Это прежде всего является следствием ожидающегося начала расчетов через Euroclear – фактор, который будет поддерживать рынок до конца декабря и в первые месяцы 2013 г. Как упоминалось выше, за 10 мес. 2012 г. правительством было размещено новых ОФЗ на 618 млрд руб. – немного меньше, чем годом ранее (730 млрд руб.), что в основном объясняется полным отсутствием размещений на первичном рынке в мае 2012 г. Высокая рыночная активность в октябре-ноябре убеждает нас в том, что по итогам 12 месяцев объем первичного предложения превысит прошлогодний уровень.

Размещения проводятся в соответствии с объявленными планами

Объемы запланированных и размещенных Минфином ОФЗ

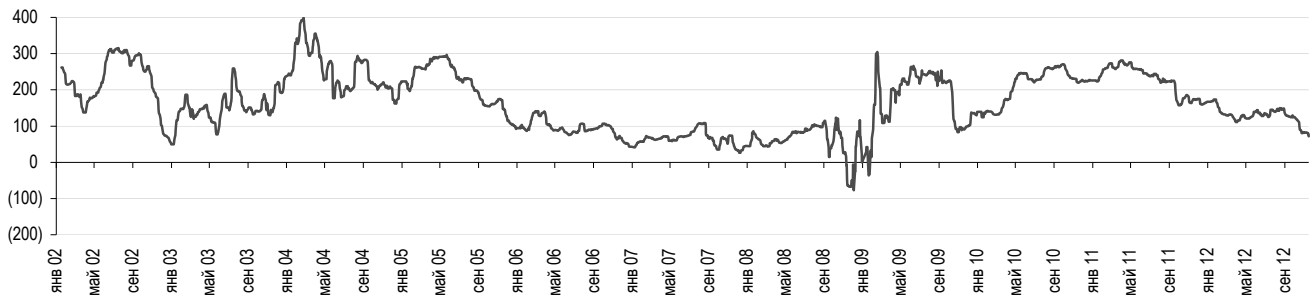


Источники: Минфин

Наклон кривой доходностей приближается к нулю. Как показано на графике ниже, разница между 5-летней и годичной точками на кривой доходностей ОФЗ составляет сейчас менее 100 б.п. В прошлом такая ситуация наблюдалась только до банкротства Lehman Brothers (не считая еще одного очень короткого периода в конце 2009 г.).

Кривая ОФЗ практически плоская

Спред между доходностями ОФЗ с погашением через пять лет и через год уменьшился, б.п.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

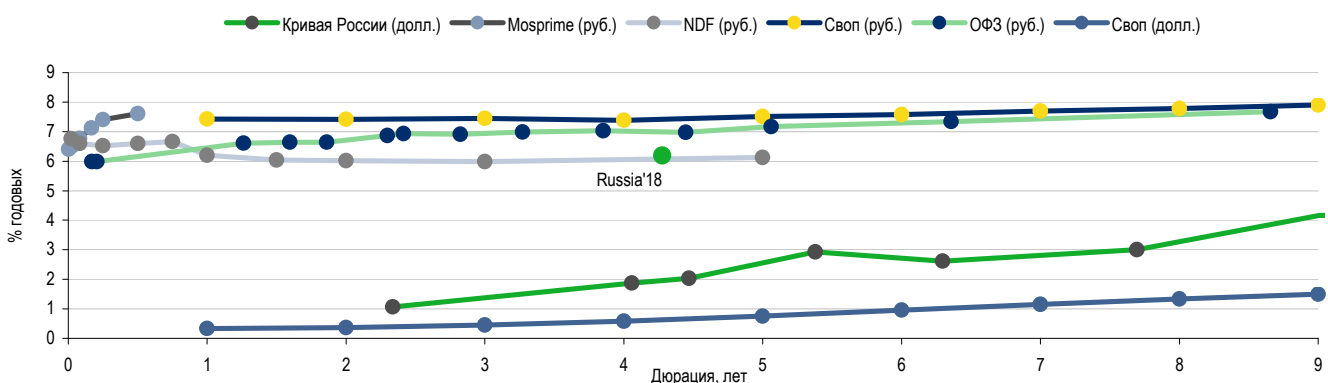
Инверсии кривой российский рынок ОФЗ еще не видел, и, учитывая нынешние повышенные инфляционные ожидания, обратный наклон едва ли был бы оправдан, даже принимая во внимание потенциальное увеличение спроса с началом расчетов в системе Euroclear.

Ближний конец кривой движется вверх. В середине сентября ЦБ РФ повысил ставку рефинансирования на 25 б.п. Дальнейшее ужесточение денежной политики, с нашей точки зрения, маловероятно, но и это повышение сказалось на кривой ставок Mosprime: 3-месячная ставка выросла с 7,1% до 7,35%. Банковская система по-прежнему существует в ситуации нехватки ликвидности: в конце октября ставка overnight колебалась в пределах 6,5–6,75%, то есть находилась на рекордных с июня уровнях. Это говорит о том, что долгосрочные процентные ставки в ближайшие месяцы едва ли пойдут вниз по причине снижения коротких ставок, в то время как потенциал уплощения кривой, как мы отмечали выше, уже практически исчерпан.

Продолжаем держать длинные ОФЗ... Из графика ниже видно, что кривая ОФЗ сейчас действительно плоская, но самые длинные бумаги по-прежнему предлагают некоторую премию по доходности к 7-процентному уровню. Самая длинная бумага, ОФЗ 26207, торгуется на отметке 7,7%, то есть в плюсе с точки зрения реальных ставок. Следовательно, единственно возможная в настоящий момент рекомендация по ОФЗ – это сохранять в портфеле самые длинные выпуски, пока не начнутся расчеты в системе Euroclear. В какой степени либерализация рынка повлияет на цены, точно сказать нельзя, но это влияние неизбежно будет положительным, поэтому в переходный период разумно находиться в максимально длинной дюрации.

Кривая ОФЗ сейчас полностью ниже свопов

Кривые основных процентных ставок

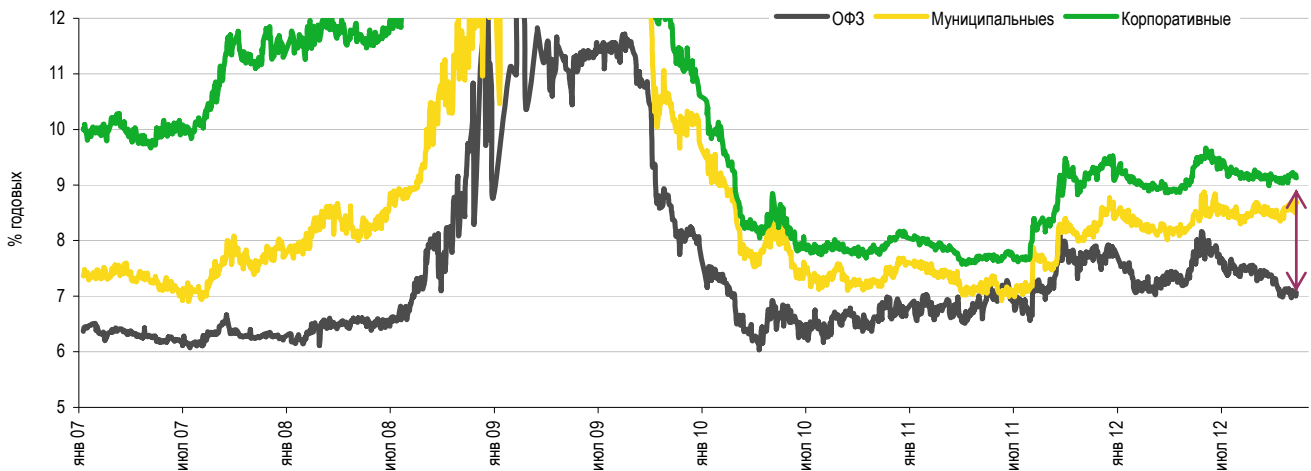


Источники: Bloomberg, ММВБ

...и покупаем корпоративные бумаги. Кроме вышеупомянутого, интересные возможности существуют, на наш взгляд, лишь в корпоративных облигациях. Как видно из следующего графика, если в сегменте ОФЗ средняя доходность в последние несколько месяцев упала более, чем на 100бп, то в корпоративном сегменте динамика была аналогичной, но менее выраженной. Спред между ОФЗ и корпоративным сегментом теперь составляет 200 б.п., то есть является самым широким с конца 2009 г. Причины тут, по сути, все те же: расчеты через Euroclear напрямую влияют пока лишь на кривую ОФЗ, расчеты в корпоративном сегменте начнутся позже. К тому же, как правило, смена настроений в лучшую сторону быстрее проявляется в наиболее качественных бумагах. Это означает, что в корпоративном сегменте спрос также в ближайшие месяцы вырастет, однако опередить госсегмент корпоративные бумаги смогут только тогда, когда все возможности в ОФЗ будут отыграны.

Спред между корпоративными облигациями и ОФЗ расширился

Средняя доходность в различных сегментах рынка рублевых облигаций



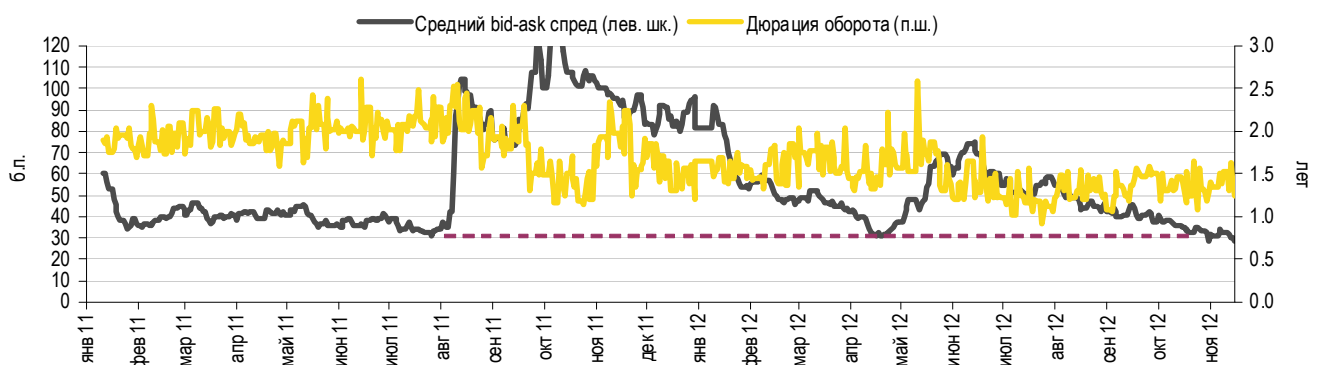
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Торговый спред в корпоративном сегменте сужается, однако спрос на длинные бумаги по-прежнему низкий.

На графике ниже показан средний bid-ask спред в сегменте корпоративных облигаций ММВБ (темная линия), а также усредненная по торговому объему дюрация торговавшихся бумаг бондов (желтая линия). Рыночные условия в корпоративном сегменте в последнее время заметно улучшились: bid-ask спред вновь достиг 30 б.п. – минимального значения для 2011–2012 гг. В то же время спрос на длинные бумаги остается ограниченным: дюрация, взвешенная на торговый оборот, колеблется в диапазоне от 1,2–1,5 года, тогда как в 1 п/г 2011 г. составляла два года и больше. Аналогичная ситуация наблюдалась в апреле нынешнего года, и мы ожидали, что в итоге улучшение конъюнктуры будет способствовать спросу на длинные бонды, однако, к сожалению, развитию процесса в данном направлении помешало имевшее место в мае усиление глобальных рисков.

Торговый спред находится на минимальном в этом году уровне

Средний bid-ask спред в корпоративном сегменте ММВБ и дюрация торговавшихся бумаг, взвешенная по торговому объему

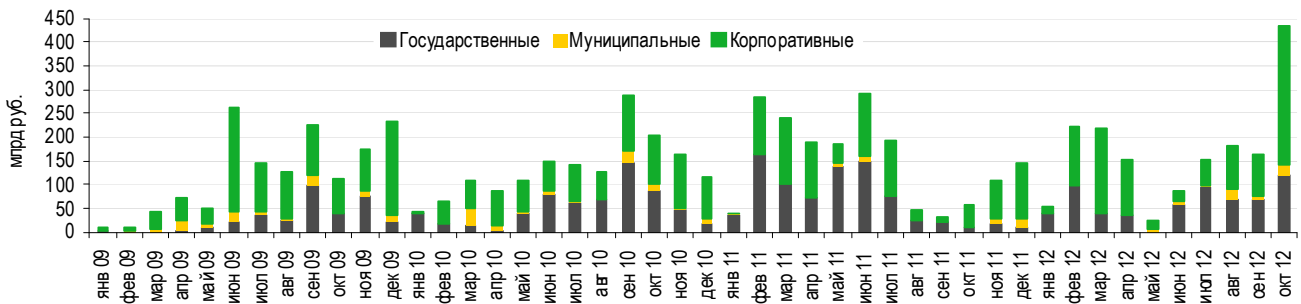


Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Рекордная активность на первичном рынке сулит новые возможности. Как мы уже неоднократно отмечали, для того чтобы инвесторы начали торговать долгосрочными бумагами (под которыми мы понимаем облигации со сроком обращения более двух лет), эмитенты должны иметь возможность размещать такие бумаги на первичном рынке. В этом смысле октябрь стал самым активным месяцем в истории: общая сумма новых размещений составила 292 млрд руб., – как следствие, объем локального рынка (корпоративные, муниципальные и государственные облигации) достиг 7,55 трлн руб. и теперь примерно на 30% превышает размер рынка российских еврооблигаций (190 млрд долл.). За 10 мес. 2012 г. российские компании разместили новые долговые бумаги на 1 трлн руб. по сравнению с 746 млрд руб. в том же периоде 2011 г. Поскольку мы не ожидаем активизации инвестиционной деятельности на внутреннем рынке (по нашей оценке, рост инвестиций в основной капитал в 2013 г. составит 5%+, как и в 2012 г.), тогда как рост банковской системы, предположительно, замедлится, даже принимая во внимание инфляцию, мы не видим предпосылок для увеличения объемов размещений в 2013 г. Таким образом, согласно нашему базовому сценарию, в 2013 г. объем новых размещений на внутреннем рынке составит 1,2 трлн руб. и практически не изменится по сравнению с ожидаемым уровнем на конец 2012 г.

В октябре объем новых корпоративных размещений составил 292 млрд руб.

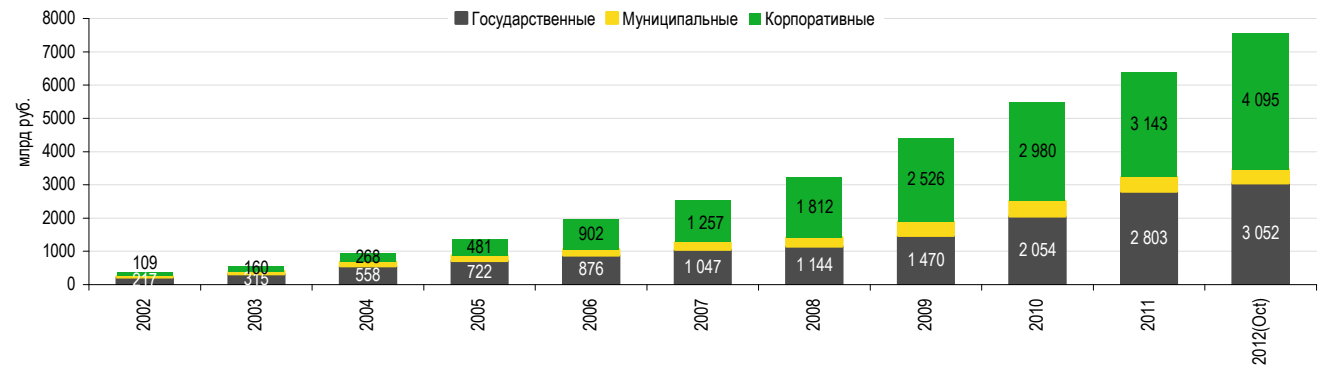
Месячные объемы размещения рублевых облигаций



Источники: Cbonds

Совокупный объем выпущенных рублевых облигаций превышает 7,5 трлн руб.

Объем рынка рублевых облигаций

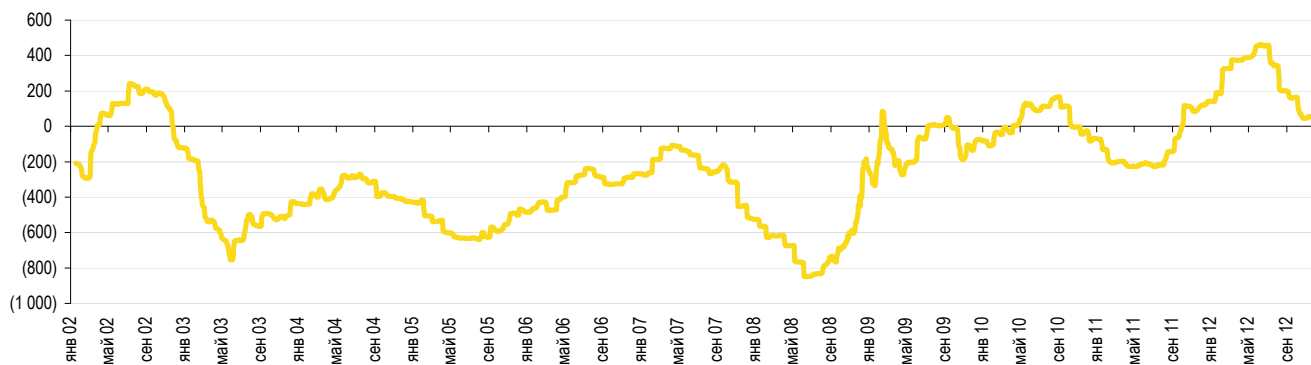


Источники: Cbonds

Потенциал снижения доходности ОФЗ в 2013 г. ограничен. Наш прогноз доходности ОФЗ в 2012 г. оказался очень близким к реальности. Так, мы ожидали снижения доходности пятилетней ОФЗ до 7,25%, а фактически она опустилась с начала года с 8,15% до 7,05%. Как показано на графике ниже, премия длинных ОФЗ к инфляции также сократилась практически до нуля с более чем 400 б.п. в мае. Кроме того, как мы отмечали выше, потенциал уплощения рублевой кривой в значительной степени исчерпан из-за высоких ставок на денежном рынке. С другой стороны, перспектива снижения ставки рефинансирования на 25 б.п. и, конечно же, начало расчетов через Euroclear (скорее всего, это произойдет в конце декабря) окажут дополнительную поддержку ценам на долгосрочные ОФЗ. Таким образом, потенциал дальнейшего снижения доходности пятилетней ОФЗ составляет, по нашей оценке, около 50 б.п., что предполагает доходность бумаги на уровне 6,5% в конце 2013 г.

Реальные долгосрочные ставки остаются положительными, но снова снизились

Спред между 5-летними ОФЗ и инфляцией уменьшился, б.п.



Источники: ММВБ, Bloomberg, Росстат, оценка УРАЛСИБа

Ожидаемая доходность вложений в корпоративном сегменте в 2013 г. выше, чем у ОФЗ. Как говорилось выше, спред к ОФЗ в корпоративном сегменте сейчас составляет более 200 б.п. и как минимум на 75 б.п. превышает уровень, который мы считаем оправданным. Это увеличивает потенциал роста корпоративных облигаций, сулящих инвесторам более привлекательный доход в следующем году по сравнению с (текущими) результатами 2012 г. В таблице ниже приведена историческая доходность вложений в трех сегментах локального рынка, фактический инвестиционный доход в 2012 г. и наш прогноз для каждого сегмента в 2012–2013 гг. Как видно, с начала 2012 г. вложения в государственные облигации принесли инвесторам 10,5% (в годовом выражении), что практически полностью соответствует нашему прогнозу, сделанному год назад. С другой стороны доходность вложений в корпоративном сегменте составила 9,3%, оказавшись ниже нашего прогноза (12%) за счет более широкого, чем ожидалось, кредитного спреда. Мы отмечаем сохраняющийся потенциал сужения спреда и ожидаем, что он будет реализован в 2013 г., по итогам которого средняя доходность вложений в корпоративные облигации составит 10,5%. Причина того, что рост полного дохода в следующем году будет довольно умеренным, проста: средняя дюрация в корпоративном сегменте составляет полтора года. Как следствие, мы рекомендуем держать в портфеле долгосрочные корпоративные выпуски. Что касается ОФЗ, с учетом нашего прогноза доходностей на 2013 г. предполагаемый доход инвесторов в 2013 г. составит около 9%, то есть сократится по сравнению с 2012 г., но останется существенным на общемировом фоне.

Согласно нашему базовому сценарию, следующий год будет похож на текущий

Годовой доход, полученный в различных сегментах рынка рублевых облигаций (%)									
Сегмент	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (15/11)	2012 (в год. исч.)	2012П	2013П
ОФЗ	6.7	(4.5)	24.5	10.4	5.6	9.2	10.5	10.0	9.0
Муниципальный	7.5	(10.0)	36.2	14.0	6.7	7.8	8.9		
Корпоративный	8.4	(5.5)	28.9	14.9	7.3	8.2	9.3	12.0	10.5

Источник: оценка УРАЛСИБа

РЕКОМЕНДАЦИИ НА ЛОКАЛЬНОМ РЫНКЕ

Государственные облигации (ОФЗ). Мы рекомендуем длинный конец кривой в преддверии начала расчетов через Euroclear, что, как отмечалось в предыдущей главе, станет безусловно положительным событием для кривой ОФЗ и может произойти уже до конца декабря. Мы видим лишь ограниченный потенциал сжатия доходностей ОФЗ, однако, пока не начнутся расчеты через Euroclear, наиболее привлекательны длинные выпуски, которые по-прежнему предлагают существенную премию к пороговому уровню 7%. В частности, речь идет об ОФЗ 26208 (с погашением в 2019 г., УТМ 7,2%), ОФЗ 26205 (с погашением в 2021 г., УТМ 7,4%), ОФЗ 26207 (с погашением в 2027 г., УТМ 7,7%).

Муниципальные (субфедеральные) облигации. Многие бумаги в данном сегменте неликвидны, поэтому мы советуем инвесторам сосредоточиться на выпусках, которые обращаются на рынке, а не лежат в портфелях андеррайтеров. В то же время в результате начавшейся недавно «оттепели» на первичном рынке в обращении появился ряд сравнительно ликвидных муниципальных бумаг, и выбор этих инструментов становится все шире. Мы также рекомендуем, прежде всего, обратить внимание на регионы с хорошо прогнозируемыми доходами, а не гнаться за высокой доходностью, полагаясь исключительно на кредитные рейтинги, зачастую основанные на предположении о поддержке со стороны федеральных властей, которая в стрессовой ситуации может оказаться недостаточно своевременной. В этой связи хорошим примером является 4 кв. 2008 г.: несмотря на отсутствие фактических дефолтов в субфедеральном сегменте, тот момент доставил немало беспокойства держателям ряда региональных долговых обязательств. С другой стороны, в текущих условиях некоторое увеличение доли субфедеральных обязательств в портфеле вполне может поддержать его среднюю доходность в рейтинговой категории «ВВ» без чрезмерного увеличения кредитного риска. Мы не видим причин игнорировать такие интересные выпуски, как Нижегородская область-8 (Ва2/ВВ-, дюрация 3 года, доходность 9,5%), Республика Коми-10 (Ва2/ВВ+, дюрация 2 года, доходность 9,2%), Красноярский край-5 (ВВ+/Ва2/ВВ, дюрация 1,4 года, доходность 8,9%), СамарОбл-8 (ВВ+ / Ва1, дюрация 1,6 года, доходность 8,6%).

Корпоративные облигации. Как мы уже упоминали ранее, средняя доходность в корпоративном сегменте сейчас на 100–125 б.п. выше, чем была в 1 п/г 2011 г., тогда как доходность ОФЗ практически не изменилась. Таким образом, мы рекомендуем сфокусироваться на ликвидных корпоративных облигациях с высоким кредитным качеством, поскольку восстановление рынка начнется именно с этих бумаг. Отметим среди них следующие:

- в нефтяном секторе – Газпром нефть-9 (ВВВ-/Ваа3, 8,5% на 40 мес.), НОВАТЭК-БО2/4 (8,5% на 35 мес.);
- в горно-металлургическом – Евраз-2/4 (В+/Ва3/ВВ-, 9,6% на 36 мес.), ММК-БО6 (Ва3/ВВ+, 8,9% на 20 мес.), Металлоинвест-1/6/5 (ВВ-/Ва3/ВВ-, 9,4% на 28 мес.);
- в телекоммуникационном – Теле2-2 (ВВ+, 9,8% на 44 мес.), Вымпелком-1/2/4 (ВВ/Ва3, 9,3% на 29 мес.), МТС-5 (ВВ/Ва2/ВВ+, 9,2% на 44 мес.);
- в транспортном – Globaltrans -БО1/2 (В1, 10% на 28 мес.), все выпуски РЖД (ВВВ/Ваа1/ВВВ) с доходностью более 8% (РЖД-16,-11,-23);
- в химическом – Акрон-БО1 (В1/В+, 9,9% за 35 мес.);
- в электроэнергетическом – МРСК-Центр-БО1 (ВВ-, 9,2% на 35 мес.), МОЭСК-БО2 (ВВ-/Ва2, 9% на 36 мес.);
- среди банков с инвестиционным рейтингом – ВЭБ-9 (ВВВ/Ваа1/ВВВ, 8,65% на 41 мес.), ВЭБ-21 (8,57% на 28 мес.), ВЭБ-18 (8,7% на 35 мес.), МСП-Банк-2 (ВВВ/Ваа2, 9,05% на 22 мес.), РСХБ-12/13/14 (ВВВ/Ваа1/ВВВ, 8,7% на 32 мес.), Росбанк-БО4 (Ваа3/ВВВ+, 9,3% на 22 мес.), Юникредит-БО5 (ВВВ/ВВВ+, 9,3% на 24 мес.)

Также мы видим неплохие возможности в высокодоходных бумагах, которые обычно более короткие, но обеспечивают гораздо больший купонный доход:

- среди банков с рейтингом «ВВ» – Кредит Европа-БО2 (Ва3/ВВ-, 10,2% на 15 мес.), ХКФБ-7 (Ва3/ВВ-, 10% на 30 мес.);
- среди банков с рейтингом «В» – Восточный Экспресс-БО2 (В1, 11% на 17 мес.), ТКС БО-2 (В2/В, 14,4% на 13 мес.), КБ Ренессанс Капитал-БО2, -3 (около 12% на 9 мес.);
- среди девелоперов жилой недвижимости – вся кривая Группы ЛСР, например ЛСР-3 (В2/В, 11,25% на 16 мес.), РСГ-2 (В-, 14% на 18 мес.).

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был 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 2012

ООО «УРАЛСИБ Кэпитал»

119048, Москва

Ул. Ефремова, 8

+7 (495) 788-08-88

uralsib_research@uralsib.ru

