



Стратегия долгового рынка 2013 г.: год **БОЛЬШИХ** возможностей



© Aaron Amat - Fotolia.com

Алексей Демкин, CFA
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00, доб. 2 14 17
Yury.Tulinov@gazprombank.ru

Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Иван Синельников
+7 (495) 983 18 00, доб. 5 40 74
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru

Алексей Тодоров
+7 (495) 983 18 00, доб. 5 44 43
Alexey.Todorov@gazprombank.ru

Екатерина Зиновьева
+7 (495) 983 18 00, доб. 5 44 42
Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru

В 2013 г. на российском долговом рынке произойдут тектонические изменения – в результате либерализации доступ к рублевому рынку облигаций получат иностранные инвесторы, в управлении которых находятся сотни миллиардов долларов. По нашим оценкам, только в сектор ОФЗ в ближайшие два года поступит порядка 22-28 млрд долл., что сопоставимо с приростом рынка негосударственных бумаг в 2012 г.

Приход иностранных инвесторов серьезным образом скорректирует правила игры на внутреннем долговом рынке.

Облигации локального рынка в 2013 г. останутся одним из самых привлекательных классов активов в условиях неочевидных перспектив рынков акций и рекордно низких спредов на рынках еврообондов. Дополнительную привлекательность рублевому рынку облигаций, помимо либерализации, должно придать ожидание смягчения денежно-кредитной политики ЦБ РФ и сезонное укрепление рубля в начале года.

На наш взгляд, в сегменте ОФЗ потенциал снижения доходности не исчерпан, чему будет способствовать как спрос глобальных инвесторов, так и сокращение предложения госбумаг со стороны Минфина.

После того, как иссякнет ралли в ОФЗ, интерес игроков переключится на региональные облигации. Немного жертвуя ликвидностью, приобретая выпуски с инвестиционным рейтингом, инвесторы получают дополнительную премию в 150-160 б.п., которая в ходе ралли в ОФЗ расширилась до исторических максимумов. Прежде всего, обращаем внимание на выпуски Москвы (BBB/Baa1/BBB) и Санкт-Петербурга (BBB/Baa1/BBB) и ликвидные бумаги категории «BB».

Ожидаем, что спрос может перекинуться и на качественные выпуски корпоративных заемщиков, чему также способствует ужесточение требований регулятора к капиталу банков, которое должно повысить привлекательность бумаг категории «BBB» и даст возможность инвесторам требовать дополнительную премию (20-40 б.п.) за вложения в бумаги категории «BB», чтобы компенсировать дополнительные затраты на новый капитал.

Банкам предстоит непростой год: в условиях ужесточения регулирования им необходимо будет рефинансировать почти на 1 трлн руб. облигаций, включая еврооблигации, что может оказать давление на цены. Тем не менее премия над корпоративными выпусками (~50 б.п.) должна привлечь инвесторов. К числу интересных бумаг мы относим: ВЭБ-9, Русский стандарт БО-1, ОТП Банк БО-2.

Ралли на рынке еврооблигаций в 2012 г. предоставило уникальную возможность инвесторам заработать, а эмитентам – привлечь ресурсы по рекордно низким ставкам на длинные сроки. 2013 г. предлагает не менее интересные возможности на долговом рынке.

Глобальное отношение к риску будет зависеть от своевременности принятия решения по проблеме fiscal cliff. Наш базовый сценарий предусматривает рост доходности UST10 до 1,9-2,0%. Если решение бюджетных проблем приведет к положительному сюрпризу в экономике США и возможному усилению инфляционных ожиданий, мы не исключаем и достижения уровней в 2,3-2,4%.

В отсутствие больших потрясений мы рекомендуем обратить внимание на качественные российские корпоративные и банковские еврооблигации (компании нефтегазового сектора и системообразующие банки), которые сохраняют потенциал сужения спреда к суверенным выпускам (до 50 б.п.), российский же сегмент еврооблигаций по-прежнему остается недооцененным на фоне бумаг конкурентов из Бразилии и Мексики (потенциал сужения спреда оценивается нами в 50-70 б.п.).

Из отдельных выпусков еврооблигаций, привлекательных с точки зрения relative value, мы выделяем выпуски банка «Русский Стандарт» (RUSB 17), Альфа-Банка (ALFARU 21), Евраза (EVRAZ 17, EVRAZ 9,5% 18 и EVRAZ 6,75% 18) и Вымпелкома (VIP 21, VIP 22).



Содержание

ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕМЫ	4
США: в поисках точки роста	5
Fiscal cliff	6
Рынок жилья	7
Рынок труда: магия цифр	8
Монетарная политика	9
Европа: интеграция на фоне austerity	11
Austerity: больше чем austerity	12
Тест на прочность	14
Bailout: кандидаты на вход и выход	14
Китай: новая власть, старые проблемы	15
ДКП: смягчение с приставкой «квази»	16
ТЕМЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ	18
Российская экономика в 2013 г.: еще больше возможностей	18
«Перестройка» модели роста: курс на наращивание инвестиций	19
Бюджет-2013: жизнь по новым правилам	20
Монетарная политика ЦБ: в 2013 г. ждем понижения ставок	21
Ликвидность и процентные ставки: инновации от ЦБ	22
Рубль: укрепление в краткосрочном периоде	23
Пенсионные деньги: «золотой» год для НПФ	24
ТЕМЫ ДОЛГОВОГО РЫНКА	26
Рынок ОФЗ в 2012 г.: ралли на ожиданиях либерализации	26
Рынок ОФЗ: ралли в 2013 г. продолжится?	26
Иностранные инвесторы продолжат покупать ОФЗ в 2013 г.	27
Сколько же иностранцев?	27
Основными держателями ОФЗ остаются российские банки	28
Почему иностранные инвесторы продолжают покупать?	28
Потенциал притока иностранного капитала на российский рынок госдолга: наша оценка	30
Допуск Euroclear / Clearstream на российский рынок: что осталось сделать?	30
Предложение ОФЗ будет сокращаться на горизонте 2-3 лет	30
Доходности ОФЗ: где искать ориентиры в 2013 году?	31
Корпоративные облигации: ждать ли сужения спредов?	32
2013 — год регионального долга	37
Российские еврооблигации	38
ВЗГЛЯД НА СЕКТОРА	42
Банковский сектор: тернистая дорога впереди	42
Нефтегазовый сектор — относительная стабильность на фоне высоких цен на нефть	45
Региональные администрации	47
Металлургия и добывающий сектор: в ожидании восстановления спроса	50
Телекоммуникации: по-прежнему сильный кредитный профиль	52



ГЛОБАЛЬНЫЕ ТЕМЫ

Одним из ключевых факторов, влияющих на оценку российских активов в 2012 г., оставались глобальные риски. Однако самого негативного сценария развития событий удалось избежать. Еврозона сохранила целостность, экономика США, судя по всему, завершит год не хуже предыдущего, а сценарий «жесткой посадки» в Китае не реализовался.

В 2013 г. **рост мировой экономики несколько ускорится** (табл. 1), **однако произойдет это в основном за счет развивающихся экономик**.

Таблица 1. Прогнозы роста ВВП по отдельным странам и группам стран, %, 2012-2014 гг.

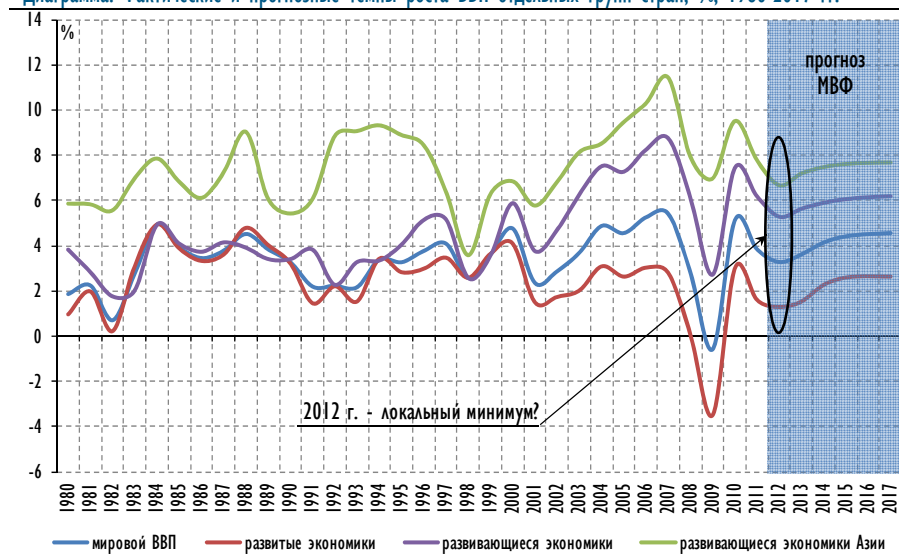
	Мир	США	Еврозона	Германия	Китай	Япония	DM*	EM
2010 (факт.)	5,1	2,4	2,0	4,0	10,4	4,5	3,0	7,4
2011 (факт.)	3,8	1,8	1,4	3,1	9,2	-0,8	1,6	6,2
МВФ, World Economic Outlook, октябрь 2012 г.								
2012	3,3	2,2	-0,4	0,9	7,8	2,2	1,3	5,3
2013	3,6	2,1	0,2	0,9	8,2	1,2	1,5	5,6
2014	4,2	2,9	1,2	1,4	8,5	1,1	2,3	5,9
ОЭСР, OECD Economic Outlook, ноябрь 2012 г.								
2012	-	2,2	-0,4	0,9	7,5	1,6	1,4	-
2013	-	2,0	-0,1	0,6	8,5	0,7	1,4	-
2014	-	2,8	1,3	1,9	8,9	0,8	2,3	-
ВБ, Global Economic Prospects, июнь 2012 г.								
2012	2,5	2,1	-0,3	-	8,2	2,4	1,4	5,3
2013	3,0	2,4	0,7	-	8,6	1,5	1,9	5,9
2014	3,3	2,8	1,4	-	8,4	1,5	2,3	6,0
ЕК, European Economic Forecast, ноябрь 2012 г.								
2012	3,1	2,1	-0,4	0,8	7,7	2,0	-	-
2013	3,3	2,3	0,1	0,8	7,7	0,8	-	-
2014	3,9	2,6	1,4	2,0	7,8	1,9	-	-

* для прогнозов ОЭСР — по экономикам ОЭСР, по прогнозам ВБ — страны категории «high income»

Источник: МВФ, ОЭСР, Всемирный Банк, Еврокомиссия

Похоже, что в 2012 г. глобальная экономика прошла «нижнюю точку», и в 2013 г. возможно постепенное ее восстановление. **2013 г. обещает быть менее напряженным в плане политических событий**, что предполагает больше «спокойствия» для рынков. Сезон выборов в целом завершен: можно отметить лишь голосования в Италии (в феврале) и в Германии (сентябрь). Из геополитических рисков актуальным остается обострение ситуации в Сирии или вокруг Ирана.

Диаграмма. Фактические и прогнозные темпы роста ВВП отдельных групп стран, %, 1980-2017 гг.



Источник: МВФ, World Economic Outlook, октябрь 2012 г.



В этих условиях **динамика рынка будет более многогранной в противовес превалявавшей ранее матрице «risk-on/risk-off».**

В США центральной темой на 2013 г. станет экономический рост, а также динамика потребительского спроса, «бюджетный обрыв» и переговоры по долгосрочному снижению дефицита бюджета, ситуация на рынке жилья и проблема безработицы в свете очередного QE от ФРС. В Европе главной темой будет интеграция, а также экономический рост в условиях реализуемых мер экономии. В Китае новому «поколению» властей предстоит поддержать отталкивающуюся от дна экономику и подтвердить действиями заявления о новых экономических реформах, нацеленных на рост внутреннего потребления.

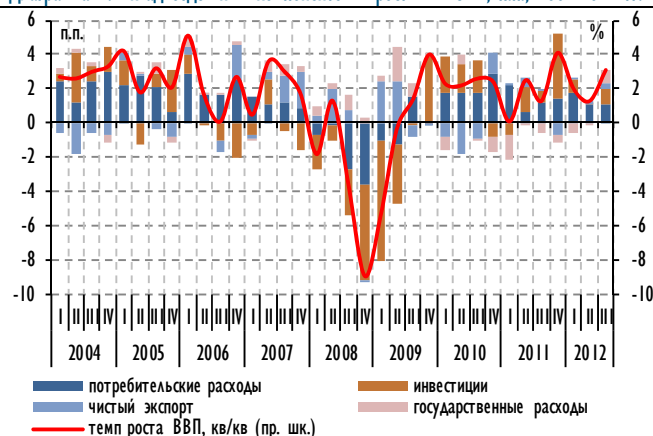
США: в поисках точки роста

Экономика США в 2012 г. продолжила восстанавливаться: если в 2011 г. темп роста ВВП составил лишь 1,8%, то по итогам 2012 г. он может достичь 2,2% (по оценкам МВФ и ОЭСР). Однако анализ структурных компонентов роста ВВП вызывает озабоченность. Если во 2П11 наблюдалось увеличение доли инвестиционной составляющей в росте ВВП (до 3,72 п.п. в 4К11), то на протяжении 2012 г. она варьировалась от 0,1 до 0,8 п.п. при одновременном сокращении вклада потребительских расходов с 1,7 п.п. в 1К12 до 1,1 п.п. в 3К12 (среднее значение за предкризисные 2000-2007 гг. составляет 2 п.п.). Роль инвестиций в ВВП в 2013 г. может усилиться в случае устранения угрозы fiscal cliff и при появлении большей определенности для бизнеса. Отметим, однако, что в 3К12 был отмечен положительный вклад «волатильного» компонента госрасходов (+0,7 п.п.), не наблюдавшийся с середины 2010 г.

Сокращение вклада потребительских расходов в рост ВВП является особенно тревожным знаком, учитывая, что на потребление приходится 70% ВВП США (среднее значение в 2000-2012 гг.), причем ждать резкого улучшения не стоит.

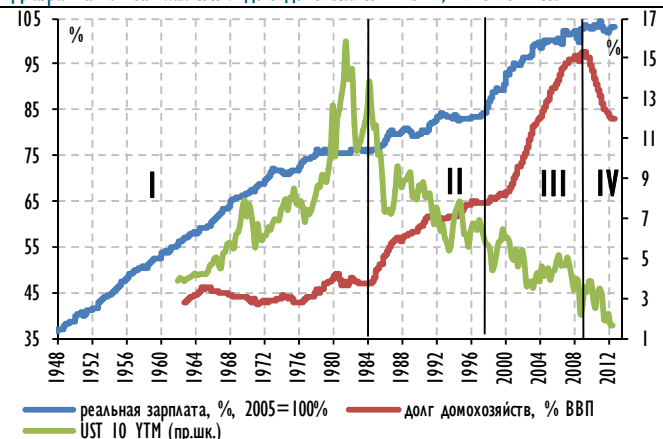
В период 1948-1984 гг. основу экономического «процветания» США составляли стремительно растущие реальные зарплаты при относительно стабильном вкладе кредитных ресурсов. На 2-м этапе (1984-1998 гг.) последние стали играть более существенную роль, а на 1999-2008 гг. пришелся настоящий кредитный бум (долг домохозяйств вырос с 65% ВВП до 95% ВВП), сменившийся затем и ускорившийся после краха Lehman Brothers процессом «деleverиджинга». В итоге после 2008 г. рост реальной заработной платы вышел на фактическое «плато», а усредненный доход домохозяйств упал в 2012 г. на 8% по сравнению с историческим максимумом 2000 г. (54,9 тыс. долл.) и вернулся на уровни 1995 г.

Диаграмма 1. Вклад отдельных компонентов в рост ВВП США, п.п., 2004-2012 гг.



Источник: ВЕА, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. Реальная з/п и долг домохозяйств в США, 1948-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



Базовым сценарием для экономики США на 2013 г. нам видится сохранение темпов роста не ниже 2% в случае своевременного решения проблемы **fiscal cliff**. Оценки роста ВВП для указанного периода варьируются от 2% (ОЭСР) до 2,4% (ВБ), а декабрьский прогноз ФРС указывает на диапазон 2,3-3,0%. Однако мы не исключаем позитивного «сюрприза», в случае роста инвестиционной активности – при условии принятия долгосрочной программы по решению бюджетных проблем.

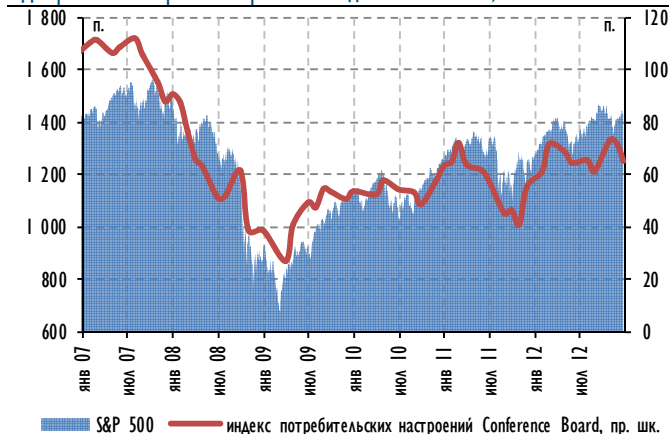
Fiscal cliff

Летом 2011 г. неспособность американских политиков быстро принять необходимые меры по решению бюджетных проблем уже стоила стране лишения рейтинга «AAA» от S&P. В 2013 г. ситуация может повториться – **США рискуют потерять наивысший рейтинг и от других агентств, если демократы и республиканцы вовремя не решат проблему fiscal cliff** (все три крупнейших рейтинговых агентства уже заявили о намерении оценить итоги переговоров по fiscal cliff в 2013 г. с соответствующими рейтинговыми действиями).

Окончание срока действия «бушевских» сниженных налоговых ставок (1 января 2013 г.) и автоматические сокращения отдельных расходных статей бюджета, в совокупности названные Б. Бернанке «фискальным обрывом», могут «изъять» из экономики 607 млрд долл. (по подсчетам Бюджетного управления Конгресса). Это, в свою очередь, приведет к рецессии и резкому ухудшению ситуации на рынке труда. По оценкам Бюджетного управления, спад ВВП по итогам 2013 г. может составить 0,5%, а уровень безработицы – вырасти с 7,7% (декабрь 2012 г.) до 9,1% в 4К13.

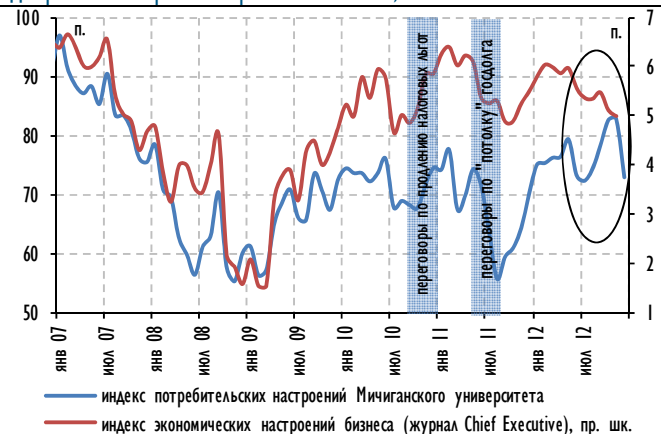
Опасения fiscal cliff негативно сказываются на настроениях потребителей и бизнеса. Индекс деловых настроений, отражающий экономические ожидания глав компаний на ближайший год, начал падать с середины 2012 г., и в результате из-за отсутствия определенности по вопросу «бюджетного обрыва» на счетах американских компаний скопилось, по заявлениям главы BlackRock, 1,7 трлн долл.

Диаграмма 3. Настроение потребителей и динамика S&P 500, 2007-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 4. Настроения потребителей и бизнеса, 2007-2012 гг.



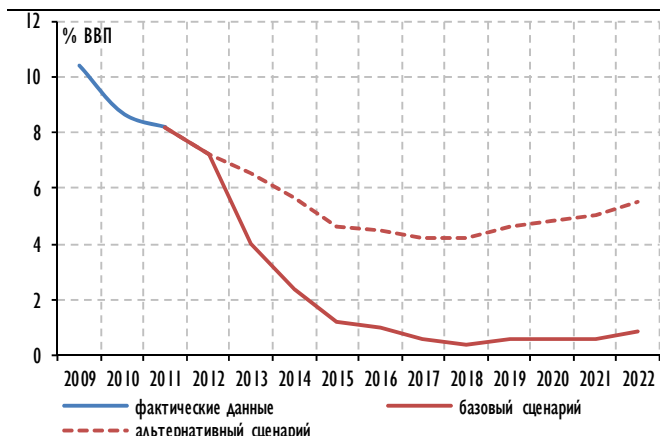
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Базовым сценарием по **fiscal cliff** нам представляется ликвидация угрозы «обрыва» если не к 1 января, то в первые недели 2013 г. Для экономики США данный незначительный перенос сроков не принципиален, однако он может стать свидетельством сохранения высоких политических рисков. При этом масштабный пересмотр налоговых доходов и расходов на социальную сферу (Medicare и пр.) будет отложен на 2013 г. (по словам Б. Обамы, обсуждение налоговой реформы может быть растянуто до конца 2013 г.). Таким образом, даже **устраненный в моменте fiscal cliff не будет означать урегулирования долгосрочных бюджетных проблем США**.



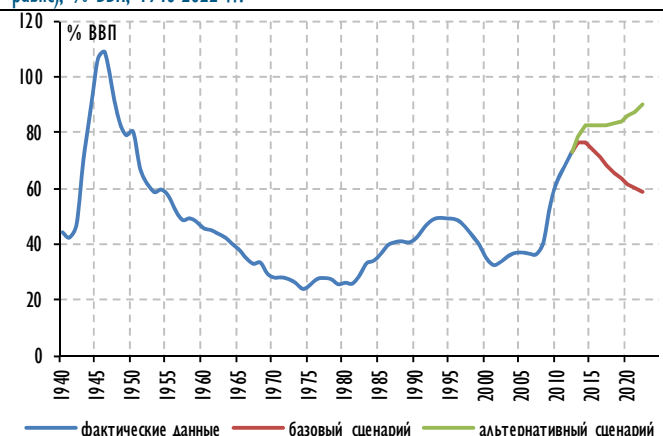
Отметим, что одновременно с проблемой «бюджетного обрыва» политикам США предстоит урегулировать вопрос потолка госдолга, который будет достигнут уже 31 декабря, а временных мер будет достаточно, чтобы отсрочить дату потенциального дефолта еще на два месяца.

Диаграмма 5. Дефицит бюджета США, % ВВП, 2009-2022 гг.



Источник: Bloomberg, Бюджетный комитет Конгресса США, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 6. Госдолг США во владении публичного сектора* (debt held by the public), % ВВП, 1940-2022 гг.



* не включает госдолг во владении федерального правительства

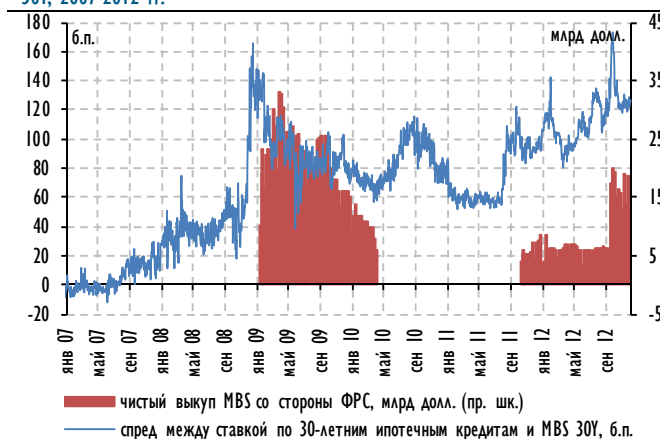
Источник: Bloomberg, Бюджетный комитет Конгресса США, расчеты Газпромбанка

Рынок жилья

Рынок жилья, являвшийся одним из драйверов «предкризисной» экономики США (в среднем в 2000-2005 гг. доля в ВВП – 5,1%, вклад в рост ВВП – 0,3 п.п.), вошел в период восстановления в 2012 г. Все индикаторы – от числа новостроек и продаж на вторичном рынке до индекса цен на жилье и индекса настроений в сфере жилищного строительства – демонстрировали существенное улучшение. В итоге в 4К11-3К12 вклад данного сектора в укрепление ВВП в среднем составлял 0,3 п.п. против -0,6 п.п. в 2006-2011 гг.

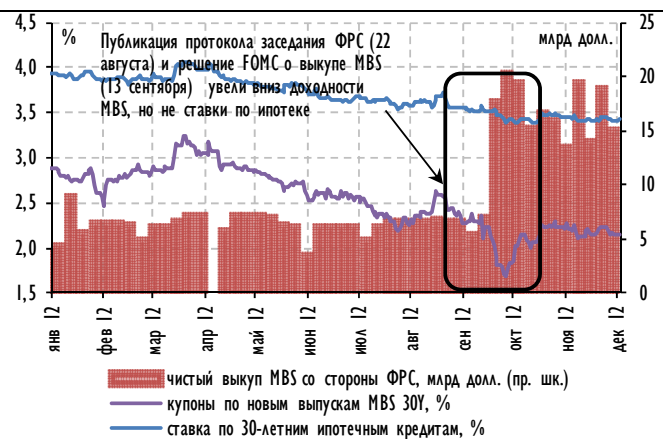
Одним из факторов, способствовавших положительным тенденциям на рынке жилья, стала ультрамягкая политика ФРС и, прежде всего, начатое в октябре 2011 г. реинвестирование прибыли от выкупленных ранее MBS в ипотечные облигации, расширенное в сентябре 2012 г. прямым выкупом MBS на 40 млрд долл. ежемесячно (QE3). На этом фоне ставка по 30-летней ипотеке снизилась за октябрь 2011 г. – декабрь 2012 г. на 0,6 п.п. до 3,4%, а ставка по 30-летним MBS на 0,9 п.п. – до 2,15%. Таким образом, непосредственная цель ФРС – облегчение условий кредитования для домохозяйств – достигнута не полностью.

Диаграмма 7. Выкуп MBS и спред между ставкой по 30-летней ипотеке и MBS 30Y, 2007-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 8. Выкуп MBS и ставки по 30-летней ипотеке и MBS 30Y, 2012 г.

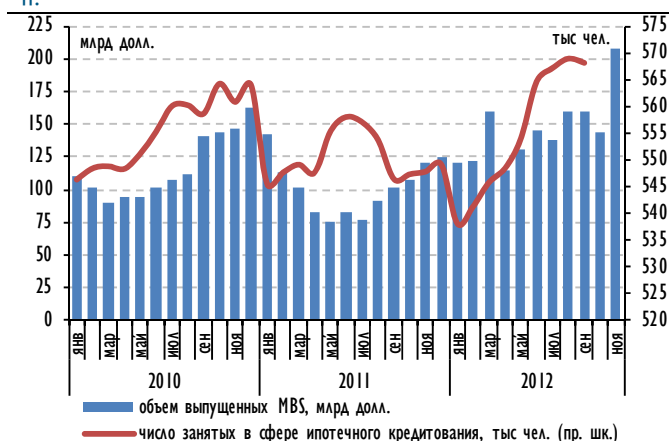


Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



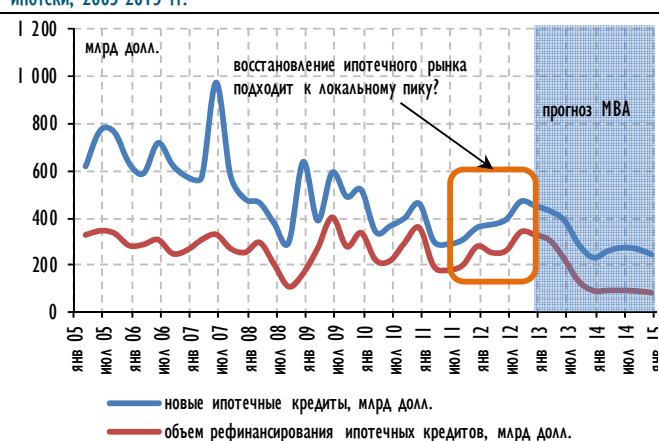
Фактом, свидетельствующим об относительно улучшении ситуации на рынке жилья, служит увеличившийся объем выпуска MBS. За январь-ноябрь 2012 г. он составил 1,60 трлн долл., что больше чем в 2011 г. (1,22 трлн долл.) и 2010 г. (1,41 трлн долл.). В 2012 г. был также отмечен рост объемов новых ипотечных кредитов и рефинансирования ипотеки, однако, согласно прогнозу Ассоциации ипотечных банкиров США (MBA), вероятный рост ставок на рынке изменит ситуацию уже в 2013 г. В этом свете мы полагаем, что **пиковый «вклад» рынка жилья в рост ВВП придется на 4К12, а в 2013 г. поддержка со стороны сектора будет ограниченной.**

Диаграмма 9. Объем выпуска MBS и число занятых в ипотечной сфере, 2010-2012 гг.



Источник: Статистическое управление Минтруда США, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 10. Объемы выданных ипотечных кредитов и рефинансирования ипотеки, 2005-2015 гг.

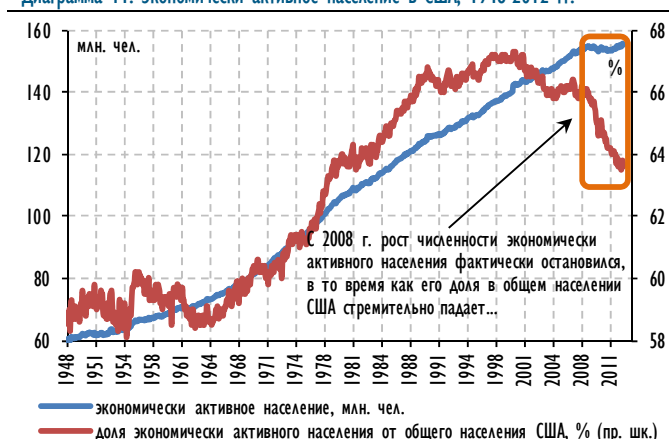


Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Рынок труда: магия цифр

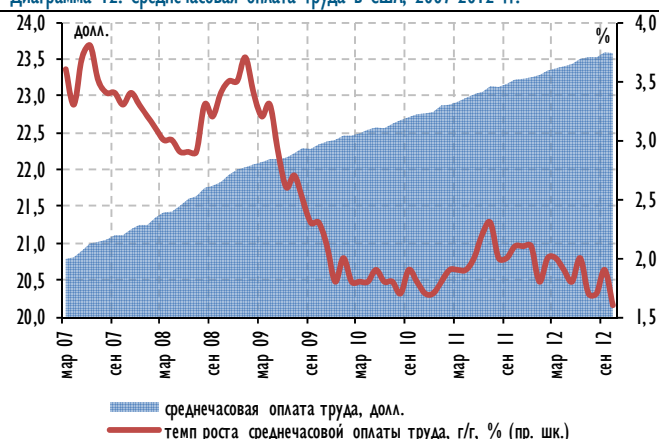
Состояние рынка труда приобрело особую важность в свете декабрьского решения ФРС напрямую «увязать» монетарную политику с уровнем безработицы в 6,5%, который, по прогнозу ФРС, будет достигнут в 4К15. Для того чтобы безработица опустилась до этого уровня, payrolls в среднем должны расти на 190 тыс. в месяц, что пока видится недостижимым (средний ежемесячный прирост payrolls за 2011-2012 гг. составляет 152 тыс.).

Диаграмма 11. Экономически активное население в США, 1948-2012 гг.



Источник: Статистическое управление Минтруда США, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 12. Среднечасовая оплата труда в США, 2007-2012 гг.



Источник: Статистическое управление Минтруда США, расчеты Газпромбанка

Уровень безработицы в ноябре 2012 г. опустился до минимума с декабря 2008 г. (7,7%, что на 0,8 п.п. ниже, чем в декабре 2011 г.). Однако **в 4К13 безработица, по прогнозу ФРС, должна составить 7,4-7,7%**, что лишь немногим меньше текущих ее значений. Отметим, правда, что снижение уровня безработицы происходит на фоне сокращения доли экономически



активного населения в общем населении страны (в терминах Минтруда США – civilian non-institutional population). Примечательно, что если бы доля рабочей силы в общем населении страны в ноябре 2012 г. осталась на уровне годовой давности (64%), то безработица сейчас (при прочих равных) составляла бы 8,3%. Если же за «отправную точку» брать ноябрь 2007 г. (доля рабочей силы – 66%), то расчетный уровень безработицы вырастет до 11,1%. Отметим также, что в 2012 г. наблюдалось снижение темпов роста почасовой оплаты труда – показатель ушел ниже 2% в годовом исчислении (см. диаграмму 16), что является одним из сдерживающих факторов для потребительского спроса.

В целом **мы не ждем существенных позитивных сдвигов на рынке труда США в 2013 г.** – даже в случае снижения уровня безработицы, «качество» подобного улучшения будет сомнительным, учитывая вероятное продолжение сокращения доли экономически активного населения. Отметим, однако, что коррективы в ожидания по рынку труда может внести урегулирование ситуации fiscal cliff.

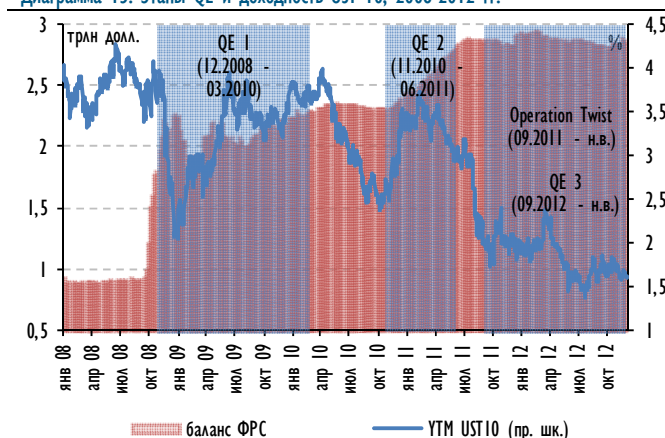
Монетарная политика

Центральным событием 2012 г. в рамках ДКП США стало оглашение ФРС третьего этапа «количественного смягчения» – в виде выкупа с рынка ежемесячно MBS в объеме 40 млрд долл. (расширенное в декабре выкупом долгосрочных UST) и введение «количественных» правил определения монетарной политики.

В отличие от своих предшественников QE3 – как в отношении MBS, так и UST – не имеет ни временных, ни «объемных» границ, т.е. регулятор готов продолжать выкуп вплоть до улучшения состояния экономики и, прежде всего, рынка труда. Еще одной вехой 2012 г. стали изменения в сфере определения ДКП: ФРС в декабре 2012 г. пообещала удерживать ставку на близком к нулю уровне «по крайней мере, до тех пор», пока безработица не опустится до 6,5%, а прогнозируемая на горизонте 1-2 лет инфляция (в терминах индекса PCE) не превысит отметку 2,5% (т.е. на 0,5 п.п. выше таргетируемого ФРС уровня). При этом в декабрьском пресс-релизе регулятора подчеркивается, что при определении ДКП он будет отслеживать и другие показатели рынка труда и инфляционного давления.

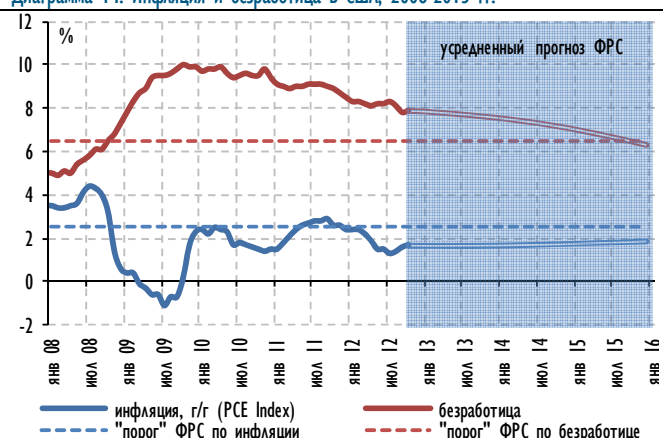
Новые «количественные» правила ФРС, как и бывшие «временные», не предполагают увеличения ключевой ставки (fed funds) до конца 2015 г. (по прогнозу ФРС, безработица снизится до 6,0-6,6% лишь в 4К15 при ожиданиях индекса PCE на этот же период 1,7-2,0%). Следовательно, угроза доходностям UST со стороны изменения политики ФРС отсутствует.

Диаграмма 13. Этапы QE и доходность UST 10, 2008-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 14. Инфляция и безработица в США, 2008-2015 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



Реализация инфляционной угрозы также представляется нам маловероятной. Экономика США по-прежнему работает в состоянии серьезной недозагруженности, что удерживает инфляцию (в терминах индекса PCE Core) ниже 2%. Кроме того, умеренными остаются и инфляционные ожидания (спреды TIPS5 к UST5 и TIPS10 к UST10). Не исключено, однако, что инфляционные ожидания вырастут после урегулирования проблемы fiscal cliff и последующего вероятного роста инвестиционной активности.

Сокращение чистого объема предложения UST в 2013 г. будет сдерживающим фактором для роста ставок. По нашим оценкам, нетто-объем размещений (без фактора рефинансирования и за вычетом выкупа ФРС) составит лишь 35 млрд долл. в месяц против 75 млрд долл. в 2012 г.

Суммируя вышесказанное, мы видим **доходность UST10 на конец 2013 г. в диапазоне 1,9-2,0%.** Фактором этого роста будет выступать постепенное улучшение состояния экономики и сопутствующее снижение спроса на «безрисковые» UST. Однако рост доходностей может быть сдержан «фискальным сжатием» (переговоры по 10-летнему плану сокращения дефицита пройдут в 2013 г.), отрицательный эффект которого на темпы роста ВВП может составить 0,5-1,5 п.п. Кроме того, отсутствие угрозы инфляции и масштабные стимулы ФРС в виде QE3 (баланс регулятора может вырасти до 3,9 трлн долл. к концу года) не позволят доходности «десятки» показать существенный рост. При этом эффект вероятного снижения рейтинга США (в случае провалов переговоров по fiscal cliff) на доходности UST кажется нам неочевидным. Решение S&P лишить США рейтинга «AAA» летом 2011 г. привело к неожиданному падению доходностей, однако аналогичное действие другого рейтингового агентства может иметь иные последствия.

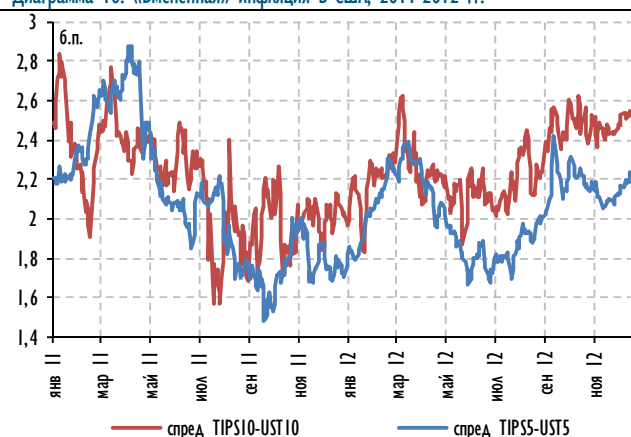
«Краткосрочное» решение проблемы fiscal cliff может вывести ставку UST10 на уровень 1,9-2,0%. В дальнейшем ее динамика будет находиться под влиянием инфляционных ожиданий, сокращения предложения UST и эффекта от QE3. Дальнейший рост ставки возможен в случае «долгосрочного» решения fiscal cliff и появления признаков оживления экономики США.

Диаграмма 15. «Недозагруженность» экономики и инфляция в США, 1960-2012 гг.



Источники: Бюджетный комитет Конгресса США, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 16. «Вмененная» инфляция в США, 2011-2012 гг.



Источники: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Отметим, что с точки зрения технического анализа долгосрочная нисходящая линия тренда в доходности UST10 была прорвана (снизу вверх) с третьей попытки, что рассматривается нами как «бычья» техническая предпосылка. В настоящее время доходность UST10 находится в фазе среднесрочной консолидации в диапазоне 1,559-1,889%.

На горизонте 3-6 месяцев доходность UST10 может пробить верхнюю границу этого диапазона и достичь среднесрочной технической цели 2,01%. Затем в рамках базового сценария доходности UST10 может достаточно долго совершать колебания в коридоре 1,77-2,00%.



Диаграмма 17. Доходность UST-10, недельные данные: долгосрочная техническая характеристика по состоянию на 27 декабря 2012 г.



Источник: CQG, оценки Газпромбанка

Однако в случае прорыва выше уровня 2,01% станет актуальной долгосрочная техническая цель 2,291% в доходности UST10 с горизонтом более года. Естественно для реализации этого сценария должны появиться веские причины: например, достижение целевых уровней по инфляции или безработице, что, однако, не является нашим базовым сценарием на 2013 г.

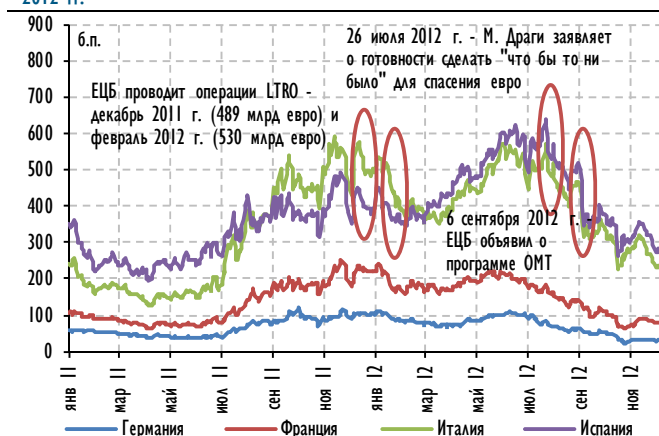
Европа: интеграция на фоне austerity

2013 г. станет для Европы тестом на готовность к более тесной и эффективной интеграции – с января вступает в силу «фискальный пакт», а в течение года должна быть дооформлена структура первого этапа «банковского союза».

Главным итогом 2012 г. для Европы можно считать устранение трех «рисков»: неконтролируемого дефолта Греции, эффекта «домино» среди стран Южной Европы и развала еврозоны. «Политический сезон» также практически завершился: выборы прошли во Франции и Греции, а в 2013 г. состоятся в Италии (досрочные, предположительно в конце февраля) и в Германии (сентябрь). **Основную роль в улучшении ситуации в еврозоне в 2012 г. сыграл ЕЦБ** при нерешительности национальных властей – главным источнике политических рисков в ЕС. Событием года, затмившим эффект аукционов LTRO на общую сумму более 1 трлн евро, стало июльское заявление главы регулятора М. Драги о готовности сделать «что бы то ни было» для спасения евро, что в сентябре вылилось в объявление новой программы выкупа госдолга – OMT (Outright Monetary Transactions).

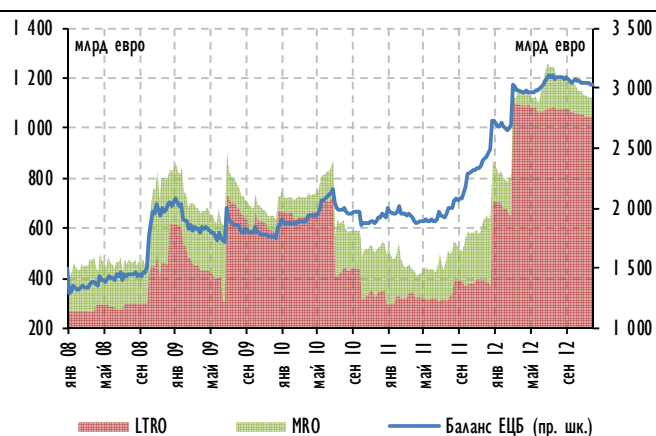


Диаграмма 1. 5-летние суверенные CDS-спреды отдельных стран еврозоны, 2011-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. Кредитные операции (MRO и LTRO) и баланс ЕЦБ, 2008-2012 гг.



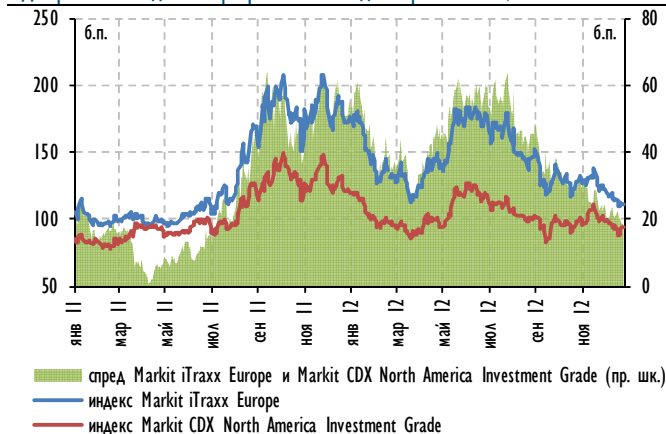
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

От 2013 г. мы ждем снижения ставки ЕЦБ на 25 б.п. – до нового исторического минимума в 0,5% уже в 1К13, учитывая ожидания замедления инфляции ниже таргетируемого регулятором уровня 2% в течение года, а также вероятность повторной рецессии. Среднегодовой курс евро к доллару мы видим на уровне 1,3 долл.

Austerity: больше чем austerity

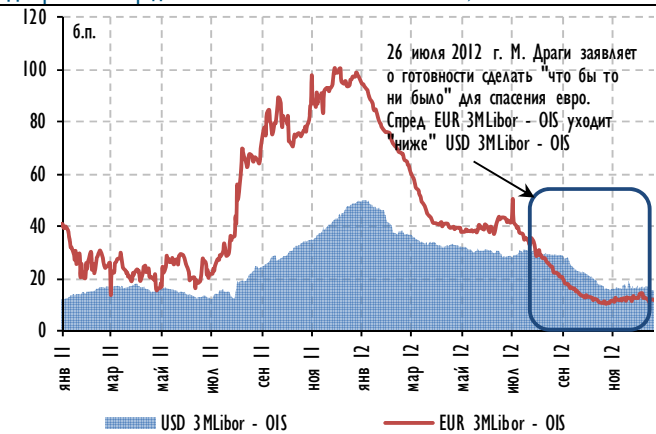
Несмотря на относительное улучшение отношения к европейскому риску (как к суверенному, так и к корпоративному), ситуация в экономике еврозоны ухудшается и в данном случае одним из главных факторов являются предпринимаемые странами меры экономии. Так, сторонник austerity – МВФ – в октябрьском отчете заявил о большем, чем предполагалось, негативном влиянии мер экономии на темпы роста экономик, и возможно, что недавние прогнозы по странам еврозоны вновь придется скорректировать.

Диаграмма 3. Индексы корпоративных CDS для Европы и США, 2011-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 4. Спреды USD 3M Libor-OIS и EUR 3M Libor-OIS, 2011-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

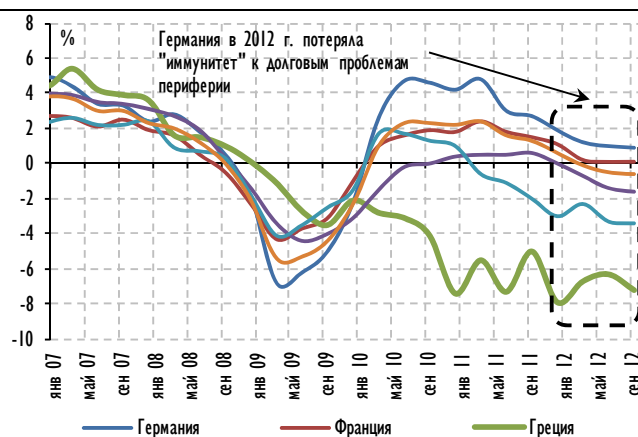
По итогам 3К12 еврозона официально вступила в рецессию, вторую за последние три года: ВВП сократился на 0,1% кв/кв после снижения на 0,2% во 2К12. Причем ключевым моментом в данном случае является значительное снижение темпов роста экономики «локомотива» еврозоны – Германии, потерявшей иммунитет к долговому кризису. Согласно прогнозу ЕЦБ, ВВП еврозоны по итогам 2012 г. сократится на 0,4-0,6%, а вероятность рецессии в 2013 г. также достаточно высока (прогнозируемый диапазон: от -0,9% до +0,3%). При этом германский Бундесбанк ждет роста ВВП страны в 2012 г. на 0,7%, а в 2013 г. – лишь на 0,4%. Ощутимый рост, по



ожиданиям ЕЦБ, вернется в еврозону лишь в 2014 г., по итогам которого ВВП валютного союза может вырасти на 0,2-2,2%.

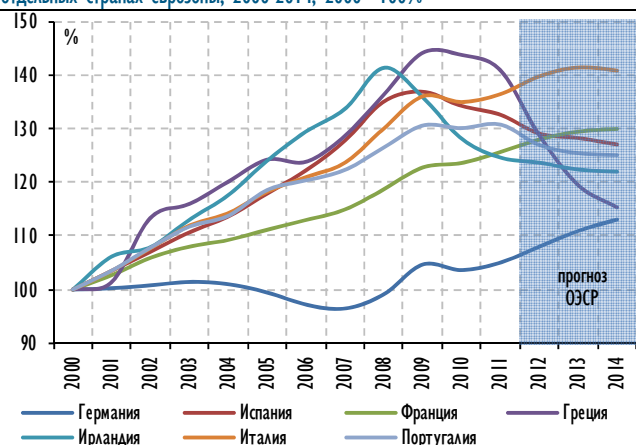
Политика «экономии» приобрела общеевропейский характер и будет продолжена в 2013 г. Austerity в той или иной форме имеет место быть как в неблагополучной Греции (меры экономии продлятся как минимум до 2016 г.), находящейся в состоянии пред-bailout Испании (меры экономии по итогам 2012 г. должны составить 27 млрд евро, в 2013 г. – 13 млрд евро), так и в благополучной Австрии (планируется экономия 26,5 млрд евро к 2016 г.). Кроме того, в 2013 г. меры экономии намерены проводить Франция (36,9 млрд евро), Италия (10 млрд евро), Португалия (5,3 млрд евро) и Ирландия (3,5 млрд евро).

Диаграмма 5. Темпы роста ВВП стран еврозоны, г/г, 2000-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

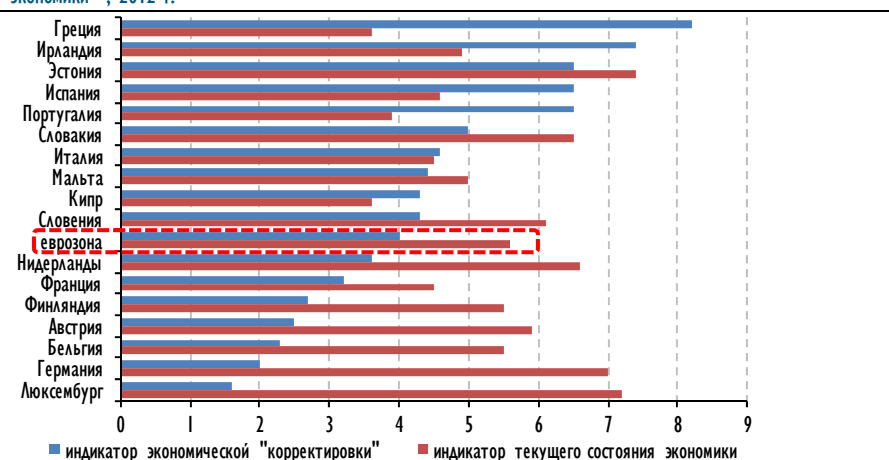
Диаграмма 6. Затраты на рабочую силу в расчёте на единицу продукции в отдельных странах еврозоны, 2000-2014, 2000=100%



Источник: ОЭСР, расчеты Газпромбанка

Обоснование мер austerity, предлагаемое европейскими политиками, – повысить конкурентоспособность экономик и привести госфинансы «в порядок». Успешность подобной стратегии (во всяком случае, ее первой части) можно оценить по динамике показателя удельных затрат на рабочую силу. Отметим, что страны периферии являются лидерами 2012 г. в плане масштабы проводимых экономических реформ: в ранжировке экономической «корректировки» они занимают первые места. Причем с 2011 г. Греция, Ирландия, Испания и Португалия улучшили свои позиции на 1-2 ступени.

Диаграмма 7. Ранжировки стран еврозоны по интенсивности проводимых реформ* и текущему состоянию экономики**, 2012 г.



* оценивается динамика экспорта, первичного дефицита бюджета, удельных затрат на рабочую силу

** оцениваются показатели ВВП, рынка труда, бюджетного дефицита, долговой нагрузки, инвестируемых и др.

Источник: The Lisbon Council, расчеты Газпромбанка



Тест на прочность

Темой 2013 г. в Европе станет «проверка на прочность» институциональных новшеств в виде **«фискального пакта» как прообраза фискального союза, «первой версии» союза банковского и нового стабфонда (ESM)**, которые потенциально могут сгладить негативный эффект austerity.

Принятый в марте 2012 г. 25 странами ЕС «фискальный пакт» является своего рода более жесткой версией Пакта стабильности и роста и предполагает следующие основные нововведения:

- ▶ структурный дефицит бюджета не должен превышать 0,5% ВВП;
- ▶ страны с госдолгом существенно ниже 60% могут допускать рост дефицита до 1% ВВП;
- ▶ положения о сбалансированном бюджете должны быть внедрены в национальное законодательство; страны, не сделавшие этого, подвергнутся штрафам и не получают доступа к кредитам ESM в случае необходимости;
- ▶ страны с госдолгом выше 60% должны сокращать его на 1/20 ежегодно;
- ▶ страны еврозоны будут координировать выпуск нового госдолга.

«Фискальный пакт» вступит в силу с 1 января 2013 г. Таким образом, уже в самом ближайшем времени можно будет понять, насколько страны, подписавшие «пакт», готовы следовать его положениям.

Прообраз банковского союза будет полностью функционален с 2014 г., когда ЕЦБ начнет «мониторить» банки еврозоны, чьи активы превышают 30 млрд евро (около 200 банков), однако в экстренных случаях надзор (с последующим кредитованием от ESM) может быть введен уже в 2013 г. Создание двух других «столпов» банковского союза – гарантий по депозитам и общего фонда для спасения банков – отложено на более отдаленную перспективу. Увязка прямого финансирования со стороны ESM и создание единого регулятора неслучайна: страны-кредиторы должны получить инструмент контроля над банками-получателями помощи. Отметим, что ESM, общим объемом 500 млрд евро, официально заработал в октябре 2012 г. и должен полностью заменить временный EFSF – после истечения срока по обязательствам (кредиты, облигации) последнего.

Bailout: кандидаты на вход и выход

Несмотря на то, что **наш базовый прогноз на 2013 г. не предполагает развития событий по катастрофическому сценарию (выход какой-либо страны из зоны евро или дефолт)**, мы не исключаем «пополнения» в рядах европейских стран, которым предоставлен bailout. Ими являются Испания, уже получившая банковский bailout в размере 37 млрд евро, а также Кипр, официально обратившийся за помощью еще в июне 2012 г. Окончательное решение по заявке Никосии будет принято, скорее всего, в январе 2013 г., после проведения аудита кипрских банков. Точный объем bailout не известен, а оценки, по разным источникам, варьируются от 10 до 18 млрд евро. Отметим также, что в 2013 г. должен состояться «выход» из bailout первой страны – Ирландии.

Из европейских рисков 2013 г. стоит отметить **вероятные спорадические волнения на рынках из-за ситуации в Греции** (невыполнение Афинами плановых показателей, задержки траншей, рост популярности «праворадикалов»).



Таблица 1. Суверенные bailout в Европе

	дата обращения за bailout	ресурсы	дата окончания bailout
Греция	23 апреля 2010 г.	1-я программа помощи: 80 млрд евро в виде двусторонних кредитов, 30 млрд евро - вклад МВФ (всего выделено 73 млрд евро); 2-я программа помощи: дополнительно 130 млрд евро от EFSF, ESM и МВФ (всего выделено 75,6 млрд евро). Общий объем: 85 млрд евро. Вклад EFSM - 22,5 млрд евро, EFSF - 17,7 млрд евро;	2014
Ирландия	21 ноября 2010 г.	двусторонние кредиты: Великобритания (3,8 млрд евро), Швеция (0,6 млрд евро), Дания (0,4 млрд евро); вклад МВФ - 22,5 млрд евро; вклад Казначейства страны и Национального пенсионного резервного фонда - 17,5 млрд евро. (всего выделено: 52,9 млрд евро).	ноябрь 2013
Португалия	7 апреля 2011 г.	Общий объем: 78 млрд евро. Вклад EFSM - 26 млрд евро, EFSF - 26 млрд евро, МВФ - также 26 млрд евро (всего выделено: 61,4 млрд евро).	апрель 2014

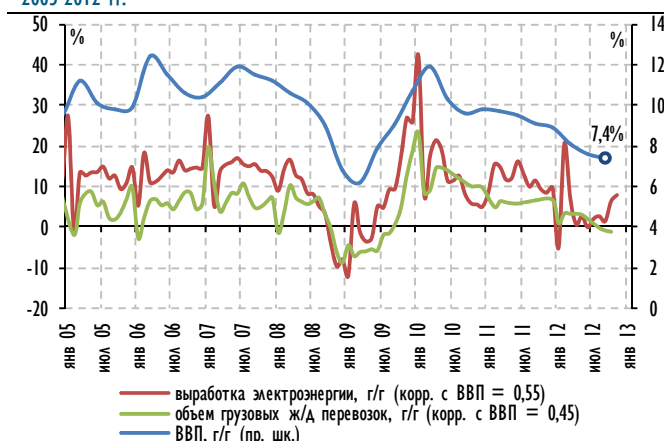
Источник: Еврокомиссия, расчеты Газпромбанка

Китай: новая власть, старые проблемы

Экономика Китая в 2013 г. продолжит отталкиваться от «дна», однако происходить это будет, как и ранее, за счет роста инвестиций при сохранении скромной роли потребительского спроса. При этом масштабных сдвигов в экономической политике от нового руководства страны вряд ли стоит ждать.

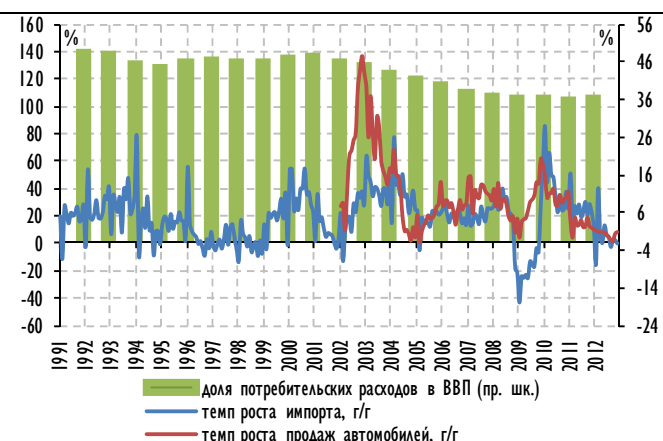
Традиционная (раз в 10 лет) смена поколений «управленцев» прошла в Китае на фоне «затухающей» экономики. Темп роста ВВП Китая в 3К12 замедлился до 7,4% г/г, что продолжило нисходящий тренд, наметившийся в начале 2010 г. Альтернативные показатели состояния экономики (выработка электроэнергии, объем ж/д перевозок) указывают на в целом схожую картину.

Диаграмма 1. ВВП Китая, выработка электроэнергии и объем ж/д грузоперевозок, 2005-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. Отдельные показатели потребления в Китае, 1991-2011 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Тем не менее поступающие в последние месяцы 2012 г. показатели деловой активности в промышленности и сфере услуг указывают на то, что экономика Китая готова оттолкнуться от «дна». Согласно прогнозу Китайской академии социальных наук (подконтрольна правительству), ВВП КНР по итогам 2013 г. вырастет на 8,2% против ожидающихся в 2012 г. 7,7%. Официальный «таргет» по росту экономики на 2013 г. установлен на уровне 7,5%, то есть оставлен без изменений в сравнении с целевым показателем 2012 г.

Основным драйвером роста экономики КНР, как ожидается, **выступят масштабные инвестиционные проекты**, несмотря на заявления властей о планах добиться более «качественного» роста. В частности, в сентябре власти объявили о планах вложить в инфраструктурные проекты 157 млрд долл. (что равноценно почти четвертой части принятого в 2008-2009 гг. пакета стимулирующих мер), которые будут финансироваться центральным правительством. Кроме того, 96 млрд долл. будет вложено в 2013 г. в развитие ж/д сети. Объем объявленных на местном уровне инвестиционных



проектов оценивается в 1,1 трлн долл., однако их полное исполнение сомнительно из-за «скромности» источников финансирования.

Таким образом, **задача перехода Китая на модель роста, основанную на внутреннем потреблении, будет отодвинута на более отдаленную перспективу**. По итогам 2011 г. внутреннее потребление составляло 35% ВВП Китая, в то время как инвестиции – около 50%. Причем высокочастотные индикаторы потребительского спроса (динамика импорта, продажи автомобилей, как «маркер» спроса на товары длительного пользования) демонстрируют нисходящие темпы роста.

В части либерализации Китай в 2012 г. расширил валютный коридор (курс юаня может отклоняться от «фиксинга» ЦБ в пределах 1% против 0,5%) и представил детальный план реформ финансового сектора, включающий существенное ослабление контроля за потоками капитала (в частности, снято жесткое ограничение в 1 млрд долл. на инвестиции иностранных суверенных фондов и центробанков в фондовый рынок). Кроме того, страховым компаниям был увеличен список активов, доступных для инвестирования и допустимые объемы инвестиций в активы, связанные с рынком недвижимости и инфраструктурные облигации.

В то время как меры по либерализации финансового рынка должны положительно сказаться на состоянии экономики Китая в 2013 г., **мы не ждем существенных изменений в экономической политике страны в связи со сменой руководства**. Заявления Си Цзиньпина о необходимости провести экономические реформы и стимулировать внутренний спрос, а также планы властей удвоить ВВП в течение 10 лет еще должны быть подкреплены реальными действиями в экономической политике.

С точки зрения «внешних угроз», для экономики Китая в 2013 г. они будут те же, что и для остального мира – США и Европа (в совокупности на эти два региона приходится около 35% китайского экспорта). Принимая наш базовый сценарий на 2013 г. для данных регионов, мы полагаем, что состояние экономики Китая будет в первую очередь определяться внутренними факторами. **Вероятность сценария «жесткой посадки» мы расцениваем как незначительную и ждем повышения темпов роста ВВП Китая**, которое может стать фактором поддержки для рынка сырьевых товаров.

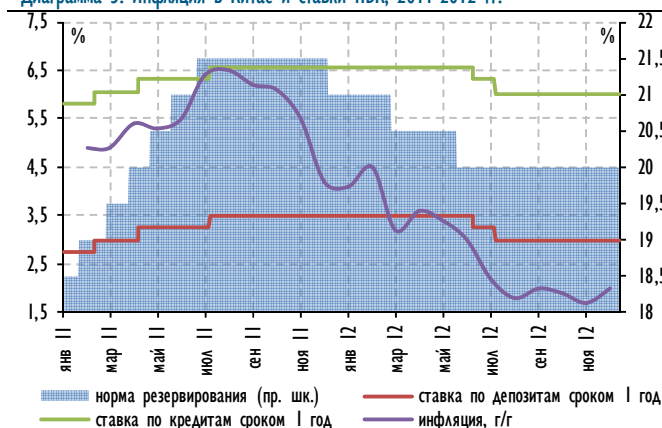
ДКП: смягчение с приставкой «квази»

В части ДКП Китай, по всей видимости, будет ориентироваться на более гибкие ее инструменты в 2013 г. В течение 2012 г. НБК дважды снижал ставки по кредитам и депозитам и норму резервирования, пытаясь придать импульс экономике и не опасаясь при этом разгона инфляции, находившейся на нисходящем тренде. Однако после летнего смягчения ДКП и приостановившегося замедления инфляции ЦБ перешел к более тонкой настройке рынка, начав активно наращивать объем операций РЕПО. Так, в конце ноября 2012 г. регулятор предоставил рынку рекордные 379 млрд юаней (60 млрд долл.) ликвидности. Предыдущий максимум был достигнут в конце сентября – 58 млрд долл. Основная цель, преследуемая (и, как видно на диаграмме, достигнутая) НБК, состояла в снижении напряженности на межбанковском рынке, выражаемой ставкой 7-дневного РЕПО.

Акцент, который НБК делает на таком гибком инструменте ДКП, как операции на открытом рынке, в нашем понимании, отражает опасения регулятора провести очередное полноценное смягчение монетарной политики в условиях только стабилизировавшейся инфляции. Кроме того, в последнем отчете по монетарной политике представители НБК отметили угрозу «импортирования» инфляции из США (эффект QE). Отметим, что накопленная с начала года инфляция в ноябре 2012 г. составила 2,7%, что ниже официального «таргета» в 4% (на 2013 г. – 3,5%). Однако ее ускорение в годовом исчислении с 1,7% в октябре до 2,1% в ноябре может выступать в данном случае в роли «противовеса» с точки зрения НБК.

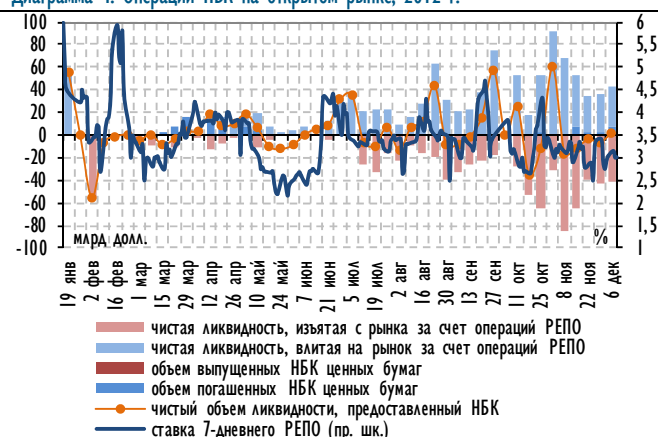


Диаграмма 3. Инфляция в Китае и ставки НБК, 2011-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 4. Операции НБК на открытом рынке, 2012 г.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Мы полагаем, что **ЦБ Китая воздержится от полноценного смягчения политики в условиях вероятного отталкивания экономики от «дна».** Скорее, НБК займет выжидательную позицию и параллельно будет проводить политику «квасисмягчения», уже продемонстрировавшую неплохой результат.



ТЕМЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

Российская экономика в 2013 г.: еще больше возможностей

- ▶ Инвестиционная пауза, наметившаяся в конце 2012 г., закончится ближе к середине 2013 г., когда возрастет потребность в обновлении основных фондов, что приведет к дополнительному росту спроса на долговое финансирование.
- ▶ Полноценный старт систем Euroclear/Clearstream в 2013 г. позволит существенно расширить базу инвесторов и приведет к повышению привлекательности рубля, который за счет притока средств от нерезидентов, может на краткосрочном горизонте (до полугода) уйти к 29,5 руб./долл.
- ▶ В долгосрочном периоде сохраняются риски девальвации, связанные с ухудшением счета текущих операций. Его сокращение связано как с падением цен на нефть (наш прогноз по Urals на 2013 г. – 107,4 долл./барр.), так и с ухудшением экономик основных торговых партнеров России. Наш прогноз среднегодового курса USD/RUB на 2013 г. – 31,5 руб./долл. (более подробно см. наш отчет «Российская макростратегия-2013: «ПЕРЕСТРОЙКА» модели роста»).

Ключевые макроэкономические индикаторы

Таблица 1. Среднесрочный прогноз макроэкономических показателей России

	2011	2012О	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
ВВП, прирост ф.о., %, г/г	4,3	3,5	3,1	3,0	3,2	3,2	3,3
Инфляция потребительская (ИПЦ), %, г/г	6,1	6,5	6,3	6,0	5,7	5,5	5,5
Инфляция производственная (ИЦП), %, г/г	12,0	8,5	8,3	7,8	7,5	7,0	6,8
Бивалютная корзина, средний за период, руб.	34,5	35,4	35,5	35,6	37,6	38,7	40,0
курс USDRUB, средний за период, руб./долл.	29,4	31,2	31,5	32,0	32,5	32,8	33,3
Цена на нефть марки Urals, средняя за период, долл./бар.	109,3	110,0	107,4	106,5	108,6	110,8	113,0
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, конец периода, %	8,00	8,25	8,00	7,75	7,75	7,50	7,50
Ставка MosPrime (3 месяца), конец периода, %	7,22	7,50	7,30	7,20	7,20	6,80	6,80
Дефицит/профицит федерального бюджета, % ВВП	0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,4
Государственный долг, тран руб.	5,3	6,2	6,9	7,5	8,1	-	-
Государственный долг, % ВВП	9,7	9,4**	10,4	10,2	9,8	-	-

Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, Газпромбанк

Таблица 2. Оценка макроэкономических показателей России и ведущих стран ЕМ за 2011-2012 гг.

	Россия* (BBB/Baa1/BBB)		Бразилия (BBB/Baa2/BBB)		Мексика (BBB/Baa1/BBB)		Турция (BB/Bal/BB+)		ЮАР (BBB+/Baa1/BBB+)	
	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П	2011	2012П
Темп роста ВВП, %, г/г	4,3	3,5	2,8	1,5	3,9	3,8	8,5	2,9	3,2	2,5
Инфляция, %, г/г	6,1	6,8	6,6	5,3	3,4	4,2	6,5	9,0	5,0	5,5
Безработица, % ЭАН	6,6	5,5	6,0	5,6	5,2	4,9	9,8	9,5	24,0	24,9
Профицит (дефицит) бюджета, % ВВП	0,5	0,1	-2,3	-2,5	-2,3	-2,4	-1,4	-2,0	-4,4	-4,9
Ставка рефинансирования национального ЦБ	8,0	8,25	11,0	7,3	4,5	4,5	5,8	5,8	5,5	5,0
Прирост курса нац. валюты против US\$	-5,2%	5,1%	-12,7%	-8,0%	-13,0%	7,6%	-22,7%	4,8%	-22,0%	-6,3%
Национальный внешний долг, млрд долл.**	545,2	597,7	404,1	417,7	285,4	314,0	306,7	323,5	111,5	119,0
Государственный долг, % ВВП**	9,7	9,4	54,2		35,4		40,0		38,6	
Сальдо счета текущих операций, % ВВП	5,3	5,0	-2,1	-2,3	-0,8	-0,7	-9,9	-7,5	-3,6	-5,5
Международные резервы (ЗВР), млрд долл.**	498,6	532,0	352,0	377,8	142,5	162,4	110,6	124,9	48,9	50,7
Достаточность ЗВР для покрытия импорта, мес. **	14,0	15,0	14,0		5,0		4,0		5,0	

* прогнозы по России разработаны Газпромбанком, прогнозы по другим странам – Bloomberg-консенсус; ** фактические данные на последнюю отчетную дату; *** оценка Газпромбанка

Источник: World Bank, Bloomberg, Data Stream Thomson Reuters, ЦБ РФ, Газпромбанк



«Перестройка» модели роста: курс на наращивание инвестиций

Мы ожидаем в 2013 г. прирост ВВП России на уровне 3,1% г/г (на 0,4 п.п. меньше, чем в 2012 г.) при условии отсутствия внешних потрясений. В экономике сохранится тенденция умеренного снижения темпов роста, наметившаяся в 2012 г. Структура драйверов роста пока сохранится неизменной вследствие высокой доли потребления (70,0%) и негибкой производственной структуры экономики. Наш прогноз среднегодовой цены на нефть марки Urals — 107,4 долл./барр. (против 110,0 долл./барр. ожидаемых нами по итогам 2012 г.), что, на наш взгляд, не позволит «вытянуть» ВВП на уровень 2010-2012 гг. за счет роста экспорта.

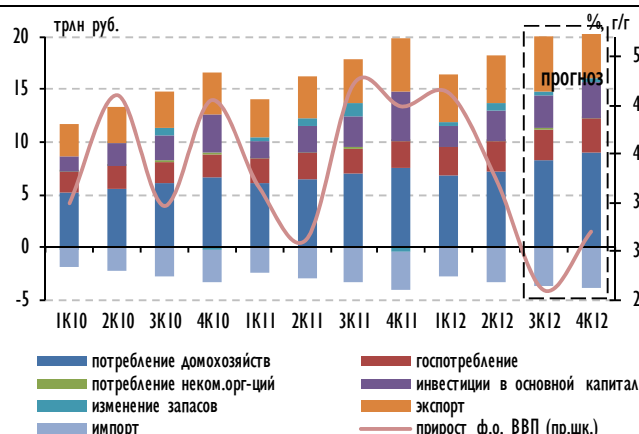
Потребление в 2013 г. (3,5-3,8% г/г) будет скромнее показателей 2012 г. (наша оценка — 4,3% г/г). В начале 2013 г. не ожидается скачка госрасходов, аналогичного 1К12, что окажет сдерживающее воздействие на реальные доходы населения (прогноз на 2013 г. — 3,5-4,0%, оценка за 2012 г. — 5,5%).

Мы ожидаем, что к середине 2013 г. прервется «инвестиционная пауза» в экономике, наметившаяся в конце 2012 г., вследствие завершения цикла накопления запасов и исчерпания возможностей роста за счет дальнейшей загрузки существующих производственных мощностей. По итогам 2012 г. инвестиции в основной капитал продемонстрируют прирост на 8,0-8,5% г/г (за счет уверенного роста в первые 8М12). Мы ожидаем, что в 2013 г. инвестиции прирастут на величину, аналогичную 2012 г.

Среди отраслей, в которых возможен рост инвестиционной активности в 2013 г., выделим транспортную инфраструктуру, где объем инвестиций в ближайшие 3 года составит от 1,4 трлн руб. до 2,0 трлн руб. Машиностроение и высокотехнологичные производства получают импульс к развитию за счет расширения гособоронзаказа (до 2020 г. на военные расходы будет направлено около 20,7 трлн руб.).

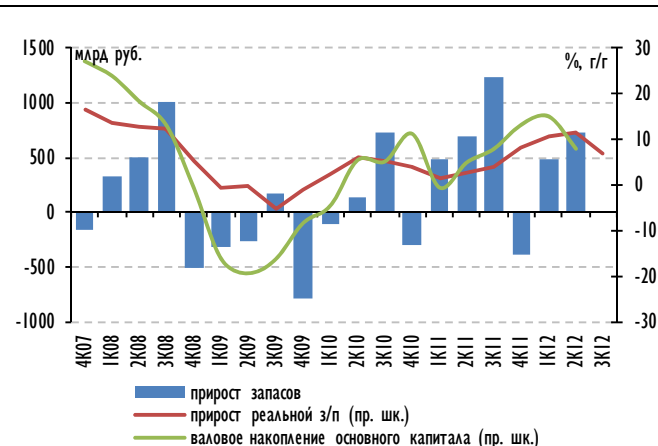
Наращивание инвестиций подготовит почву для уверенного роста в 2015 и последующие годы, но пока эффект от снижения совокупного потребления окажется сильнее. Это определит замедление ВВП в 2013 г. до 3,1% и будет способствовать пересмотру баланса инструментов денежно-кредитной политики в пользу экономического роста.

Диаграмма 1. Динамика ВВП и отдельных компонентов по счету использования, 2010-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк

Диаграмма 2. Прирост запасов, инвестиций и реальной заработной платы, 2007-2012



Источник: Росстат, Газпромбанк



Бюджет-2013: жизнь по новым правилам

Формирование бюджета на 2013-2015 гг. строилось с учетом бюджетных правил, разработанных Минфином. **Первое – расчет базовой цены на нефть**, исходя из средней за последние пять лет (с последующим увеличением до 10 лет). В результате доходы бюджета (12,87 трлн руб., -0,3% г/г) сверстаны на основе консервативного прогноза по Urals, – 97,0 долл./барр.

Расходы в 2013 г. запланированы на уровне 13,39 трлн руб. (+3,3% г/г) или 20,1% ВВП. По своему характеру бюджет ориентирован на социальную сферу (4,3 трлн руб. или 31,8% всех расходов), расходы на которую сопоставимы с затратами на национальную оборону и безопасность (4,2 трлн руб. или 31,3% всех расходов).

Второе правило – ограничение дефицита федерального бюджета 1,0% ВВП. В 2013 г. его расчетная величина составляет 521,4 млрд руб. (0,8% ВВП) против 42,7 млрд руб. в 2012 г. **Баланс бюджета в 2013 г. достигается при цене на Urals в 105,1 долл./барр.**, что на 11,1 долл. меньше, чем в 2012 г. При негативном сценарии развития внешнеэкономической конъюнктуры средств Резервного фонда (1,9 трлн руб.) хватит для покрытия бюджетного дефицита при условии, что среднегодовой уровень цены на **Urals не пойдет ниже 85 долл./барр.**

Таблица 3. Анализ чувствительности дефицита федерального бюджета к изменению цены на нефть Urals

Цена на нефть марки Urals, долл./барр.	110	105	100	95	90	85	80	75	70
ВВП, трлн руб.	68,5	67,0	66,0	65,4	65,0	64,8	64,0	63,2	62,1
Нефтегазовые доходы, трлн руб.	6,7	6,5	6,2	6,0	5,8	5,5	5,3	5,0	4,8
Дефицит бюджета, трлн руб.	0,5	0,0	-0,2	-0,5	-1,2	-1,8	-2,4	-3,0	-3,7
Дефицит бюджета, % ВВП	0,8%	0,0%	-0,4%	-0,8%	-1,8%	-2,8%	-3,8%	-4,8%	-5,9%

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Третье бюджетное правило смягчает стерилизационный эффект Резервного фонда, ограничивая его предельный размер 7% ВВП, сверх этой планки доходы будут перечисляться в ФНБ. Однако это может случиться не ранее 2014 г. и только в случае сохранения благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Тем не менее, в 2013 г. планируется, что около 100 млрд руб., содержащихся в ФНБ, будет инвестировано в инфраструктурные бонды.

В 2013 г. давление бюджетного дефицита на внутренний долговой рынок будет более слабым, чем в 2012 г. Это обусловлено снижением объема чистого размещения госбумаг на 13,4% г/г до 448,6 млрд руб. и ростом расходов на обслуживание государственного и муниципального долга на 11,0% г/г. до 425,3 млрд руб. На внешних рынках предполагается занять до 7,3 млрд долл., в т.ч. 7,0 млрд долл. за счет выпуска евробондов. Погашения по внешнему долгу составят 2,4 млрд долл.

Таблица 4. Источники финансирования дефицита федерального бюджета на 2013-2015 гг. (млрд руб.)

	2012*	2013	2014	2015	2013/2012	2015/2012
ВСЕГО ИСТОЧНИКОВ	56,7	521,4	143,6	10,8	819,6%	-81,0%
Государственные заимствования	645,1	606,5	563,4	414,4	-6,0%	-35,8%
Чистые внутренние заимствования	518,0	448,6	398,5	306,5	-13,4%	-40,8%
Чистые внешние заимствования	127,1	157,9	164,8	107,9	24,2%	-15,1%
Приватизация	300,0	427,7	330,8	595,1	42,6%	98,4%
Иные источники (абсорбирование Резервным фондом)	-1001,8	-512,8	-750,6	-998,7	-48,8%	-0,3%

*- оценка Газпромбанка на основе статистики фактических государственных заимствований; в последней редакции бюджета (№ 247-ФЗ от 03.12.2012) на 2012 г. предусмотрено источников финансирования федерального бюджета в объеме до 135,1 млрд руб.

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка



Монетарная политика ЦБ: в 2013 г. ждем понижения ставок

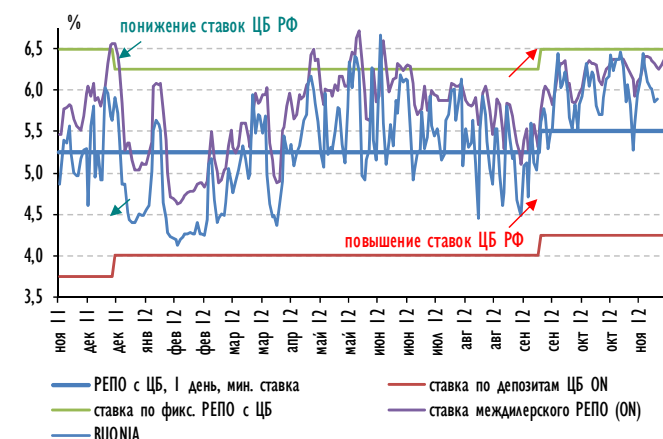
В 2012 г. Банк России продолжил **отладку трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики**, следуя логике сохранения устойчивого баланса между инфляцией и рисками экономического роста. В июне 2012 г. регулятор понизил ставки по операциям «валютный своп» с 8,00% до 6,75%, ограничив тем самым рост ставок в периоды усиления напряженности на денежном рынке. Спрос на операции «валютный своп» при этом многократно вырос.

В сентябре 2012 г., когда большинство центральных банков развитых стран и ведущих ЕМ проводили стимулирующую политику, Банком России было принято **непростое решение о повышении ключевых процентных ставок** на 25 б.п. Причиной ужесточения денежно-кредитной политики стал рост инфляции, обусловленный повышением тарифов на услуги естественных монополий в июле и сентябре, а также удорожанием продовольствия в связи с ухудшением показателей урожая. Однако в конце октября 2012 г. инфляционные ожидания снизились, денежная масса сжалась, а в ноябре перестала расти базовая инфляция, что предотвратило дальнейшее ужесточение процентной политики ЦБ.

10 декабря 2012 г. ЦБ повысил депозитные ставки на 25 б.п. до 4,50% и снизил ровно на такую же величину ставку по операциям «валютный своп» (до 6,50%). Это **укрепило верхнюю границу процентного коридора** и снизило волатильность ставок денежного рынка. Банки, обладающие внушительными валютными резервами, а также дочерние российские организации банков-нерезидентов получили возможность более дешевого рублевого фондирования под залог иностранной валюты. Это особенно важно в периоды усиления дефицита рублевой ликвидности и истощения залоговой базы под рыночное фондирование у многих участников рынка.

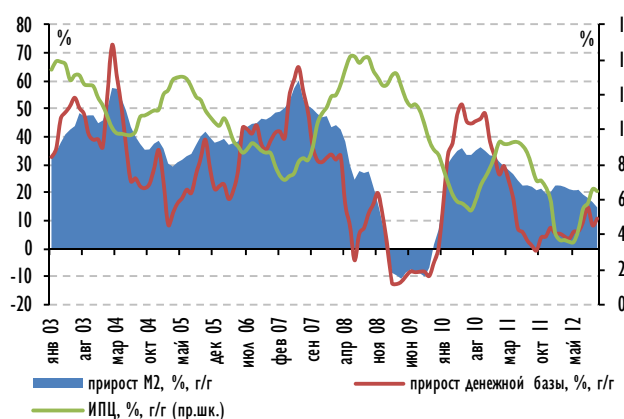
На наш взгляд, **пик инфляции пройден еще в конце октября 2012 г.**, что совпадает с мнением регулятора. В пресс-релизе по итогам последнего заседания ЦБ РФ отмечается, что стабилизация цен наблюдается по широкому кругу товаров и услуг. Мы полагаем, что в 2013 г., в условиях «сжатой» и неравномерно распределенной ликвидности, инфляционные риски отойдут на второй план, а годовое значение ИПЦ достигнет 6,00–6,30% (по сравнению с 6,50% г/г, ожидаемыми нами по итогам 2012 г.). В этой связи **понижение ключевых ставок ЦБ РФ на 25 б.п.** нам представляется вполне логичным в начале 2К13. Безусловно, инфляционные риски нельзя окончательно списывать со счетов, и мы полагаем, что ставки в 2013 г. понизят всего один раз.

Диаграмма 3. Процентные ставки ЦБ РФ, RUONIA, межбанковское РЕПО, 2011–2012



Источник: ЦБ РФ

Диаграмма 4. Инфляция (ИПЦ), денежная база и денежная масса, 2003–2012



Источник: ЦБ РФ, Росстат, Газпромбанк



Ликвидность и процентные ставки: инновации от ЦБ

Основным источником ликвидности банковского сектора останется ЦБ. Согласно денежной программе, **валовой кредит банкам** в 2013 г. планируется довести максимум до 3,8 трлн руб. (против 3,0 трлн руб. в 2012 г.). На пике нехватки ликвидности Росказна будет предлагать банкам временно свободные средства (максимум размещенных средств может составить до 570,0 млрд руб.).

Таблица 5. Показатели денежной программы Банка России на 2012-2015 гг.

	2012	201			2014			2015		
		1В	2В	3В	1В	2В	3В	1В	2В	3В
Цена на нефть Urals, долл./барр.	109,0	73,0	97,0	121,0	76,0	101,0	126,0	78,0	104,0	130,0
Валовой кредит банкам, трлн руб.	3,0	3,8	3,6	2,8	4,7	4,5	3,0	6,2	6,1	3,9

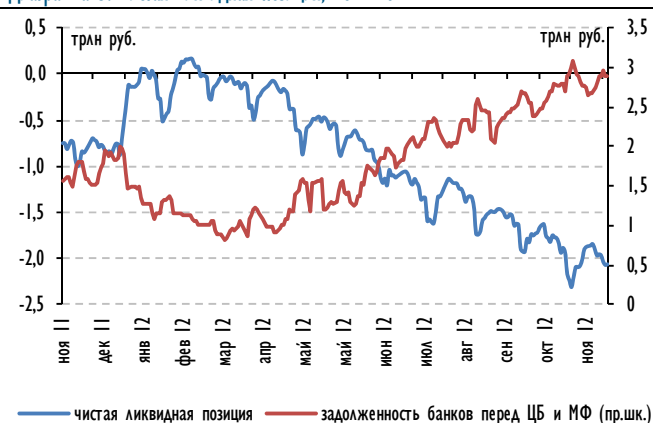
Источник: ЦБ РФ

Другим источником ликвидности могут стать **валютные интервенции ЦБ**, если либерализация рублевого рынка для нерезидентов повлечет масштабный приток капитала. Наибольший объем эмиссии, придется на 1П13, и в случае снижения курса **USD/RUB до 30,0 руб.** может составить 50,0-100,0 млрд руб. в месяц.

В 2013 г. ожидается введение новых инструментов предоставления ликвидности. Скорее всего, уже в 1К13 регулятор перейдет к **плавающим ставкам по инструментам рефинансирования на срок свыше 1 месяца** (РЕПО и обеспеченные кредиты). На роль индикативной ставки рассматриваются два варианта: RUONIA и ставка аукционного РЕПО с ЦБ на 1 день. Мы оцениваем влияние данной инновации на уровень ликвидности банковского сектора как позитивное, на общий уровень процентных ставок денежного рынка как нейтральное.

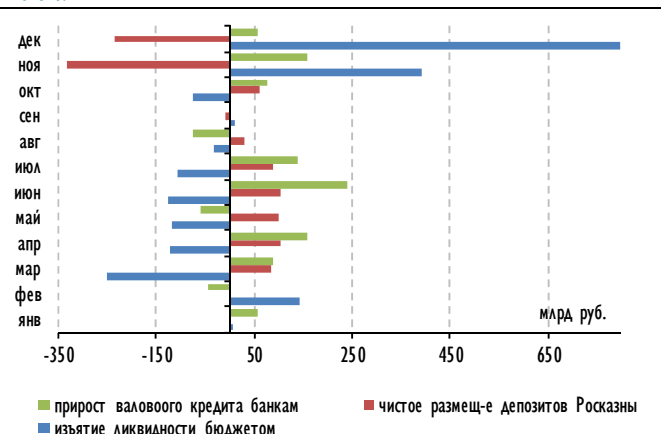
Важным элементом системы рефинансирования могут стать **долгосрочные кредиты ЦБ (сроком на 3 года)**. Введение подобных инструментов требует изменения законодательства, ограничивающего срок операций ЦБ одним годом.

Диаграмма 5. Чистая ликвидная позиция, 2011-2012



Источник: ЦБ РФ

Диаграмма 6. Прогноз факторов формирования ликвидности банковского сектора в 2013 г.



Источник: Газпромбанк

Состояние **залоговой базы для рыночного рефинансирования** банков пока не вызывает опасений. На 1 ноября 2012 г. она оказалась исчерпанной на 40,0% (объем заложенных бумаг – 1,54 трлн руб., в т.ч. облигации – 1,47 трлн руб.). Потенциально банки имеют возможность привлечь еще до 2,0 трлн руб. На конец 2013 г. залоги могут быть исчерпаны на 60,0% – консервативная оценка, исходя из денежной программы и нулевого прироста бумаг списка РЕПО на балансе банков.



Вероятное изменение ключевых процентных ставок Банка России (-25 б.п.) станет структурным фактором снижения ставок денежного рынка. Среднегодовой уровень **однодневной ставки междилерского РЕПО мы видим вблизи 5,65%** (против 5,80% в 2012 г.). Изменение ставок будет асимметричным, как это было в 2012 г.: с момента последнего ужесточения процентной политики (14 сентября) средний уровень ставок вырос более чем на 40-50 б.п.

Рубль: укрепление в краткосрочном периоде

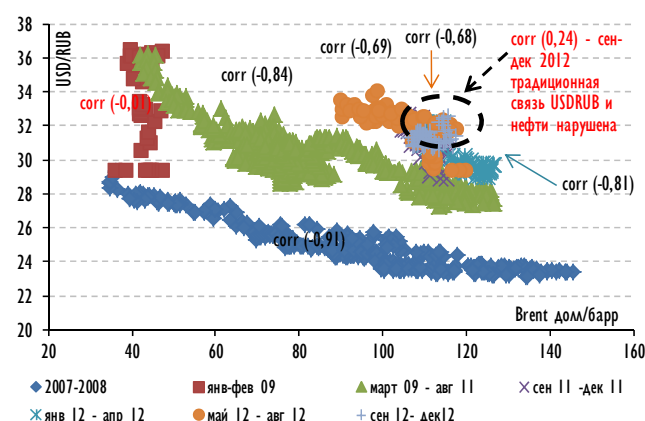
В краткосрочном периоде (до 6 месяцев) мы ожидаем укрепления рубля. Средний **курс USD/RUB за 1П13 прогнозируем на уровне 30,0-30,5 руб./долл.**, однако в отдельные недели весьма вероятно, что он может уйти к 29,5 руб./долл. Подобная ревальвация будет обусловлена притоком иностранного капитала после полноценного старта систем Euroclear и Clearstream.

Наша оценка **чистого оттока капитала частного сектора** (в определении ЦБ) на 2013 г. – **50,0 млрд долл.** (против 70,0 млрд долл., ожидаемых нами в 2012 г.). В последнее время методика ЦБ по оценке оттока капитала подвергается критике, а публикуемые цифры считаются завышенными. Тем не менее если либерализация рублевого рынка приведет к тому, что чистый отток капитала (в понимании ЦБ) сократится до 20,0 млрд долл., то тенденция к укреплению рубля сохранится, а среднегодовой курс USD/RUB может приблизиться к 30,0 руб./долл.

В долгосрочном периоде мы видим **высокие риски ослабления** национальной валюты за счет **сжатия сальдо счета текущих операций**. Причина – снижение цен на нефть (наш прогноз по Urals на 2013 г. – 107,4 долл./барр.) и ухудшение фундаментальных макропоказателей ведущих стран-торговых партнеров России (прогнозы от ЕЦБ по еврозоне: спад в 2012 г. на 0,4-0,6%, в 2013 г. рост ВВП варьируется от минус 0,9% до плюс 0,3%). В конечном итоге мы полагаем, что фактор счета текущих операций пересилит фактор счета операций с капиталом. **Среднегодовой курс USD/RUB в 2013 г. видим на отметке 31,5 руб./долл.** (против 31,2 руб./долл. в среднем за 2012 г.).

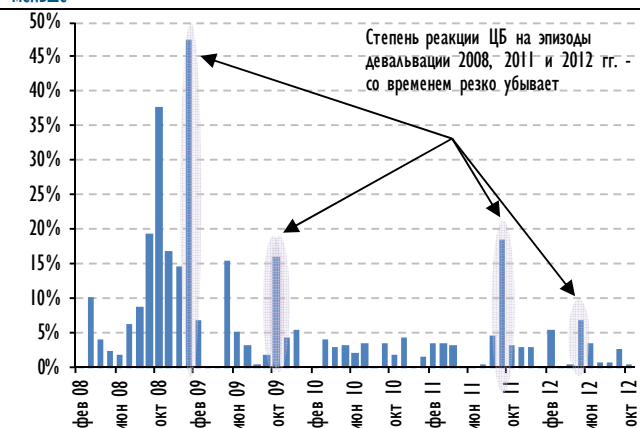
Ослаблению рубля может способствовать действующий механизм валютной политики ЦБ, который активнее сопротивляется укреплению национальной валюты и все меньше реагирует на ее девальвацию. Переход от таргетирования курса к таргетированию инфляции был официально объявлен еще в 2009 г. С тех пор **степень присутствия регулятора на внутреннем валютном рынке заметно снизилась**. Так, совокупный объем операций Банка России с долларом США на внутреннем валютном рынке за 11М12 был на 53,6% меньше, чем за 11М11, и на 66,3% меньше, чем за 11М10.

Диаграмма 7. Корреляция курса USD/RUB и цены на нефть марки Brent



Источник: Data Stream Thomson Reuters, ЦБ РФ, Газпромбанк

Диаграмма 8. Индекс свободы рубля — давление монетарной политики на RUB меньше



Источник: Газпромбанк



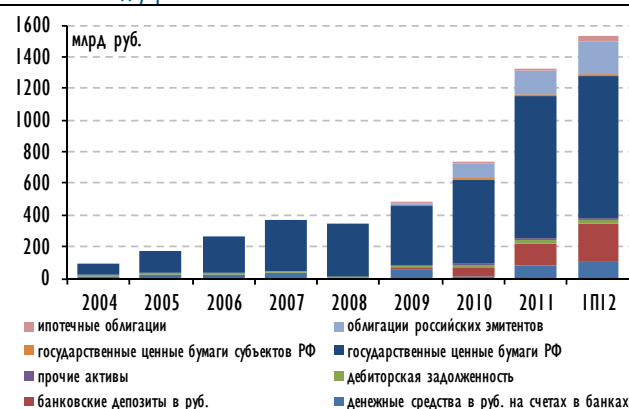
В сентябре 2012 г. регулятор заявил об отмене плавающего коридора бивалютной корзины (31,65–38,65 руб.) к 2015 г., при этом обязательство защищать границы коридора однозначно останется в 2013 г. В этой связи **мы считаем, что в 2013 г. российскому рублю не придется переживать потрясения** большие, чем в 2012 г. Мы полагаем, что ЦБ РФ будет усиливать присутствие на валютном рынке лишь в тех случаях, когда **валютные факторы будут генерировать инфляционные риски** (например, как это было в конце мая – начале июня этого года). В этом случае курс USD/RUB должен пересечь отметку в 33,0 руб./долл.

Пенсионные деньги: «золотой» год для НПФ

В 2012 г. приток пенсионных денег на рынок продолжился (за 9М12 – 416,1 млрд руб., +24,0% г/г, в 2011 г. прирост составил 830,0 млрд руб., +93,0% г/г). Стремясь максимизировать доходность пенсионных накоплений, НПФ и управляющие компании большую часть средств направили на банковские депозиты – около 200,0 млрд руб. за 9М12. За этот же период рынок корпоративных облигаций получил от них около 120,0 млрд руб. В условиях отсутствия интересных инструментов мы полагаем, что тенденция инвестирования в депозиты сохранится (наш прогноз прироста инвестиций в депозиты в 2013 г. – 400,0 млрд руб.). Выход может быть найден за счет инфраструктурных облигаций, которые должны появиться на рынке во 2П13.

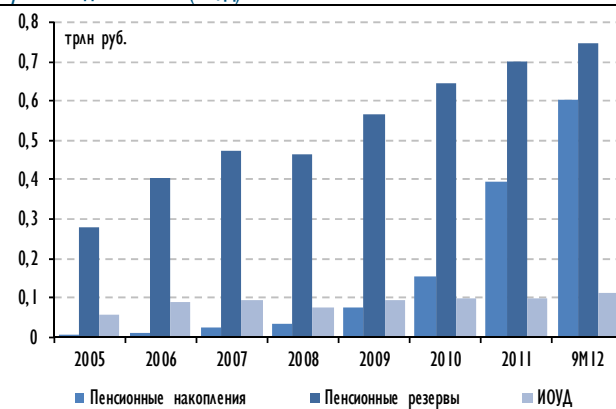
Инфраструктурные облигации будут приобретаться в первую очередь за счет средств государственной управляющей компании – ВЭБа. По нашим оценкам, пенсионные накопления под управлением ВЭБа на конец 2013 г. достигнут 2,1 трлн руб. (против 1,5 трлн руб. на 30 сентября 2012 г.). До момента появления инфраструктурных бондов новые пенсионные деньги, скорее всего, будут инвестированы в депозиты.

Диаграмма 9. Динамика структуры активов, в которые инвестированы пенсионные накопления под управлением ВЭБа



Источник: ВЭБ

Диаграмма 10. Пенсионные накопления, резервы и имущество для обеспечения уставной деятельности (ИОУД) НПФ



Источник: ФСФР

Мы ожидаем, что НПФ будут агрессивно расти в 2013 г. Для них этот год станет решающим в плане привлечения новых участников в накопительную систему до того, как с 1 января 2014 г. отчисления на накопительную часть «молчунов» будут урезаны с 6,0% до 4,0%. НПФ и УК будут как никогда заинтересованы в максимизации доходности от инвестирования накоплений, чтобы подтвердить свое право на существование. Мы ожидаем, что за счет роста филиальной сети и более агрессивного продвижения продаж на конец 2013 г. под управлением НПФ будет находиться 1,1 трлн руб. (против 605,2 млрд руб. на конец 3К12), из них около 200,0 млрд руб. могут прийти на рынок корпоративного долга.



Однако вероятность того, что большинство граждан откажутся от накопительной системы, достаточно высока. Это объясняется тем, что индексация распределительной части (в 2011 – на 8,8%, в 2012 г.: в феврале – на 7,0% в апреле – на 3,4%) опережает доходность пенсионных накоплений (под управлением ВЭБа доходность в 2011 г. – 8,3%, за 9М12 – 8,2%), а также темпы роста инфляции (2011 г. – 6,1%, 2012 г. -6,5%).



ТЕМЫ ДОЛГОВОГО РЫНКА

Рынок ОФЗ в 2012 г.: ралли на ожиданиях либерализации

Ключевой темой и торговой идеей на рынке внутреннего госдолга в 2012 году стали ожидания либерализации рынка ОФЗ для иностранных участников. Первые шаги в этом направлении – принятие закона о Центральном Депозитарии и допуск госбумаг к внебиржевым торгам – обеспечили внушительный спрос на первичных аукционах и снижение доходностей в 1К12. Во втором квартале объем покупок ОФЗ на первичном рынке заметно ослаб на фоне появившихся разногласий в риторике официальных лиц, поставивших под сомнение «скорые» сроки допуска международных клиринговых систем на российский рынок. Однако эти сомнения были развеяны осенью – после того, как Euroclear / Clearstream были включены в список организаций, которые смогут открывать счета в ЦД. Как следствие, на 3-4К12 пришлось «вторая волна» ралли в ОФЗ.

Доходность «benchmark» выпуска ОФЗ (9 лет) с начала года опустилась почти на 1,5 п.п. на фоне активных покупок со стороны нерезидентов и российских участников, стремящихся заработать на грядущем изменении «ландшафта рынка».

Темой «номер 2» стало «удлинение» кривой доходности ОФЗ. Воспользовавшись благоприятной ситуацией, Минфин предложил инвесторам 15-летний выпуск ОФЗ, разместив суммарно 140 млрд руб. новой бумаги, которая в итоге стала одним из «бенчмарков» всего рынка госдолга. С момента размещения (в феврале), доходность 15-летней бумаги снизилась на 1,2 п.п. (с 8,32% до 7,09% на 21.12.2012). В целом новое предложение Минфина было сконцентрировано на дальнем отрезке кривой 5-15 лет.

Диаграмма 1. Динамика объема рынка ОФЗ* (млрд руб.) и доходности 9-летних ОФЗ 26205 в 2011-2012 гг.

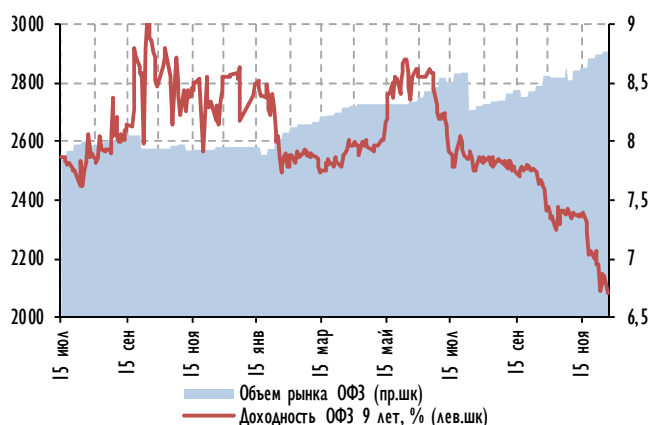
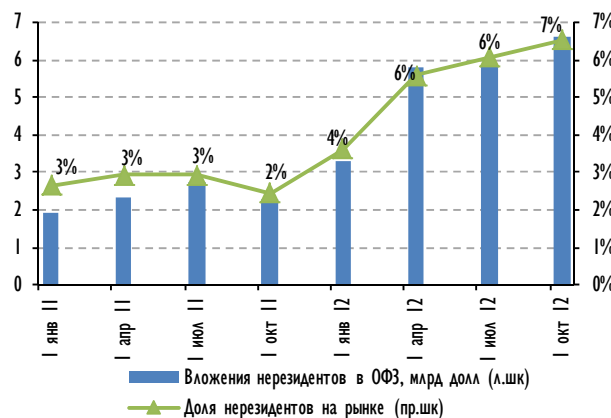


Диаграмма 2. Объем средств нерезидентов, инвестированных в ОФЗ и доля на рынке в 2012 г. – данные ЦБ РФ



* объем рынка – без учета выпуска 46023, выпущенного в сентябре 2011 в рамках рекапитализации Банка Москвы

Источник: оценки Газпромбанка, Bloomberg

Источник: ЦБ РФ

Рынок ОФЗ: ралли в 2013 г. продолжится?

Иностранные инвесторы стали «движущей силой» рынка ОФЗ в 2012 г. В 2012 г. было размещено ОФЗ на 794 млрд руб., из которых более 40% (более 320 млрд руб.), по нашим оценкам, были куплены иностранными инвесторами. При этом доля основных держателей (российских банков) сокращалась (см. диаграмму 4).

На 2013-2015 гг. Минфин заявил относительно «скромную» программу



заимствований ОФЗ, что, наряду с дальнейшим расширением базы инвесторов за счет нерезидентов, должно поддерживать спрос в госбумагах. Для того чтобы ответить на вопрос о продолжении рали в ОФЗ, важно оценить потенциальный спрос со стороны иностранных инвесторов.

Иностранные инвесторы продолжают покупать ОФЗ в 2013 г.

Существует несколько путей для оценки потенциального объема спроса со стороны нерезидентов на российском рынке госдолга. Один из вариантов заключается в сопоставлении текущей доли иностранцев в структуре владения ОФЗ и «целевой» доли иностранного участия в локальных рынках госдолга других стран Emerging Markets (по нашим оценкам, 20–40%).

Дополнительную информацию можно получить, предположив, что институциональные инвесторы, следующие за индексами, захотят довести объем вложений в Россию до ее доли в индексах, отслеживающих динамику локальных рынков – таких, как индексы JP Morgan GBI EM Global Diversified и Barclays EM Local Currency Diversified. Однако последний способ оценки исключает тех инвесторов, которые не следуют за индексами, а также спекулянтов, которые захотят заработать на идее либерализации российского рынка. Точность оценки потенциального спроса – важный параметр, так как от этого зависит, насколько своевременно мы сможем сделать предположение об окончании рали.

Сколько же иностранцев?

Единственным официальным источником, который периодически публикует данные о вложениях нерезидентов в ОФЗ, являются данные ЦБ РФ по внешнему долгу. В то же время данная статистика не позволяет полностью оценить объем ОФЗ в собственности иностранных инвесторов, поэтому нуждается в значительных корректировках.

По официальным данным ЦБ, их вложения в рублевые гособлигации за 1К-3К12 выросли вдвое: с 3,3 млрд долл. до 6,6 млрд долл. (с 3% до 7% всего рынка ОФЗ). Эта цифра не учитывает вложения в так называемые греху-инструменты, выпускаемые глобальными банками за пределами России и привязанные к ОФЗ. По данным Bloomberg, объем выпущенных CLN, в которых базовым активом выступают ОФЗ, в 1К-3К12 вырос почти на 3 млрд долл. (до 4,3 млрд долл.). Логично предположить, что существенная часть ОФЗ, выступающих «базовым активом», может находиться на балансе российских «дочек» глобальных банков – следовательно, они не попадают под определение «внешнего долга» в статистике ЦБ. **Таким образом, с учетом только одного класса греху-инструментов, вложения нерезидентов в ОФЗ на 01/10/12 могли составить минимум 11 млрд долл. (11% рынка).**

Диаграмма 3. Структура рынка ОФЗ по состоянию на 01/01/2012

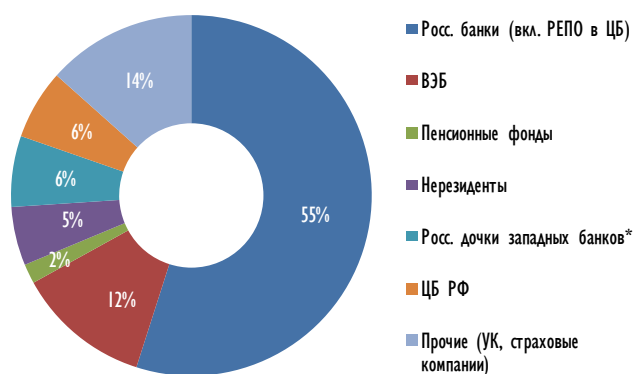
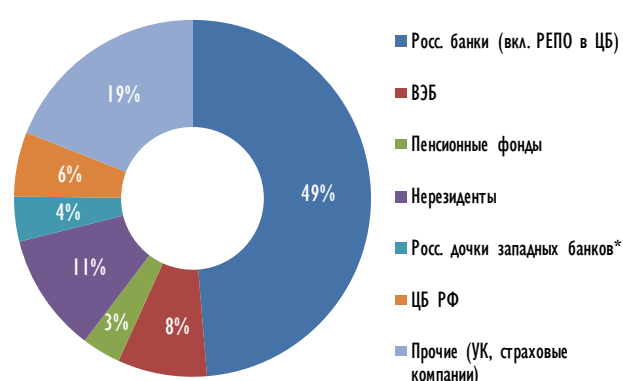


Диаграмма 4. Структура рынка ОФЗ по состоянию на 01/10/2012



* за вычетом объема ОФЗ, выступающих «базовым активом» в рамках выпущенных CLN
Источник: ЦБР, оценки Газпромбанка

* за вычетом объема ОФЗ, выступающих «базовым активом» в рамках выпущенных CLN
Источник: ЦБР, оценки Газпромбанка



Основными держателями ОФЗ остаются российские банки

В целом крупнейшим инвестором в ОФЗ остаются российские банки – хотя их доля и сократилась с 55% на 01/01/2012 до 49% на конец 3К12 (-1 млрд долл. в абсолютном выражении). На наш взгляд, российская банковская система продолжит обеспечивать внушительную часть спроса на суверенный долг, учитывая налоговые преимущества и перманентный спрос на ликвидность, покрываемый за счет рыночного рефинансирования в ЦБ. Доля институциональных инвесторов на рынке ОФЗ (ВЭБ, негосударственные пенсионные фонды и ЦБ РФ) составляет 17%. Отметим, что с начала года заметно выросла доля «прочих инвесторов», куда попадают управляющие и страховые компании, а также, вероятно, временно размещаемые средства Пенсионного Фонда РФ (19%).

Почему иностранные инвесторы продолжают покупать?

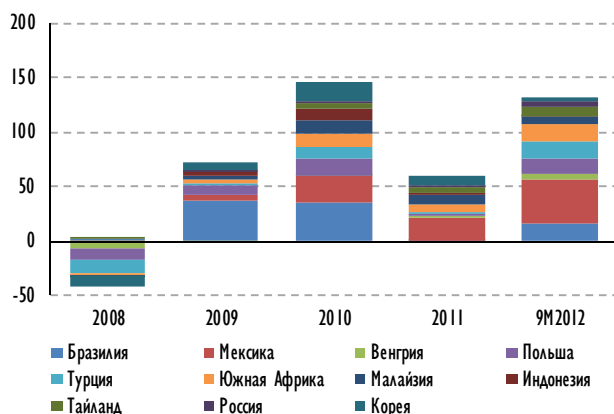
Мы полагаем, что нерезиденты продолжают наращивать свои позиции в ОФЗ в 2013 году. При этом спрос может распространиться и на другие рублевые облигации. Наши основные доводы в поддержку этого утверждения следующие:

1. Доля иностранцев на рынке ОФЗ мала по сравнению с другими странами ЕМ

Несмотря на двукратный рост объема средств нерезидентов в российский госдолг, на фоне других локальных рынков стран Emerging Markets приток иностранного капитала выглядит довольно скромно. По нашим оценкам, приток средств нерезидентов в госбумаги 11 стран ЕМ с более-менее значительным иностранным участием на локальном рынке госдолга (доля нерезидентов более 10%: Бразилия, Мексика, Южная Корея, Турция, Польша, Малайзия, Тайланд, Индонезия, Южная Африка, Россия, Венгрия) за 9М12 составил 130 млрд долл. Из этой величины на долю России приходится всего около 4% (около 5 млрд долл.). Для сравнения, инвестиции нерезидентов в локальный рынок госдолга Мексики за 9М12 выросли на 40 млрд долл., в рынки Бразилии, Турции, Польши и ЮАР – в пределах 15-17 млрд долл.

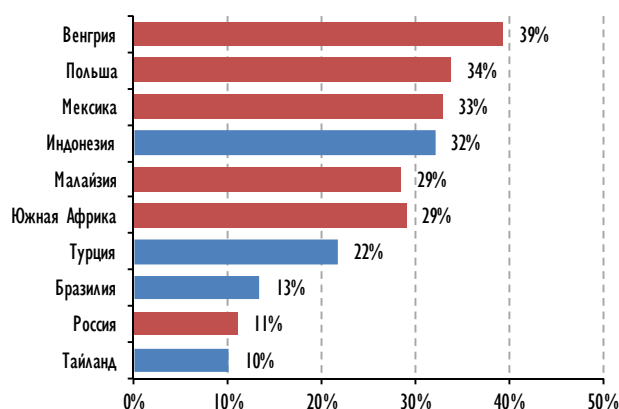
Доля нерезидентов в структуре владения ОФЗ существенно ниже по сравнению с локальными рынками госбумаг большинства других стран ЕМ – в пределах 20–40%.

Диаграмма 5. Вложения нерезидентов в локальные рынки госдолга стран ЕМ 2008-9М2012, млрд долл.



Источник: данные центральных банков и финансовых ведомств, оценки Газпромбанка

Диаграмма 6. Доля иностранных инвесторов на внутреннем рынке госдолга стран ЕМ, 01.10.2012*



*красным цветом выделены рынки, где инвесторы могут осуществлять расчеты через Euroclear/Clearstream

Источник: данные центральных банков и казначейств, оценки Газпромбанка



2. Индексные фонды и другие глобальные инвесторы «недоинвестированы» в Россию

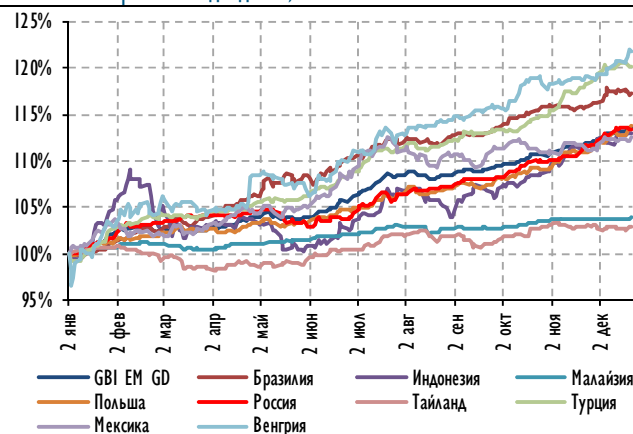
По данным EPFR, общий объем средств под управлением фондов, который отслеживает один из наиболее популярных индексов локальных рынков госдолга – JPM GBI-EM Global Diversified – на 30.11.12 составлял 181,5 млрд долл. Доля российских бумаг (ОФЗ) в индексе – 10%. Таким образом, если бы следующие за индексами институциональные инвесторы предпочли довести долю в ОФЗ до ее доли в индексе GBI-EM GD, общий объем вложений в российские бумаги превысил бы 18 млрд долл., что существенно выше нашей оценки вложений нерезидентов в ОФЗ на 01.10.12 (11 млрд долл.).

Данная оценка позволяет получить представление лишь о «нижней границе» потенциального притока иностранного капитала в ОФЗ, так как масса инвесторов, покупающих локальный госдолг EM, отнюдь не ограничивается индексными фондами. Общий объем средств, инвестированных в гособлигации стран, входящих «в портфель» индекса GBI-EM GD, на 01.01.12 превышал 500 млрд долл., что более чем втрое больше объема средств под управлением индексных фондов на ту же дату (162 млрд долл., по данным EPFR). В «погоне за доходностью» интерес к локальным рынкам проявляют глобальные инвесторы, ориентированные на более консервативные классы активов (например, госбумаги развитых стран) и имеющие под управлением суммы в несколько десятков триллионов долларов.

3. ОФЗ отставали в росте от других локальных рынков госдолга EM в 2012 г.

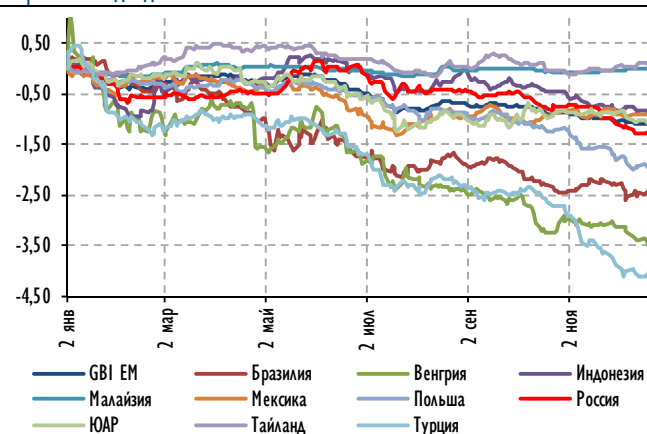
Локальные рынки госдолга EM были одной из «горячих тем» в 2012 году: индекс GBI-EM Global Diversified (в локальных валютах) принес инвесторам порядка 14% с начала года, при этом отдельные «страновые» компоненты обеспечили гораздо более высокий доход – в частности, Бразилия (17%), Турция (20%) и Венгрия (22%). Российский компонент индекса показал средние результаты, как с точки зрения Total Return с начала года, так и с позиции снижения доходности. Главным «сдерживающим фактором» для роста российских бумаг, на наш взгляд, была и остается сложность прямого доступа инвесторов к рынку ОФЗ – как только эта преграда будет устранена, российский сегмент может показать опережающую динамику по сравнению с другими странами EM.

Диаграмма 7. Динамика индекса локальных рынков JP Morgan GBI-EM Global Diversified и страновых подындексов, 30/12/2011=100%



Источник: Bloomberg

Диаграмма 8. Изменение доходности индекса JP Morgan GBI-EM Global Diversified и страновых подындексов относительно 30/12/2011



Источник: Bloomberg



Потенциал притока иностранного капитала на российский рынок госдолга: наша оценка

Мы полагаем, что разрыв между Россией и другими странами ЕМ – с точки зрения присутствия иностранного капитала на рынке госдолга – может быть преодолен в перспективе 1-2 лет, в результате чего **доля нерезидентов на рынке ОФЗ вырастет до 25–30%.** Учитывая запланированные в рамках федерального бюджета на 2013–2014 гг. объемы чистого привлечения, это, по нашим оценкам, обеспечит 22-28 млрд притока иностранного капитала в ОФЗ.

Таким образом, спрос со стороны нерезидентов может стать долгосрочным фактором поддержки на ближайшие год-два. Отметим, что одновременно с увеличением доли иностранцев, вероятно, вырастет и степень чувствительности локального рынка к внешним факторам, влияющим на глобальное отношение инвесторов к риску.

Допуск Euroclear / Clearstream на российский рынок: что осталось сделать?

Euroclear и Clearstream должны открыть счета номинального держателя в центральном депозитарии, что должно случиться в декабре 2012 – январе 2013. После этого все условия для начала проведения сделок на внебиржевом рынке будут выполнены. Согласно комментариям представителя Euroclear (Интерфакс от 06/12/2012), некоторое время займет формальное согласование вопросов налогообложения и раскрытия информации по ОФЗ с регулирующими органами, а также отладка технических деталей проведения расчетов. Ожидается, что первые сделки на российском долговом рынке клиенты Euroclear и Clearstream организаций проведут в 1К13.

Предложение ОФЗ будет сокращаться на горизонте 2-3 лет

Второй фактор, который будет, на наш взгляд, оказывать поддержку котировкам госбумаг в 2013 году – умеренный объем предложения на рынке ОФЗ со стороны Минфина.

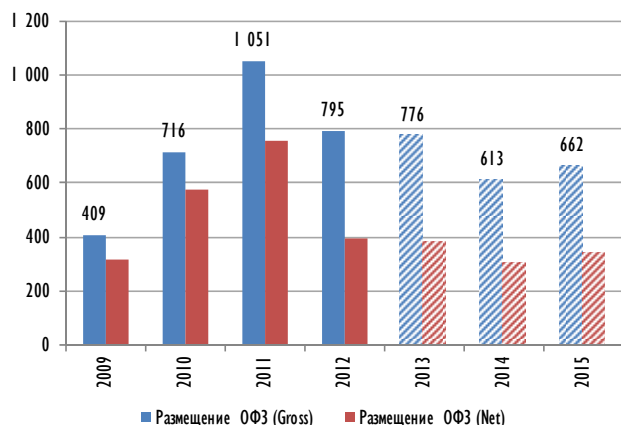
В 2012 году Минфин разместил на рынке 795 млрд руб. ОФЗ, чистое размещение составило 394 млрд руб.

Согласно первоначальной версии федерального бюджета на 2012 г., объем чистого привлечения внутреннего госдолга был запланирован на уровне 1,2 трлн руб., в июне 2012 г. программа внутренних заимствований была сокращена до 710 млрд руб. Помимо ОФЗ, заложенные в бюджете цифры включают ГСО (государственные сберегательные облигации) – неторгуемые инструменты, размещаемые по закрытой подписке. Основным инвестором в ГСО является ВЭБ, размещающий в этих бумагах средства пенсионных накоплений. С учетом ГСО чистое привлечение внутреннего госдолга в 2012 году составило 518 млрд руб. – менее 50% от первоначального плана.

Для того чтобы получить оценку предложения ОФЗ на 2013–2015 гг., мы используем данные из программы внутренних заимствований, заложенной в федеральном бюджете (где приводится сумма чистого привлечения), данные по погашению внутреннего госдолга, а также оценку вклада ГСО в общий объем размещений госбумаг за год. Последние 5 лет она колебалась в пределах 32% (2008) – 14% (2012): мы используем в качестве прогнозного на 2013-2015 гг. значение в 15%.



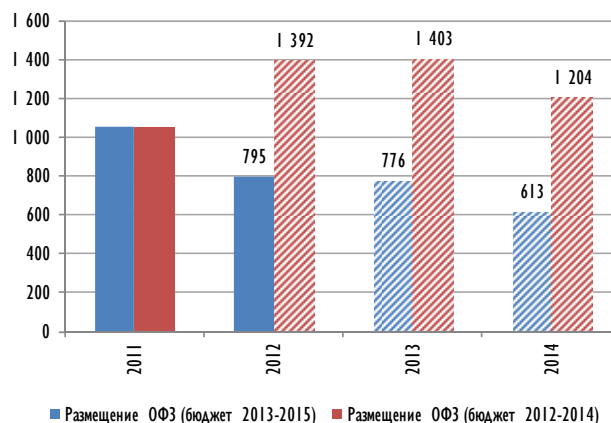
Диаграмма 9. Объем размещения и чистого размещения ОФЗ в 2009-2012, прогноз на 2013-2015 (млрд руб.)*



* оценочная доля ГСО в объеме размещения госбумаг в 2013-2015 – 15%

Источник: Минфин РФ, оценки Газпромбанка

Диаграмма 10. Объем размещения ОФЗ согласно бюджету 2013-2015 (млрд руб.): Минфин сократил планы по заимствованиям



*Бюджет на 2012-2014 – Закон №371 ФЗ от 30/11/2011, до принятия поправок (05/06/12), сокративших объем чистого предложения госбумаг в 2012 до 709 млрд руб.;

**Доля ГСО в объеме размещения госбумаг в 2013-2014 – 15%

Источник: Минфин РФ, оценки Газпромбанка

Объем предложения ОФЗ в 2013 г., по нашим оценкам, незначительно снизится – до 776 млрд руб. В 2014–2015 гг. рынок ждет более существенное снижение объемов размещения – до 610–660 млрд руб. ежегодно. Отметим, что эти цифры существенно ниже плана заимствований, озвученного в первоначальной версии бюджета 2012–2014 гг. (см. диаграмму 10).

Снижение «долговых» аппетитов Минфина обусловлено принятием бюджетных правил, которые способствовали тому, что федеральный бюджет на 2013-2015 гг. оказался достаточно консервативным (подробнее см. «Темы российской экономики»).

Для рынка облигаций произошедший пересмотр планов государства по объему предложения и умеренные аппетиты на ближайшие 3 года – позитивный фактор, особенно на фоне ожидаемого притока спроса нерезидентов после начала расчетов в Euroclear / Clearstream. Отсутствие рисков «навеса первичного предложения», а возможно и его дефицит на рынке, будет способствовать дальнейшему снижению доходностей ОФЗ.

Доходности ОФЗ: где искать ориентиры в 2013 году?

Одним из ориентиров для ответа на вопрос «Как могут снизиться доходности ОФЗ в 2013 году» остается спред 6-летнего выпуска ОФЗ к рублевому выпуску евробондов RUSSIA 18. Его текущее значение – 60-70 б.п. Начало расчетов по ОФЗ в Euroclear / Clearstream должно привести к сокращению этой премии. На наш взгляд, она не должна быть нулевой, учитывая, что структура рублевого евробонда обеспечивает иностранным инвесторам больший комфорт, чем ОФЗ с точки зрения документации, правовой защиты, и т.п. **Мы полагаем, что спред ОФЗ-26204 к RUSSIA 18 может сократиться до 20 б.п.** (то есть на 40-50 б.п. по сравнению с текущим уровнем). При этом сужение «разрыва» может произойти не только за счет снижения доходности ОФЗ, но и за счет роста доходности RUSSIA 18 в результате оттока средств инвесторов на внутренний рынок, где инвесторам будет доступен более широкий выбор инструментов по срочности. Учитывая этот фактор, **потенциал снижения доходности ОФЗ, на наш взгляд, составляет 20–50 б.п. с текущих уровней. Это соответствует диапазону 6,6–6,9% для 15-летней бумаги** (предполагая «параллельный сдвиг» кривой ОФЗ вниз).



Диаграмма 11. Спред ОФЗ 6 лет к RUSSIA 18 RUB, б.п.



Источник: Bloomberg

После ралли в ОФЗ, спрос переключится на субфедеральные выпуски, качественный корпоративный риск.

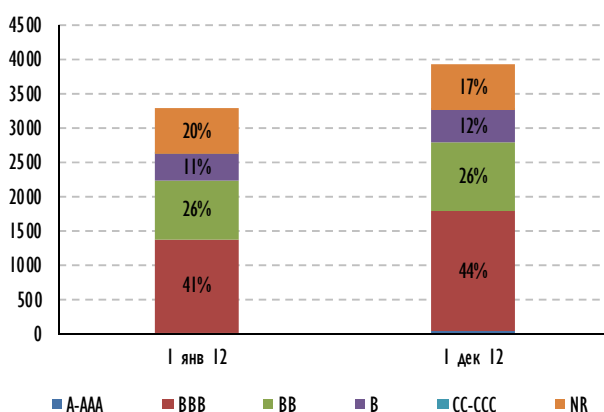
Корпоративные облигации: ждать ли сужения спредов?

В сравнении с фундаментальными изменениями, затронувшими рынок внутреннего суверенного долга в уходящем году, для сегмента корпоративных облигаций 2012 г. прошел достаточно спокойно.

Наиболее интересными, по нашему мнению, тенденциями стали:

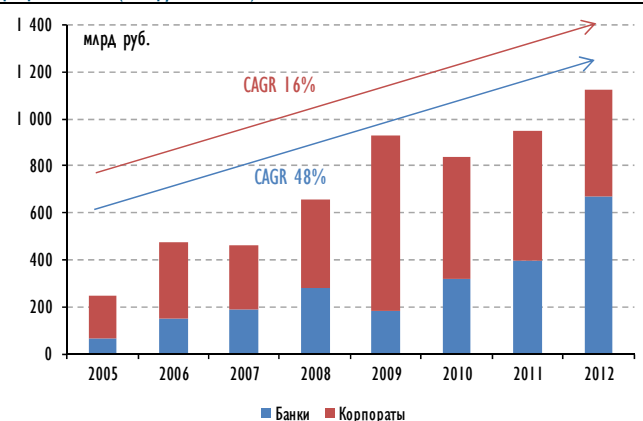
Улучшение кредитного качества заемщиков. Общий объем рублевых бумаг корпоративных и банковских заемщиков в обращении в 2012 г. вырос почти на 20%, превысив 3,9 трлн руб. При этом доля заемщиков с рейтингами инвестиционного уровня увеличилась на 3% – с 41% до 44%, на аналогичную величину сократилась доля заемщиков без рейтинга (с 20% до 17%).

Диаграмма 1. Рублевые облигации корпоративных и банковских заемщиков: структура рынка по рейтингам



Источник: Газпромбанк

Диаграмма 2. Объем размещений корпоративных и банковских облигаций в ретроспективе (на брутто-основе) – соотношение поменялось



Источник: Bloomberg, СМИ, оценки Газпромбанка

Заметное изменение соотношения между размещениями корпоративных и банковских облигаций на первичном рынке. По нашим подсчетам, оно изменилось с 58%/42% в 2011 г. до 41%/59% по итогам 2012 г., при одновременном расширении спредов бумаг обоих сегментов к кривой ОФЗ.



В 2012 г. российские банки привлекли рекордный объем средств на внутреннем долговом рынке – 667 млрд руб. (+63% г/г) на брутто-основе и 553 млрд руб. на нетто-основе, т.е. за вычетом погашений (+190% г/г). При этом объемы размещения корпоративных бумаг снизились – до 455 млрд руб. (-17% г/г) на валовой основе и 166 млрд руб. (-51% г/г) – на чистой.

Потребность компаний в публичных заимствованиях уменьшилась в условиях замедления экономической и инвестиционной активности. Заинтересованность банков в рынках капитала, напротив, возросла в текущем году. Основными направлениями использования средств банками стали фондирование роста балансов (в частности, в розничном сегменте бизнеса) в условиях дефицита ликвидности и рефинансирование обязательств.

Наиболее активными инвесторами в банковские облигации в прошедшем году выступали сами кредитные организации. Во-первых, в силу небольшой дюрации многих инструментов, они обладают меньшим риском снижения рыночной стоимости (mark-to-market). Во-вторых, ставки по банковским бумагам традиционно выше, чем по корпоративному долгу (для одного уровня рейтингов), что при прочих равных позволяет достичь более высокую маржу над ставками РЕПО с Банком России, которое в 2012 г. приобрело особенную популярность.

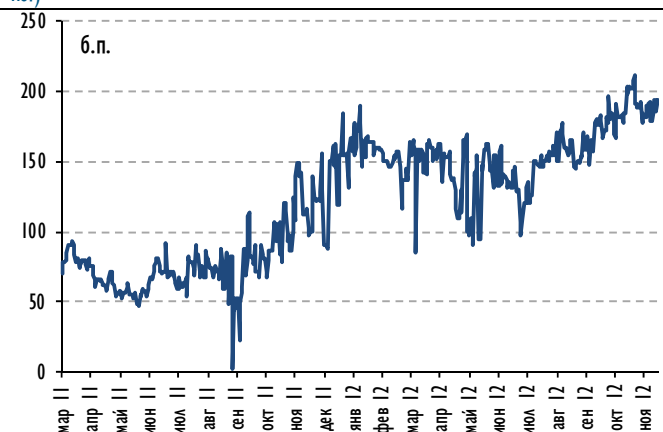
При этом доходности бумаг как корпоративных, так и банковских эмитентов не смогли в 2012 г. в полной мере «подтянуться» за суверенным сегментом, пережившим существенное rally в начале года, а затем и осенью. В зависимости от эшелона и ликвидности инструментов расширение спредов составило от 50 до 150 б.п. – на всем протяжении кривой. На первый взгляд, данный факт выглядит особенно удивительным, если учесть, что в окончательной версии принятых в рамках либерализации внутреннего долгового рынка документов возможность приобретения российских корпоративных бумаг через Euroclear / Clearstream должна появиться у резидентов одновременно с суверенным и региональным долгом – в начале 2013 г. (напомним, что rally в сегменте гособлигаций во многом было вызвано как раз активностью нерезидентов).

Диаграмма 3. Спреды 1-го эшелона: РЖД-16 (дюр. 3,1 года) к ОФЗ-26203 (дюр. 3,2 года)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

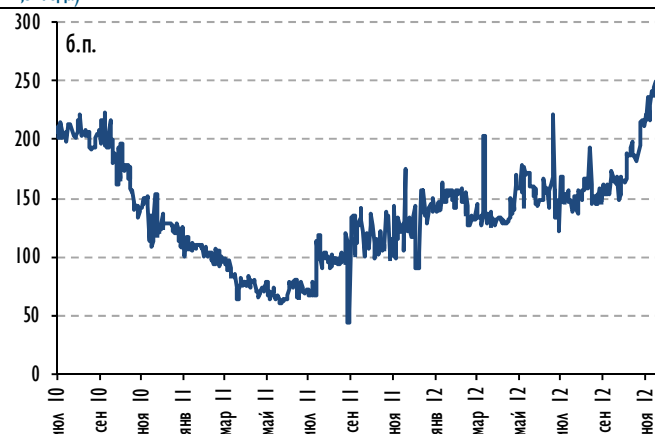
Диаграмма 4. Спреды 1-го эшелона: ВЭБ-9 (дюр. 2,9 лет) к ОФЗ-25077 (дюр. 2,8 лет)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

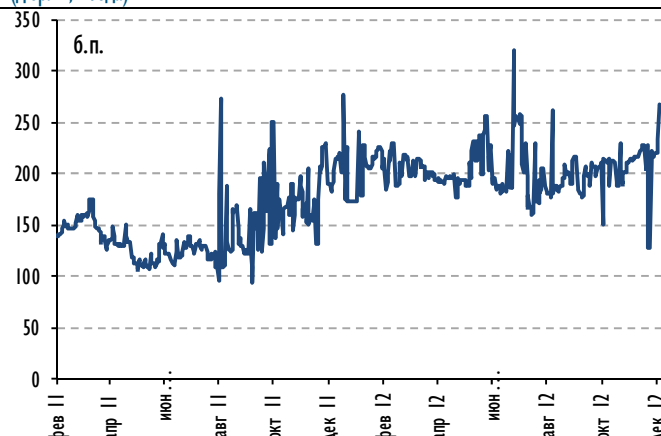


Диаграмма 5. Спреды 2-го эшелона: Алроса-20 (дюр. 2,2 года) к ОФЗ-25075 (дюр. 2,3 года)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 6. Спреды 2-го эшелона: Альфа-Банк 1 (дюр. 1,1 года) к ОФЗ-25076 (дюр. 1,2 года)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

По нашему мнению, ключевыми факторами для рынка российского корпоративного долга в 2013 году станут:

- ▶ **Начало расчетов через Euroclear / Clearstream**, которое должно произойти в начале 2013 г. Сам по себе данный фактор, безусловно, позитивен, однако мы полагаем, что его эффект, в силу ряда ограничений, будет существенно меньше, чем для сегмента суверенных обязательств.

Во-первых, ликвидность внутрироссийских корпоративных облигаций в большинстве случаев на порядок ниже суверенных бумаг, что затрудняет использование активных стратегий инвестирования и снижает возможности закрытия длинных позиций. Во-вторых, инвестирование в корпоративный долг будет за периметром мандата фондов, инвестирующих в суверенный долг; для ряда других инвесторов подобные вложения могут быть сопряжены с большими трудностями в части открытия лимитов, чем при приобретении суверенных обязательств.

Наконец, инвесторы в российский корпоративный долг из числа нерезидентов могут столкнуться с трудностями в части налогообложения получаемых доходов. Согласно нынешнему тексту НК (статьи 309, 310), процентные доходы по российским суверенным и региональным облигациям не облагаются налогами в России по общему правилу, а по корпоративным бумагам — только в случае постоянного нахождения иностранных организаций в стране, с которой заключено соглашение о необложении доходов в РФ, и предъявления соответствующего подтверждения (русский вариант документа обязателен). В противном случае процентный доход будет обложен «у источника» по ставке 20%; при этом мы обращаем внимание на то, что для многих бумаг 1-го эшелона применение 20%-ного налога может «съесть» весь размер премии по доходности над суверенными инструментами.

С позиции доходности российский внутренний корпоративный долг по-прежнему выглядит привлекательнее рублевых еврооблигаций. Вместе с тем отличия в структуре базы инвесторов, ликвидности инструментов и наличие возможного негатива с точки зрения налогообложения могут обусловить сохранение спреда между ними даже после исчезновения «инфраструктурной» премии с началом расчетов через Euroclear.



Диаграмма 7. Спред РЖД-16 (дюр. 3,1 года) к RURAIL 19 (дюр. 4,8 лет) — по-прежнему положительный



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

- **Изменение банковского регулирования:** с 1 февраля 2013 г. российские кредитные организации должны перейти на расчет показателя рыночного риска по новым требованиям ЦБ РФ (положение 387-П, пришедшее на смену 313-П). Согласно новым правилам, более благоприятные коэффициенты для целей расчета норматива достаточности капитала Н1, по сравнению с нынешней методикой, получают региональные облигации и бумаги, гарантированные Правительством РФ. В числе основных «проигравших» оказываются корпоративные и банковские бумаги эмитентов с рейтингами спекулятивной категории, которые будут приниматься в расчет норматива достаточности капитала с весом более 100% от стоимости вложений.

По нашим оценкам, на 1 октября 2012 г. введение новых правил могло стоить российской банковской системе 0,4 п.п. совокупного показателя достаточности капитала (фактическое значение в 13,1% на отчетную дату), притом что для отдельных банков даже из ТОП-30 эффект мог доходить до 2,0 п.п. Кредитные организации являются ключевыми участниками внутреннего облигационного рынка, и мы полагаем, что они могут запросить премию по доходности для инвестирования в данные «высокорискованные» категории бумаг, которая, по нашим грубым оценкам, может составлять 40-80 б.п. Однако фактический эффект на доходности может быть меньше (20-40 б.п.), учитывая вес других участников рынка, не подпадающих под регулирование ЦБ РФ.

Диаграмма 8. Доля российских банков* в различных сегментах внутреннего долгового рынка, 01.10.2012 г.

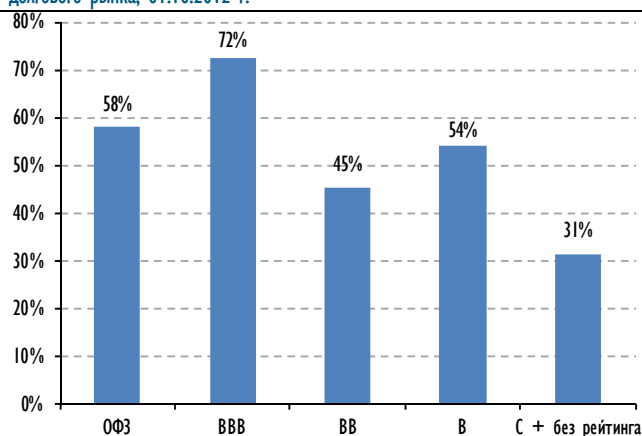
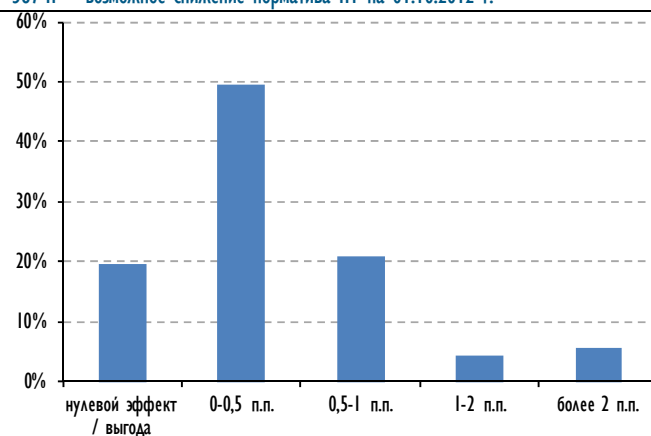


Диаграмма 9. Процентное распределение банков ТОП-100 по эффекту от введения 387-П — возможное снижение норматива Н1 на 01.10.2012 г.



* включая банки, контролируемые нерезидентами

Источник: ММВБ, ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Источник: ММВБ, ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка



- **Потребности в рефинансировании:** по нашим подсчетам, в 2013 году объем облигаций, по которым российским банкам предстоит пройти пут-опционы или погашение, вырастет более чем на 50% относительно уровней 2012 года – до 759 млрд руб. Данный факт выглядит закономерным, если учесть, что доля коротких размещений банковских бумаг – т.е. со сроком до оферты не длиннее 1 года – в 2012 г. выросла до 25% (против 7% в 2011 г.), при прохождении через оферты большинство организаций 2-го и 3-го эшелонов также ориентировались на горизонт не более 1,5 лет. Заметим, что по корпоративным бумагам столь существенных структурных сдвигов нами отмечено не было.

В условиях сохраняющегося дефицита ликвидности в целом по российской банковской системе мы полагаем, что у организаций будут существенные стимулы для установления высоких ставок купона на новые купонные периоды по обращающимся инструментам или при размещении нового долга для целей рефинансирования. Как следствие, доходность банковских бондов будет испытывать большее давление в сторону повышения, чем в 2012 г.

Диаграмма 10. Структура размещения рублевых облигаций банков (по срокам до даты ближайшего пут-опциона / погашения) – доля коротких бумаг выросла

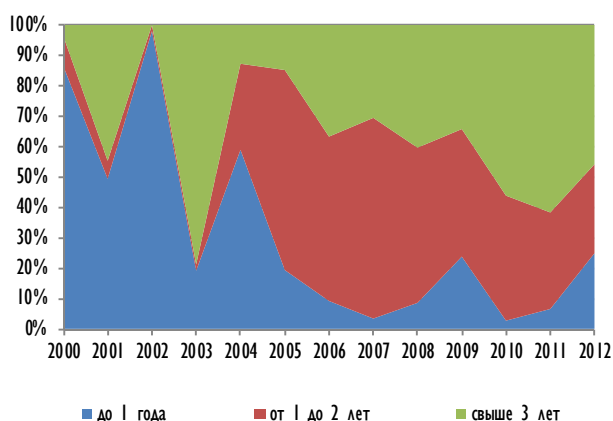
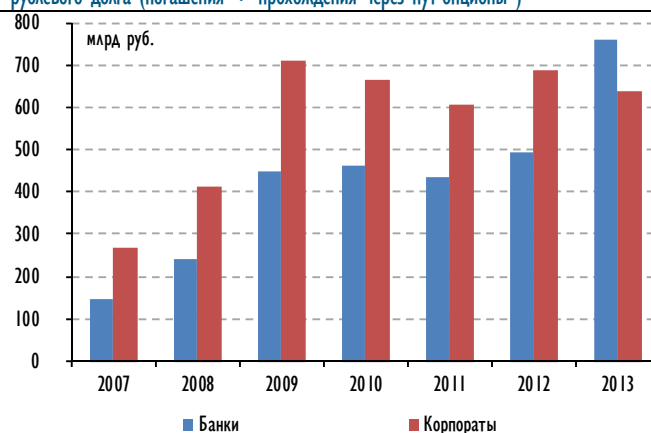


Диаграмма 11. Потребности банков и компаний в рефинансировании публичного рублевого долга (погашения + прохождения через пут-опционы*)



Источник: Bloomberg, СМИ, оценки Газпромбанка

* без учета выкупа бумаг по предыдущим офертам

Источник: Bloomberg, СМИ, оценки Газпромбанка

Мы ожидаем, что в 2013 году наибольшее внимание инвесторов в российский корпоративный долг будет сосредоточено на облигациях качественных заемщиков с рейтингами инвестиционного уровня. Для российских банков вложения в данный долг будут более предпочтительны с позиции коэффициентов риска при расчете H1, для нерезидентов – с точки зрения ликвидности бумаг и (возможно) большего знакомства с кредитным риском. После прихода Euroclear на рынок рублевого корпоративного долга и разрешения вопросов касательно налогообложения можно ожидать сужения спредов вплоть до уровней 1П11 – периода, когда турбулентность на финансовых рынках носила эпизодический характер, а «вес» фактора прихода Euroclear в котировках суверенного долга не был столь высоким. Так, спреды корпоративных бумаг 1-го эшелона к ОФЗ могут сжаться с нынешних 130-140 б.п. на коротком конце и 180 б.п. на дальнем (дюрация 5 лет) до 70 б.п. – в обоих случаях. По облигациям банковских заемщиков 1-го эшелона возможным выглядит сужение спредов к ОФЗ со 190-200 б.п. в настоящее время до 100-110 б.п.

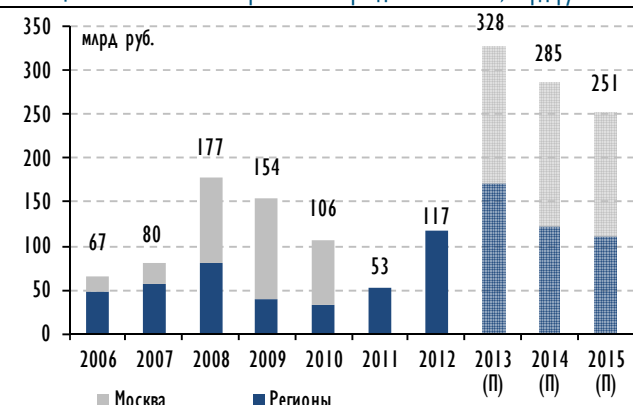
Вместе с тем интерес отечественных банков и инвесторов-нерезидентов в 2013 году к корпоративному долгу 2-го и 3-го эшелонов представляется нам более ограниченным (за исключением, возможно, самых качественных представителей сегмента – МТС, Северсталь, Альфа-Банк). С этой точки зрения вероятное сужение спреда к ОФЗ представляется менее значительным. По нашим оценкам, для корпоративных и банковских заемщиков 2-го эшелона оно может составить до 50 б.п. – к уровням 190-200 б.п. и 230-240 б.п. соответственно.



2013 – год регионального долга

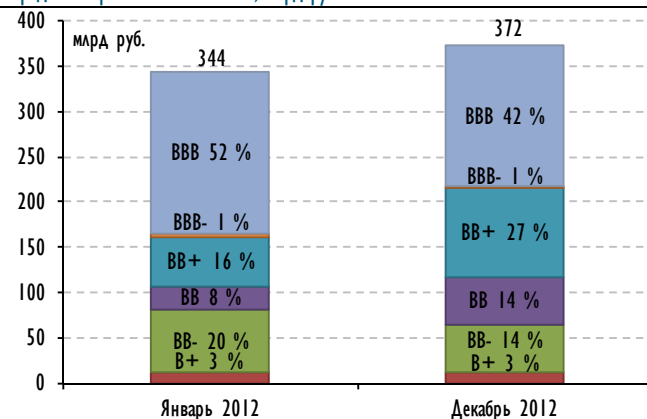
Сегмент субфедерального долга в 2012 г. отметился ростом активности регионов на первичном рынке – объем размещений, без учета Москвы, более чем удвоился к уровню 2011 г. и достиг исторического максимума в 117 млрд руб., основной рост пришелся на 4К12. По итогам года объем рынка увеличился на 9% до 372 млрд руб. В результате высокой первичной активности выросла диверсификация рынка как в разрезе отдельных имен (доля Москвы сократилась с 51% до 39%), так и в отношении кредитного качества (доля эмитентов рейтинговой категории BB и BB+ возросла практически вдвое).

Диаграмма 1. Динамика объемов валовых первичных размещений субфедеральных облигаций в 2006-2012 гг. и прогнозный период 2013-2015 гг., млрд руб.



Источник: ММВБ, законы о региональных бюджетах-2013, Росказна, Газпромбанк

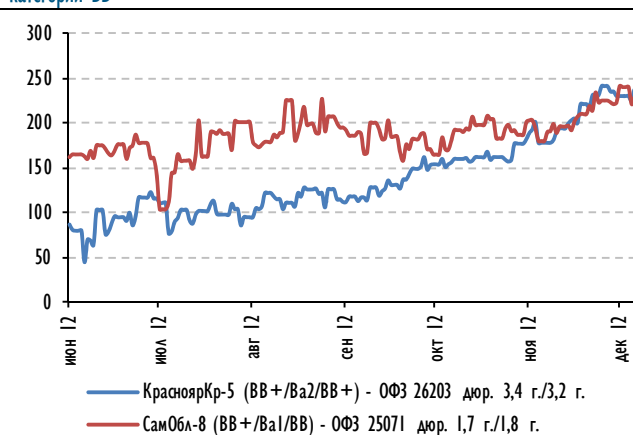
Диаграмма 2. Динамика объемов рынка субфедеральных облигаций в разрезе кредитных рейтингов в 2012 г., млрд руб.



Источник: ММВБ, Минфин, Росказна, оценки Газпромбанка

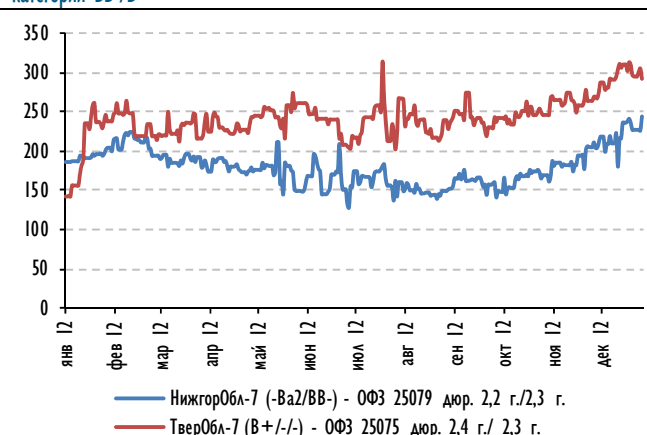
Несмотря на рост объемов, в числе основных особенностей сегмента субфедерального долга сохранилась низкая ликвидность на фоне невысокого объема выпусков (медианный размер 2,5 млрд руб.) и относительно короткой срочности (49% объема рынка погашается в течение двух лет). По этой причине ралли в ОФЗ не нашло отражения в динамике доходностей региональных облигаций – с начала года номинальные спреды по наиболее торгуемым выпускам расширились в среднем на 50-100 б.п.

Диаграмма 3. Динамика номинальных спредов к ОФЗ по выпускам рейтинговой категории BB+



Источник: Bloomberg

Диаграмма 4. Динамика номинальных спредов к ОФЗ по выпускам рейтинговой категории BB-/B+



Источник: Bloomberg

По нашему мнению, в 2013 г. к сектору будет поддерживаться высокий интерес, что будет способствовать увеличению ликвидности бумаг и соответствующему сужению спредов по ним. Среди ключевых факторов роста отметим:



Рост привлекательности субфедеральных бумаг для инвесторов – банков.

Изменения в банковском регулировании в части расчета достаточности нормативного капитала (см. комментарий по банковскому сектору) могут стать сильным внутренним импульсом для роста сегмента. Новый порядок расчета величины рыночного риска кредитных организаций предполагает более благоприятный учетный режим для региональных бумаг по сравнению с корпоративными облигациями неинвестиционного рейтинга за счет установления пониженных коэффициентов риска.

Не стоит также забывать, что субфедеральные облигации предоставляют банкам дополнительные возможности по рефинансированию в ЦБ РФ (большинство рыночных эмитентов имеют кредитные рейтинги, соответствующие требованиям Ломбардного списка).

Потенциал роста в результате либерализации рынка. С началом расчетов через системы Euroclear / Clearstream инвесторы-нерезиденты получат немедленный доступ к субфедеральному сегменту; при этом, в отличие от корпоративных облигаций, в механизме расчетов по ОФЗ и субфедеральным/муниципальным бумагам нет неопределенностей с вопросами налогообложения получаемых доходов.

Мы полагаем, что сегмент субфедерального долга станет основной темой 2013 года по мере исчерпания роста в ОФЗ. Первыми в поле зрения иностранных инвесторов попадут облигации качественных субфедеральных заемщиков, которые смогут выйти на рынок с существенными объемами предложения. Среди таких имен – г. Москва (BBB/Baa1/BBB) и Санкт-Петербург (BBB/Baa1/BBB), предусмотревшие программы заимствований на 2013 г. в размере 156 млрд руб. и 36 млрд руб. соответственно.

Интересны будут также имена качественного второго эшелона (рейтинговый диапазон BB+/BBB-), представленные на рынке и планирующие новые размещения в 2013 г. – Красноярский край (BB+/Ba2/BB+), 25,9 млрд руб. в обращении, запланировано к размещению 11 млрд руб., Самарская область (BB+/Ba1/BB), 24,4 млрд руб. в обращении, запланировано к размещению 8,3 млрд руб., Краснодарский край (–/Ba1/BB+), 16 млрд руб. в обращении, Свердловская область (BB+/–/–), 6,0 млрд руб.

Большинство региональных эмитентов с кредитным рейтингом ниже BB (около трети рынка) могут не почувствовать прихода нерезидентов, т.к. привлекательность этого сегмента сильно страдает от:

- ▶ небольших по объему выпусков (медианный объем 60-80 млн долл.);
- ▶ неизвестности многих имен за пределами российского рынка.

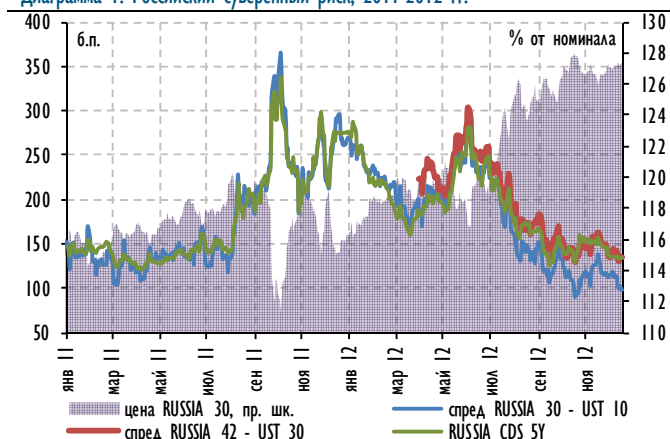
Российские еврооблигации

Наш базовый сценарий для внешних рынков (сохранение ультрамягкой ДКП в США, отсутствие «шоков» в Европе) обусловит позитивный фон для российских еврооблигаций в 2013 г. Причем режим «наибольшего благоприятствования» получат, прежде всего, **корпоративные и банковские выпуски инвестиционной категории, где существует потенциал сужения спредов к суверенным еврооблигациям.**

За 2012 г. стоимость российского «бенчмарка», RUSSIA 30, выросла на 11,5 п.п. и в декабре достигала рекордных 128,3% от номинала. При этом спред RUSSIA 30 – UST10 также в декабре обновил исторический минимум, сузившись до 75 б.п. (предыдущий минимум был достигнут в июне 2007 г. – 87 б.п.), что по большей части было обусловлено значительным ростом доходности американской «десятки». Принимая во внимание наши ожидания по доходности UST10 на конец 2013 г. в диапазоне 1,9-2,0%, **спред RUSSIA 30 – UST10 может составить 90-100 б.п.** на аналогичном горизонте. Отметим, что в течение 2013 г. спред может достигать более существенных величин в отдельные моменты (вероятный bailout Испании, очередное обострение «греческой темы»).

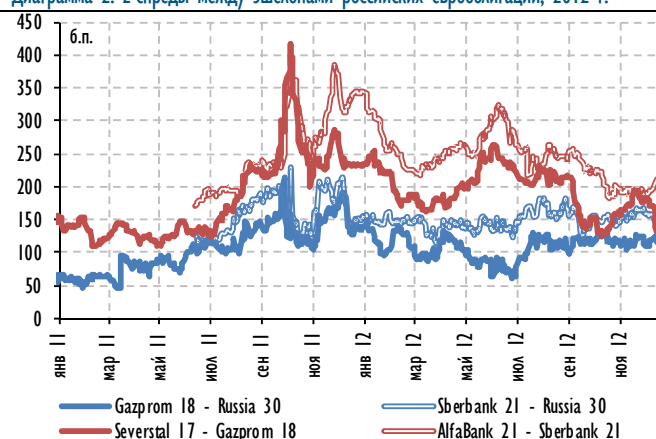


Диаграмма 1. Российский суверенный риск, 2011-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

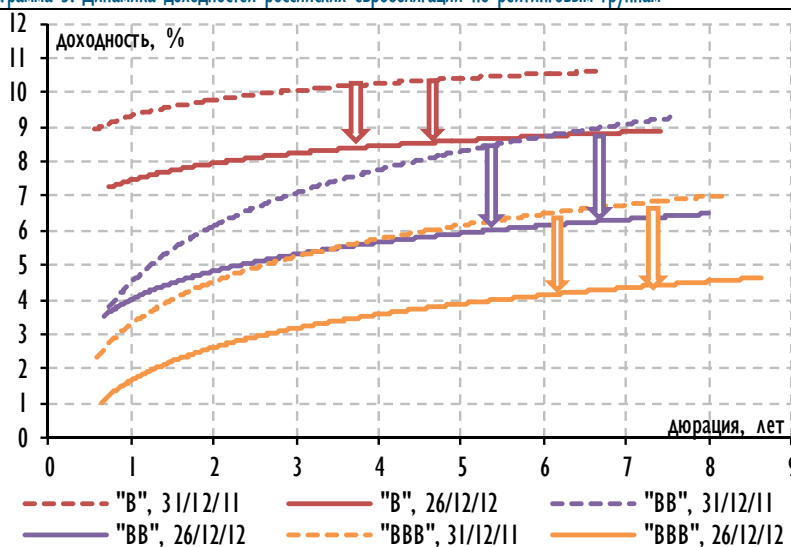
Диаграмма 2. Z-спреды между эшелонами российских еврооблигаций, 2012 г.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

В корпоративном и банковском сегменте в 2013 г. мы можем увидеть опережающее сужение спредов по еврооблигациям эмитентов с рейтингами инвестиционного уровня. Премия по ним (по отношению к суверенным евробондам) в терминах Z-спредов изменилась незначительно за 2012 г. и по состоянию на декабрь составляет 120-140 б.п., что все еще выше уровней начала 2011 г. (50-70 б.п.). В терминах доходностей максимальное их снижение за 2012 г. было отмечено в сегменте еврооблигаций с рейтингами «BB»: порядка 260-270 б.п. на дюрации 6 лет. Снижение доходностей в сегменте «BBB» было чуть меньшим – около 230-240 б.п.

Диаграмма 3. Динамика доходностей российских еврооблигаций по рейтинговым группам

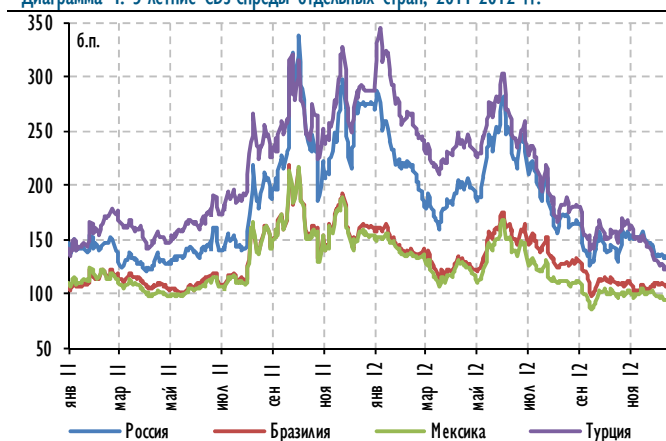


Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Позиционирование российского риска на фоне ЕМ значительно улучшилось в 2012 г.: 5-летний CDS-спред России снизился до минимумов середины 2011 г., а разница по отношению к аналогичным показателям Бразилии и Мексики сократилась за год на 100 б.п.

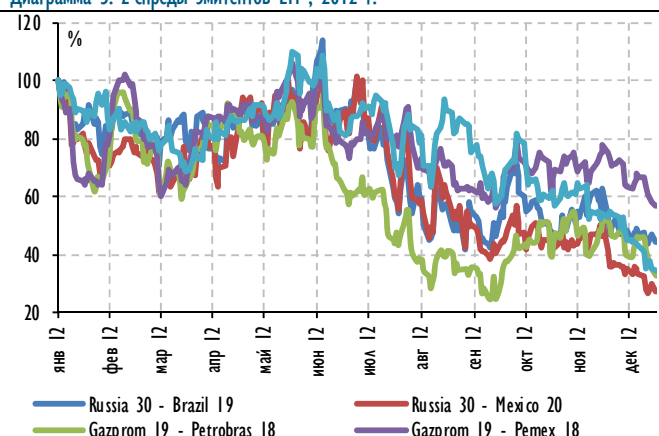


Диаграмма 4. 5-летние CDS-спреды отдельных стран, 2011-2012 гг.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

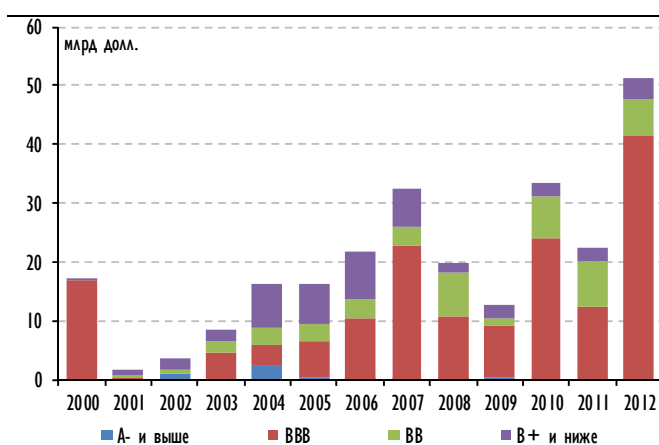
Диаграмма 5. Z-спреды эмитентов EM*, 2012 г.

* 1 января 2012 г. = 100%
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Позитивная динамика наблюдалась также в спредах российских корпоративных и банковских эмитентов в сравнении с аналогами из EM. При этом основным фактором сокращения премии российских эмитентов стало улучшение ситуации в Европе, а именно – июльские заявления главы ЕЦБ (см. «Европа: интеграция на фоне austeritы»).

В 2013 г. Россия имеет шансы усилить позиции на EM: 5-летний российский CDS-спред может сократить «отставание» от показателей Бразилии и Мексики до 15-20 б.п., а **российские корпоративные и банковские эмитенты могут продолжить сокращать премию к аналогам.**

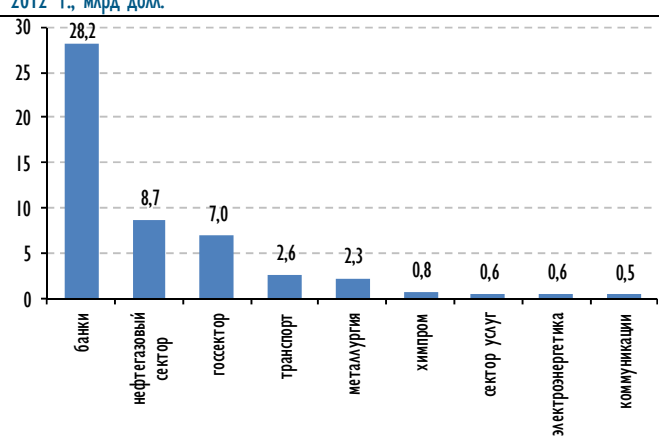
Диаграмма 6. Первичные размещения российских еврооблигаций, 2000-2012 гг.*



* данные на 18 декабря 2012 г.

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 7. Структура первичных размещений российских еврооблигаций, 2012 г., млрд долл.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

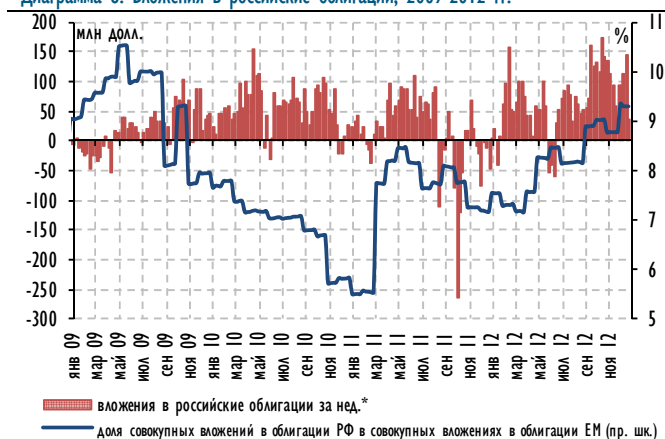
Объемы российского первичного рынка еврооблигаций значительно выросли в 2012 г. – до 51,3 млрд долл., при этом банковский сектор нарастил долю в общем объеме первичного рынка до 55% (28,2 млрд долл.) с 40% годом ранее. В рейтинговом разрезе основной объем первичных размещений пришелся на эмитентов инвестиционной категории – 41,5 млрд долл. (или 81%), из которых 7 млрд долл. – на суверенные выпуски (RUSSIA 17, RUSSIA 22 и RUSSIA 42).

В 2013 г. объем рефинансирования публичного валютного долга российскими компаниями может составить 16,5 млрд долл., причем основная его часть – 7,4 млрд долл. или 45% – придется на банковский сектор.

Отметим, что, по данным Bond Radar, общий объем первичного рынка еврооблигаций EM вырос в 2012 г. почти на 60% – до 427 млрд долл., причем 40% из них (116 млрд долл.) пришлось на регион EEMEA.

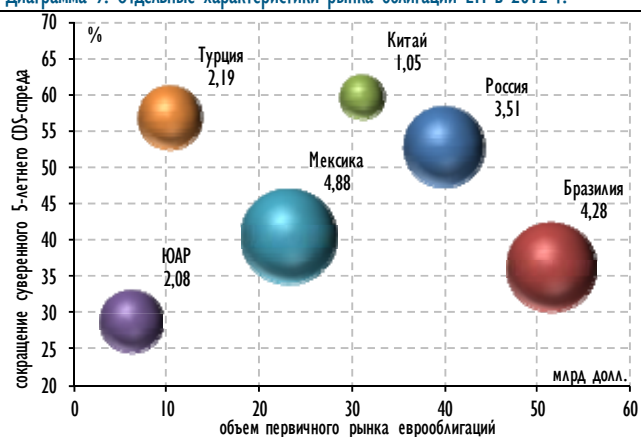


Диаграмма 8. Вложения в российские облигации, 2009-2012 гг.



*недели в формате «среда к среде»
Источник: EPFR Global, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 9. Отдельные характеристики рынка облигаций ЕМ в 2012 г.*



*размер фигур — нетто-вложения в облигации страны с начала 2012 г. в млрд долл.
Источник: EPFR Global, Bond Radar, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Низкие ставки в развитых странах существенно повысили интерес инвесторов к развивающимся рынкам в 2012 г.: согласно еженедельным данным EPFR Global, нетто-приток в облигации ЕМ за 2012 г. составил 42,2 млрд долл. (в 3,4 раза больше показателя 2011 г.), в то время как приток в облигации DM вырос в 2,4 раза — до 217,2 млрд долл. При этом вложения в европейские облигации снизились на 10% (до 12,3 млрд долл.), а в американские — выросли в 2,7 раз (до 188,3 млрд долл.).

На этом фоне приток в российские облигации в 2012 г. увеличился в 4,6 раз — до 3,5 млрд долл., а доля совокупных вложений в облигации РФ от всех ЕМ выросла до 9,3% с 7,5% на конец 2011 г. Заметное ускорение притоков во второй половине 2012 г. позволило России занять второе место в BRICS по притокам в облигации (первое — Бразилия с 4,3 млрд долл.).



ВЗГЛЯД НА СЕКТОРА

Банковский сектор: тернистая дорога впереди

В общем и целом 2012 год можно назвать успешным для большинства российских банков.

В свете постепенного замедления экономической и инвестиционной активности, а также плавного ужесточения требований банков к заемщикам темпы роста показателей корпоративного сегмента бизнеса российских банков ожидаемо замедлились. За 11М12 валовый портфель кредитов юридическим лицам вырос по системе на 12% до 19,8 трлн руб., а средств юридических лиц в пассивах российских банков – на 1% до 12,1 трлн руб. (данные ЦБ были скорректированы нами на средства Минфина, внебюджетных фондов и выпуски еврооблигаций, которые включаются в средства нерезидентов). Для сравнения, по итогам 2011 г. прирост данных показателей составил 26% и 24% соответственно.

На фоне данной динамики «флагманом» развития сектора в 2012 г. выступил розничный сегмент бизнеса, продемонстрировавший бурные темпы роста благодаря как увеличению числа представителей оперирующих в секторе банков и расширению спектра предлагаемых услуг, так и получению организациями большего отклика со стороны населения. Так, за 11М12 розничный кредитный портфель вырос по системе на 36% до 7,6 трлн руб. (против +36% за весь 2011 г.), объем вкладов физических лиц – на 13% до 13,4 трлн руб. (+21% по итогам 2011 г.).

С учетом отстающих темпов роста пассивной базы банки использовали различные источники для фондирования роста активов, следствием чего стали рекордные объемы размещений публичного долга на локальных и внешних рынках, а также существенный рост задолженности перед ЦБ (в 1,4 раза до 2,9 трлн руб. на 1 декабря 2012 г.). Заметим, что в 2012 г. российским банкам, по всей видимости, удастся заработать рекордный объем чистой прибыли – финансовый итог 11М12 по РСБУ составил 930 млрд руб. С другой стороны, даже столь высокий показатель не уберег систему от просадки достаточности капитала – до 13,2% по совокупному нормативу Н1 на 1 ноября 2012 г. (против 14,7% на начало года).

Диаграмма 1. Прирост балансов российских банков в 2012 году *...

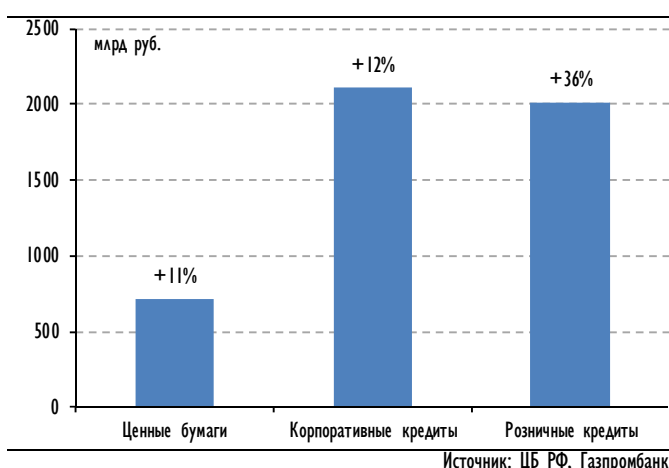
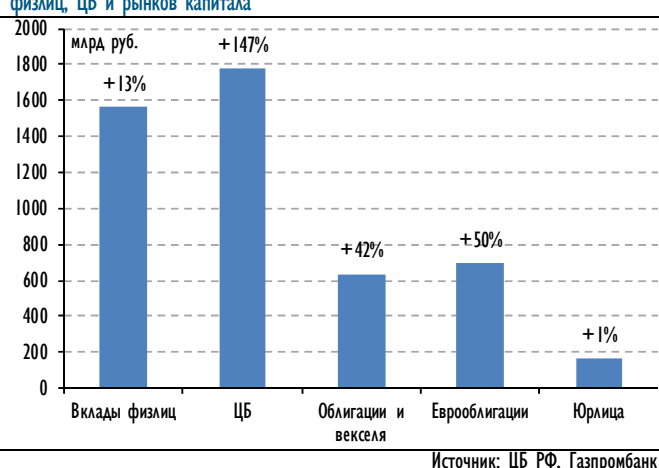


Диаграмма 2. ...фондировался преимущественно за счет привлечения средств физлиц, ЦБ и рынков капитала *



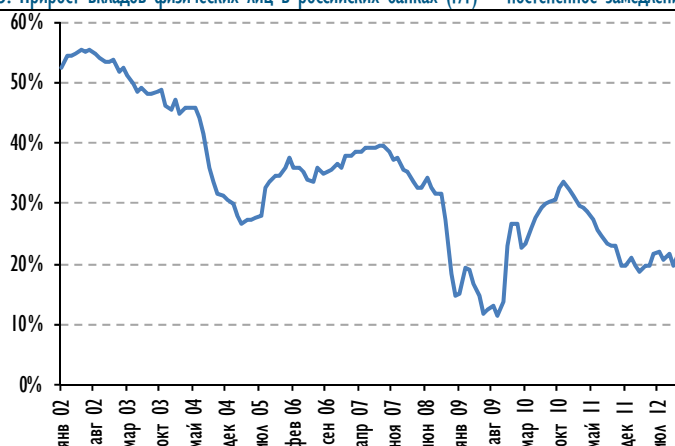


По нашему мнению, наиболее важными факторами, которые определяют развитие российского банковского сектора в 2013 г., станут:

- ▶ **ужесточение регулирования со стороны Банка России**, которое будет носить комплексный характер и коснется прежде всего:
 - **сегмента необеспеченного потребительского кредитования**, бурный рост которого происходил на фоне замедления общей экономической активности и снижения достаточности капитала по системе. В качестве конкретных инициатив ЦБ, направленных на стабилизацию ситуации в секторе, можно отметить (1) повышение минимальных резервных требований по отдельным категориям потребительских кредитов, (2) идею включить комиссии по страховым операциям в полную стоимость кредитов и (3) введение повышенных коэффициентов риска для кредитов с высокой полной стоимостью для целей расчета норматива достаточности капитала Н1. По нашему мнению, последняя мера является наиболее действенной: по нашим грубым и наиболее консервативным оценкам, потенциальный эффект может достигнуть 1,3 п.п. для более крупных розничных организаций и 3,0 п.п. – для более мелких нишевых представителей сектора уже по итогам 2013 г.
 - **подхода к регулированию достаточности капитала кредитных организаций**, что выразится как введением промежуточных уровней в составе капитала 1-го уровня, так и ужесточением критериев для бумаг, которые квалифицируются как «субординированные» (требование обязательной конвертации платежей в акции при определенных условиях). По имеющейся у нас информации, в настоящее время конечный вариант предполагаемых изменений все еще обсуждается ЦБ РФ и банковским сообществом.
 - **расчета банками величины рыночного риска**: пересмотр положений ЦБ РФ подразумевает, в частности, дальнейшее повышение коэффициентов риска по корпоративным и банковским бумагам эмитентов с рейтингами спекулятивной категории и по состоянию на 1 октября 2012 г. мог, по нашим оценкам, «отъесть» 0,4 п.п. от показателя достаточности капитала по системе.
- ▶ **замедление темпов роста бизнеса**: корпоративное кредитование вновь окажется под давлением со стороны снижения темпов экономического роста, притом что на развитии розничного сегмента должны негативно сказаться обозначенные выше регулятивные нововведения. По нашему мнению, озвученные ЦБ РФ прогнозы темпов роста кредитных портфелей по российской банковской системе в 2013 г. на уровне 15% по корпоратам и 25-30% в рознице – выглядят вполне реалистично.
- ▶ **сохранение дефицита ликвидности**: с высокой долей вероятности в 2013 г. объем средств корпоративных и розничных клиентов в банковской системе вновь вырастет меньше, чем объем предоставленных им кредитов. В частности, давление на динамику депозитов физических лиц – важного источника фондирования на протяжении 2012 г. – будет исходить из того факта, что ставки по депозитам многих организаций уже достигли своего локального «потолка».



Диаграмма 3. Прирост вкладов физических лиц в российских банках (г/г) — постепенное замедление



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Как следствие, банки продолжают использовать ресурсы рынков капитала и средства ЦБ для наращивания своих балансов. Возможности Банка России по поддержанию ликвидности банковской системы представляются нам высокими: по нашим оценкам, в настоящее время только под залог рыночных активов российские кредитные организации могли бы привлечь у Банка России до 2,0 трлн руб.

Обратим также внимание на тот факт, что потребности российских банков в рефинансировании на следующий год более чем существенны. По нашим подсчетам, им придется пройти по офертам / погасить рублевый долг объемом 759 млрд руб. (против 495 млрд руб. в 2012 г.), а также погасить евробонды номинальной стоимостью 7,4 млрд долл. (в эквиваленте).

- ▶ **ПОИСК ИСТОЧНИКОВ ДЛЯ ПОПОЛНЕНИЯ КАПИТАЛА:** несмотря на ожидаемое замедление темпов роста баланса российских банков, с учетом новых требований ЦБ их потребность в капитале, вероятно, останется достаточно острой. Как можно было убедиться в текущем году, данную потребность банки далеко не всегда могут удовлетворить за счет фондовых рынков; таким образом, высока вероятность использования более традиционных источников — таких как капитализация прибыли, субординированные еврооблигации и ресурсы акционеров.

Отдельно напомним, что ожидаемые изменения в расчет капитала российскими банками должны устранить ограничение, согласно которому капитал 2-го уровня не может превышать капитал 1-го уровня, что при прочих равных должно положительно сказаться на склонности банков привлекать субординированный долг для пополнения капитала.

Обратим внимание и на важный технический момент: согласно 215-П, чистая прибыль включается в капитал 2-го уровня до момента подтверждения аудиторами, после чего происходит ее переклассификация в капитал 1-го уровня. По нашим оценкам, на 1 ноября 2012 г. объем не подтвержденной аудиторами прибыли российских банков — то есть источник будущего пополнения капитала 1-го уровня — составил 520,0 млрд руб.

- ▶ **вероятное ухудшение качества активов:** сочетание более медленных темпов роста кредитования и постепенного «старения» выданных в 2012 кредитов, вероятно, вновь выведет на авансцену тему качества активов российских банков.

С учетом отмеченных тенденций, нашими «фаворитами» среди российских банков в 2013 году будут кредитные организации, обладающие наиболее сильными показателями достаточности капитала и качества активов, а также менее плотным графиком рефинансирования и лучшей позицией по ликвидности.



На рублевом долговом рынке с точки зрения risk/reward по-прежнему привлекательно выглядят облигации розничных банков. Данные бумаги в большинстве случаев коротки и не слишком ликвидны, так что при открытии длинных позиций предпочтительна стратегия удержания до погашения / оферт. Среди конкретных выпусков обратим внимание на Русский стандарт БО-1 (УТР 9,4% @ ноябрь 2013 г.) и ОТП Банк БО-2 (УТР 10,4% @ март 2014 г.). Из бумаг эмитентов с рейтингами инвестиционного уровня можно выделить длинный долг ВЭБа – к примеру, ВЭБ-9 (УТР 8,3% @ март 2016 г.) – который выгодно отличает сочетание ликвидности и премии около 200 б.п. к кривой ОФЗ.

На рынке еврооблигаций мы нейтрально смотрим на долг банков 1-го эшелона. В сегменте «double-B» мы находим привлекательными несколько перепроданные под конец года бумаги банка «Русский стандарт» – в частности, старшие RUSB17 (УТР 7,8% @ июль 2015 г.). Нам также нравится долг Альфа-Банка (к примеру, ALFARU21 – УТМ 6,2%) как качественная и более доходная альтернатива риску госбанков.

Нефтегазовый сектор – относительная стабильность на фоне высоких цен на нефть

В 2013 году основное влияние на нефтегазовый сектор, по нашим оценкам, будут оказывать следующие факторы:

Сохранение цен на нефть на высоких уровнях 107,4 долл./барр. (Urals). Поддержку ценам окажет глобальный рост потребления со стороны Китая (+3,8%), стран азиатско-тихоокеанского региона и Латинской Америки (+1,8–2,3%), а также сохранение интереса финансовых инвесторов на фоне поддержания монетарных стимулов в странах ОЭСР. В дополнение к фундаментальным факторам мы ожидаем, что рынок продолжит учитывать премию за риски военных конфликтов и срывы поставок из стран Персидского залива.

Ситуация на европейском рынке газа. Цена реализации газа на территории стран СНГ будет в существенной мере определяться установленным ценовым уровнем для Украины. В целом мы ожидаем умеренное повышение средних цен реализации в пределах 10%. Ситуация в странах Западной Европы окажется под влиянием конкуренции между поставщиками газа на фоне слабой динамики спроса. По нашим оценкам, средняя цена реализации газа в Европе в 2013 г. сложится в диапазоне 370–390 долл. за тыс. кубометров. На внутреннем рынке в 2013 г. планируется 15%-ная индексация регулируемых тарифов.

Налоговый режим-2013: В будущем году в общем режиме налогообложения не ожидается значительных изменений, затрагивающих более 5% консолидированной EBITDA сектора. Одним из центральных событий может стать внедрение налоговых послаблений и льгот по экспортной пошлине для новых разрабатываемых месторождений, а также одобрение специальных налоговых условий для шельфовых проектов, которые поддержат рентабельность планируемых инвестпрограмм. Налоговые послабления коснутся, прежде всего, проектов Роснефти (BBB-/Baa1/BBB), Газпром нефти (BBB-/Baa3/-) – в части развития шельфа и новых месторождений, а также Лукойла (BBB-/Baa2/BBB) – по проектам добычи трудноизвлекаемой нефти.

Существенные инвестиционные программы. В 2013 г. компании продолжат активные вложения в развитие как новых, так и уже разрабатываемых месторождений. Параллельно с развитием добывающих активов будут проводиться программы модернизации перерабатывающих мощностей. В частности, среднесрочная инвестпрограмма Лукойла (BBB-/Baa2/BBB) предусматривает увеличение вложений в 2013 г. в среднем на +10%;



Газпром нефть (BBB-/Baa3/-) также утвердила в следующем году 18%-ный рост капитальных расходов (без учета инвестиций). По нашим оценкам, большинство игроков в секторе по итогам 9M12 сохраняют положительные свободные денежные потоки, тем не менее в 2013 г. не исключен выход на первичный рынок в целях финансирования инвестиционных проектов и сделок M&A.

В 2012 г. нефтегазовые компании демонстрировали высокую активность на рынке еврооблигаций. В сегменте появились новые имена — Газпром нефть (BBB-/Baa3/-) и Роснефть (BBB-/Baa1/BBB) провели удачные размещения выпусков общим объемом 1,5 млрд долл. и 3 млрд долл. соответственно. В течение 2013 г. мы не исключаем появления на первичном рынке уже известных имен с предложениями нового долга — в частности, Газпром нефть (BBB-/Baa3/-) позитивно оценивала конъюнктуру рынка еврооблигаций, не скрывая намерений привлечь заимствования.

Мы по-прежнему рассматриваем кредитные риски нефтегазовых компаний с инвестиционными рейтингами как ргоху на суверенный риск, учитывая сохраняющуюся зависимость поступлений в бюджет от состояния сырьевых рынков и динамики цен на нефть. При этом текущие премии по выпускам сектора к суверенной кривой в терминах Z-спредов представляются повышенными. Так, в разрезе стран ЕМ выпуски Газпрома (BBB-/Baa1/BBB) торгуются на 120-150 б.п. выше суверенной кривой, в то время как соответствующая разница по мексиканскому аналогу Pemex (BBB-/Baa1/BBB) оценивается в 80-110 б.п. при сопоставимой долговой нагрузке. Среди российских аналогов премии нефтегазовых выпусков к российской кривой также еще не отыграли расширение в 2012 г. к наблюдавшимся минимумам.

На фоне ожидаемой позитивной конъюнктуры в сегменте еврооблигаций, мы ожидаем опережающего сужения спредов нефтегазовых выпусков к суверенной кривой, потенциал сужения оценивается в 60-70 б.п.

На рынке рублевого долга нефтегазовые выпуски инвестиционной категории являются одними из наиболее качественных предложений, и с большой вероятностью первыми попадут в поле зрения инвесторов-нерезидентов после прояснения порядка налогообложения доходов по корпоративным бумагам. Текущая премия к ОФЗ составляет 130-180 б.п. в номинальных спредах, потенциал сужения оценивается нами в 50-70 б.п.

Таблица 1. Основные финансовые показатели крупнейших нефтегазовых компаний по МСФО/US GAAP, млрд долл.

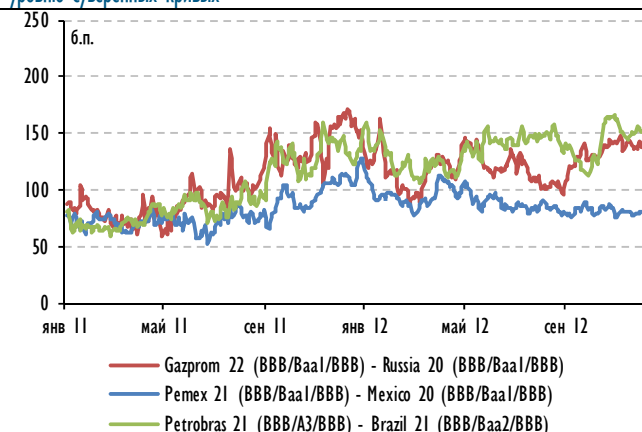
	Газпром	НОВАТЭК	Лукойл	Роснефть	ТНК-ВР	Газпром-нефть	Транснефть	Татнефть	Башнефть
Отчетная дата	6M12	9M12	9M12	9M12	9M12	9M12	9M12	9M12	9M12
Рейтинги S&P/Moody's/Fitch	BBB-/Baa1/BBB	BBB-/Baa3/BBB-	BBB-/Baa2/BBB-	BBB-/Baa1/BBB	BBB-/Baa2/BBB-	BBB-/Baa3/-	BBB-/Baa1/-	-/Baa1/BB+	-/Baa2/BB
Выручка	73,0	4,9	103,2	73,0	46,1	36,2	17,6	15,2	12,6
EBITDA	26,1	2,3	14,1	14,3	10,2	6,4	7,9	3,0	2,5
Рентабельность EBITDA	36%	47%	14%	20%	22%	18%	45%	20%	20%
Активы	347,8	12,9	96,7	122,4	41,2	40,5	62,0	21,1	15,3
Собственный капитал	245,3	9,1	72,9	73,0	24,0	27,0	36,6	14,6	7,7
Финансовый долг	46,5	2,7	6,5	29,0	7,7	7,8	17,5	2,4	4,1
Доля краткосрочного долга	24%	22%	13%	13%	16%	31%	4%	43%	26%
Денежные средства	15,6	0,6	2,4	7,8	4,0	2,4	2,7	0,5	0,7
Операционный поток	23,3	1,8	12,8	11,5	9,3	5,3	4,7	2,5	1,8
Капитальные вложения	-22,5	-1,0	-8,1	-11,1	-4,1	-3,4	-4,4	-1,2	-0,6
Свободный поток	0,8	0,8	4,8	0,4	5,1	1,9	0,3	1,3	1,2
Долг/Собственный капитал	0,2	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,5	0,2	0,5
Чистый долг/12M EBITDA	0,5	0,7	0,2	1,1	0,3	0,6	1,5	0,5	1,0
EBITDA/ проценты*	18,6	17,7	31,1	43,0	29,7	25,0	7,1	30,2	7,7
Долг/12M Свободный поток	38,0	2,0	1,5	Отриц.	1,2	5,0	17,3	1,7	2,6

*вкл. капитализированные процентные расходы

Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

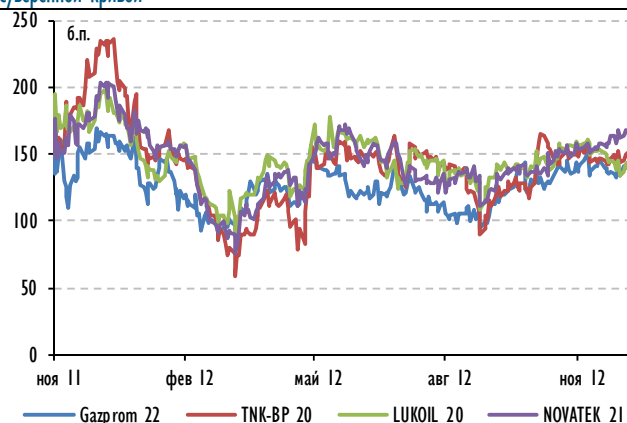


Диаграмма 1. Динамика Z-спредов крупнейших нефтегазовых компаний ЕМ к уровню суверенных кривых



Источник: Bloomberg

Диаграмма 2. Динамика Z-спредов российских нефтегазовых компаний к суверенной кривой



Источник: Bloomberg

Региональные администрации

В 2012 году региональные администрации фиксируют снижение сбалансированности бюджетов на фоне роста расходов (+13,5 г/г) и замедления динамики доходной базы (+4,7 г/г). Если 2011 год консолидированные бюджеты администраций были сведены с минимальным профицитом, то по итогам 2012 г. ожидается отрицательное сальдо.

Таблица 1. Основные параметры исполнения консолидированных региональных бюджетов по итогам 10М12

	10М12	10М11	изм. %
Доходы консолидированного бюджета	6 569	6 274	4,7%
Налоговые и неналоговые доходы, в т.ч.	5 277	4 823	9,4%
Налоги на прибыль:	3 460	3 213	7,7%
Налог на прибыль организаций	1 710	1 678	1,9%
Налог на доходы физических лиц	1 750	1 534	14,1%
Расходы	6 196	5 458	13,5%
Профицит (10 мес.)	373	815	-54%
Государственный долг	1 152	1 068	7,8%
Госдолг/ Налоговые и неналоговые доходы*	18,2%	18,5%	-0,3%

*аннуализированная величина налоговых и неналоговых доходов консолидированных региональных бюджетов

Источник: Росказна, Минфин

В конце 2012 года Минфин представил скорректированный вариант основных направлений бюджетной политики на 2013 и 2014-2015 гг., в котором привел свои прогнозы состояния региональных финансов на трехлетний период. По расчетам регулятора, текущие тенденции в 2013 году сохранятся – дефицит консолидированных бюджетов вырастет до 1,3% доходов (121 млрд руб.) на фоне 13%-ного увеличения расходных обязательств.

Таблица 2. Прогноз основных параметров бюджетной системы РФ на 2013 -2015 гг., млрд руб.

Показатель	2012	2013	2014	2015	13/12 г/г
Доходы консолидированных бюджетов субъектов РФ, в т.ч.	8 074	9 062	9 839	10 958	12,2%
налоговые и неналоговые доходы	6 717	7 765	8 654	9 790	15,6%
межбюджетные трансферты	1 358	1 297	1 185	1 169	-4,5%
Расходы консолидированных бюджетов субъектов РФ	8 107	9 183	9 925	10 958	13,3%
Дефицит	-33	-121	-86	0	-
ВВП	3,5%	3,7%	4,3%	4,5%	+0,2 б.п.

Источник: Минфин, ОНБП от 27.09.2012

В будущем году состояние региональных финансов и соответственное кредитное качество субфедеральных заемщиков будет определяться следующими тенденциями:

Дальнейшее снижение гибкости бюджетной политики в результате

**исполнения государственных инициатив, в числе которых:**

- **Прямой рост жестких расходов за счет повышения зарплаты работников бюджетного сектора.** По оценкам Минфина, дополнительные расходы субъектов в рамках реализации государственной социальной политики по этому направлению достигнут в 2013 г. 328 млрд руб. (3,6% ожидаемого объема совокупных расходов), при этом объем запланированной компенсации из федерального бюджета (около 106 млрд руб.) не покрывает всех возникающих обязательств.
- **Снижение гибкости бюджетной политики за счет выделения дорожных фондов.** Фонды носят целевой инвестиционный характер и с трудом поддаются сокращениям. В качестве основных источников пополнения будут использоваться поступления по транспортному налогу вкпе с собираемыми акцизами на ГСМ, которые также не могут быть использованы администрациями в каких-либо других целях. По оценкам Минтранса, объем региональных дорожных фондов в 2013 г. достигнет 470 млрд руб. или 5,1% ожидаемых совокупных расходов.

Риски недополучения доходов в условиях умеренного экономического роста. В ОНБП предусматривается сокращение межбюджетных трансфертов на 4,5% г/г, таким образом, основная нагрузка по обеспечению растущих обязательств приходится на собственную налоговую базу регионов. При этом Минфин исходит в своих расчетах из довольно оптимистичных предпосылок – рост ВВП в периоде 2013–2015 гг. оценивается в диапазоне 3,7–4,5%, увеличение налоговых/неналоговых поступлений в 2013 г. ожидается на уровне 15,6%.

Наблюдающееся в 2012 г. замедление экономической и инвестиционной активности может поставить под сомнение прогноз регулятора. Так, в рамках нашего макроэкономического прогноза рост ВВП в 2013–2015 гг. оценивается в диапазоне от 3,0 до 3,2% на фоне переключения драйвера экономического роста с внутреннего потребления на увеличение инвестиций (см. «**Российская макростратегия 2013: «ПЕРЕСТРОЙКА» модели роста**»). Фактическая слабая динамика налоговых доходов также подтверждает эти опасения – рост поступлений по налогу на прибыль за 10M12 составил только 7,7%, в т.ч. поступления по налогу на прибыль организаций увеличились всего на 2% г/г.

Согласно оценкам Минфина, потеря каждого планируемого 1% роста доходов приводит к приросту бюджетного дефицита на 80 млрд руб. Таким образом, даже сохранение текущей динамики совокупных доходов (+4,7% г/г) может привести в 2013 году к увеличению дефицитов с планируемых 121 млрд руб. до 728 млрд руб.

Растущие потребности в заемном финансировании. В 2013 г. складываются предпосылки по увеличению присутствия региональных администраций на долгом рынке. На 2013 г. регионы запланировали рекордные объемы размещений облигаций в размере 328 млрд руб. (+54% г/г). При этом большая доля заимствований приходится на крупнейших эмитентов – Москву (156 млрд руб.), Санкт-Петербург (36 млрд руб.) и Московскую область (40 млрд руб.). Мы не ожидаем, что в следующем году будет выбран весь заявленный объем, однако итоговые суммы размещений, скорее всего, будут не ниже, чем в 2012 г.

Таблица 3. Программа государственных заимствований региональных администраций на 2013-2015 гг., млрд руб.

Эмитент	S&P/Moody's/ Fitch	Планы по размещению 2012	Размещено	Планы по размещению 2013	2014	2015
Москва	BBB/Baa1/BBB	40	-	156	163	140
Санкт-Петербург	BBB/Baa1/BBB	27	7	36	37	41
Мос. область*	-/Ba2/-	15	-	40	н.д.	н.д.
Прочие регионы*		130	110	96	85	70
Итого		212	117	328	285	251

*Для Московской области и ряда других регионов, которые готовят бюджет только на 1 год, программы заимствований



на 2014-2015 гг. недоступны

Источник: законы/законопроекты о бюджете-2013, ММВБ

Благоприятная рейтинговая атмосфера. В прошлом году в действиях рейтинговых агентств преобладал положительный настрой — было объявлено о 15 случаях повышения рейтингов/прогнозов и 10 случаях первичного присвоения рейтинга региональным администрациям. Объявлений о снижении или отзыве рейтингов наблюдалось гораздо меньше, при этом они практически не затронули регионы, имеющие облигационные выпуски (кроме Тверской области, прогноз по рейтингу которой был пересмотрен S&P на негативный).

Таблица 4. Действия рейтинговых агентств в 2012 г. в отношении региональных администраций

	Повышение рейтинга/прогноза	Присвоение рейтинга	Понижение рейтинга/прогноза	Отзыв рейтинга
Standard & Poor's	3	-	1	-
Moody's	1	-	2	1
Fitch	11	10	1	-

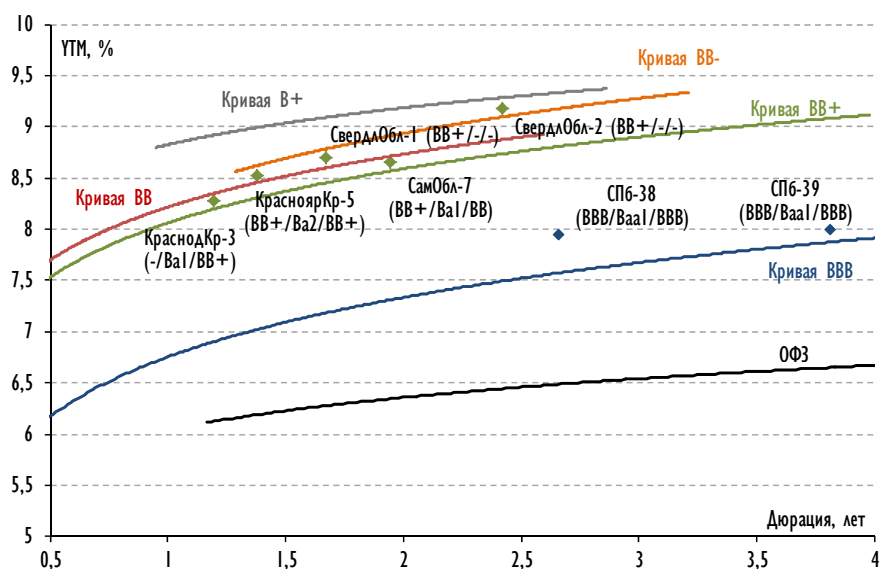
Источник: Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch

В 2013 г. агентства отмечают негативные тенденции в финансовом положении регионов, однако не ожидают массового негативного пересмотра рейтингов в ближайшей перспективе. В сегменте региональных облигаций также не ожидается значительных изменений структуры рынка — по оценкам агентств, основная масса эмитентов (категория BB и выше) придерживается умеренной долговой политики.

Среди наших рекомендаций — структурно недооцененные выпуски качественного первого и второго эшелонов, которые должны выиграть от либерализации рынка (подробнее — часть рынка субфедеральных облигаций).

В 2013 г. также открываются возможности участия в первичных размещениях региональных бумаг, в частности, Красноярский край (BB+/Ba2/BB+) запланировал выпуск на 11 млрд руб., Самарская область (BB+/Ba1/BB) — на 8,3 млрд руб., Республика Саха (BB+/-/BBB-) — на 2,5 млрд руб.

Диаграмма 1. Кривые доходности субфедеральных облигаций в разрезе кредитных рейтингов



Источник: ММВБ



Металлургия и добывающий сектор: в ожидании восстановления спроса

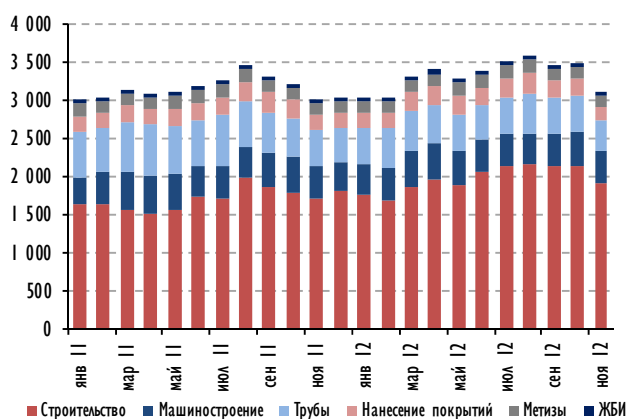
Слабая внешняя конъюнктура. В 2012 году мировая металлургическая и горнодобывающая промышленность переживала не лучшие времена. Помимо низкого уровня потребления стали в Европе на фоне развивающегося долгового кризиса, существенное влияние на конъюнктуру рынков оказало замедление темпов роста экономики Китая.

Первые признаки улучшения во 2П12. В 3К-4К12 появились первые признаки улучшения ситуации в отрасли. Объявленные властями Китая новые инфраструктурные проекты, а также консолидированные усилия денежных властей по всему миру, направленные на монетарное стимулирование экономики, дали повод ожидать роста спроса на сталь в среднесрочной перспективе. Подтверждением надежд стало улучшение макроэкономических показателей — в частности, индекса деловой активности в производственной сфере в Китае, который в октябре-ноябре вернулся в «зону роста» экономики (показатель вновь превысил уровень 50).

В динамике экспортных цен на стальной прокат пока сколько-нибудь заметного разворота не наблюдается. С начала года экспортные и внутренние цены на российский прокат снизились в пределах 4-15%.

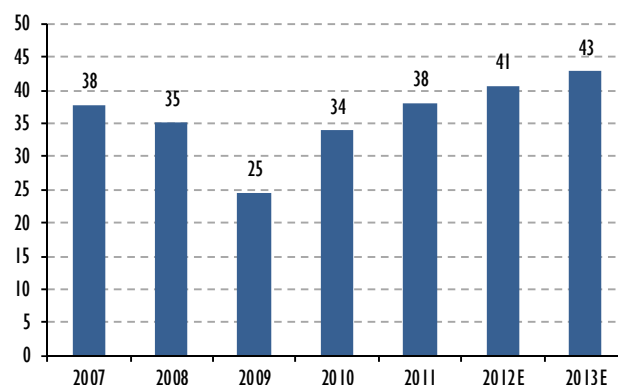
2013 г.: ситуация остается неопределенной, но цены на сталь, вероятно, уже достигли дна. Мировая экономическая ситуация остается неопределенной: признаки восстановления в Китае и Европе пока нельзя считать устойчивыми. В то же время, по оценкам участников отрасли (в частности, оценкам руководства НЛМК и Северстали, озвученным в ходе публикации последней отчетности за 9М12), мировые цены на сталь уже достигли «дна». По прогнозу Газпромбанка, средняя экспортная цена на горячекатаные рулоны в 2013 г. вырастет на 2% и составит 589 долл./т. — при этом текущая цена составляет порядка 540 долл./т.

Диаграмма 1. Структура спроса на стальной прокат в России, тыс. тонн



Источник: Металл Эксперт

Диаграмма 2. Внутренний спрос на стальной прокат, млн тонн



Источник: Металл Эксперт, Газпромбанк

Внутренний рынок — по-прежнему «safe haven» для российских металлургов. На фоне внешней волатильности российские производители стали и сырья остаются в выигрышном положении благодаря низким производственным издержкам и относительно сильной динамике спроса на внутреннем рынке. По нашим расчетам, внутренний спрос на сталь в России в 2012 году вырос на 6,7% с уровня 2011 года, главным образом за счет роста потребления в строительной отрасли (на 17%). В результате доля строительства в структуре внутреннего спроса на сталь возросла с 54% в 2011 году до 59% в 2012. Исходя из нашего прогноза снижения темпов роста российского ВВП в 2013 г. до 3,1% (по сравнению с 3,5% в 2012), мы



ожидаем замедления роста внутреннего спроса на сталь в 2013 году до 5-6%. Впрочем, мировой спрос покажет еще более скромный результат: по данным Всемирной ассоциации производителей стали, в 2013 году он поднимется всего на 3,2% относительно уровня 2012 года.

В свете нестабильности мирового рынка российские сталелитейные компании в 2013 году, как мы полагаем, будут и далее уделять внимание оптимизации затрат и укреплению своих позиций на внутреннем рынке, который уже стал для них «спасительной гаванью» в 2012 году и, вероятно, будет и далее поддерживать их денежные потоки в 2013 г.

Риски рефинансирования: большинство компаний сектора – вне опасности. На фоне снижения денежных потоков в 2012 году, кредитные метрики российских металлургических и добывающих компаний преимущественно ухудшались. При этом большинство представителей отрасли в условиях негативной рыночной конъюнктуры придерживались консервативной политики в части инвестиционных расходов и дивидендов, а также использовали возможности для оптимизации структуры долга и создания резерва под будущие погашения. Наилучшим примером в этом плане, на наш взгляд, является Евраз: в 1П12 компания сформировала резерв ликвидности, полностью покрывающий выплаты по долгу до конца 2013 г.

По состоянию на последнюю отчетную дату (9М12, 1П12) наименьшие риски рефинансирования из числа публичных заемщиков сектора характерны для НЛМК, Северстали, Евраза, Распадской и Русала: компании имеют существенный запас наличности, покрывающий 75–130% всего короткого долга. Для других заемщиков сектора доля короткого долга в общей структуре кредитного портфеля в основном остается умеренной (за исключением ММК и Алросы, однако последняя рефинансировала существенную часть задолженности после отчетной даты). При этом для большинства из них публичные рынки долга, на наш взгляд, остаются открытыми, равно как и источники банковского финансирования.

Таблица 1. Выборочные финансовые показатели и кредитные метрики российских компаний металлургии и добычи, млн долл (IFRS, GAAP отчетности за 1П12, 9М12)

	НЛМК	Северсталь	Евраз	ММК	Металлоинвест	Алроса	Распадская	ТМК	Кокс	Мечел	Русал
Отчетный период	9М12	9М12	1П12	9М12	1П12	9М12	1П12	9М12	1П12	9М12	9М12
Рейтинг	BBB-/Baa3/BBB-	BB+/Ba1/BB	B+/Ba3/BB-	-/Ba3/BB+	-/Ba3/BB-	BB-/Ba3/BB-	-/B1/B+	B+/B1/-	B/B2/-	-/B2/-	NR
Выручка	9 354	10 988	7 619	7 260	4 458	3 359	285	5 056	767	8 751	8 267
EBITDA	1 478	1 780	1 175	1 053	1 654	1 553	96	781	120	1 210	694
Изменение выручки, г/г	8%	-9%	-9%	3%	-12%	-10%	-24%	0%	-11%	-9%	-13%
Изменение EBITDA, г/г	-22%	-37%	-28%	-9%	-14%	-24%	-47%	-2%	-19%	-36%	-67%
Рентабельность EBITDA	16%	16%	15%	15%	37%	46%	34%	16%	16%	14%	8%
Долг	5 284	5 726	7 816	3 869	6 378	4 530	554	3 816	753	10 156	11 604
Доля краткосрочного долга	46%	34%	20%	44%	22%	59%	10%	24%	6%	25%	8%
Денежные средства	1 814	2 121	1 763	221	270	340	148	127	11	582	894
Денежные средства / Короткий долг	75%	109%	115%	13%	19%	13%	130%	14%	25%	23%	101%
Чистый долг / EBITDA	1,9	1,4	2,5	2,9	1,8	2,1	1,7	3,6	3,1	5,5	10,0
Свободный денежный поток	334,0	444,0	253,0	362,0	866,0	-194,0	29,0	28,0	34,7	260,0	112,0
Свободный денежный поток после дивидендов	218,0	142,0	253,0	362,0	576,0	-452,8	29,0	-43,0	34,7	65,0	112,0

Источник: Данные компаний, расчеты Газпромбанка

Наши фавориты в секторе. Среди обращающихся на публичных рынках выпусков компаний сектора наиболее интересной идеей с точки зрения «relative value», на наш взгляд, остаются длинные выпуски евробондов Евраза с погашением в 2018 г., торгующиеся с премией к кривой Северстали (CHMFRU17) 145-175 б.п. в терминах Z-спреда. Расширение премии в прошлом году, очевидно, связано с более заметным ухудшением кредитных метрик Евраза на фоне Северстали. В то же время консервативная политика Евраза по управлению ликвидностью, по нашему мнению, заслуживает внимания и должна способствовать сокращению кредитного спреда между двумя заемщиками: справедливый уровень мы оцениваем в 50–75 б.п.

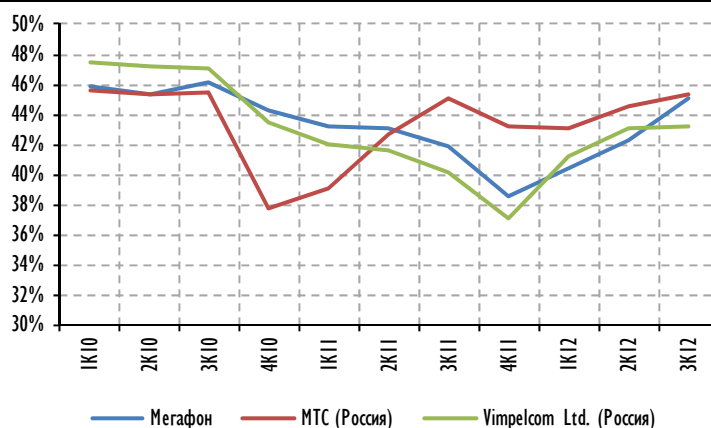


Телекоммуникации: по-прежнему сильный кредитный профиль

Восстановление рентабельности в сегменте мобильной связи. Позитивным трендом в развитии кредитного профиля российских компаний мобильной связи в 2012 г. стал рост показателей рентабельности на ключевом с точки зрения генерации выручки российском рынке. Рост прибыльности стал следствием снижения конкурентного давления в секторе по мере того, как компании «большой тройки» вместо количества абонентов переключили внимание на «качество» абонентской базы. Кроме того, на рентабельности позитивно сказались изменения в системе расчетов с дилерами по заключенным контрактам, что позволило сократить расходы на привлечение абонентов. Судя по комментариям менеджмента МТС и Vimpelcom Ltd., в среднесрочной перспективе конкурентная среда на рынке мобильной связи в России не ухудшится и «фокус» на рентабельности бизнеса сохранится, что должно оказать поддержку денежным потокам сотовых компаний в 2013 г.

Отдельно отметим Ростелеком, для которого ключевым поддерживающим рентабельность фактором служит существенный потенциал сокращения издержек в результате реорганизации бизнеса (объединения региональных компаний связи и ОАО «Ростелеком» в 2011 г.).

Диаграмма 1. Рентабельность EBITDA российских мобильных компаний в 2010-2012 гг.



Источник: данные компаний, оценки Газпромбанка

«Пик» инвестиционных расходов позади. Судя по прогнозам ведущих компаний сектора (МТС, Мегафона, Vimpelcom Ltd. и Ростелекома), пик инвестиционных расходов в отрасли был пройден в 2011-2012 гг. На горизонте 2013-2015 гг. капитальные вложения ведущих игроков ожидаются на уровне 15-20% выручки, тогда как в 2011 г. это соотношение составляло 20-30%. Основные расходы сотовых компаний на развертывание общенациональных сетей 3G остались позади. При этом активная фаза инвестиций в развитие LTE в рамках лицензий, которые в 2012 году получили 4 ведущие компании сектора («большая тройка» мобильных операторов и Ростелеком), вероятно, приходится на период после 2015 г.

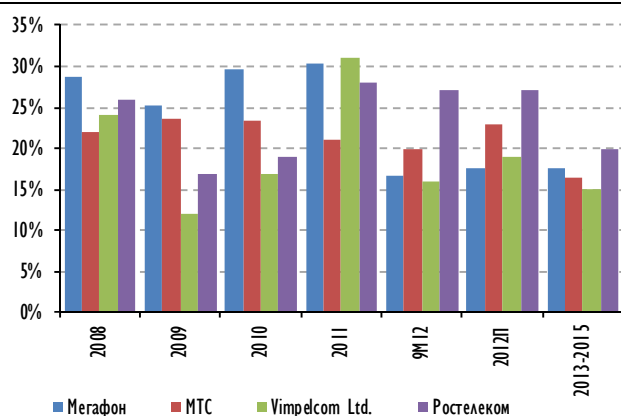
Сокращение инвестиционных трат на фоне роста рентабельности бизнеса должно обеспечить рост свободного денежного потока телекоммуникационных компаний. Эффект на кредитные метрики будет определяться тем, в какой степени дополнительно сгенерированные средства будут частично распределены в пользу акционеров (о планах увеличить ежегодные дивидендные выплаты на 25% заявляли МТС).

Потребности в рефинансировании долга. По нашим оценкам, из числа публичных заемщиков сектора наиболее существенный объем выплат по долгу в 2013 году имеют Vimpelcom Ltd. и Ростелеком – около 2 млрд дол.



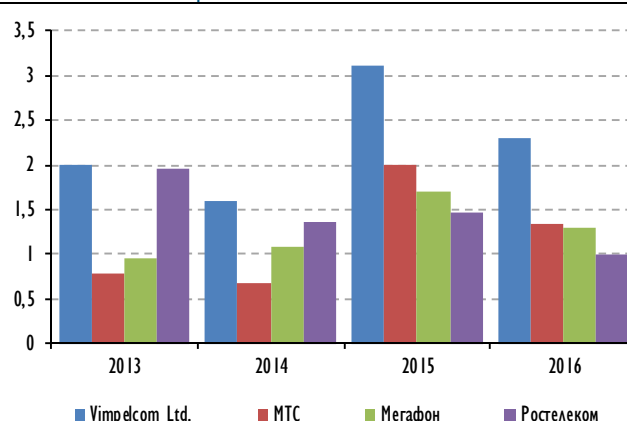
Мы полагаем, что Vimpelcom Ltd. может профинансировать существенную часть погашений за счет собственных средств – в частности, суммы, полученной от ключевого акционера Altimo в ходе конвертации привилегированных акций (1,4 млрд долл.). В то же время новое предложение долга от компании может быть связано с желанием рефинансирования относительно дорогих облигационных выпусков итальянской дочки – WIND, по которым в 2013 г. наступают сроки коллопционов. Выплаты МТС и Мегафона не столь существенны в 2012 г. – в пределах 1 млрд долл. Тем не менее мы не исключаем роста предложения на публичном рынке долга в целях рефинансирования, учитывая повышенные обязательства перед акционерами по дивидендам.

Диаграмма 2. Капитальные вложения (% выручки), 2008-9М12, оценки на 2012 и 2013-2015 гг.



Источник: Данные компаний, оценки Газпромбанка

Диаграмма 3. Объем погашения долга российских телекоммуникационных компаний в ближайшие 4 года, млрд долл.



Источник: Данные компаний, оценки Газпромбанка

Торговые идеи в секторе. На наш взгляд, текущий спред евробондов Vimpelcom Ltd. к МТС (VIP22 к MOBTEL20) сохраняет потенциал сужения с текущих уровней (порядка 70 б.п. в терминах Z-спреда). Новостной фон по компании, который был преимущественно негативным в 1П12, наконец, улучшился. Объявленная в конце декабря 2012 г. конвертация привилегированных акций крупнейшего акционера – Altimo – обеспечит приток средств (1,4 млрд долл.), которые могут быть направлены на сокращение долга, и, тем самым, приблизить обещанную цель по снижению долговой нагрузки (ниже 2х «Чистый долг/EBITDA»). Дополнительный позитив по-прежнему возможен в случае благоприятного разрешения ситуации вокруг продажи Алжирской «дочки» – ОТА. Справедливый уровень премии к МТС мы оцениваем в 50 б.п.

Таблица 1. Выборочные финансовые показатели и кредитные метрики российских телекоммуникационных компаний, млн долл. (IFRS, US GAAP отчетности за 9М12)

	МТС	Vimpelcom Ltd.	Мегафон	Ростелеком
Рейтинг	BB/Ba2/BB+	BB/Ba3/-	BBB-/Baa3/BB+	BB+/-/BBB-
Выручка	268	17 111	6 475	7 685
EBITDA	4 025	7 322	2 767	3 025
Изменение выручки, г/г	-1%	-3%	5%	0%
Изменение EBITDA, г/г	4%	0%	5%	0%
Рентабельность EBITDA	43%	43%	43%	39%
Долг	7 305	26 637	5 145	6 521
Доля краткосрочного долга	11%	9%	18%	37%
Денежные средства	884	3 956	622	109
Денежные средства / Короткий долг	110%	165%	67%	5%
Чистый долг / EBITDA	1,2	2,4	1,3	1,6
Кап. вложения / выручка	20%	16%	17%	27%
Свободный денежный поток	1 632,0	2 209,0	1 564,0	313,0
Свободный денежный поток после дивидендов	713,0	2 209,0	-3 325,2	-106,0



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Управление анализа инструментов

с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00

доб. 54074

Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00 доб. 54424

Дмитрий Селиванов

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Редакторская группа

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниковис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.