РОСБАНК
SOCIETE GENERALE GROUP

Россия в Фокусе

Ежемесячный комментарий

www.rosbank.ru

В фокусе — негосударственные облигации

Команда Росбанка
Макроэкономика и стратегия

Владимир Колычев
(7) 495 725 5637
vkolychev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
(7) 495 725 5637
vntsibanov@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев
(7) 495 725 5637
ekoshelev@mx.rosbank.ru

Кредитный анализ

Александр Попов
(7) 495 725 5637
apopov@mx.rosbank.ru

Стратегия по развивающимся рынкам

Бенуа Аннэ
(44) 20 7676 7622
benoit.anne@sgcib.com

Кросс-ассет стратегия

Ахмед Бенденна
(44) 20 7676 7513
ahmed.behdenna@sgcib.com

Аналитика по рынку акций

Брюс Олвэй
+44 20 7762 5085
bruce.alway@sgcib.com

Сергей Донской
+7 495 604 7270
smdonskoy@mx.rosbank.ru

Евгений Соловьев
+44 20 7762 5546
evgeny.solovyov@sgcib.com

Алан Уэбборн
+44 20 7762 5575
alan.webborn@sgcib.com

Оглавление

Инвестиционные и торговые идеи
В фокусе — негосударственные облигации
Уголок стратега
Рубль
Денежный рынок и ставки
Локальные облигации
Еврооблигации
Рынок акций
Анализ SG акций российских компаний
Анализ популярных инвестиций: российский фондовый рынок
Уголок экономиста
Рост и инфляция
Внутренний спрос
Внешний спрос и платежный баланс
Банковская система
Бюджетно-налоговая политика
Основные прогнозы

В этом обзоре мы рассматриваем негосударственный сегмент внутреннего рынка облигаций. Мы опишем основные тенденции его развития и наши рекомендации на 2013 год. Хотя длинные ОФЗ еще обладают определенным потенциалом роста, нам кажется, что 2013-й станет годом негосударственных облигаций, особенно бумаг первого эшелона, которые после включения в систему Euroclear должны последовать за предшествующим ралли ОФЗ. В то же время мы осторожно относимся к облигациям второго эшелона, особенно в свете введения в их отношении дискриминационных мер банковского регулирования.

На макроэкономическом фронте картина роста продолжает ухудшаться: в конце 2012 г. рост ВВП продолжил снижаться ниже потенциальных темпов роста. Таким образом, базовая инфляция, вероятнее всего, продолжит замедляться, что откроет возможность для смягчения монетарной политики. При этом ЦБР придется в первую очередь заняться устранением недостатков системы рефинансирования, чтобы обеспечить надлежащее функционирование трансмиссионного механизма монетарной политики.

На валютном рынке в последние два месяца рубль демонстрировал положительную динамику (+3% против доллара США), и мы полагаем, что в 1к'13 на фоне устойчивых рисковых настроений, притока капитала на рынок облигаций и благоприятных для текущего счета сезонных факторов положительная динамика продолжится.

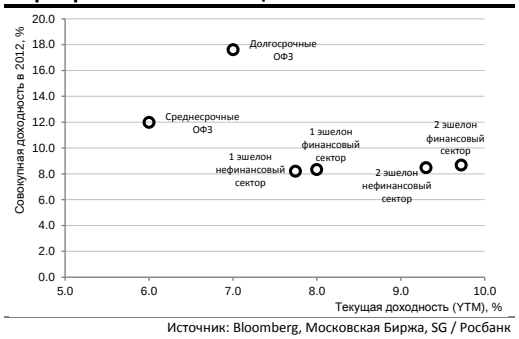
Что касается **процентных ставок**, смягчение ситуации с ликвидностью в начале года привело к снижению кривой IRS, и мы ожидаем продолжения этой тенденции, как только регулятор займется реформированием системы рефинансирования. Базис XCCY также сместился «вправо» благодаря сокращению хеджевых потоков. Эта тенденция также может способствовать нормализации (увеличению наклона) кривой XCCY.

На внутреннем рынке облигаций, на фоне задержек с запуском международных расчетов через Euroclear дальний конец кривой ОФЗ показал отрицательную динамику, но мы не теряем надежду и ожидаем очередного витка роста в ближайшие месяцы. Тем временем корпоративные облигации начали догонять ОФЗ, и эта тенденция, вероятно, сохранится в будущем (но скорее всего не затронет бумаги 2 эшелона).

Любопытно, что недавнее улучшение рисковых настроений стало оказывать давление на **еврооблигации**, которые вопреки сложившейся корреляции последовали за распродажами защитных госбондов. Пока слишком рано называть этот перелом корреляции новой тенденцией, но этот эпизод наглядно демонстрирует, что может произойти во второй половине года, когда (и если) восстановление экономики США приобретет более уверенные черты.

Наконец, **российские акции** все-таки переломили затянувшуюся отстающую динамику. При попутном ветре устойчивых рисковых настроений, либерализации рынка и постепенного прогресса в решении структурных проблем тенденция сужения дисконта к другим развивающимся рынкам, вероятно, продолжится.

Корпоративные облигации отставали от ОФЗ...



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, SG / Росбанк

...но в этом году могут наверстать упущенное

Источник: Bloomberg, Московская Биржа, SG / Росбанк

Инвестиционные и торговые идеи

- **На валютном рынке... сильный рубль**

  С учетом нашего оптимистичного взгляда на рисковые активы на развивающихся рынках, мы ориентируемся на сильный рубль в краткосрочной перспективе, хотя и считаем, что риск позиционирования требует пристального внимания. Дополнительную поддержку рублю в 1к'13 должны также оказать приток иностранного капитала на внутренний рынок облигаций и сезонное укрепление текущего счета.

- **На рынке инструментов с фиксированной доходностью... снижение ставок и сужение базиса**

  Пока еще отставая от глобального цикла смягчения, ЦБР, столкнувшись с замедлением роста, снижением инфляционного давления и растущим политическим давлением, готовится к тому, чтобы наверстать упущенное во 2 квартале. Поскольку неэффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики способна подорвать усилия ЦБР, регулятору придется в первую очередь заняться устранением недостатков в действующей системе рефинансирования, что должно привести к снижению ставок IRS и сужению базиса XCCY.

Получать годовую ставку IRS

Открытие: 7.61% Целевой уровень: 6.70% Стоп-лосс: 8.00%

Кэрри/ролл: +3 бп в месяц

Платить по двухлетнему контракту XCCY базиса

Открытие: -138 бп Целевой уровень: -35 бп Стоп-лосс: -170 бп

Кэрри/ролл: +1 бп в месяц

Мы сохраняем позитивный взгляд на долгосрочные государственные облигации и видим потенциал для очередного витка роста в течение 1к'13. В этом свете мы предпочитаем позиционирование на дальнем конце кривой ОФЗ.

Покупать ОФЗ 26207 (февраль 2027)

Открытие: 7.945% Целевой уровень: 6.70% Стоп-лосс: 8.20%

Кэрри: +12 бп за 6 месяцев

- **На фондовом рынке...**

  Нам импонируют недооцененные акции нефтегазовых и золотодобывающих компаний, а также Сбербанка. В подробном обзоре Роснефти рассматриваются вопросы оценки и анализируется приобретение Роснефтью ТНК-ВР. Мы предлагаем также сценарий цен на золото, включая акции некоторых российских компаний, например «Nord Gold». Более подробный анализ, а также перечень наших рекомендаций по российскому фондовому рынку приведен на стр. 13-15

В фокусе — негосударственные облигации

В первом выпуске 2013 года мы рассматриваем внутренний рынок негосударственных облигаций — тот сегмент, который после впечатляющего роста гособлигаций, скорее всего, будет привлекать внимание инвесторов. Мы кратко обсудим основные тенденции и события, ожидаемые в 2013 г., а также опишем основные торговые рекомендации.

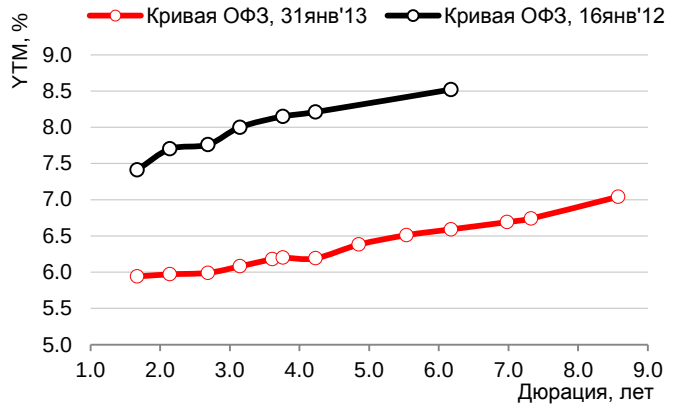
Мы по-прежнему прогнозируем очередной виток роста государственных облигаций, но 2013-й должен стать поистине годом негосударственных бумаг, особенно субфедеральных облигаций и корпоративных бумаг первого эшелона, которые после включения в систему Euroclear должны последовать за предшествующим ралли ОФЗ. При этом мы сохраняем осторожный взгляд на высокодоходные облигации— как минимум пока в ближайшие месяцы не станут ясны последствия изменений в банковском регулировании.

- **Негосударственные облигации выглядят недооцененными после ралли в ОФЗ**

Пока этот выпуск готовится к печати, Euroclear, наконец, начинает проведение международных расчетов по ОФЗ. Мы по-прежнему видим определенную привлекательность дальнего конца кривой и не находим причин «продавать факт». Мы ожидаем очередного витка роста гособлигаций в течение 1к'13, что, скорее всего, приведет к выравниванию кривой ОФЗ и снижению ее дальнего конца на 30-40 бп от текущих значений (мы по-прежнему предпочитаем 14-летний off-the-run выпуск ОФЗ 26207). Отставая от глобального цикла смягчения, ЦБР, столкнувшись с замедлением роста и снижением инфляционного давления, готовится к тому, чтобы в течение ближайших месяцев наверстать упущенное, что также должно способствовать дальнейшему снижению доходности госбондов.

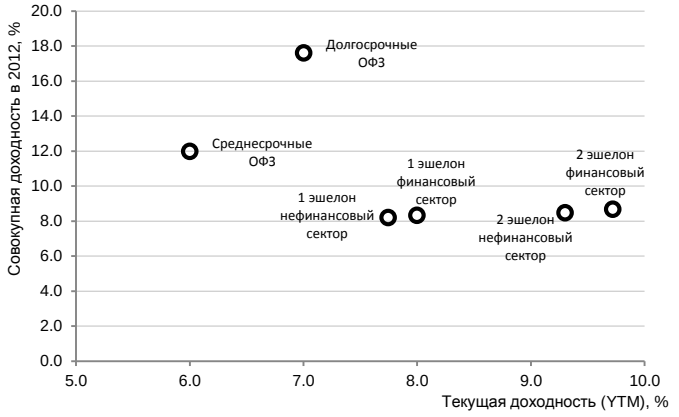
В то же время потенциал роста на рынке гособлигаций вряд ли может быть соизмерим с прошлогодними значениями, когда во второй половине года дальний конец кривой упал почти на 200 бп. Поэтому мы считаем, что «охота за доходностью» постепенно приведет инвесторов на рынок негосударственных облигаций, где кредитные спрэды расширились до исторически высоких уровней.

Ралли в гсобондах…



Источник: Bloomberg, Московская биржа, SG / Росбанк

…определило отстающую динамику негосударственных бумаг



Источник: Bloomberg, Московская биржа, SG / Росбанк

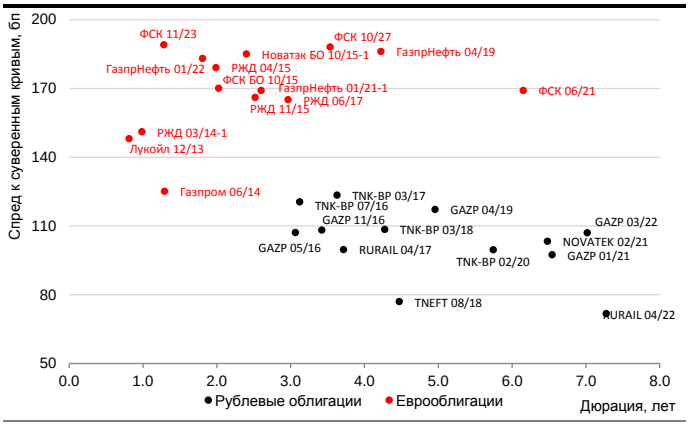
Облигации инвестиционной категории выглядят особенно интересно как с исторической точки зрения, так и относительно рынка еврооблигаций. В прошлом году спрэд бумаг первого эшелона к кривой ОФЗ увеличился на 80-100 бп и сегодня составляет 200-210 бп для банков и 170-180 бп для нефинансовых компаний. В последние несколько недель доходность начала снижаться, но, как нам кажется, запас для дальнейшего сужения

спредов еще остается, во всяком случае, относительно текущих спредов на рынке еврооблигаций (на 50-60 бп ниже). Бумаги второго эшелона также отставали от динамики ОФЗ: спред в этом сегменте рынка в 2012 году увеличился приблизительно на 80 бп. Это в сочетании с ралли в еврооблигациях второго эшелона выровняло кредитные спреды (к соответствующим суверенным кривым) на локальном и внешнем долговых рынках в сегменте бондов нефинансовых компаний, тогда как внутренние банковские облигации второго эшелона, несмотря на продолжительную отстающую динамику, по-прежнему торгуются с относительно узким спредом (по сравнению с аналогичными еврооблигациями). При этом мы считаем, что вызванный либерализацией приток капитала, скорее всего, будет оказывать большее влияния на облигации квазисуверенных и частных компаний инвестиционной рейтинговой категории, чем на высокодоходные бумаги второго эшелона.

После расширения кредитных спредов на локальном рынке...

Источник: Bloomberg, Московская биржа, SG / Росбанк

...бумаги первого эшелона выглядят относительно дешево



Источник: Bloomberg, Московская биржа, SG / Росбанк

В то же время Euroclear/Clearstream не начнут операции с негосударственными облигациями одновременно с ОФЗ. Предстоит еще решить ряд налоговых вопросов. В отличие от существующей практики с купонным доходом по государственным и субфедеральным облигациям, который облагается налогом в стране держателя облигации, процентные платежи по корпоративным облигациям, принадлежащим иностранным инвесторам, не освобождены от местного налогообложения. Поэтому депозитарии и брокеры вынуждены действовать в качестве налогового агента в отношении своих международных клиентов, владеющих российскими корпоративными облигациями, и Euroclear/Clearstream потребуется определенное время, чтобы ознакомиться с определенными процедурами раскрытия информации о собственниках и взимания налогов. Мы предполагаем, что субфедеральные и муниципальные облигации (которые, наряду с ОФЗ, освобождены от описанных выше требований) быстрее пройдут по пути к международным расчетам, тогда как чтобы начать проведение операций с корпоративными облигациями, международным депозитариям потребуется еще несколько месяцев.

Вне зависимости от перспектив либерализации доступа иностранных инвесторов, мы считаем, что некоторые сегменты внутреннего рынка негосударственных облигаций должны показать опережающую динамику в ближайшие месяцы. Прежде всего, по мере выпрямления кривой ОФЗ снижающаяся номинальная доходность и сокращающийся кэрри будут выталкивать отечественных инвесторов в более высокодоходные сегменты отечественного рынка облигаций. Кроме того, потенциальный приток иностранного капитала — не единственная игра на внутреннем облигационном поле. На внутреннем рынке продолжает расти класс отечественных институциональных инвесторов (хотя в среднесрочной перспективе предполагаемая реформа пенсионной системы может замедлить этот процесс), развивается банковское регулирование и, возможно, будет трансформирована система рефинансирования ЦБР. Переплетение этих ключевых тенденций (равно как, разумеется, и фундаментальный

кредитный прогноз по отдельным секторам) определят относительную динамику различных сегментов облигационного рынка в этом году. Сегодня особенно позитивными нам представляются перспективы субфедеральных облигаций и высококачественных корпоративных бумаг первого эшелона, тогда как к сегменту высокодоходных облигаций следует относиться с некоторой осторожностью.

- **Ужесточение регулирования рыночных рисков приведет к дискриминации высокодоходных облигаций**

С 1 февраля с.г. ЦБР ужесточил требования к регулированию рыночных (особенно процентных) рисков в отношении бумаг, учитываемых на балансе отечественных банков в составе портфелей, которые необходимо переоценивать по справедливой стоимости. Новые правила направлены на приведение российских нормативных актов в соответствие с международными стандартами (например, Базель II-III) и фактически вынудят банки увеличить размер нормативного капитала соответственно имеющемуся портфелю ценных бумаг. По расчетам ЦБР, совокупный эффект должен составить около 30-50 бп коэффициента достаточности капитала Н1 в банковской системе, однако важно отметить, что новые требования по-разному влияют на различные сегменты облигаций и существует ряд сегментов, в которых должно произойти значительное снижение требований к нормативному капиталу.

Как показано в таблице ниже, ЦБР повысил мультипликатор рыночного риска, применяемый как к общему процентному риску, так и к специальному процентному риску, с 10.0 до 12.5 — это (при прочих равных) должно привести к увеличению требований к нормативному капиталу по всему облигационному портфелю в 1.25 раз. Порядок расчета общего процентного риска (по сути, риска дюрации) не изменился, тогда как используемые при расчете специального процентного риска коэффициенты изменены по всему спектру бумаг, что приведет к разным последствиям для различных облигационных сегментов.

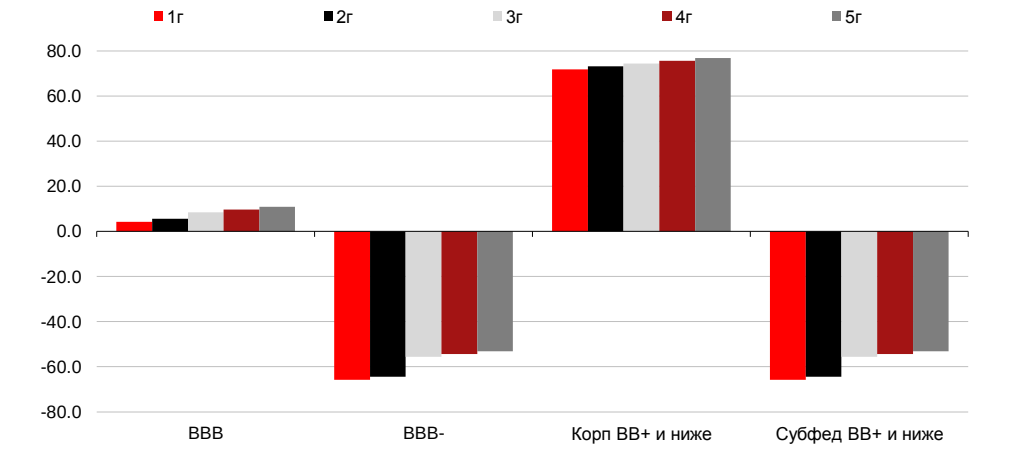
Основные изменения в регулировании рыночных рисков

	До	После	Эффект
	Рыночный риск = Мультипликатор*(ОПР + СПР + Фондовый риск) + Валютный риск		
Мультипликатор	10.00	12.50	Негативно для всех классов облигаций
Общий процентный риск (ОПР)	матрица зависимости рисковых коэффициентов от сроков погашения не изменилась		Нейтрально
Специальный процентный риск (СПР)			
Государственные облигации	рисковый коэффициент 0%	рисковый коэффициент 0%	Эффект отсутствует
Бумаги, обеспеченные госгарантией	рисковый коэффициент зависит от кредитного рейтинга	рисковый коэффициент 0%	Позитивно для АИЖК Очень позитивно для Роснано, ЗСД и СЗКК
Облигации с рейтингами ВВВ и выше (от двух агентств, ранее - от одного)	рисковый коэффициент 0.25-1.60% (в зависимости от срока обращения)	рисковый коэффициент 0.25-1.60% в зависимости от срока обращения	Эффект отсутствует для большинства бумаг. Очень негативно для Русфинанс Банка, Почты России, Водоканала Санкт-Петербурга и Атомэнергопрома (в связи с требованием о наличии рейтингов от двух агентств)
Облигации с рейтингом ВВВ- и выше от двух агентств	рисковый коэффициент 8%	рисковый коэффициент 0.25-1.60% (в зависимости от срока обращения)	Очень позитивно для Газпромбанка, Газпром нефти, Новатэка, НЛМК, Мегафона. Нейтрально для Альфа-банка и Ростелекома (в связи с требованием о наличии рейтингов от двух агентств)
Корпоративные облигации с рейтингом ВВ+ и ниже	рисковый коэффициент 8%	рисковый коэффициент 12%	Очень негативно для всех бумаг данного класса
Муниципальные облигации с рейтингом ВВ+ и ниже	рисковый коэффициент 8%	рисковый коэффициент 0.25-1.60% (в зависимости от срока обращения)	Очень позитивно для всех бумаг данного сегмента

Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Увеличение (уменьшение) рисковых коэффициентов влияет на требования к достаточности капитала, тем самым повышая (понижая) привлекательность определенных облигаций для банков с точки зрения рентабельности нормативного капитала (RORC). Как видно из следующего графика, влияние новых правил расчета рыночного риска на требования к капиталу крайне неоднородно по всем облигационным сегментам: резкое ужесточение в одних сегментах и значительное смягчение в других.

Эффективные изменения требований к капиталу (пп)



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

В качестве примерной иллюстрации влияния указанных изменений на экономику торговых операций с облигациями для отечественных банков ниже приводится упрощенный расчет RORC по различным типам облигаций по старым и новым правилам

Экономика владения различными типами облигаций по старым и новым правилам расчета рыночного риска

	Старое	Новое
Общие предположения		
Ставка Репо, %	5.75	5.75
Стоимость рыночного фондирования, %	10.00	10.00
Норматив достаточности капитала,%	10.00	10.00
Мультипликатор	10.00	12.50

Выигравшие

	Старое	Новое
Муниципальные облигации с рейтингом DoubleB (2-3 г)		
Дисконт Репо, %	10.00	10.00
Специфический риск, %	8.00	1.60
Общий риск, %	1.75	1.75
Рисковый коэффициент, %	97.50	41.88
Текущий YTM	8.50	8.50
Валовый RORC	23.8	55.5
Δ YTM для достижения прежнего RORC, бп		-133
Δ YTM для достижения 25% RORC, бп	11	-128
Корпоративные облигации с рейтингом BBB- (2-3 г)		
Дисконт Репо, %	10.00	10.00
Специфический риск, %	8.00	1.60
Общий риск, %	1.75	1.75
Рисковый коэффициент, %	97.50	41.88
Текущий YTM	7.85	7.85
Валовый RORC	17.2	40.0
Δ YTM для достижения прежнего RORC, бп		-96
Δ YTM для достижения 25% RORC, бп	76	-63

Проигравшие

	Старое	Новое
Корпоративные облигации с рейтингом DoubleB (2-3 г)		
Дисконт Репо, %	15.00	15.00
Специфический риск, %	8.00	12.00
Общий риск, %	1.75	1.75
Рисковый коэффициент, %	97.50	171.88
Текущий YTM	8.50	8.50
Валовый RORC	21.7	12.3
Δ YTM для достижения прежнего RORC, бп		140
Δ YTM для достижения 25% RORC, бп	11	197
Корпоративные облигации с рейтингом BBB (2-3 г)		
Дисконт Репо, %	10.00	10.00
Специфический риск, %	1.60	1.60
Общий риск, %	1.75	1.75
Рисковый коэффициент, %	33.50	41.88
Текущий YTM	7.70	7.70
Валовый RORC	45.5	36.4
Δ YTM для достижения прежнего RORC, бп		38
Δ YTM для достижения 25% RORC, бп	-69	-48

Источник: SG / Росбанк

Как ясно видно из диаграммы и таблицы выше, есть выигравшие и проигравшие.

В сегменте облигаций инвестиционной категории **негативное влияние на облигации рейтинга BBB проявляется достаточно умеренно**: чтобы нейтрализовать последствия изменений в регулировании средняя доходность должна вырасти всего на 38 бп. Более того, даже с учетом эффекта нового регулирования облигации с рейтингом BBB останутся привлекательными для банков: их RORC значительно превышает аналогичный показатель в других облигационных сегментах.

Облигации BBB- должны выиграть от включения в категорию «низкого риска». Однако их количество невелико (нам известно только о 5 эмитентах: ГПБ, Газпром нефть, Новатэк, НЛМК, Мегафон). Кроме того, введение нового требования о «двух агентствах» (т.е. для включения в категорию «низкого риска», облигации/эмитенты должны иметь рейтинг от не менее чем двух международных рейтинговых агентств, в отличие от одного, как требовалось ранее) приведет к перемещению ряда облигаций из категории «низкого риска» в категорию «высокого риска» с серьезными последствиями для требований к нормативному капиталу (увеличение на 138 пп). В целом, мы не видим явных ценовых диспропорций между облигациями BBB и BBB- и, следовательно, не ожидаем каких-либо существенных корректировок; мы считаем, что облигации BBB-, скорее всего, продемонстрируют положительную динамику, как и весь сектор бумаг 1-го эшелона.

В наибольшем выигрыше оказались субфедеральные облигации с рейтингом BB+ и ниже: согласно новым правилам все субфедеральные облигации независимо от кредитного рейтинга конкретного эмитента переводятся в категорию «низкого риска». Это приведет к существенному снижению требований к капиталу по облигациям эмитентов с рейтингом BB+ и ниже (на 60-70 пп), что в сочетании с ожидаемой в ближайшее время возможностью международных расчетов и безупречной кредитной историей приводит нас к выводу о том, что их доходность, скорее всего, сдвинется ниже кривых аналогичных по рейтингу корпоративных бумаг, опережая остальной рынок.

С другой стороны спектра **корпоративные облигации с рейтингом BB+ и ниже проиграют больше всех:** с 1 февраля требования к нормативному капиталу увеличились на 70-80 пп, что потребует роста доходности этих бумаг на 150-200 бп для восстановления прежней экономики. При этом, несмотря на значительную вероятность отстающей динамики (т.е. высокодоходные облигации окажутся позади тенденции сокращения доходностей в других сегментах негосударственных бумаг), мы не ожидаем массовых продаж в высокодоходном сегменте по следующим причинам:

- прежде всего, хотя некоторые double-B облигации действительно торгуются с очень узким спредом относительно бумаг инвестиционной категории, мы не видим каких-либо разумных причин, почему инвесторы, в том числе отечественные банки, должны столь отрицательно относиться к облигациям с рейтингом BB, как предлагает ЦБР. В целом, в российском контексте заемщики с рейтингом double-B отличаются прочными кредитными метриками, и спред в 325 бп относительно бумаг первого эшелона (как предлагается нормативными требованиями) выглядит избыточным. В этой связи более логичным было бы дальнейшее разграничение рисковых коэффициентов для бумаг double-B и single-B;
- уровень риск-менеджмента в отечественных банках, как правило, не столь продвинут, и редкий российский банк использует торговые системы и лимиты, отслеживающие RORC по каждой бумаге в портфеле. Чаще нормативный капитал отслеживается на основе совокупного портфеля банка, что скрывает маржинальный эффект каждой конкретной облигации;
- банки могут также прибегнуть к арбитражу капиталом, переклассифицировав рыночные портфели (т.е. учитываемые как торговые и имеющиеся к продаже) в бумаги, «удерживаемые до погашения». Последствия для ликвидности в этом случае очевидны, поэтому мы не считаем, что такая практика получит широкое распространение;

- и наконец (что, пожалуй, наиболее важно), банки – хоть и продолжают доминировать на рынке — не единственные инвесторы. Растущий класс отечественных институциональных инвесторов, которые не ограничены нормативными требованиями к капиталу, может частично заместить банки, если последние решат сократить портфели бумаг второго эшелона. Учитывая особенности регулирования (гарантия защиты капитала на один год) и жесткие целевые показатели по доходности, краткосрочные бумаги второго эшелона (как и депозиты) являются предпочтительным инструментом инвестирования для негосударственных пенсионных фондов. Например, по нашим расчетам, совокупная доля банков в сегменте облигаций второго эшелона за последние годы постепенно снизилась приблизительно до 55% — все еще высокий уровень, но уже меньше трех четвертей, как в сегменте корпоративных облигаций первого эшелона.

- **Заключение**

  В целом мы сохраняем позитивный взгляд на дальний конец кривой государственных облигаций в свете ожидаемого притока иностранных инвесторов. Вместе с тем в результате предшествующего роста ОФЗ относительная стоимость других внутренних облигаций переместилась в привлекательную зону. Мы считаем, что негосударственные облигации нагонят ралли в ОФЗ в ближайшие несколько месяцев, особенно когда (и если) Euroclear/Clearstream запустят по ним международные расчеты.

  Кроме того, внутренние факторы также будут иметь важное значение. Преобразование системы рефинансирования и — в более широком смысле — смягчение монетарной политики должны поддержать общую тенденцию сжатия доходностей, а изменения в банковском регулировании могут способствовать формированию относительной динамики различных сегментов облигационного рынка. Наконец, набирают силу отечественные институциональные инвесторы, и не следует забывать о формирующейся нормативной среде, которая может привести к смещению их интересов в сторону других классов активов.

  В таблице ниже приводятся аргументы «за» и «против», подтверждающие, что субфедеральные облигации и корпоративные бумаги первого эшелона — наиболее вероятные кандидаты на опережающую динамику в ближайшие месяцы. Вместе с тем облигации второго эшелона также могут в какой-то момент стать привлекательными, но, вероятно, не раньше, чем последствия введения дискриминационных правил регулирования рыночных рисков проявятся в полном объеме.

Ключевые драйверы локальных негосударственных облигаций

	Муниципальные облигации	Корпоративные облигации инвестиционной категории	Корпоративные облигации неинвестиционного уровня
Оценка	Дешевые в сравнении с суверенными	Выглядят дешевыми относитнельно исторических уровней спредов к суверенным и в сравнении с еврооблигациями	Очевидная недооценка отсутствует Обилие банковских бумаг
Новое регулирование в отношении рыночного риска	Положительное воздействие, основное изменение с точки зрения капитала	Умеренно-негативное воздействие, но отдача от вложений остается на достойном уровне	Негативное воздействие, наибольшее повышение рискового коэффициента и сильное влияние на капитал
Запуск Euroclear/Clearstream	Первые в очереди после ОФЗ	Возможны задержки	Возможны задержки
Налогообложение иностранных инвесторов	Налогообложение в стране резидентства (схоже с ОФЗ)	Депозитарии будут выступать в роли налоговых агентов, удерживая 20% купонного дохода	Депозитарии будут выступать в роли налоговых агентов, удерживая 20% купонного дохода
Фундаментальные кредитные перспективы	Умеренно негативные кредитные перспективы вследствие ожидаемого ослабления региональных бюджетов	Нейтральный прогноз по нефтегазовому сектору (исключение - негативный по Роснефти) и умеренно негативный по банкому и инфраструктурному	Нейтральный прогноз по горнометаллургическому сектору и умеренно позитивный по телекоммуникационному

Источник: SG / Росбанк

Уголок стратега

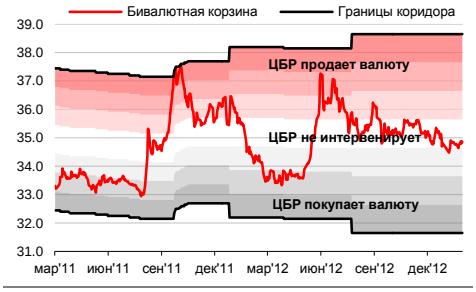
- **Рубль**

Рубль продолжил укрепляться, подорожав почти на 3.0% против доллара США за последние два месяца, и вошел в топ-3 среди валют-аналогов развивающихся рынков (хотя траектория рубля бледнеет по сравнению с бразильским реалом и румынским леем, занимающими первые места в рейтинге). Динамика рубля по сравнению с бивалютной корзиной выглядит не столь впечатляюще (+1.1%), так как евро продолжал укрепляться на фоне восстановления периферийных активов. Тем не менее, в январе бивалютная корзина стала выходить за пределы безынтервенционного коридора ЦБР, впервые после мая 2012 г. вынудив регулятора закупить валюту в резерв.

В краткосрочной перспективе рубль может демонстрировать опережающую динамику. Мы считаем, что звезды оптимально сошлись для положительной динамики рубля в краткосрочном периоде. Риски глобальной экономики переместились на задний план (во всяком случае, пока), а экономические данные продолжают улучшаться: значит, в ближайшее время благоприятные рисковые настроения сохранятся. В такой обстановке цена на нефть (Брент) будет, скорее всего, поддерживаться на текущем уровне, обеспечивая естественный спрос на товарные валюты. Дополнительную поддержку рублю в 1 квартале должны также оказать приток иностранного капитала на внутренний рынок облигаций и сезонное укрепление текущего счета.

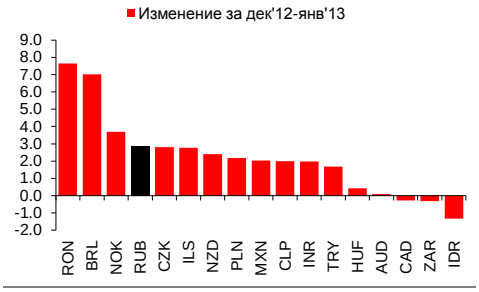
Среднесрочный прогноз менее оптимистичен. Принимая во внимание ожидаемое нами затяжное замедление (по сравнению с докризисным периодом) темпов мирового роста и стабильность цен на нефть, наши равновесные модели указывают на ограниченный потенциал рубля в среднесрочной перспективе. Кроме того, дальнейший рост реальной стоимости рубля может привести к снижению ценовой конкурентоспособности. Таким образом, мы думаем, что после хорошего 1к'13 дальнейшая траектория рубля будет направлена на ослабление курса.

Рубль выходит за пределы безынтервенционного коридора ЦБР...



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

...оставаясь в верхней части списка укрепляющихся валют развивающегося стран



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

В краткосрочной перспективе (1к'13) рисковые настроения...

Источник: SG / Росбанк

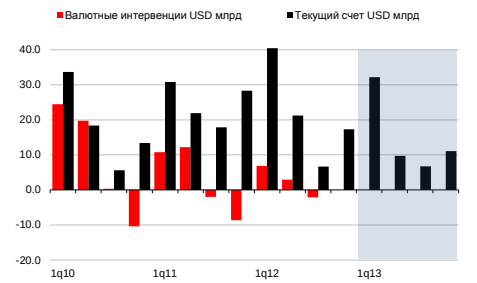
...высокие цены на нефть,...

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

...приток капитала на облигационный рынок...

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

...и сезонные колебания текущего счета должны поддержать рубль



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Среднесрочный потенциал ограничен прогнозами нефтяных котировок...

Источник: Росстат, ЦБР, SG / Росбанк

... и проблемами в сфере конкурентоспособности (индекс ULC: 100=2003)

Источник: МВФ, Росстат, SG / Росбанк

Денежный рынок и ставки

ЦБР готовится к циклу смягчения. Политическое давление на ЦБР с целью смягчения денежно-кредитной политики усиливается. Учитывая туманные перспективы экономического роста и тенденцию к замедлению базовой инфляции, мы не видим причин, по которым регулятор должен отказаться от смягчения монетарной политики.

В начале года ситуация с ликвидностью улучшилась в результате традиционного для конца года увеличения государственных расходов. Это способствовало ослаблению давления на денежный рынок и возвращению краткосрочных ставок в середину коридора ключевых процентных ставок. **Однако к концу 1к'13 воздействие этих факторов прекратится,** в результате чего вновь заявят о себе недостатки системы рефинансирования.

Реформирование системы рефинансирования должно быть первым шагом на пути монетарного смягчения. При отсутствии реформ недостатки ныне действующей операционной структуры будут в значительной степени препятствовать работе трансмиссионного механизма, что существенно затруднит проведение монетарной политики.

В сегменте процентных свопов **улучшение ситуации с ликвидностью и пересмотр рыночных взглядов на динамику монетарной политики способствовали снижению внутренних ставок,** и мы считаем, что такое снижение продолжится, как только регулятор перейдет к практическим действиям по решению описанных выше проблем.

Базис XCCY также значительно сузился, вероятно, в результате сокращения хеджевых потоков предприятий, оказывавших давление на кривую XCCY. Мы ожидаем продолжения этой тенденции в ближайшие месяцы, поскольку опережающая динамика на рынке Евробондов сделала прямые заимствования на международных рынках более привлекательными по сравнению с синтетическими займами (рублевые облигации/кредиты + кросс-валютные свопы), которые раньше пользовались популярностью среди российских компаний. **Сокращение хеджевых потоков также должно естественным образом привести к «нормализации» (т.е. увеличению наклона) кривой XCCY.**

Прогноз монетарной политики

Ставка репо ЦБР	14-Feb	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dec-13	Mar-14	Нейтральная
	5.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.25	5.00

Оценка

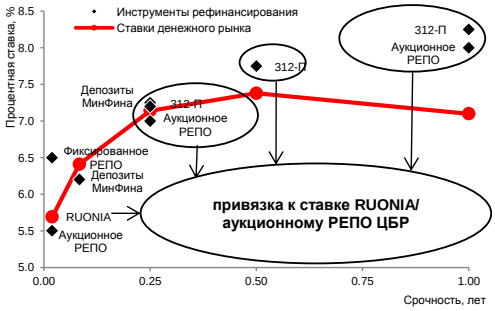
Рост	-	В результате замедления экономической активности темпы роста ВВП будут немного ниже потенциала
Инфляция	+	Краткосрочные риски ускорения инфляции сохраняются, вследствие роста продовольственных цен
Бюджетная политика	-	Проинфляционное (стимулирующее спрос) увеличение расходов бюджета в 2012 г. сменится рестриктивной бюджетной политикой в 2013 г.
Финансовая стабильность	=	Явной уязвимости не ожидается, однако галопирующий рост кредитования мог сказаться на качестве кредитного портфеля
Валюта	=	Устойчивые нефтяные котировки должны защитить котировки рубля от значительного снижения, нейтрализуя, таким образом, последствия для монетарной политики

Следующее заседание Совета директоров

Риторика	Нейтральная
Ключевые ставки	Без изменений

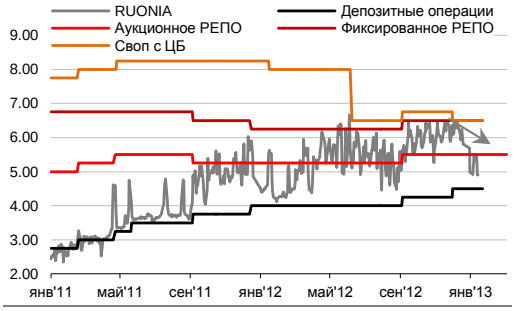
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

ЦБР на пути реформирования системы рефинансирования



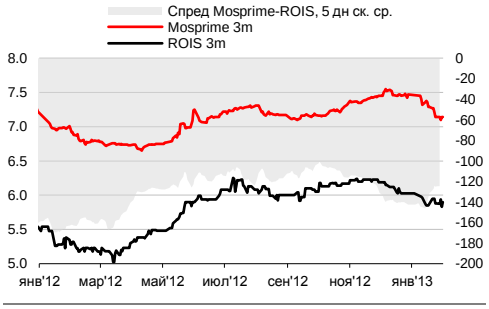
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Ситуация с ликвидностью временно улучшилась



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Но необходима реформа системы рефинансирования…

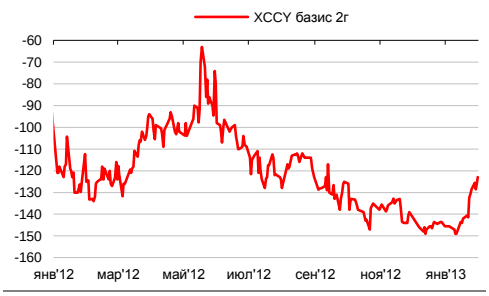


Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

…что должно привести к дальнейшему снижению стоимости IRS…

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

…и сужению базиса XCCY…

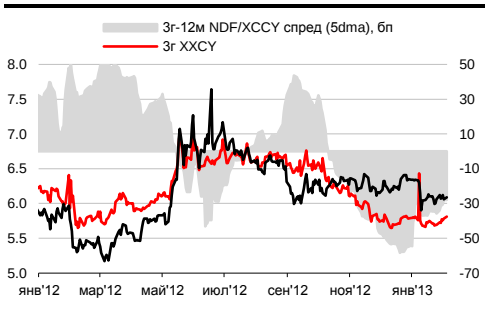


Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

…последнему дополнительно способствует сокращение хеджевых потоков предприятий

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Сокращение хеджевых потоков должно «вернуть» кривую XCCY в нормальную форму



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

• Локальные облигации

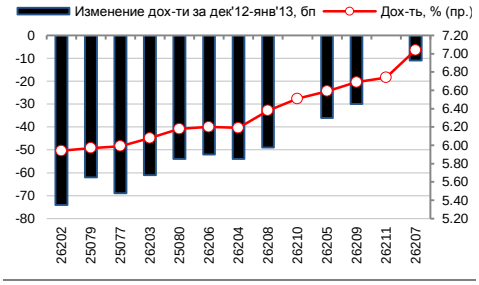
Отсрочка введения международных расчетов способствовала **фиксированию в январе прибыли на дальнем конце кривой ОФЗ.** В то же время краткосрочные и среднесрочные бумаги продолжали стремительно расти (доходность упала еще на 50-60 бп) на фоне улучшения в начале года ситуации с ликвидностью на внутреннем рынке и, вероятно, реинвестирования средств от крупных погашений.

В результате угол наклона кривой доходности увеличился: спред между ОФЗ 26207 и ОФЗ 26204 (14 и 5 лет, соответственно) приблизился к 90 бп. **Мы считаем, что это открывает интересную возможность для открытия длинных позиций на дальнем участке кривой,** поскольку кривая, скорее всего, снова выровняется с началом работы Euroclear. Дополнительную поддержку госбондам должны также оказать ожидаемое смягчение монетарной политики и значительный приток средств от погашения ОФЗ в первом квартале**.**

В корпоративном секторе в последние два месяца большинство облигаций первого эшелона в целом повторили положительную динамику, наблюдавшуюся на среднем участке кривой ОФЗ. Тем не менее, на фоне предшествующего ралли кривой государственных облигаций большинство бумаг по-прежнему выглядят дешево как исторически, так и относительно текущих кредитных спредов на рынке еврооблигаций. Таким образом, **следует ожидать дальнейшего сужения спредов по облигациям первого эшелона,** особенно после их включения в систему международных расчетов Euroclear.

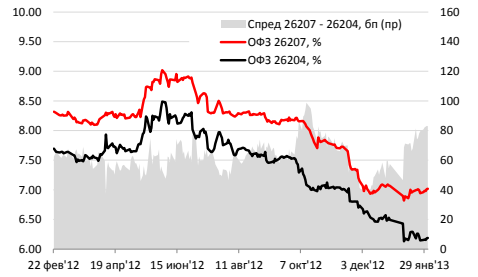
Облигации второго эшелона (с рейтингом BB) также продемонстрировали хорошую динамику: доходности в декабре 2012-январе 2013 в среднем снизились на 50 бп. Однако, учитывая новые «дискриминационные» правила подсчета рыночных рисков, **их краткосрочные перспективы не очевидны.**

В последние два месяца ОФЗ продолжали расти...



Источник: Московская Биржа, SG / Росбанк

...но длинные ОФЗ показали отстающую динамику

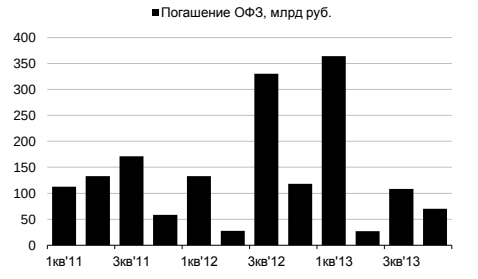


Источник: Московская Биржа, SG / Росбанк

Доля иностранных инвесторов имеет потенциал дальнейшего увеличения

Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Основной объем погашений ОФЗ приходится на 1кв'13

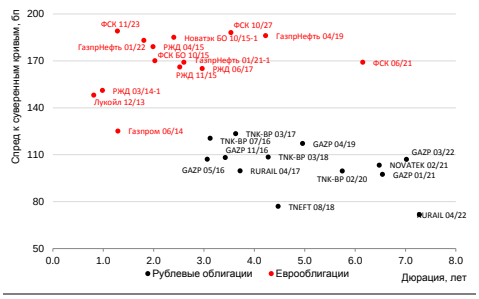


Источник: МинФин, SG / Росбанк

После расширения кредитных спредов на локальном рынке...

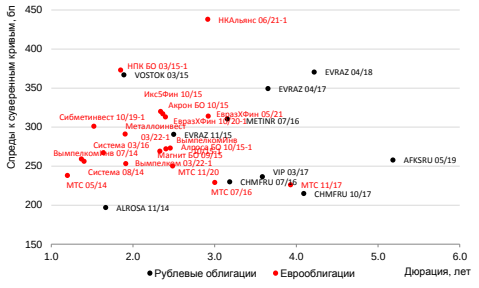
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

...бумаги первого эшелона выглядят относительно дешево



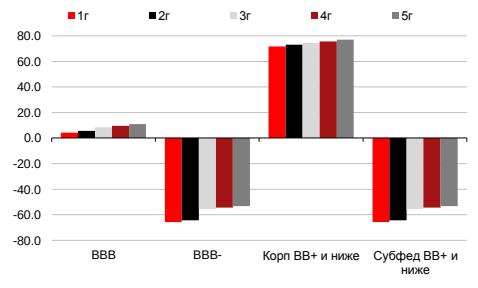
Источник: ММВБ, Bloomberg, SG / Росбанк

Бумаги второго эшелона менее интересны для иностранных инвесторов...



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

...и ЦБР снижает их привлекательность для отечественных банков*



* Изменение коэффициента нормативного капитала для портфелей негосударственных облигаций, пп

Источник: ЦБР, SG / Росбанк

• Еврооблигации

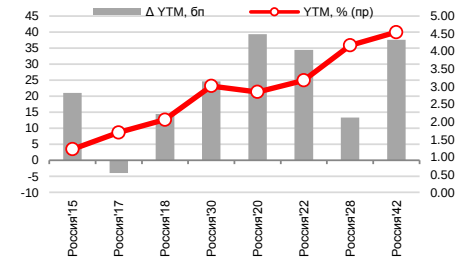
В конце января **кривая российских государственных еврооблигаций испытывала давление** в силу того, что растущий оптимизм и улучшение рисковых настроений «вытолкнули» доходность защитных казначейских бумаг за пределы сложившегося в последние месяцы торгового диапазона. Кривая российских суверенных облигаций вопреки сложившейся корреляции последовала за распродажами защитных госбондов и выросла приблизительно на 30 бп. Угол наклона кривой при этом увеличился, что в целом соответствовало динамике аналогов развивающихся рынков.

Корпоративные облигации следовали за кривой госбумаг при относительной стабильности кредитных спредов по всем сегментам рынка еврооблигаций.

Умеренные продажи на вторичном рынке не смогли сдержать рост первичных эмиссий: компании стремились зафиксировать рекордно низкую стоимость заимствований, а хорошие результаты формирования книг заявок говорят о наличии неудовлетворенного спроса на корпоративный кредитный риск из России.

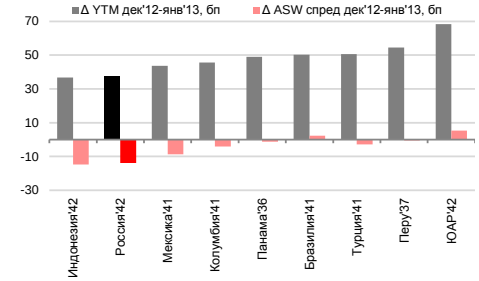
Пока мы не ожидаем массированных распродаж защитных облигаций, так как ряд нерешенных проблем (фискальный обрыв № 2, выборы в Европе и пр.) будет поддерживать интерес к надежным бумагам, а неустойчивое восстановление экономик развитых стран продолжит удерживать центральные банки от ужесточения монетарной политики. В то же время этот эпизод наглядно демонстрирует среднесрочные риски. В какой-то момент в этом году (вероятно, когда/если во 2п'13 начнется устойчивое восстановление экономики США) дальнейшее улучшение рисковых настроений должно начать оказывать значительное давление на доходность облигаций, а с учетом исторически узких спредов это давление будут испытывать не только надежные облигации, но и облигации развивающихся рынков, и в частности российские.

Российская суверенная кривая была под давлением роста доходностей Treasuries…



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

…как и другие госбонды стран развивающегося блока



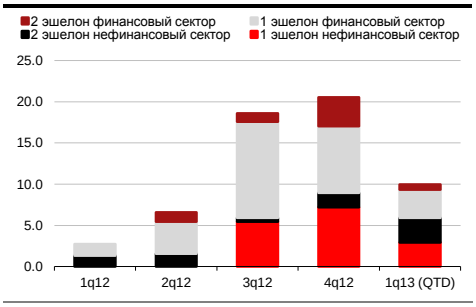
Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Корпоративные облигации повторяли динамику государственных бумаг

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Умеренные продажи не остановили растущий поток первичных размещений (объем первичных эмиссий, $ млрд)



Источник: CBonds, SG / Росбанк

Источник: CBonds, SG / Росбанк

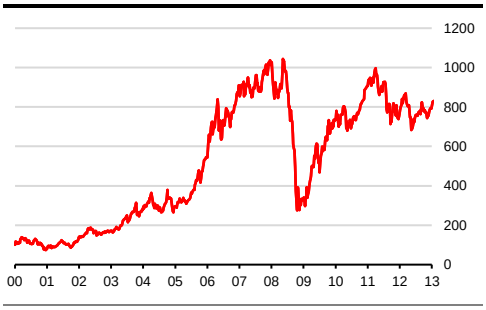
- **Рынок акций**

В предшествующем квартале российские акции опережали аналоги на фоне благоприятных рисковых настроений и смягчения напряженности в еврозоне.

С точки зрения стоимости, российские акции выглядят привлекательно. Торгуясь при низком коэффициенте P/E, они обеспечивают привлекательную доходность при крайне низком по сравнению с аналогами отношении рыночной цены к балансовой стоимости, что говорит о низких ценах на рынке. Премия за риск также подтверждает наши рассуждения об оценке, свидетельствуя о низкой стоимости акций по сравнению с облигациями.

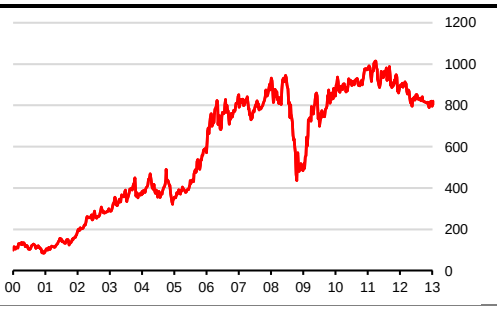
Мы сохраняем позитивный взгляд на российские акции на ближайшие месяцы.

Индекс ММВБ



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российские акции в сравнении с мировыми рынками

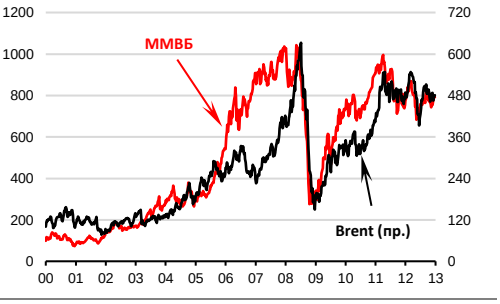


Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Мультипликатор P/E российского рынка

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российский рынок акций и цены на нефть

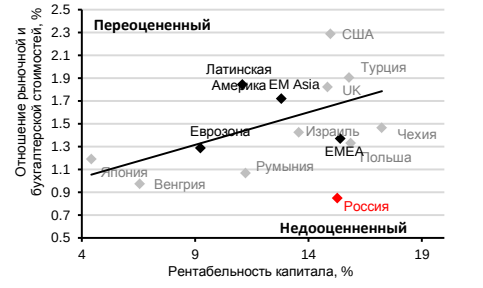


Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российская премия за риск

Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Российские акции выглядят привлекательно



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

Анализ SG акций российских компаний

Мы предлагаем обзор акций российских компаний, находящихся под покрытием аналитиков SG. Компании упорядочены по нашим рекомендациям и показателям рыночной капитализации. Отметим, большое влияние на рыночный индекс оказывают нефтегазовый и горнодобывающий сектора, вместе с тем банки также составляют существенную часть рыночной капитализации.

80% индекса ММВБ обеспечено покрытием

	Валюта	Цена закрытия 31/01/2013	Целевая цена	Рыночная капитализация (€bn)	Рекомендация	Аналитик
Газпром	$	9.3	16.2	81.3	Покупать	Евгений Соловьев
Роснефть	$	8.5	10.0	66.6	Покупать	Евгений Соловьев
Сбербанк	Руб.	107.4	123.0	57.0	Покупать	Алан Уэбборн
Лукойл	$	67.0	72.0	42.0	Покупать	Евгений Соловьев
Сургутнефтегаз	$	10.0	11.1	26.4	Покупать	Евгений Соловьев
ТНК-ВР	$	2.1	3.0	23.8	Покупать	Евгений Соловьев
Nord Gold	$	4.2	5.7	1.2	Покупать	Сергей Донской
Петропавловск	£	3.5	4.7	0.8	Покупать	Брюс Олвей
ВТБ	$	3.6	3.7	13.9	Держать	Алан Уэбборн
Татнефть	$	44.8	38.0	12.0	Держать	Евгений Соловьев
ММК	$	4.5	4.6	2.8	Держать	Сергей Донской
Новатэк	$	119.2	109.0	26.7	Продавать	Евгений Соловьев
НЛМК	$	20.9	16.2	9.2	Продавать	Сергей Донской
Северсталь	$	12.2	9.4	7.5	Продавать	Сергей Донской
Евраз	£	2.9	1.9	5.0	Продавать	Сергей Донской
Мечел	$	6.4	4.7	2.4	Продавать	Сергей Донской

Источник: SG Cross Asset Research

Анализ популярных инвестиций: российский фондовый рынок

Нефтегазовый, энергетический и добывающий сектора имеют наибольшее влияние на результаты, что неудивительно если взглянуть на представительство компаний из данных секторов не только на российском рынке, но и на рынках Центральной Европы в целом. Здесь мы в первую очередь рассматриваем качественные акции, предлагающие высокий дивидендный доход (Лукойл или Уралкалий). Подробную методологию вы найдете ниже. Мы предлагаем вам список наиболее привлекательных акций на российском рынке. Полная версия обзора доступна по ссылке.

Дешевые акции с высоким значением коэффициента Петроски

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация ($ млн)	Петроски	P/BV	P/E
B59NHY7	АК Транснефть прив.	Россия	Нефть и газ	3,530	8	0.4	2.7
B59SNS8	Лукойл	Россия	Нефть и газ	33,581	7	0.7	5.1

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, Factset

Рейтинг SG количества и качества прибыли

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация ($ млн)	DY(%)	Мертон	Петроски	Рост	Стабильность
B59SNS8	Лукойл	Россия	Нефть и газ	33,581	4.2	5	7	2	4
B59MFL7	Уралкалий	Россия	Сырье	10,369	6.0	4	7	3	1

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, FactSet

Рейтинг Graham & Rea (высокий коэффициент доходность/риск)

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация ($ млн)	G&R	G&R(1 квантиль)	G&R(2 квантиль)	G&R(1,3,6 квантили)
B59L4L7	Газпром	Россия	Нефть и газ	50,361	7.5	4.0	3.5	3.0
B59SNS8	Лукойл	Россия	Нефть и газ	33,581	8.0	3.0	5.0	3.0
B5B1TX2	Сургутнефтегаз	Россия	Нефть и газ	6,300	7.0	3.0	3.0	2.5
B59BXN2	Татнефть	Россия	Нефть и газ	10,156	5.5	3.0	2.5	3.0
B59MFL7	Уралкалий	Россия	Сырье	10,203	5.0	2.5	2.5	1.5

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, Factset

Рейтинг магической формулы Гринблатта (по стоимости)

Sedol	Название	Страна	Сектор	Капитализация ($ млн)	ROC (%)	EY (%)	ROC (рейтинг)	EY (рейтинг)	Итого (рейтинг)
B5B1TX2	Норильский никель	Россия	Сырье	8,784	39.2	16.4	85	18	10

Источник: SG Cross Asset Research, MSCI Inc, FTSE, Factset

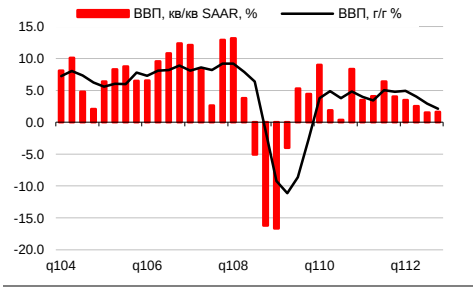
Popular Investment Screens – это обзор хорошо известных моделей. Наша команда количественного анализа, возглавляемая Andrew Lapthorne, ежемесячно отслеживает результаты, рассчитанные на основе данных критериев, и представляет документы, содержащие последние результаты. Они могут быть отфильтрованы и адаптированы в соответствии с Вашими потребностями в зависимости от интересующего Вас сектора, региона или критического уровня (уровня входа, threshold). Подробную методологию вы найдете здесь.

Уголок экономиста

- **Рост и инфляция**

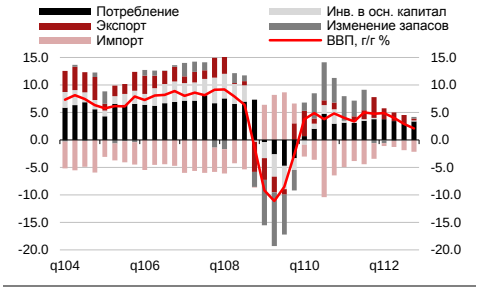
В конце 2012 г. замедление роста ВВП продолжилось. В прошлом году темпы роста ВВП снизились до 3.4% после 4.3% в 2011 г. на фоне снижения внутреннего спроса во второй половине года. Годовые результаты предполагают снижение темпов роста в течение 2п'12: в 4к'12 темпы роста упали до 2.2% г/г (по сравнению с 2.9% в 3к и 4.5% в 1п).

Замедление экономического роста продолжается...



Источник: Росстат, SG / Росбанк

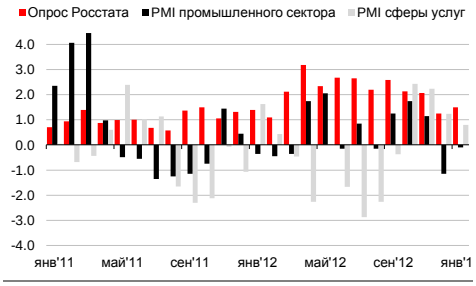
...на фоне снижения внутреннего спроса



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Опережающие индикаторы рисуют противоречивую картину. По данным PMI и Росстата, деловая уверенность оставалась достаточно стабильной в последние несколько месяцев. Однако первые достоверные данные за январь рисуют менее оптимистичную картину: энергопотребление и перевозки железнодорожных грузов упали до -6.2% г/г. Мы считаем, что **возобновление роста в краткосрочной перспективе маловероятно**, так как ужесточение бюджетной политики, сокращение объемов потребительского кредитования, слабый внешний спрос и ужесточение условий заимствования будут по-прежнему оказывать сдерживающее давление.

Деловая уверенность стабильна...



*разница по сравнению с долгосрочным (5 лет) средним значением временного ряда

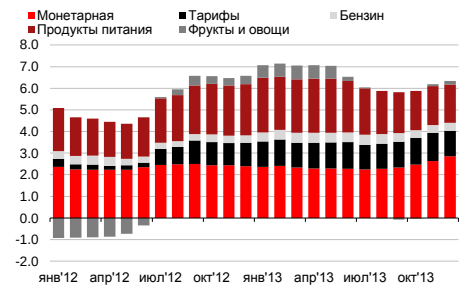
Источник: Маркит, Росстат, SG / Росбанк

...но опережающие данные указывают на риски снижения

Источник: РЖД, СО ЕЭС, SG / Росбанк

Инфляция в 1к'13 продемонстрирует временный рост в силу длительности эффекта переноса роста цен на зерновые в 3к'12 и повышения акцизов на алкоголь в начале января. В то же время базовая инфляция продолжит снижаться, а ускорение потребительской инфляции вряд ли приведет к росту инфляционных ожиданий на фоне пессимистичного прогноза роста.

В 1 квартале потребительская инфляция временно возрастет...



Источник: Росстат, SG / Росбанк

...на фоне высокой инфляции цен на продукты питания

Источник: Росстат, SG / Росбанк

В ситуации снижения темпов экономического роста ниже потенциального уровня **давление на ЦБР с целью смягчения монетарной политики со стороны правительства будет нарастать**, особенно в свете ограниченных возможностей для маневра в бюджетной политике. **ЦБР точно не устоит, но не ранее марта-апреля, когда инфляционное давление начнет ослабевать**

Базовая инфляция продолжает снижаться...

Источник: Росстат, SG / Росбанк

...как и инфляционные ожидания

Источник: Росстат, SG / Росбанк

- **Внутренний спрос**

В декабре темпы роста потребительского спроса возросли, чему способствовали стабилизация инфляции цен на продукты питания и предпраздничные настроения, но, поскольку объемы потребительского кредитования и доходы населения снижаются, мы сомневаемся, что этот рост будет носить долгосрочный характер.

Вследствие естественного насыщения рынка и ожидаемого ужесточения макропруденциальных норм регулятора **в конце года продолжилось замедление темпов роста потребительского кредитования.** Учитывая чрезмерно высокие предшествующие темпы роста объемов финансирования населения, мы ожидаем дальнейшего замедления потребительского кредитования в ближайшие кварталы до более разумных темпов (25-30%).

Ситуация на рынке труда остается благоприятной: уровень безработицы продолжает снижаться, но темпы роста заработных плат сокращаются на фоне более сдержанных индексаций доходов в государственном секторе.

Мы ожидаем, что в течение ближайших кварталов темпы роста потребительской активности стабилизируются на умеренном уровне, но потребители, тем не менее, останутся главной движущей силой экономики.

В декабре объем капиталовложений продолжал снижение, более того темпы роста в годовом выражении опустились в отрицательную область (-0.7%) впервые после 1к'11, когда предприятиям пришлось ограничить капитальные затраты в результате резкого увеличения отчислений в фонд социального страхования.

В 4к'12 ухудшение условий заимствования продолжилось, как и проблемы с фондированием в банковской системе, что в сочетании с пессимистичным прогнозом роста может привести к **снижению темпов роста капиталовложений в краткосрочной перспективе**, хотя мы ожидаем оживления инвестиционной активности во второй половине 2013 г.

В декабре потребление немного выросло...

Источник: Росстат, SG / Росбанк

...на фоне восстановления объемов продаж продуктов питания

Источник: Росстат, SG / Росбанк

Но снижение потребительского кредитования и роста доходов населения будет замедлять потребительскую активность

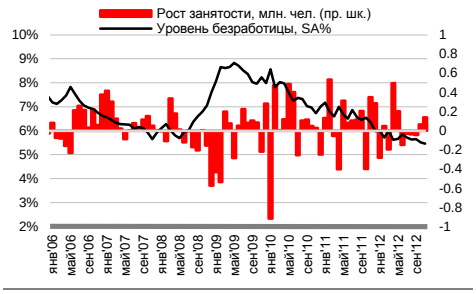
*разница по сравнению с долгосрочным (5 лет) средним значением временного ряда

Источник: Маркит, Росстат, SG / Росбанк

А высокие ставки по депозитам стимулируют сбережение, а не расходы

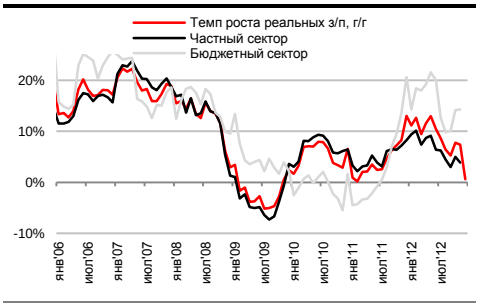
Источник: РЖД, СО ЕЭС, SG / Росбанк

Ситуация на рынке труда остается благоприятной...



Источник: Росстат, SG / Росбанк

...но рост заработных плат замедляется на фоне сокращения доходов в государственном секторе



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Стагнация инвестиционной активности продолжается

Источник: Росстат, SG / Росбанк

Острая нехватка мощностей предполагает рост капиталовложений в среднесрочном периоде

Источник: Росстат, SG / Росбанк

Внешний спрос и платежный баланс

Торговый баланс восстановился во втором полугодии на фоне роста нефтяных цен**.** Устойчивые цены на энергоносители будут способствовать росту экспорта в ближайшие месяцы, тогда как на фоне замедления внутреннего спроса рост импорта останется сдержанным.

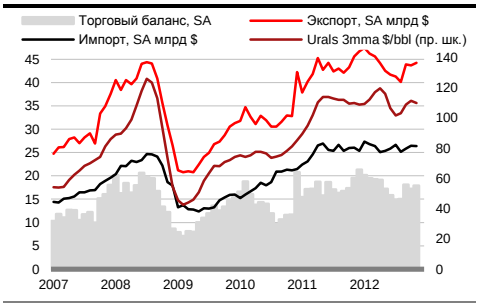
Хотя благодаря устойчивому спросу на сырьевые товары и умеренному росту импорта текущий счет стабилизировался, **структура платежного баланса в целом ухудшается**. Стабильная динамика текущего счета возможна только при сохранении восходящей динамики цен на энергоносители. Объем производства нефти давно не растет, экспорт газа в лучшем случае переживает застой, а возрастающий внутренний спрос неизбежно приведет к ускорению роста импорта, особенно в условиях ограниченной конкурентоспособности местных производителей и несоответствия структуры внутреннего спроса и промышленного производства.

Сокращение профицита текущего счета указывает на возрастающее значение динамики частного капитала для макроэкономической стабильности и устойчивости валюты. Однако именно в этом отношении Россия с ее неизменно высоким оттоком капитала проигрывает. Недавние реформы по совершенствованию инфраструктуры внутренних рынков капитала, безусловно, помогут привлечь большее количество портфельных инвесторов, определенный прогресс наблюдается в улучшении делового климата и решении других застарелых структурных проблем. Но многое еще предстоит сделать, и, кроме того, пройдет какое-то время, прежде чем мы увидим какие-либо ощутимые последствия последних мер и инициатив.

Торговый баланс нормализовался в 3 квартале...

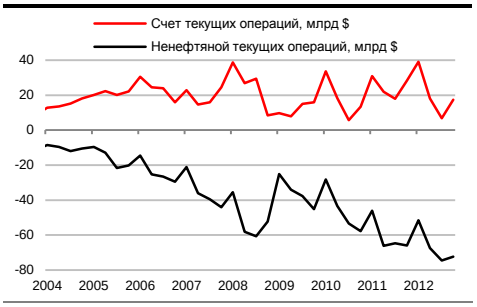
Источник: ЦБР, ФТС, SG / Росбанк

...на фоне восстановления цен на нефть



Источник: Bloomberg, ФТС, SG / Росбанк

Текущий счет стабилизировался благодаря...

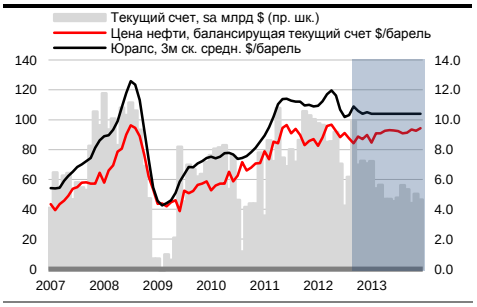


Источник: ЦБР, SG / Росбанк

...росту цен на энергоносители

Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Стабильные цены на нефть не могут поддерживать текущий счет в долгосрочном периоде



Источник: ЦБР, ФТС,SG / Росбанк

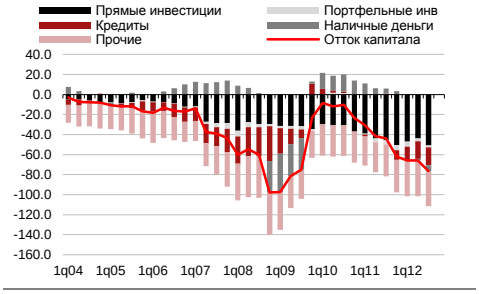
Гигантский отток капитала — результат...

Источник: ЦБР,ФТС,SG / Росбанк

...сокращения внешнего долга (приток частного капитала, $ млрд, сумма за 4 кв)...

Источник: ЦБРSG / Росбанк

...и постоянной утечки капитала (отток частного капитала, $ млрд, сумма за 4 кв)...



Источник: ЦБРSG / Росбанк

Банковская система

Рост денежной массы продолжил замедляться: к концу года темп роста денежного индикатора М2 снизился до 11.9% г/г. Учитывая сложную ситуацию с фондированием, нисходящая тенденция, скорее всего, сохранится в краткосрочном периоде, пока ЦБР не перейдет к циклу смягчения во 2-3к'13.

Традиционный для конца года рост бюджетных расходов помог смягчить ситуацию с ликвидностью в начале года, однако **монетарным властям следует ускорить реформирование системы рефинансирования**, пока сезонный профицит бюджета не поглотил ту малую свободную ликвидность, которая еще существует в банковской системе, и проблемы с обеспечением не начали снова снижать эффективность работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

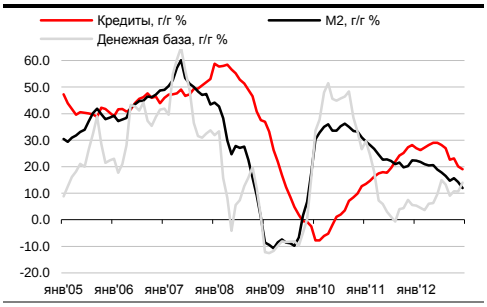
Рост корпоративного кредитования замедляется. Предприятия на фоне неопределенности на глобальных рынках стали занимать более осторожную позицию по капиталовложениям, а банки, столкнувшись с растущей нехваткой фондирования, ужесточили условия кредитования.

В розничном сегменте темпы роста кредитования снижаются по сравнению с предыдущими высокими значениями (более 50% с учетом сезонной корректировки) вследствие естественного насыщения спроса, нехватки фондирования и ожидаемого ужесточения макропруденциального регулирования со стороны ЦБР.

При снижении спроса на кредитование и повышении депозитных ставок (что стимулирует склонность к сбережениям) **переход к более устойчивой модели роста банковской системы будет продолжаться**. Учитывая, что ЦБР бьет тревогу по поводу повышения рисков в сфере потребительского кредитования, эта тенденция будет еще более укрепляться в силу ужесточения макропруденциального регулирования.

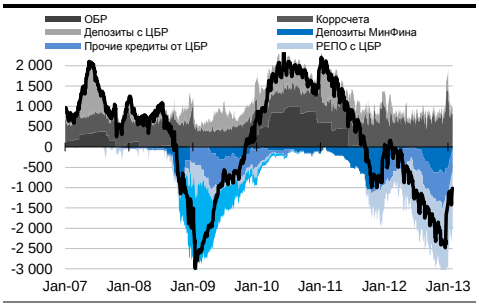
Ситуация с проблемными кредитами пока остается стабильной, однако быстрый рост розничного кредитования может привести к снижению качества активов; нельзя пренебрегать и рисками финансовой стабильности, особенно на фоне рекордно низкой достаточности капитала.

Рост денежной массы замедляется



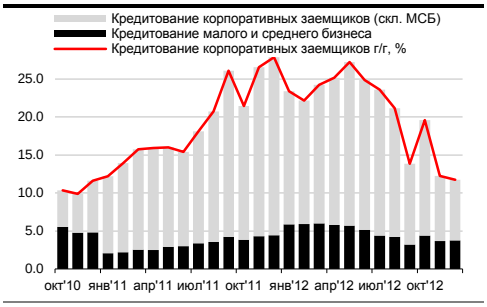
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Объемы рефинансирования ЦБР/МФ приблизились к максимумам 2009 г.



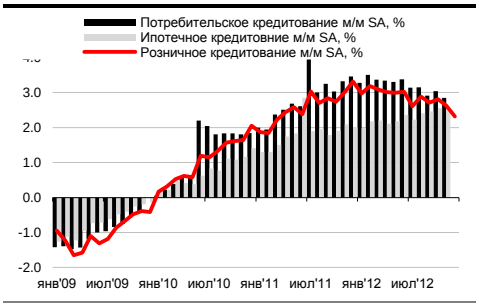
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Темпы роста корпоративного ...



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

...и потребительского кредитования снижаются

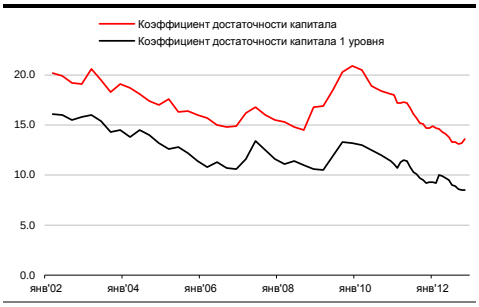


Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Банковская система переходит к более устойчивым темпам роста

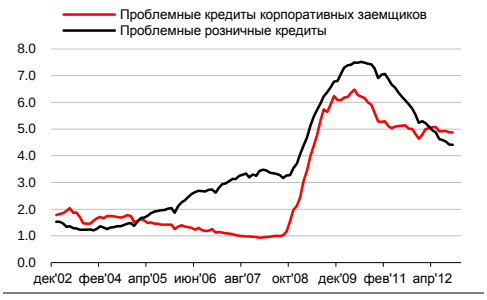
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Достаточность капитала достигла исторического минимума



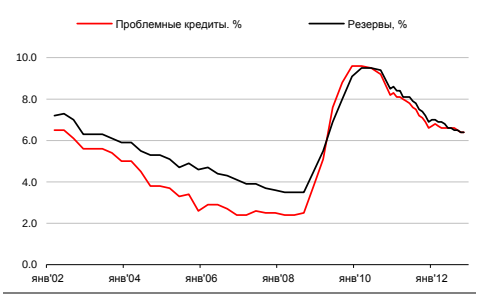
Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Динамика просроченных кредитов



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Проблемные кредиты и создание резервов



Источник: ЦБР, SG / Росбанк

Бюджетно-налоговая политика

Рост предвыборных расходов способствовал сдерживанию неблагоприятного влияния на экономику замедления глобального роста. Однако фискальный импульс ощущался главным образом в начале года, а во 2п'12 его воздействие быстро иссякло, что привело к замедлению экономического роста.

Федеральный бюджет на 2013-2015 гг. подготовлен на основе нового бюджетного правила и уже в 2013 г. **предусматривает консолидацию расходов в размере почти 0.9% ВВП**. Вместе с тем почти вся «экономия» получена за счет сокращения трансфертов региональным бюджетам, тогда как на консолидированном уровне мероприятия бюджетной экономии сосредоточены в части повышения доходов бюджета (увеличение акцизов и НДПИ на газ).

Ключевой риск 2013 года заключается в том, что региональные бюджеты будут не в состоянии обеспечить расходную часть в полном объеме, так как их допущения о росте доходов чересчур оптимистичны. В этом случае возможны следующие варианты: (i) определенные расходы не будут осуществлены (что повлечет замедление экономического роста), (ii) увеличатся трансферты из федерального бюджета (что весьма маловероятно, ибо ставит под угрозу бюджетное правило), (iii) региональные бюджеты увеличат объем заимствований. При этом сочетание пунктов (i) и (iii), на наш взгляд, крайне маловероятно.

Невзирая на бюджетное правило, в ситуации замедления экономического роста **власти вполне могут прибегнуть к обходным способам решения проблемы**. Бюджетные резервы могут быть использованы для финансирования государственных инфраструктурных проектов; все большую популярность приобретают госгарантии (особенно по финансированию расходов на оборону).

Единственным недостающим звеном бюджетной мозаики, имеющим огромное значение по-прежнему остается реформа пенсионной системы. Меры по реформированию льгот и пособий при досрочном выходе на пенсию, равно как сокращение финансируемой части пенсионной системы, помогут сдержать рост дефицита пенсионной системы в ближайшие годы, но долгосрочная устойчивость бюджета все равно остается под вопросом. Обсуждается и «скрытое» повышение пенсионного возраста, но окончательное решение еще не принято.

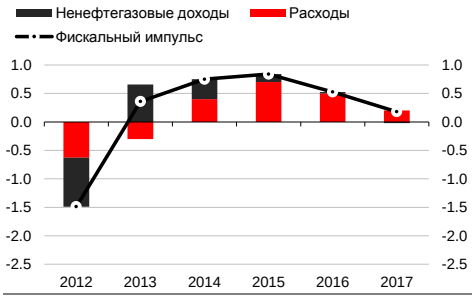
Фискальный импульс пришелся на начало года

Источник: Росстат, SG / Росбанк

Во 2п'12 расходная часть резко сократилась, вызвав замедление роста

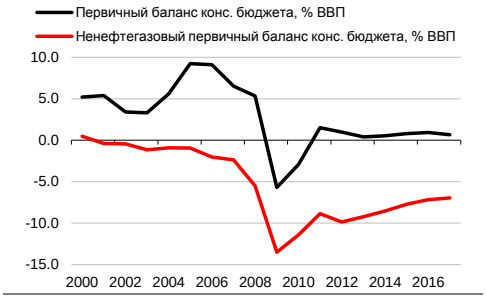
Источник: Минфин, SG / Росбанк

Постепенное сокращение бюджетных расходов...



Источник: Минфин, Bloomberg, SG / Росбанк

...поможет повысить устойчивость к внешним шокам



Источник: Bloomberg, SG / Росбанк

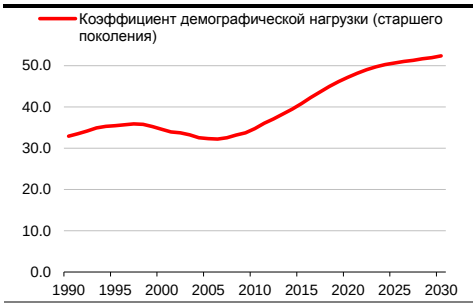
В 2013 г. региональные бюджеты должны обеспечить расходную часть

*Бюджетная политика определяется как изменение CANOPB консолидированного бюджета
Источник: Минфин, SG / Росбанк

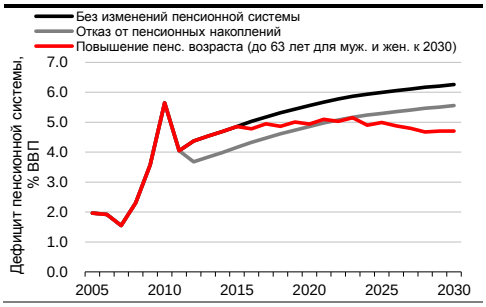
Также возможны обходные способы решения вопросов (с использованием госрезервов)

Источник: Минфин, Росстат, SG / Росбанк

Реформа пенсионной системы все еще на повестке дня



Источник: Росстат, SG / Росбанк



Источник: Росстат, SG / Росбанк

Основные прогнозы

- **Экономические прогнозы**

Номинальный ВВП 2011 $1849 млрд	Q212	Q312f	Q412f	Q113f	Q213f	Q313f	Q413f	2010	2011	2012f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
Реальный ВВП (%г/г)	4.0	2.9	2.6	2.6	3.2	3.5	3.6	4.3	4.3	3.4	3.3	3.9	4.0	3.7	3.7
Потребительские расходы	6.6	4.8	4.2	3.7	3.9	4.4	4.5	5.2	6.8	5.6	4.2	4.7	4.4	4.2	4.3
Государственные расходы	0.0	0.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	-1.4	1.5	0.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0
Инвестиции	7.9	1.5	0.9	4.5	6.7	9.7	9.3	5.8	8.0	4.4	8.1	7.6	7.4	7.2	6.8
Экспорт	-1.4	1.7	1.1	1.1	3.2	2.1	2.7	7.0	0.4	1.4	2.3	2.8	3.6	2.8	2.5
Импорт	2.9	0.8	3.1	5.1	8.3	9.1	9.5	25.8	20.3	3.8	8.2	7.8	7.3	6.1	5.3
Материальные запасы* (% г/г)	0.0	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	4.2	3.0	0.2	0.3	0.6	0.5	0.3	0.3
Номинальный ВВП (% г/г)	11.8	9.1	8.8	6.7	8.3	9.9	9.4	16.4	20.9	11.0	8.7	9.6	9.3	8.8	8.5
Потребительская инфляция (% г/г)	3.8	6.0	6.7	7.2	7.2	6.2	5.9	6.8	8.4	5.1	6.6	5.7	5.2	4.8	4.5
Базовая инфляция** (% г/г)	5.3	5.3	5.1	5.2	5.3	5.1	5.0	5.2	5.7	5.3	5.1	5.0	4.5	4.1	3.9
Уровень безработицы (%, sa)	5.7	5.6	5.9	5.8	5.8	5.7	5.6	7.5	6.6	5.8	5.7	5.5	5.3	5.1	4.9
Занятость (% г/г)	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.3	0.8	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Заработная плата (% г/г)	15.5	13.3	12.3	11.5	10.4	10.9	10.2	11.9	13.0	13.9	10.7	9.8	9.1	8.8	8.8
Фискальный импульс*** (% ненефтяного ВВП)								0.7	2.1	-2.0	0.5	0.7	0.8	0.5	0.2
Разрыв выпуска (% ВВП)								-2.5	-1.2	0.1	-0.3	0.0	0.3	0.4	0.3
Прибыль корпораций до уплаты налогов (% г/г)								42.8	14.5	9.2	7.2	9.6	8.2	8.6	8.0
Текущий счет (% ВВП)								4.7	5.5	4.8	2.3	1.0	0.0	-1.0	-1.7
Сальдо консолидированного бюджета (% ВВП)								-4.1	1.6	0.4	-0.5	-0.3	-0.1	0.1	-0.2
Задолженность федерального правительства (% ВВП)								8.7	9.6	10.0	11.4	12.3	12.7	13.0	13.0
Минимальная ставка ЦБР по аукционам репо, овернайт	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.00	5.25	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25

Источник: Росстат, Росбанк. * Вклад в ВВП **ИПЦ без учета продуктов питания, бензина, тарифов и табака

***Фискальный импульс определяется как изменение ненефтяного первичного дефицита консолидированного бюджета, скорректированного на циклические факторы

- **Ставки и валюта**

на конец периода	30 ноя	Q113f	Q213f	Q313f	Q413f	2013f	2014f	2015f	2016f	2017f
Ключевые ставки										
Депозитная ставка ЦБР, о/п (%)	4.25	4.50	4.75	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50
Ставка аукционного РЕПО ЦБР, о/п (%)	5.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25
Ставка фиксированного РЕПО ЦБР, о/п (%)	6.50	6.50	6.25	6.00	6.00	6.00	5.75	5.50	5.25	5.00
Ставки денежного рынка										
3м Mosprime (%)	7.45	7.10	6.40	6.15	6.15	6.15	5.55	5.20	4.95	4.70
3м OIS (%)	6.20	6.00	5.90	5.65	5.65	5.65	5.30	5.05	4.80	4.55
Спред 3м OIS к ключевой ставке ЦБР (бп)	70	50	40	40	40	40	30	30	30	30
Спред 3м Mosprime - 3м OIS (бп)	125	110	50	50	50	50	25	15	15	15
Государственные облигации										
Дходность 3-летней ОФЗ	6.67	6.40	6.50	6.35	6.35	6.35	6.00	5.75	5.50	5.25
Дходность 5-летней ОФЗ	6.67	6.40	6.60	6.55	6.55	6.55	6.30	6.15	5.90	5.65
Дходность 10-летней ОФЗ	7.00	6.70	6.90	6.95	6.95	6.95	6.80	6.65	6.40	6.15
FX										
RUBBASK	35.50	33.75	35.00	35.50	36.00	36.00	35.50	35.00	34.50	35.00
EURUSD	1.30	1.27	1.25	1.21	1.19	1.19	1.17	1.15	1.10	1.10
USDRUB	31.34	30.09	31.46	32.43	33.16	33.16	32.98	32.79	33.01	33.49
EURRUB	40.6	38.2	39.3	39.2	39.5	39.5	38.6	37.7	36.3	36.8

Последние публикации

Брифинг долговых рынков

Среда, 13 февраля (Газпром Капитал 4, 5, 6)

Вторник, 12 февраля (Торговый баланс, ВТБ БО-22)

Понедельник, 11 февраля (Газпром нефть)

Пятница, 8 февраля (Еврохим)

Четверг, 7 февраля (Недельная инфляция, МОЭСК БО-3)

Среда, 6 февраля (Инфляция в январе)

Вторник, 5 февраля (Композитный индекс деловой активности, Русгидро 7,8, Башнефть 6,7,8,9)

Понедельник, 4 февраля

Пятница, 1 февраля (ВВП, PMI производственного сектора, Металлоинвест, ММК, Мечел)

Четверг, 31 января (Недельная инфляция, Юникредит Банк БО-6, НЛМК)

Среда, 30 января (АФК Система 3, Металлоинвест 2,3, Гидромашсервис 3, Северсталь, ТМК)

Вторник, 29 января

Экономика

Итоги февральского заседания ЦБР (рус / eng)

Февральское заседание ЦБР (рус)

Ликвидность банковского сектора (рус)

Инфляция в январе (рус / eng)

Экономика в декабре (рус / eng)

Промышленное производство в декабре (рус / eng)

Итоги январского заседания ЦБР (рус / eng)

Январское заседание ЦБР (рус)

Инфляция в декабря (рус / eng)

Экономика в ноябре (рус / eng)

Промышленное производство в ноябре (рус / eng)

Итоги декабрьского заседания ЦБР (рус / eng)

Декабрьское заседание ЦБР (рус)

Инфляция в ноябре (рус / eng)

Экономика в октябре (рус / eng)

Промышленное производство (рус / eng)

Специальные обзоры

Россия в фокусе, январь (eng)

Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)

Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)

Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)

Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)

Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)

Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (rus)

Россия в фокусе, октябрь (eng)

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Колычев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Борис Брук** BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	**Марина Петухова** MVPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	**Владимир Мацко** vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	**Михаил Афонский** MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14836	**Василий Королев** VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	**Вера Шаповаленко** VAShapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	**Роман Воронин** roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	**Виктория Якимова** Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	**Александр Ройко** ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	**Павел Малявкин** PVMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	**Евгений Курочкин** evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	**Татьяна Амброжевич** TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14834	**Михаил Петушков** MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		**Александра Павлова** avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	**Юрий Новиков** YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Сычев AASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	**Дмитрий Зайцев** DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		**Роман Будаев** roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835			**Андрей Галкин** aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, 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 ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2013