



Стратегия на 2011 год.



Февраль 2011



Оглавление

Мировые рынки	- 3 -
Экономика США и QE2	- 3 -
Динамика US Treasures	- 4 -
Еврозона – основной риск	- 5 -
Развивающиеся рынки.....	- 7 -
Commodities	- 8 -
Российские еврооблигации	- 9 -
Россия. Глобальные проблемы и рост позади. Период стабилизации.....	- 11 -
Инфляция.....	- 11 -
Национальная валюта.....	- 12 -
Ликвидность	- 12 -
Государственные заимствования	- 13 -
ВВП и платежный баланс.....	- 14 -
Российский рынок корпоративных облигации	- 15 -
Консенсус прогноз.....	- 16 -

Мировые рынки

Экономика США и QE2

В 2010 году экономика США продолжала стагнировать. Весь год уровень безработицы находился выше 9,5%. Потребительская инфляция постепенно снижалась и под конец года оказалась ниже 1%. Рынок жилья был одним самых депрессивных сегментов американской экономики. Продажи жилья на вторичном рынке в июле прошлого года обновили 10-летний минимум и составили 3,83 млн. домов. В этих условиях, единственно верным решением было принимать новые меры экстренного спасения экономики.

Как известно, основа управления в развитых странах экономики – монетаризм. На ФРС США возложена обязанность по поддержанию ценовой стабильности и полного уровня занятости. Ясно, что ни о том, ни о другом речи быть не могло. В этих условиях проведение QE2 было предопределено. Принятая в ноябре 2010 года, программа, фактически означающая запуск печатного станка, стала объектом жесткой критики со стороны стран ЕС и Китая, поскольку ее запуск произошел на фоне обострившихся «валютных войн».



В итоге в начале 2011 года в экономике США появились позитивные сдвиги, главный из которых – снижение уровня безработицы. Хотя уровень безработицы и начал сокращаться, значение выше 9,0% не дает повода говорить о восстановлении. По итогам декабря уровень безработицы снизился сначала до 9,4%, а затем – до 9,0% в январе этого года. Правда, это произошло за счет пересмотра общего числа трудоспособного населения, а не за счет реального сокращения числа безработных.

Второй фактор состояния экономики – инфляция, пока также не вселяет оптимизма. Базовая инфляция (инфляция за вычетом цен на энергоносители и продовольствие), на которую в основном ориентируется ФРС, пока по-прежнему держится ниже 1%. Однако наметилась тенденция к росту общего уровня цен за счет подорожания энергоносителей и продовольствия. Поэтому существует риск возникновения инфляции издержек, а не инфляции спроса, которую так добивается ФРС.



Заметим, что у проведения сверхмягкой монетарной политики есть один недостаток. Она позволяет достичь целей только тогда, когда в экономике есть спрос на кредиты со стороны организаций и потребителей. В условиях «делвериджнга» в США и по-прежнему высокой безработицы, спрос на кредиты со стороны населения – низкий. Неизбежно, что большая часть ликвидности оказывается на финансовых

рынках, в том числе и во фьючерсах на сырье, что приводит к росту цен, в частности на нефть. В результате цены на продукцию растут вслед за издержками производителей. Нельзя однозначно сказать, что экономика США сейчас движется по этому сценарию. Однако, вероятность его реализации существует, хотя мы и оцениваем её как низкую.

В случае если снижение уровня безработицы – долгосрочный тренд, рано или поздно базовая инфляция также начнет расти, вслед за общим ростом экономики. Однако, пока в этом отношении сохраняется неопределенность.

Тем не менее, мы ожидаем, что ФРС доведет программу QE2 до конца. Вероятность проведения QE3 нельзя исключать, хотя мы полагаем, что к середине 2011 года экономика США покажет достаточный рост для того, чтобы прекратить монетарное

стимулирование, через выкуп казначейских обязательств. Мы полагаем, что рост ВВП США в 2011 году составит 3%.

Мы ожидаем роста цен в США по итогам 2011 года на уровне 1,2-1,5%. При этом, мы не ждем повышения базовой процентной ставки ФРС в течение первой половины 2011 года. По мере восстановления экономики и роста цен, мы ожидаем, что к концу года ключевая процентная ставка будет увеличена на 0,25-0,5%.



Динамика US Treasures

Одной из целей «мягкой» монетарной политики является удешевление кредитных средств. Как неоднократно заявлял Председатель ФРС Б. Бернанке, основной целью проведения QE2 является поддержание рыночных процентных ставок на минимальных уровнях, путем покупок treasuries.

Однако с начала проведения QE2 доходность американских казначейских показывает полностью противоположные тенденции. Так, в декабре 2010 года доходность UST-10 подскочила на 70 б.п. В декабре и январе доходность держалась в диапазоне 3,30-3,50%. Однако в первую неделю февраля доходность вновь взлетела на 22 б.п. достигнув 3,66%.



Мы полагаем, что доходность Treasures определяется не только проводимой денежно-кредитной политикой. Казначейские обязательства США – один из самых популярных (по размерам вложений) инвестиционных активов в мире. Основными держателями Treasures являются Центральные Банки иностранных государств. Однако помимо них обязательства США держат в портфелях довольно большое количество банков, хедж-

фондов и других инвесторов. Для них Treasures как актив становится все менее интересным, что и оказывает давление на цены. Среди причин этого мы выделяем:

- ✓ растущий долг США. На начало февраля государственный долг США достиг рекордной отметки и составил \$14 117 млрд.
- ✓ высокий уровень дефицита федерального бюджета. На конец года он составил 8,6% от ВВП;
- ✓ неопределенности относительно возможного роста экономики США. В случае улучшения состояния экономики США рост доходности treasures неизбежен.

Долг США в 2011 году продолжит расти и предположительно может превысить \$15 трлн., а дефицит бюджета США вырастит на \$200 млрд. по сравнению с прошлым годом и достигнет \$1,5 трлн.

Все это на фоне долговых проблем в Европе, недавнего понижения рейтинга Японии и обещаний рейтинговых агентств поставить на пересмотр рейтинг США, приведет к сохранению нервозности на рынке американских суверенных облигаций. Кроме того, мы полагаем, что у игроков рынка сохраняется вера в позитивное действие QE2 на экономику США, что также оказывает давление на рынок treasures.

Снижение доходности UST мы увидим только в случае существенного ухудшения макроэкономических показателей США, что представляется нам маловероятным в текущем году.

Таким образом, мы выделяем два сценария динамики доходности UST в 2011 году:

- ✓ базовый – сохранение доходности treasures в диапазоне 3,5-4,0% годовых, при условии роста потребительских цен на 1,2-1,5% в 2011 году.
- ✓ И негативный – рост доходности treasures выше 4,0%. В случае разгона инфляции выше 1,5%.

Реализация последнего сценария приведет к снижению долговых рынков, в том числе и рынка российских еврооблигаций, а также к удорожанию займов для эмитентов.

Еврозона – основной риск

На наш взгляд главным риском для инвесторов в 2011 году является продолжение долгового кризиса в Еврозоне. В 2010 году обострение проблем с обслуживанием долга ряда стран Еврозоны стало главным фактором повышенной рыночной волатильности. В тот момент, когда Греция находилась на грани дефолта, на финансовых рынках наблюдалась одна из самых сильных «просадок» за весь год. «Спасение» Греции стоило Еврозоне 110 млрд. евро, и привело к созданию Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) объемом 750 млрд. евро. За тем возникла необходимость спасти Ирландию, которой было выделено 85 млрд. евро. Проблемы Ирландии также привели к значительной распродаже активов; в особенности пострадали долговые рынки. Взлетели доходности на суверенные облигации «проблемных» стран Европы, как и стоимость CDS на них.

Весь декабрь, в то время как рынки акций и сырья обновляли новые двухлетние максимумы, долговые рынки смотрелись откровенно слабо. Инвесторы опасались, что возникнет необходимость спасти другие страны ЕС, в частности Португалию и Испанию.

В январе на рынки пришло успокоение, евробонды Португалии, Ирландии, Испании начали покупать, а стоимость CDS – стремительно падать. Хотя принципиально никаких договоренностей среди стран ЕС относительно управления долговым кризисом достигнуто не было.

Страны Европы до сих пор не смогли договориться по ряду вопросов борьбы с проявлениями кризиса, а именно:

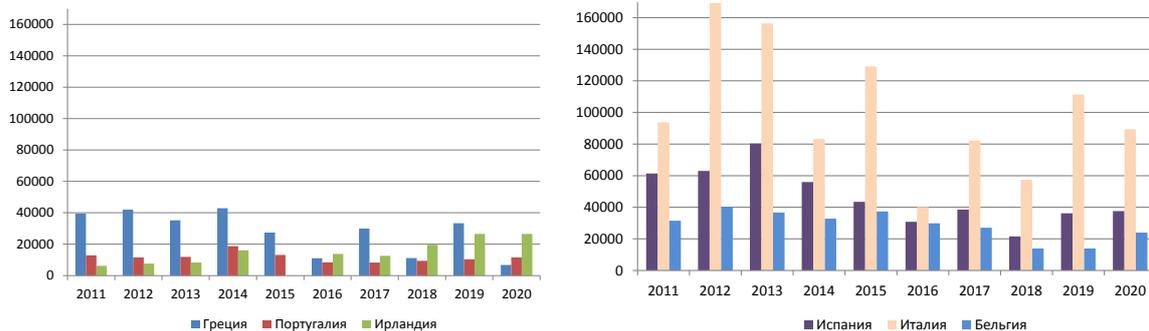
- ✓ увеличение фонда финансовой стабильности;
- ✓ докапитализация банковской системы;
- ✓ экстренный выкуп облигаций «проблемных» стран ЕЦБ в случае резкого роста доходности;
- ✓ выпуск единого бонда Евросоюза.

Мы полагаем, что две последние меры вряд ли будут приняты в 2011 году, ввиду их резкой критики отдельными европейскими политиками.

Помимо указанных мер, «вылечить» Европу смогут только системные меры, применяемые не к отдельным государствам, а ко всем членам ЕС, главная из которых – жесткое соблюдение бюджетной дисциплины. Сокращение расходов и увеличение налогового бремени существенно затруднит посткризисное восстановление экономики Европы. В то же время, мы верим, что размер Фонда финансовой стабильности, в конце концов, будет увеличен. Вероятно, некоторым банкам, в особенности банкам Испании, будет увеличен капитал.

Тем не менее, риски того, что возникнет новая волна европейских проблем, мы оцениваем как высокие. Сейчас шесть стран ЕС можно отнести к «проблемным», причем в случае возникновения трудностей у Испании или Италии, дальнейшее существование Еврозоны будет под большим вопросом.

График погашения долга «проблемных» стран ЕС.



Мы специально привели график погашения долга в сопоставимом масштабе, чтобы показать, что спасение Греции, Ирландии и, возможно, Португалии, составляет крайне малую часть возможных проблем. Если Португалии, по разным оценкам, может потребоваться помощь от \$50-100 млрд., то помощь Испании может составить от 300 до 400 млрд. евро.

Показатели финансовой устойчивости некоторых стран ЕС.

Страна ЕС	Долг к ВВП, %	Дефицит бюджета к ВВП, в %*
Греция	144,0	-15,4
Португалия	83,2	-9,3
Ирландия	98,5	-14,4
Испания	63,4	-11,1
Италия	118,1	-5,3
Бельгия	102,5	-6,0

* начало 2010 года

Развивающиеся рынки

Говоря о перспективах развивающихся стран, прежде всего, коснёмся Китая. В 2010 году китайская экономика обогнала Японию по абсолютному объёму ВВП и стала второй в мире. На фоне стагнации в развитых странах – экономика Китая продолжала демонстрировать значительные темпы роста ВВП, промышленного производства, розничных продаж. Так, за 2010 году рост ВВП составил 10,3%, в то время как аналитики предрекали Китаю замедление до 8%.

Основная проблема, с которой китайская экономика может столкнуться уже в 2011 году является «перегрев» экономики, проявлениями которого станет рост инфляционного давления и образование «пузырей» на финансовых рынках. Основной причиной этого является приток в азиатский регион, особенно в Китай, «горячих денег», созданных с помощью печатного станка ФРС. Для борьбы с образованием пузырей и инфляцией китайский Центробанк ведет курс на ужесточение монетарной политики. Так, трижды были повышены нормативы обязательных резервов для банков и ставка рефинансирования: с 19 октября ставка выросла на 75 б.п. с 5,31% до 6,06%.

Мы полагаем, что в 2011 году модель экономического роста Китая и большинства развивающихся стран останется прежней:

- ✓ ориентация экономики на экспорт;
- ✓ значительный профицит торговых балансов;
- ✓ значительные по размеру валютные резервы;
- ✓ заниженные валютные курсы.

Заметим, что подобная модель роста имеет свою ограниченность. Развитые экономики в условиях стагнации и делевериджинга не могут наращивать спрос на товары развивающихся экономик до бесконечности. Не могут они и продолжить наращивать долг, чтобы поддержать спрос – долговой кризис в Европе, значительный рост долга в США наглядно показал утопичность сложившейся конструкции. В этой связи, развивающиеся экономики, а в особенности Китай, не смогут продолжить устойчивое развитие без стимулирования внутреннего спроса. Рост внутреннего спроса – довольно долгий процесс, поэтому возникает вероятность «жесткой посадки» быстрорастущих экономик. В то же время вероятность развития такого сценария в 2011 году мы оцениваем как низкую.

Поскольку мы исходим из того, что США и ЕС сохранят в 2011 году мягкую монетарную политику, приток капитала на развивающиеся рынки продолжится. Основным препятствием для роста внутреннего фондового рынка развивающихся стран может стать ужесточение монетарной политики.

Что касается курса юаня, то мы ожидаем, что Китай в 2011 году сохранит политику крайне медленного укрепления национальной валюты, однако эта политика неизбежно продолжится. У Китая для этого есть причина о которой мы упомянули выше. Слабый курс юаня – одна из главных причин мировых дисбалансов; также он существенно затрудняет выход развитых экономик – главных торговых партнёров Китая - из кризиса. В долгосрочной перспективе это может создать трудности для наращивания экспорта самому Китаю. В то же время, резкое укрепление юаня маловероятно, т.к. оно сильно ударит по китайскому экспорту и может привести к серьезному экономическому спаду. За 2010 год курс юаня укрепился всего на 3,7%. Мы не ждем укрепления юаня более чем на 10% в следующем году.

Commodities

Сверхмягкая монетарная политика в развитых странах будет способствовать проникновению ликвидности во все сегменты финансового рынка, в том числе и на товарные рынки. Это приведет к неизбежному росту цен на commodities.

Однако цены не на все товары изменяются под воздействием только спекулятивных настроений инвесторов. Так, цены на продовольственные товары в большей степени определяются реальным спросом и предложением на них. Тем не менее, общий рост мировой экономики в 2011 году, который прогнозируется МВФ на уровне 4,4%, неизбежно приведет к росту цен и на продовольствие.

Товары, в цене которых высока инвестиционная составляющая, будут в большей степени зависеть от уровня ликвидности на финансовых рынках. Учитывая, что ее объемы в ближайший год будут высоки, товарные рынки могут показать опережающий рост по сравнению с другими рынками.

Дополнительным фактором роста цен на биржевые товары, в особенности на золото, поскольку инвестиционная привлекательность основных валют будет снижаться: к евро – из-за долгового кризиса в Европе, к доллару – из-за продолжающейся программы QE2.

Мы полагаем, что по итогам 2011 года стоимость нефти марки Brent окажется на 10-15% выше текущих уровней (на момент написания Стратегии – 100\$/баррель), при этом наш прогноз по среднегодовой цене – 95\$/баррель. Среди причин, которые будут способствовать продолжению роста цен на нефть, мы выделяем:

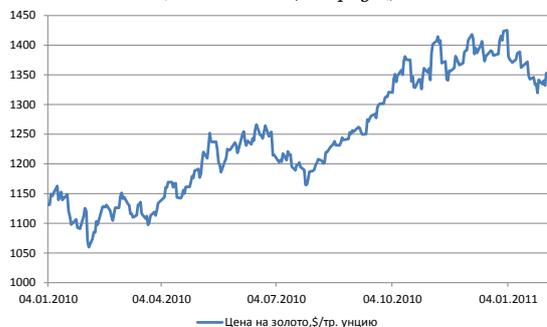
- ✓ высокий спрос со стороны инвесторов на ожиданиях дальнейшего удорожания сырья;
- ✓ общий рост мировой экономики.

Динамика цен на золото и другие драгоценные металлы будет в большой степени определяться ожиданиями инвесторов относительно темпов восстановления мировой экономики. В случае, если экономика развитых стран будет восстанавливаться медленно, или долговые проблемы Европы обострятся, мы можем увидеть новое ралли в золоте. В то же время рынок золота и серебра в последнее время сильно перегрет, что создает предпосылки для существенной коррекции.

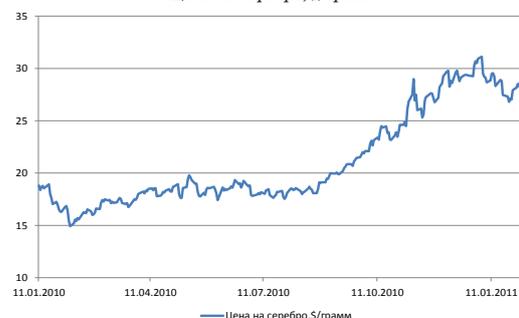
Цена Brent, \$/баррель



Цена на золото, \$/тр. унцию



Цена на серебро, \$/грамм



Российские еврооблигации

За 2010 год российский рынок еврооблигаций показал значительный рост. Доходность Россия-30 снизилась за год на 56 б.п. Спрэд к UST-10 по итогам года сузился до 148 б.п.

Заметим, что во второй половине 2010 года между доходностями выпусков Россия-30 и UST-10 значительно выросла корреляция. В последнее время динамика российского рынка евробондов в значительной степени зависит от динамики доходности UST. При этом инвесторы мало обращают внимание на возможное улучшение кредитного качества России ввиду обновления нефтью локальных максимумов.

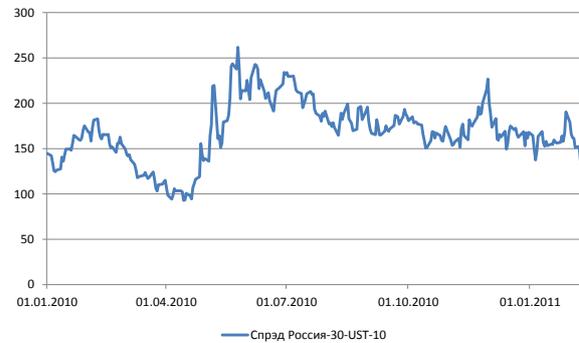
В 2011 году мы ожидаем сохранения подобной тенденции. Хотя и не исключаем, что в случае, если цены на нефть будут держаться в районе 100 \$/баррель продолжительное время, рейтинги России могут быть пересмотрены в стороны повышения. Это приведет к тому, что кредитный спрэд суверенного выпуска России к Treasures может снизиться до 110-120 б.п. При этом его среднее значение мы прогнозируем на уровне 130 б.п.

Таким образом, исходя из нашего базового прогноза по доходности UST-10, доходность выпуска России-30 в среднем будет находиться в районе 4,8-5,3% годовых.

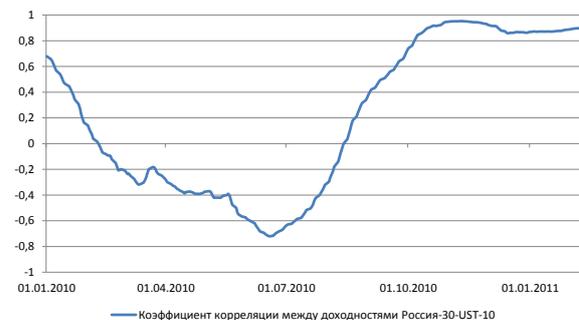
Заметим, что, если исходить из рейтинга, евробонды России сильно недооценены относительно суверенных облигаций стран, имеющих близкий к России рейтинг. Так, спрэд к Бразилии на начало февраля составил 96 б.п., хотя рейтинг Бразилии – BBB- от S&P – на одну ступень ниже, чем у России. Спрэд к Турции составил 40 б.п., при этом Турция имеет рейтинг BB от S&P – на 2 ступени ниже, чем у России. Спрэд к Мексике в свою очередь составляет около 100 б.п., хотя рейтинг России и Мексики одинаков. И хотя мы ожидаем в 2011 году сокращение суверенных спрэдов к евробондам других развивающихся стран, мы полагаем, что это произойдет скорее не из-за роста российских еврооблигаций, а из-за коррекции еврооблигаций стран-аналогов.

В 2010 году еврооблигации корпоративный эмитентов в среднем показали больший рост, чем суверенные выпуски России. Это было связано с переоценкой кредитных рисков отдельных эмитентов. Спрэды доходностей для большинства эмитентов сузились к суверенной кривой России до минимума. Сейчас на вторичном рынке довольно трудно отыскать эмитента, еврооблигации которого недооценены. Трудно выделить и какую-то общую рыночную идею. Мы прогнозируем, что в целом, в случае отсутствия непредвиденных обстоятельств, вторичный рынок будет довольно «вялым» и, в значительной степени, будет определяться динамикой treasures. В подобных условиях основным источником заработка для инвесторов станет первичный рынок, да и то в случае, если эмитент предложит премию.

Спрэд Россия-30-UST-10



Коэффициент корреляции между доходностями Россия-30-UST-10





В то же время, мы положительно смотрим на металлургический сектор. По нашему мнению, в 2011 году поддержку эмитентам вновь окажут растущие цены на металлы. Это позволит компаниям продолжить работу по снижению долговой нагрузки, что сулит улучшение кредитных метрик и вероятное повышение рейтингов.

В банковском секторе интерес могут представлять банки «второго эшелона», в особенности, еврооблигации Промсвязьбанка, Номос-банка и Альфа-банка на фоне стабильного роста сектора и широких на наш взгляд спрэдов к банкам первого эшелона. В течение года доходность к госбанкам может сократиться на 20-40 б.п.

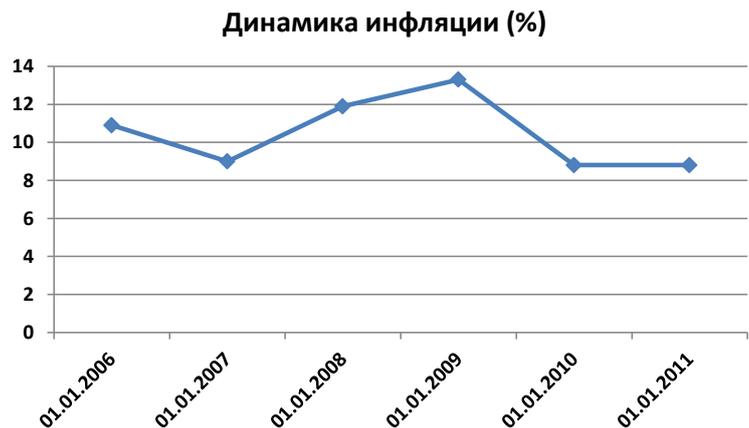
На первичном рынке мы не ожидаем такого же «бума» размещений, который наблюдался в 2010 году. Однако на рынке могут появиться новые имена. Например, о своем намерении выпустить евробонды высказались СУЭК, Уралкалий. При этом мы ожидаем, что объем займов в первом полугодии 2011 года значительно превысит объем во втором полугодии, в связи с ожиданиями по повышению процентных ставок. Еще одной тенденцией станет рост числа займов, осуществляемых в «экзотических» валютах: в китайских юанях, сингапурских долларах, бразильских реалах. Главная причиной станет желание удешевить займы, а также поиск новых инвесторов.

*Главный аналитик
Назаров Д.С.*

Россия. Глобальные проблемы и рост позади. Период стабилизации

Инфляция

В ближайшие годы российской экономике необходимо преодолеть последствия мирового финансово-экономического кризиса и выйти на траекторию устойчивого роста. В этой связи главной целью денежно-кредитной политики России в течение этого года и ближайших двух лет это удержание инфляции в границах 5-7% в годовом выражении. Однако за последние несколько лет динамика инфляции говорит о том, что Правительству сложно



удержаться в рамках установленных значений. За 2010 год по оценкам Министерства экономического развития России инфляция в России составила 8,8%. Цены на продукты питания выросли в России в прошлом году на 14,7%. Основной причиной столь существенной инфляции послужила сильнейшая засуха в России летом 2010 года, вызвавшая рост продуктов питания, повышение государственных расходов на поддержание экономического роста путем вливания ликвидности, и поддержки социально не обеспеченных слоев населения, за счет повышения социальных расходов.

По нашему прогнозу инфляция к концу этого года сможет разогнаться до 9%, как и в 2010 году. Например, только за январь месяц этого года инфляция составила 2,4%. Основными драйверами повышения инфляции мы видим рост цен на услуги естественных монополий, высокая потребительская активность населения, излишние государственные расходы (повышение пенсий, зарплат бюджетникам).

Глава Банка России в отношении борьбы с инфляцией настроен крайне уверенно: «Мы будем действовать очень решительно с тем, чтобы в этот прогноз уложиться» (официальный прогноз по инфляции в 2011 году - 6-7%). Хотя именно с этим и связана уверенность рынка в том, что в ближайшее время будет повышена ставка рефинансирования, как один из основных инструментов ДКП. До конца первого полугодия мы видим ставку рефинансирования на уровне 8-8,25%, в частности в январе Банк России уже начал проводить защитные меры. На фоне ускорения инфляции и перспектив притока капитала в страну регулятор решил оставить без изменений ключевые процентные ставки, повысив при этом коэффициент резервирования по обязательствам банков перед юридическими лицами-нерезидентами до 3,5% с 2,5%, перед физическими лицами и по иным обязательствам - до 3% с 2,5%. В складывающейся ситуации Банк России будет продолжать искать золотую середину между рисками раскручивания инфляции и замедления роста кредитования.

Национальная валюта

Одним из инструментов регулирования денежной массы, а значит, в конечном счете, и инфляции является курс национальной валюты.

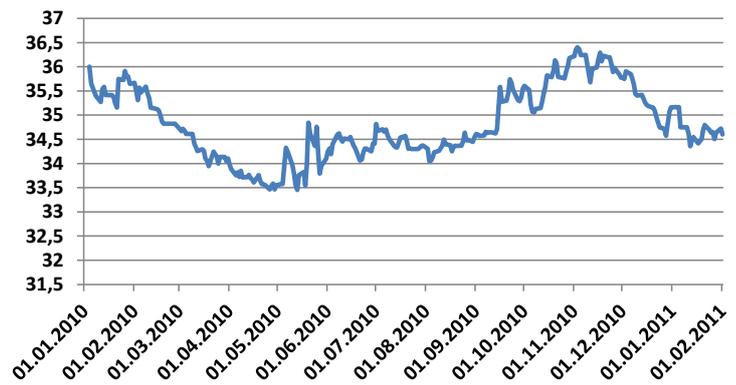
В 2010 году ситуация на российском внутреннем валютном рынке исходила из состояния внешних финансовых и товарных рынков, политики Банка России, которая осуществлялась за счет масштабных валютных интервенций. При осуществлении проведения операций на внутреннем валютном рынке Банк России продолжал использовать в качестве операционного ориентира стоимость бивалютной корзины (сумма 0,45 евро и 0,55 доллара США). В прошлом году регулятор кроме расширения коридора допустимых колебаний бивалютной корзины, 13 октября 2010 уменьшил объем накопленных интервенций с 700 до 650 млн. долларов.

В этом году Правительство России планирует расширение плавающего коридора бивалютной корзины, который сейчас составляет 4 рубля. Это приведет к повышению гибкости обменного курса рубля.

При этом планируется сокращение валютных интервенций на внутреннем рынке.

По нашей оценке, при сохранении благоприятной конъюнктуры на внешних финансовых рынках приток средств от экспортных операций будет перекрывать чистый отток капитала, создавая превышение предложения иностранной валюты на российском рынке над спросом на нее, что в свою очередь приведет к укреплению рубля. Тогда вполне вероятно достижение отношения рубля к бивалютной корзине на уровне 33,5 рублей.

Бивалютная корзина (руб.)



Ликвидность

В настоящий момент ситуация с ликвидностью не вызывает опасений. По состоянию на начало февраля уровень рублевой ликвидности коммерческих банков на корсчетах и депозитах в ЦБ составил 1 304,4 млрд. рублей. Остатки на корсчетах 543 млрд. рублей, в то время как депозиты коммерческих банков в Банке России составили 761,4 млрд. рублей.

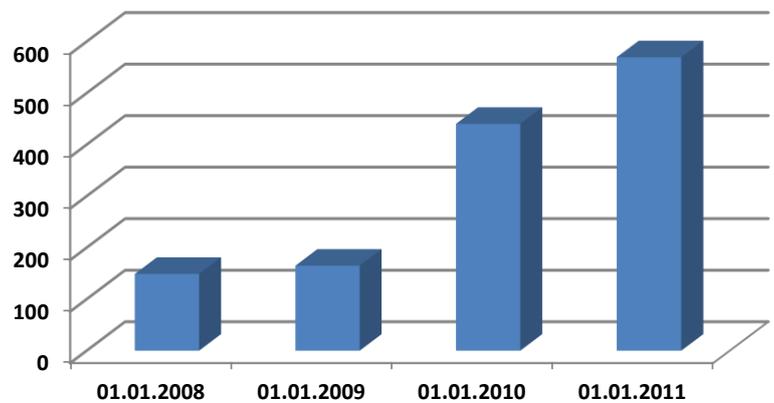
За последние 4 года объем денежных средств на депозитах в ЦБ вырос в 3,8 раза. Данный рост вызван в первую очередь государственной поддержкой национальной экономики в период кризиса, объем которой исчисляется суммами, превышающими 1,5 трлн. рублей.

Именно поэтому ставки денежного рынка за последнее время существенно снизились и находятся на своих локальных минимумах уже значительное время. Ставка овернайт на конец января находилась на уровне 2,79%. Ставка MosPrime по трехмесячным кредитам составила 4%, ставка РЕПО ЦБ РФ равна 5,15%, то есть находится на таком же низком историческом уровне.

Однако с учетом разгоняющейся инфляции, Правительство пытается ограничить свободную денежную массу путем увеличения коэффициентов резервирования и ставок по депозитным операциям. Кроме того Правительство в лице Минфина в текущем году за счет продажи государственных ценных бумаг в объеме до 5 трлн. рублей попытается снизить ликвидность в системе, в случае ускорения темпов инфляции от намеченных уровне в 6-7% в год. Правда столь масштабные эмиссии будут вряд ли осуществлены, так как это может вызвать снижение кредитного рейтинга и как следствие рост стоимости заимствований на внешних рынках.

Избыток рублевой ликвидности уже привел к тому, что максимальная процентная ставка по вкладам в рублях в десяти крупнейших кредитных организациях, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, снизилась до 8,14%. Правда, в случае роста ставок Банка России, ставки коммерческих банков в текущем году по нашему прогнозу поднимутся до 9-10%.

Депозиты в Банке России (млрд. долл.)



Государственные заимствования

На настоящий момент государственный долг России крайне незначительный - менее 10% ВВП (3,1% — внешний и 6,3% — внутренний), как по сравнению с переживающей долговую кризис еврозоной или дождавшейся снижения рейтинга Японией, а так же вдвое меньше долга Китая, в 4,5 раза — Турции и в 6 раз — Индии и Бразилии.

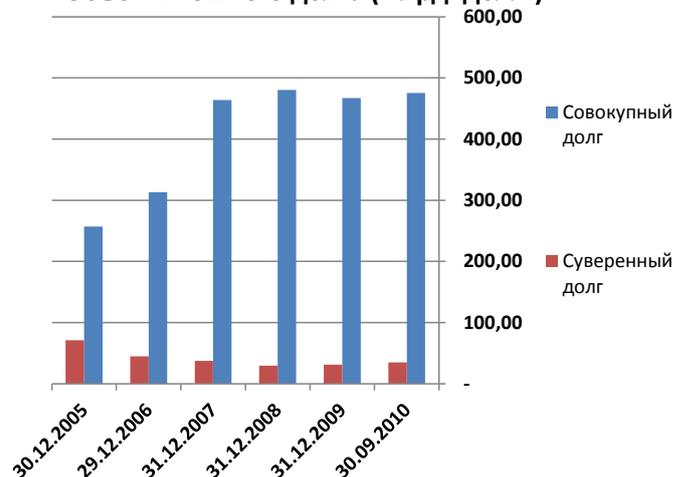
В 2011 году, как уже было сказано выше, на внутреннем рынке Правительство России может увеличить свой долг до предельных 5 трлн. рублей, с нынешних 2,46 трлн. рублей. На наш взгляд, при стоимости нефти около 100 долларов за баррель маловероятно, что

максимальная планка по долгу будет выработана. Повышение же допустимого уровня внутреннего долга свидетельствует о том, что, несмотря на дефицит бюджета, правительство продолжает политику наращивания госрасходов.

Что касается внешнего государственного долга, то после большого перерыва (с 1998 года) Минфин в декабре 2010 года разместил 30-летние облигации на 5 млрд. долларов. В текущем году на внешних рынках государство планирует занять, согласно принятому бюджету 55,6 млрд. долларов. Однако это опять же максимально планируемая величина и с учетом нестабильности на внешних рынках, наиболее вероятно, что даже половина из этой суммы заимствований не будет осуществлена.

Другое дело корпоративный долг. На настоящий момент он составляет более 440 млрд. долларов или 30% ВВП. Доля госкомпаний и госбанков в общем внешнем долге

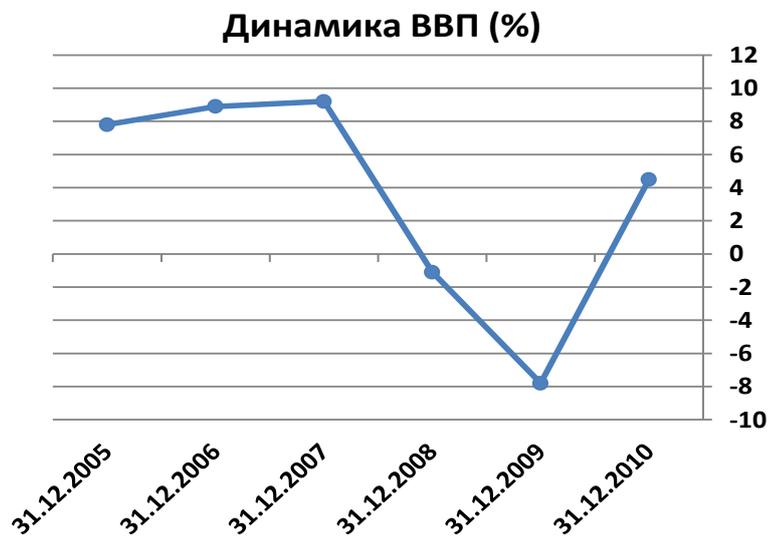
Объем внешнего долга (млрд. долл.)



России опасно велика, сохранение такой ситуации через 10 лет может спровоцировать серьезный долговой кризис. Треть корпоративных внешних обязательств приходится на квазисуверенных заемщиков: на госбанки — 41,5% долга банковского сектора, на госкомпании — 35,5% долга нефинансового сектора. Если отталкиваться от роста ВВП в 4,5% и дефицита бюджета России в 2,3% то с учетом госдолга и корпоративного долга госкомпаний, долг может вырасти до 40% ВВП, что уже близко к риску для развивающихся стран по критериям МФВ. И то это еще можно сказать оптимистичный взгляд, если не рассматривать рост дефицита бюджета и другие негативные сценарии. Именно поэтому Минфин России продолжает мониторить внешние заимствования российских компаний, Центробанк предлагает ограничить рост внешнего корпоративного долга, а Счетная палата выступает за введение госконтроля над внешними займами компаний и банков с участием.

ВВП и платежный баланс

По последним уточненным данным Росстата рост ВВП в годичном исчислении составил 4,5%. В 2009 году на фоне падения цен на нефть и глобального кредитного кризиса валовой внутренний продукт страны сократился на 7,8%. По нашим прогнозам объем ВВП России по итогам 2011 года может увеличиться на 3,8%, если стоимость барреля нефти марки Brent останется на уровне не ниже 80 долларов. При нашем прогнозе среднегодовой цены на нефть – 95 долларов на этот год, рост ВВП составит до 4,5%. При этом, как уже упоминалось выше, главным вызовом для экономического развития России в этом году является инфляция. Рост валового внутреннего продукта, скорее всего, как и в прошлом году будет обеспечиваться ростом в таких секторах как строительство (на фоне таких масштабных строек как строительство объектов к олимпиаде 2014 года, и чемпионата мира по футболу 2018 года), увеличением потребительского спроса, и высокими ценами на энергоносители. Кроме того в развитии экономики России не последнюю роль играет внешнеторговые операции России. Согласно данным ФТС, объем внешнеторгового оборота России в 2010 году превысил 600 млрд. долларов, сальдо торгового баланса России в 2010 году сложилось положительным и составило 167,5 млрд. долларов, превысив показатель 2009 года на 24,7%. Экспорт России в 2010 году увеличился на 31,4% до 396,4 млрд. долларов, а импорт в минувшем году вырос на 36,8% и достиг 229,0 млрд. долларов. Кстати среди стран БРИК по объему внешнеторгового оборота России в 2010 году Россией опережает такие страны как Бразилия и Индия. В целом, отношение внешнеторгового баланса к ВВП на уровне 41,6% говорит о сбалансированном соотношении интеграции во внешние рынки и внутренние производства. Что касается оттока капитала, как одного из факторов развития экономики, то чистый вывоз капитала из России частным сектором в 2010 году, по предварительной оценке, составил 38,3 млрд. долларов или на 32% меньше чем в 2009 году, свидетельствуют данные Центробанка.



В текущем году, при оптимистичном варианте развития событий, мы видим дальнейшее снижение оттока капитала, на фоне повышения привлекательности активов в России, связанных как с их недооценкой по сравнению с зарубежными аналогами, а так же с планируемой масштабной приватизацией государственного имущества (более 1,8 трлн. рублей за 3 года). Торговый баланс России продолжит изменять свою структуру в пользу товаров с высокой добавленной стоимостью, со снижением доли углеводородного сырья. В случае негативных тенденций, как в России, так и за рубежом, вероятнее всего отток капитала может опять возрасти, а экспортные преимущества наших товаров существенно снизятся.

По прогнозу в 2011 году в России отток капитала может составить около 15 млрд. долларов, при притоке капитала около 20 млрд. долларов, а внешнеторговый оборот достигнет 800 млрд. долларов.

Российский рынок корпоративных облигации

Начало этого года, как и всегда в январе-феврале, для долгового корпоративного рынка оказалось не столь активным. Однако уже на февраль планируется высокая активность участников долгового рынка. На первичный рынок выходят сразу 16 эмитентов с 19 эмиссиями совокупным объемом 107,091 млрд. рублей. Всего же в настоящий момент на этот год зарегистрирована 451 эмиссия совокупным объемом 2 032 млрд. рублей. Хотя конечно это далеко не означает что все эмиссии, которые были объявлены, будут доведены до логического конца и выпущены на рынок.



В 2011 году на наш взгляд рынок корпоративных долгов ожидает в целом стабильная ситуация. Серьезных подвижек, как в сторону роста, так и в сторону падения мы не видим. Основными факторами, которые будут двигать рынок в ту или иную сторону, будут являться ужесточение монетарной политики Банка России, вследствие борьбы с инфляцией, проявляющейся в виде роста процентных ставок и норм резервирования для банковской системы, и в противовес ей избыточная ликвидность в системе, укрепление национальной валюты, и переток капитала из развитых рынков в развивающиеся, в случае развития системных проблем у первых.

Тенденция 2010 года, когда ставки на рынке опустились до своих минимальных значений, будет и в 2011 году толкать большинство инвесторов входить в первичные размещения большими объемами. В свою очередь в процессе book-building это позволит эмитентам существенно, вплоть до одной фигуры, снижать первоначальную ставку, и выходить на рынок с существенной переподпиской и дисконтом к кривой долга компании или схожих по кредитному качеству аналогов. 2011 год мы видим годом эмитента, чем инвестора, однако для 3-го эшелона рынок все еще будет закрыт. Память о дефолтах 2008-2009 годов еще до сих пор свежа у инвесторов.

Если смотреть более пристально на сектора долгового рынка, то нам кажутся интересными с точки зрения инвестиционной направленности, а не спекулятивных действий:

Нефтегазовая отрасль – цены на commodities бьют все рекорды; на начало февраля нефть достигла докризисных значений и перевалила за 100 долларов за

баррель - что позволяет повысить рентабельность и денежные потоки и в свою очередь привлекательность для инвестиций компаний данной отрасли;

Металлургия - спрос на металлы со стороны крупнейших развивающихся экономик, таких как Китай, Индия, и конечно Россия, в том числе за счет расширения автопрома и увеличения объёмов строительства, толкает цены вверх, что также положительно сказывается на спрос со стороны инвесторов на долговые бумаги компаний

Ретейл - торговые сети, с ростом покупательной способности и потребительского доверия населения, по нашим расчетам смогут значительно улучшить свои финансовые показатели

Телекоммуникации - восстановление спроса на мобильную связь среди российских потребителей, расширение мобильного доступа в интернет, а также планируемые сделки M&A, более чем вероятно позволят успешно размещаться компаниям на долговом рынке, а на вторичном рынке позволят еще более сузить спреда к ОФЗ.

Банковский сектор мы считаем главным аутсайдером рублевого рынка и тому есть веские причины. В первую очередь это насыщенность рынка. Не один сектор на долговом рынке, не представлен так широко как банковский. Есть эмитенты, которые не внушают нам доверия с точки зрения свое финансовой устойчивости. Тем более прошлогодний опыт «Межпромбанка», показывает, что даже банки из первой сотни могут перестать существовать в очень короткий период времени. Кроме того уже осуществляемая программа по борьбе с инфляцией, которая в конечном счете приведет к росту резервных требований, повышению процентных ставок, и снижению ликвидности и как результат снижение маржинальности банковских операций (около 4-5%). Однако это не относится к крупнейшим банкам страны, имеющие стратегическое значение. В 2011 году по нашему мнению они еще более усилят свои заимствования на внутреннем рынке, в связи с ростом активности M&A, и ростом неопределенности на рынке еврооблигаций.

Начальник отдела анализа долговых рынков

Письменный С.В., MBA

Консенсус прогноз

Показатели	2010	Наш прогноз 2011
Инфляция	8,80%	9%
Ставка рефинансирования	7,75%	8,25%
MOSPRIME 3М	4,06%	4,50%
ВВП	4,50%	3,8%
Цена на нефть Urals*	90,45\$	95\$
Рубль/USD-EURO*	36,16р.	33,50р.
IFX-Cbonds	7,45%	8,5%
Cbonds-Muni	7,67%	8,0%
Безработица	7,50%	7%
Экспорт (мрд. долл.)	396,40	510,00
Импорт (мрд.долл.)	229,00	290,00

* среднее значение за год



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 781 73 02
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куш Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02