# Стратегия|ЗИМА

4 Декабря 2013 г.

## Стратегия движения/ЗИМА

# Мягкий снег или жесткий наст?

**Российская экономика.**

**Долговые рынки.**

**Денежные рынки.**

**Валютные рынки.**

# Наше мнение:

Ключевой «болевой точкой» на сегодняшний день остается российская экономика. **Мы ожидаем, что этой зимой цифры по экономике могут достигнуть дна.** При этом так называемый эффект низкой базы начнет работать ближе к концу предстоящей зимы. Наибольшие опасения вызывает у нас планируемая заморозка тарифов, которая в краткосрочной перспективе скажется негативно на экономике и, возможно, будет иметь более мягкий, чем изначально планировалось, формат. Добавим, что **мы не видим оснований для улучшений в инвестиционной среде** и ожидаем, что в ноябре-декабре показатель инвестиций в основной капитал может стать одним из наиболее слабых в этом году. Мы считаем, что даже верхний уровень диапазона таргета ЦБ по инфляции на эту зиму – сложно выполнимая задача. **По итогам года мы ждем инфляцию на уровне 6,3-6,4% со снижением до уровня в 6,0-6,2% по итогам февраля.** Учитывая это, рассчитывать на смягчение денежно-кредитной политики ЦБ зимой не стоит. Подобные уровни инфляции не позволят ЦБ приступить к снижению процентных ставок. При этом накопленная задолженность банковской системы не позволит рыночным ставкам оторваться от верхнего уровня предложения ЦБ, который пока остается неизменным – 6,5%. **Факт «Мастер Банка» продолжит давить на рынки,** а каждый новый отзыв лицензии лишь прибавит нервозности. Рынки пока не реагируют на ситуацию в экономике, формируя зависимость исключительно от внешних рынков, однако не исключаем, что **продолжение тренда разочаровывающих результатов послужит дополнительным негативным фактором для зарубежных инвесторов.** Мы рассчитываем, что **зима может быть довольно суровой с оттепелью во второй половине декабря – январе.** Мы прежде всего полагаемся на улучшение ситуации с ликвидностью в системе, а также желание трейдеров сократить убытки по итогам года. Однако уже с конца января мы ждем, что внешний фон будет усугубляться, а инвесторы начнут фиксировать свои позиции. Февраль, по нашим прогнозам, может стать довольно негативным месяцем для российского рынка. В целом текущая ситуация на рынке, с одной стороны, не предполагает сколь значимых движений на рынке, а, с другой стороны, создает диспропорции на рынке, на которых можно заработать. Позиции национальной валюты пока также выглядят довольно слабыми. Тем не менее рубль все же может рассчитывать на небольшое восстановление позиций в пределах границ ЦБ.

| | ФАКТ | ПРОГНОЗ | | |
|---|---|---|---|---|
| | Ноябрь | Декабрь | Январь | Февраль |
| Инфляция | 6,4% | 6,3-6,4% | 6,3-6,4% | 6,0-6,2% |
| ОФЗ 26207, цена | 104.00% | 102.5-103% | 103-103.5% | 102-102.5% |
| ОФЗ 25081,цена | 97.80% | 97.5-98% | 98,5-99% | 97-97.5% |
| Руб./Долл., | 32.75 | 32,85-33,50 | 32,50-33,15 | 32,00-33,00 |
| Руб./Евро | 44.18 | 44,51-45,39 | 43,71-44,59 | 43,04-44,39 |
| Руб./Корзина | 37.91 | 38,1-38,85 | 37,54-38,3 | 36,97-38,13 |
| Mosprime o/n | 6.28% | 6,45-6,6% | 6,1-6,3% | 6,1-6,3% |
| Ставка РЕПО ЦБ on/week | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| **Среднее значение за месяц** | | | | |

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

# Стратегия|ЗИМА

Промсвязьбанк

4 Декабря 2013 г.

## СОДЕРЖАНИЕ


| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК | Стабильность ставок денежного рынка в условиях дефицита ликвидности. | CCS и IRS демонстрируют сужение спреда между короткими и длинными инструментами. | | | |
| ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК | Рубль в сравнении с другими валютами. | Очередной шаг ЦБ по реализации стратегии «рыночного курсообразования рубля». | Внешний фон и источники риска для рубля этой зимой. | | |
| ЭКОНОМИКА | Бюджет, ВВП | Инфляция | Реальные доходы vs промышленный рост | Инвестиции - на кого надежда? | Отток капитала, счет текущих операций |
| ДОЛГОВОЙ РЫНОК | Иностранные инвесторы: сколько Вас и где Вы? | Корпоративные бумаги – euroclear сработает и на этот раз? | ОФЗ – дальше ниже? | Пенсионная реформа окажет влияние на долговой рынок? | Обнуление налогов для ОФЗ – реальность? |

# ЭКОНОМИКА

## Наше мнение:

Российская экономика продолжает сокращать темпы роста, отставая от большинства развивающихся рынков и показывая темпы роста ВВП на уровне развитых рынков. Ключевой темой для экономики, с нашей точки зрения, на сегодняшний день являются внутренние инвестиции и доходы населения. Оба этих фактора будут под давлением этой зимой, и **мы не ждем улучшения показателей**. Вероятно, конец 2013-начало 2014 годов станет наиболее провальным для российской экономики. Мы довольно осторожно относимся к мере замораживания тарифов, поскольку не исключаем того, что в реальности мера будет несколько мягче для естественных монополий, чем было запланировано изначально. **Дополнительным негативным фактором для экономики будет выступать снижение доходов населения**, в том числе вследствие замораживания индексации зарплат для представителей бюджетной сферы, а также замедления темпов розничного кредитования.

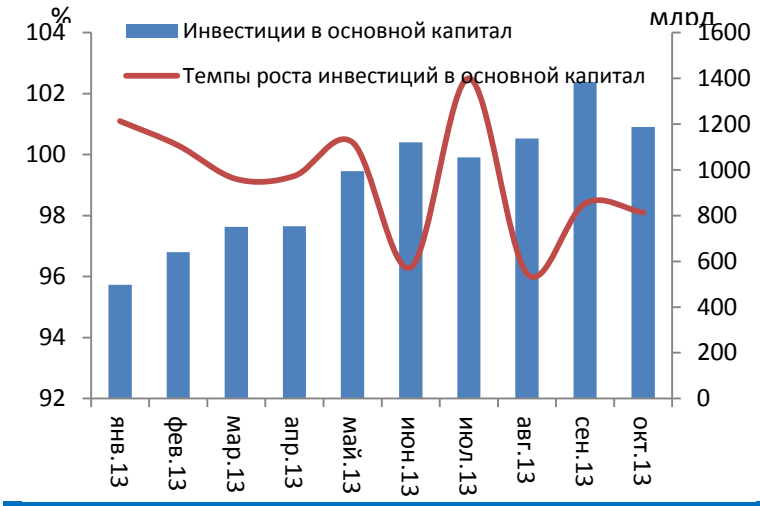
- **Инвестиции - на кого надежда?**
- **Бюджет, ВВП**
- **Инфляция**
- **Реальные доходы vs промышленный рост**
- **Отток капитала, счет текущих операций**

# Инвестиции – на кого надежда?

| | |
|---|---|
| ...вряд ли до конца зимы мы сможем увидеть положительные данные по инвестициям | ...компании вне нефтегазового сектора предпочтут экономить на капитальных затратах |
| ...решение о заморозке тарифов может оказать дополнительное негативное влияние. | ...новые инфраструктурные проекты дадут стимул для экономики не ранее 2015 года. |

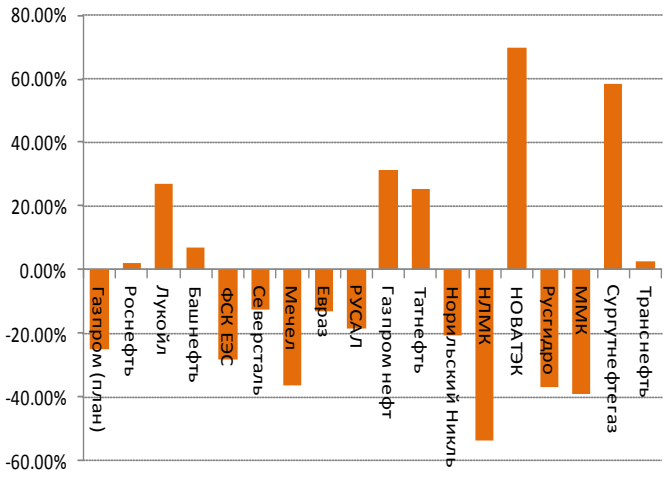
Инвестиции стали одним из ключевых разочарований для экономистов в текущем году. Завершение крупных национальных инфраструктурных проектов, таких как Сочи, подготовка к форуму АТЭС, а также прохождение Газпромом пика инвестиций в 2012 году вкупе с нарастающим оттоком капитала и смещением фокуса инвесторов в сторону от развивающихся рынков привели к снижению объемов инвестиционных вложений начиная с 2013 года. При этом **вполне можно говорить о начале инвестиционной рецессии в экономике**. Учитывая, что российская экономика является не столь экономически диверсифицированной, как хотелось бы инвесторам, **заявление о заморозке тарифов для крупнейших естественных монополий может негативно отразиться на планах госкомпаний о капитальных затратах в следующем году** (далее мы рассматриваем это отдельно). Такие компании, как Газпром, РЖД, Транснефть, ФСК ЕЭС, формируют значительную часть поступлений в бюджет. Текущее снижение инвестиций обусловлено, прежде всего, сворачиванием инвестпрограммы Газпрома. Так, в этом году монополия сократила инвестпрограмму на четверть, хотя и заявила о росте против изначально намеченного бюджета.

Темп роста инвестиций в основной капитал, %




Источник: Росстат, расчеты Промсвязьбанка

Динамика капитальных расходов крупнейших российских компаний, 1-е пол. 2012/1-е пол.2013.

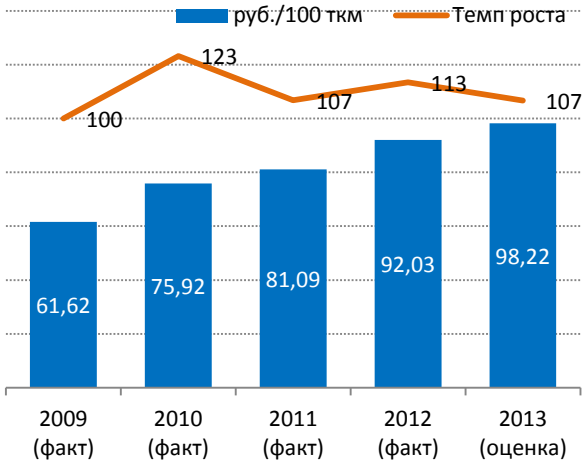



Источник: данные компаний, расчеты Промсвязьбанка.
* - Газпром, планируемые данные.

Одной из ключевых тем следующего года станет запланированная заморозка тарифов естественных монополий. Так, согласно предварительным планам правительства на 2014 год, тарифы Россетей, РЖД и Газпрома для промышленности останутся неизменными, а для населения вырастут на величину инфляции, уменьшенной на 30%. С нашей точки зрения, ключевым вопросом здесь является не влияние данного решения на инфляцию, а, скорее, поддержит ли это экономику. Мы считаем, что в рамках завершения текущего и следующего года мера будет иметь, скорее, негативный эффект на экономику, прежде всего обусловленный возможным сокращением инвестиционных программ государственных монополий.

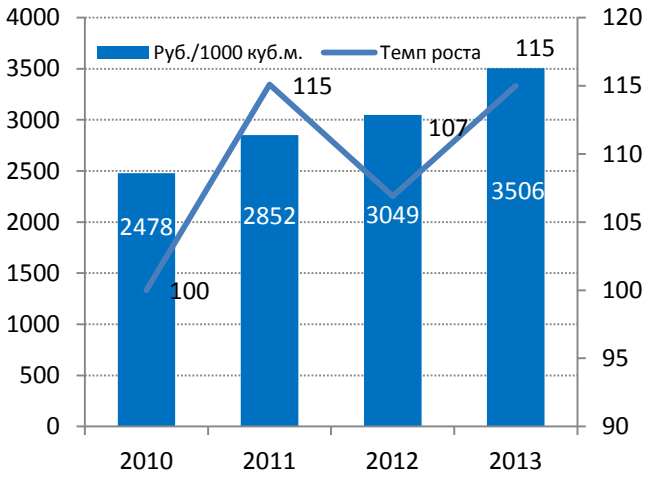
Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

Удельный тариф на услуги по транспортировке нефтепродуктов по магистральным трубопроводам



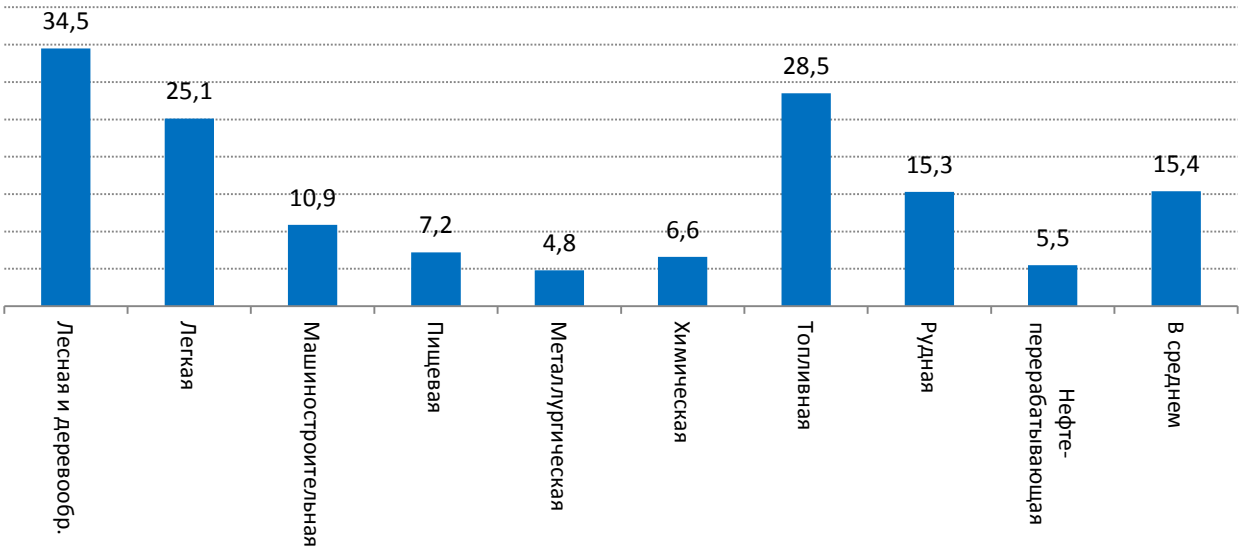

Источник: ФСТ

Динамика тарифа на газ




Источник: ФСТ

Транспортная составляющая (%) в цене продукции по отраслям промышленности, 2011 год




Источник: ФСТ

Напомним, что наиболее остро отреагировали на решение правительства РЖД. Так, президент компании Владимир Якунин заявил, что инвестпрограмма монополии будет сокращена в 2014 в семь (!) раз - с 389 млрд руб. до 56 млрд руб. Однако это пока не имеет под собой финального решения правительства. Представители Минэкономразвития сначала привели оценки возможного сокращения инвестиционных программ, а потом высказывались о том, что монополии могут сохранить инвестпрограммы на прежнем уровне за счет сокращения издержек. Также представители РЖД позднее заявляли о сохранении инвестпрограммы на прежнем уровне. По подсчетам МЭРа, оценка инвестиционной программы была снижена для Газпрома на 300 млрд руб, РЖД - на 200 млрд руб., Россети - на 200-300 млрд руб., то есть совокупно минус 700-800 млрд руб., что в целом довольно весомая сумма, особенно на фоне завершения глобальных строек в Сочи и на Дальнем Востоке. **Мы считаем, что до волевого решения правительства о сохранении инвестиционных программ отмеченных компаний ждать уверенного роста инвестиций в основной капитал вряд ли возможно**. При этом факт государственности отмеченных компаний вполне может защитить их инвестиционные бюджеты от роста капитальных расходов.

Мы проанализировали 20 крупнейших компаний России в 2013 году, как в части фактического исполнения инвестиционных программ, так и заявлений о реализации инвестиционных программ до конца 2013/2014 годов. Большинство проанализированных нами компаний, во-первых, показывают снижение инвестиционных расходов, а, во-вторых, не планируют наращивание инвестиций в следующем году. Исключением были нефтедобывающие компании, которые в силу положительной динамики на рынке нефти продолжают осваивать свои бюджеты. И при этом пока планы свидетельствуют о возможном росте инвестиционных программ и на следующий год. Так, Газпром нефть планирует рост инвестиций на 12% в 2014 году, однако в 2013 ожидания компании все же были выше - 21%. Увеличения инвестиций также стоит ждать от Лукойла, однако существенная часть инвестиций будет направлена на развитие месторождения Западная Курна, что в Ираке. Планы Роснефти на 2014 год пока не озвучены, однако мы склоняемся к тому, что компания также будет увеличивать темпы роста инвестиций в следующем году.

Отмеченная мера по замораживанию тарифов была направлена на поддержку, в том числе компаний вне нефтегазового сектора, прежде всего, предприятий металлургии. Однако мы не считаем, что компании могут нарастить инвестиционные программы в следующем году. Здесь сказываются помимо внешних факторов глобальный кризис перепроизводства и избыток мощностей вкупе с сокращением спроса на локальном рынке. От компаний сектора генерации и передачи электроэнергии также не стоит ждать роста инвестиций - большая часть инвестиционных программ на сегодняшний день находится в стадии завершения, а строить новые в условиях падения промышленного производства было бы не самым логичным решением.

Помимо нефтяных компаний надежда есть на реализацию новых инфраструктурных проектов. Безусловно, реализация таких проектов, как строительство скоростной трассы до Казани, Московской областной кольцевой автодороги и модернизация Транссибирской магистрали, станет драйвером для российской экономики, однако на текущий момент большая часть проектов находятся на самой начальной стадии и вряд ли поддержат экономику в 2014 году.

**Резюмируя, мы считаем, что этой зимой вряд ли стоит ждать роста инвестиций, при этом до конца года цифры будут только ухудшаться, положительные цифры, вероятно, мы сможем увидеть лишь в начале весны в силу в том числе погодного фактора.**

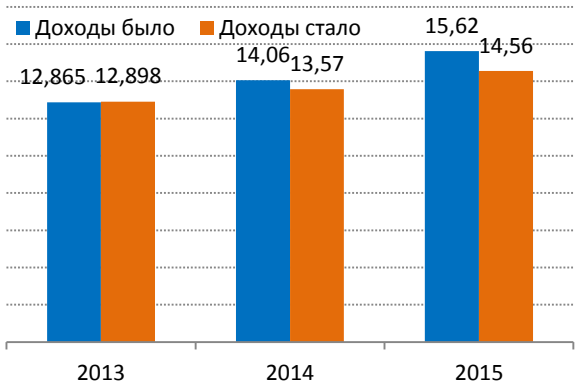
# Бюджет, инфляция, промышленный рост, ВВП

| | |
|---|---|
| ….Новый бюджет предполагает сокращение доходов, расходов и рост дефицита бюджета. Исполнение бюджета кажется нам довольно проблематичной задачей. | …Ориентир по инфляции в 4,5-5,5% на следующий год - довольно сложная задача. На инфляцию может оказать влияние тот факт, что часть тарифов естественных монополий будет повышена, а также рост налогового бремени для нефтегазового сектора и ослабление рубля. |
| ….ВВП России растет медленней большинства развивающихся стран и может сравниться по динамике с ростом в США и Еврозоне. | …Замедление реальных доходов населения вследствие отсутствия индексации зарплат бюджетникам вкупе с замедлением розничного кредитования окажет негативное влияние на внутренний спрос и, как следствие, промышленное производство. |

## Новый бюджет лучше старого?

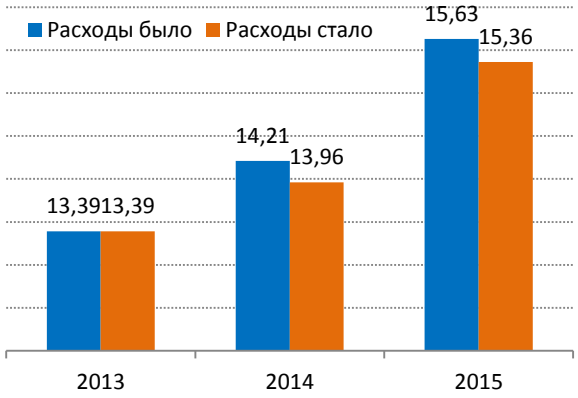
В последних числах октября Госдума обсуждала новый бюджет на 2014-2016 годы, законопроект вызвал довольно много нареканий со стороны как Счетной палаты, так и ряда фракций в государственной думе. Вместе с тем итоговый документ был утвержден.

Доходы бюджета, 2013-2015 гг.



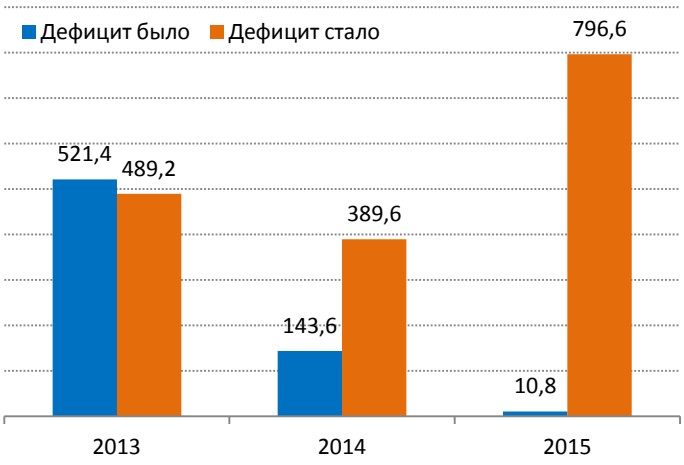

Источник: Правительство РФ.

Расходы бюджета, 2013-2015 гг.




Источник: Правительство РФ.

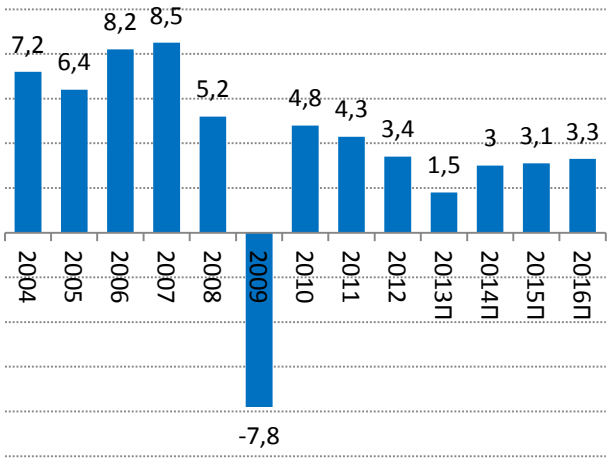
Дефицит бюджета, 2013-2015 гг.




Источник: Правительство РФ

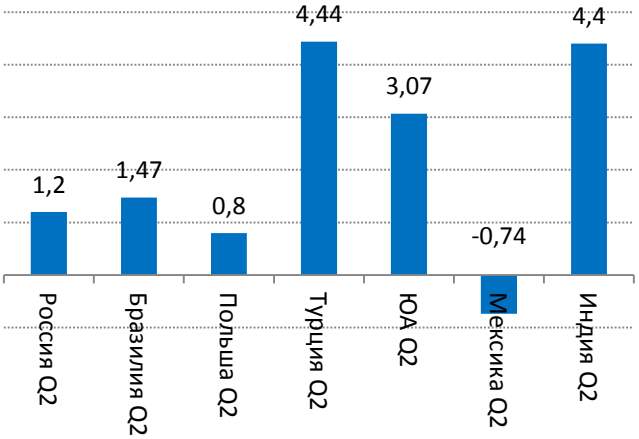
Пересмотр бюджета был обусловлен нарастанием негативных тенденций экономике. **Новый бюджет предполагает сокращения как в части доходов - на 493 млрд руб. («-3,5%») против запланированных ранее, так и расходов - на 247 млрд руб. («-1,7%»).** Последнее будет обусловлено, прежде всего, снижением затрат на коммунальные расходы и социальную политику. При этом ключевым моментом бюджета станет существенный рост дефицита бюджета в 2014 году с запланированных 143,6 млрд руб. до 389,6 млрд руб. **Новый бюджет на 2014 год сверстан на основе цены на нефть в 93 долл. за барр., а также с учетом ожиданий ослабления национальной валюты (средний ожидаемый курс на 2014 год - 33,4 руб./долл.)** Финансирование дефицита предполагается, как заведено, за счет привлечения средств на локальном рынке и рынке евробондов в объемах, незначительно превышающих масштабы 2013 года, а также за счет средств от приватизации. Последнее предполагает поступление в бюджет 196,8 млрд руб. , что вызывает у нас сомнение, учитывая, что в первом полугодии план приватизации был выполнении лишь на 4%. Отметим, что бюджет 2014 года полагается, как и было ранее, на рост нефтегазовых доходов вследствие восстановления экономики стран Еврозоны. **В новой версии бюджета на 2014-2016 гг. предполагается рост ВВП в 3%. Для сравнения, ожидания по росту экономик Еврозоны и США на следующий год укладываются именно в эти рамки.**

Динамика ВВП России, 2004-2016П



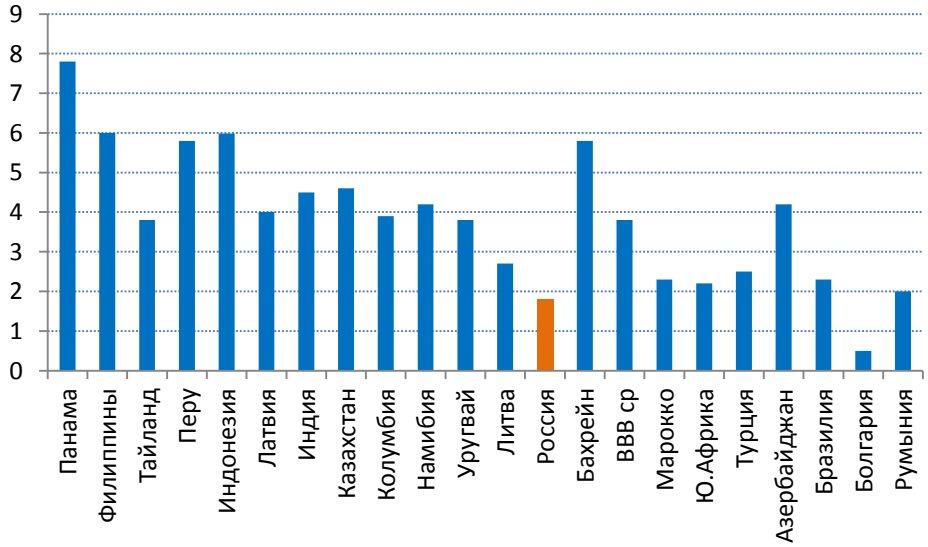

Источник: Правительство РФ.

Сравнение динамики ВВП России с развивающимися странами




Источник: Reuters

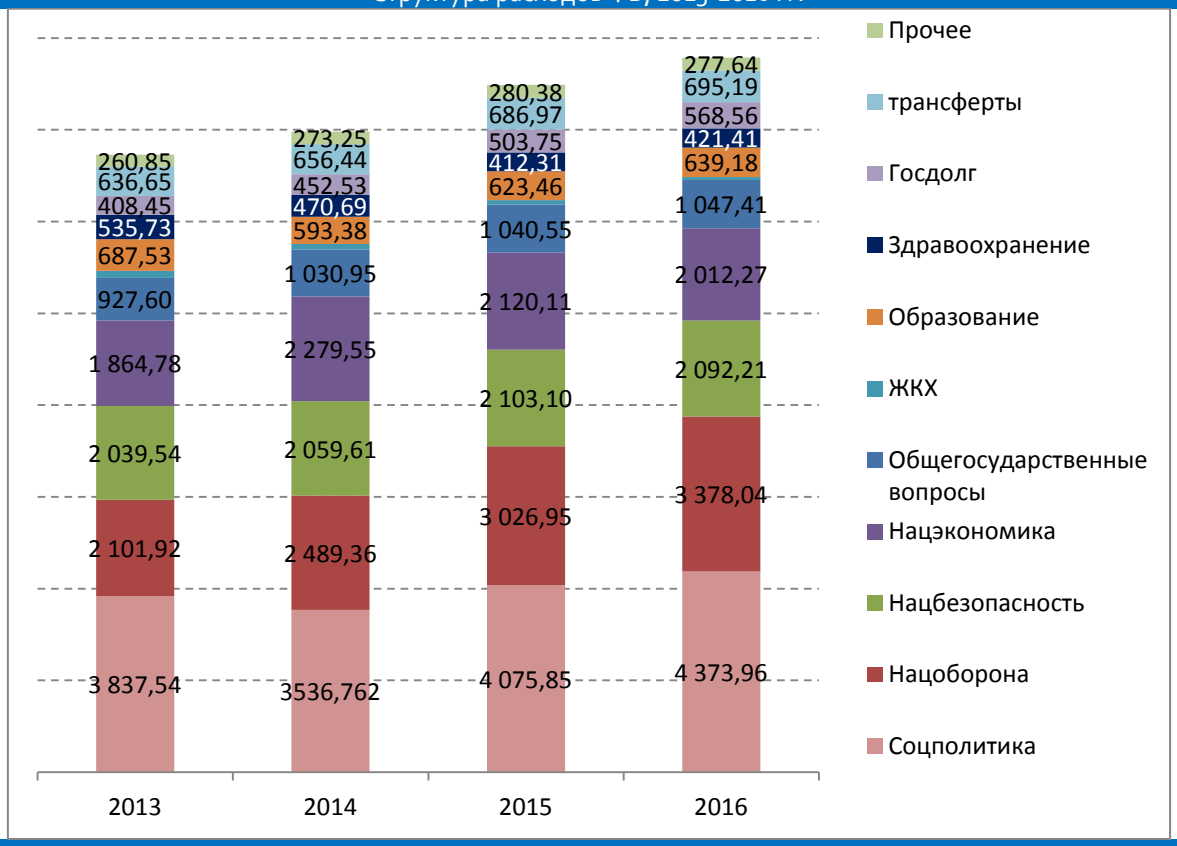
Сравнение динамики ВВП России со странами рейтинговой категории BBB, 2013 год




Источник: Fitch

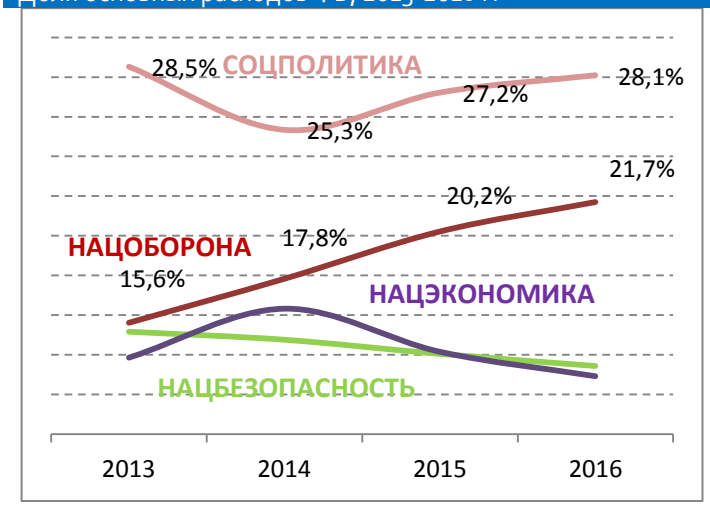
**Новый бюджет станет одним из наименее социально ориентированных за последнее время, что обусловлено тем, что на 2011-2012 гг. бюджет был предвыборным.** Отметим, что если ряд статей продолжает номинально расти, то доля в расходах продолжает увеличиваться только в части расходов на национальную оборону и обслуживание. Еще одним важным моментом бюджета станет факт того, что в 2014 году **до 450 млрд руб. из Фонда национального благосостояния будет выделено на развитие БАМа, ТРАНСИБа, строительство скоростной железной дороги до Казани, ЦКАД.**

Структура расходов ФБ, 2013-2016 гг.



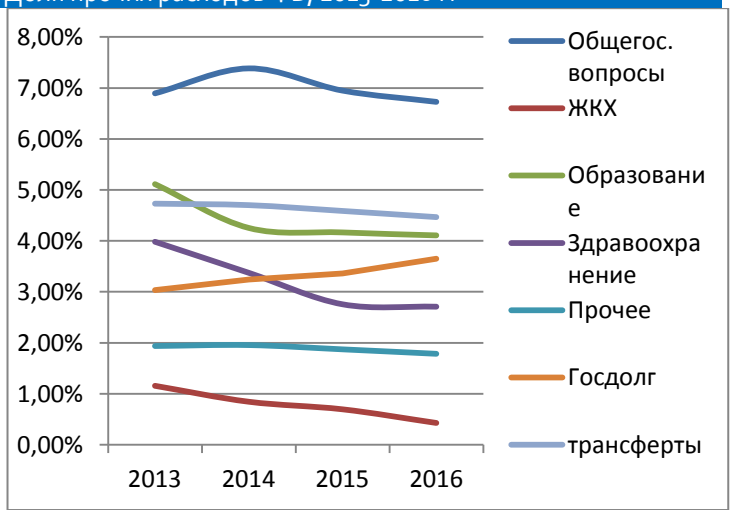

Источник: ФБ РФ

Доля основных расходов ФБ, 2013-2016 гг




Источник: ФБ РФ

Доля прочих расходов ФБ, 2013-2016 гг




Источник: ФБ РФ

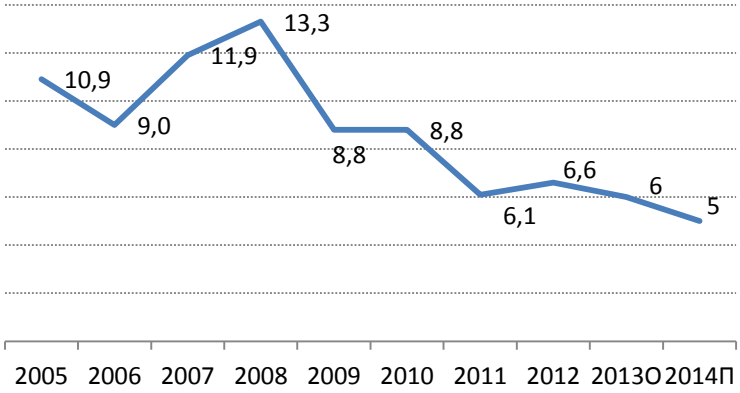
# Инфляция

Согласно представленному бюджету на следующий год, был принят довольно низкий **ориентир по индексу потребительских цен - 4,5-5,5%**. Указанные уровни в целом редкость для российской экономики и обусловлены мерой правительства по заморозке тарифов на следующий год. Безусловно, данная мера принесет свои плоды в плане замедления индекса потребительских цен. Однако мы считаем, что заморозка примет, возможно, несколько иную форму, чем изначально планировалось (об этом подробнее далее, в разделе инвестиции), в силу государственного лобби естественных монополий.

Решение правительства уже заложено в бюджет, однако стоит проверить, как это будет действительно работать на практике. Так, **у РЖД, согласно решению ФСТ, существует возможность самостоятельно повышать или понижать на 13% тарифы** (т.н. тарифный коридор) на определенных направлениях. В этом случае могут пострадать как раз добывающие и обрабатывающие отрасли, прежде всего угольная промышленность, где доля транспортной составляющей может доходить до 50% по ряду направлений.

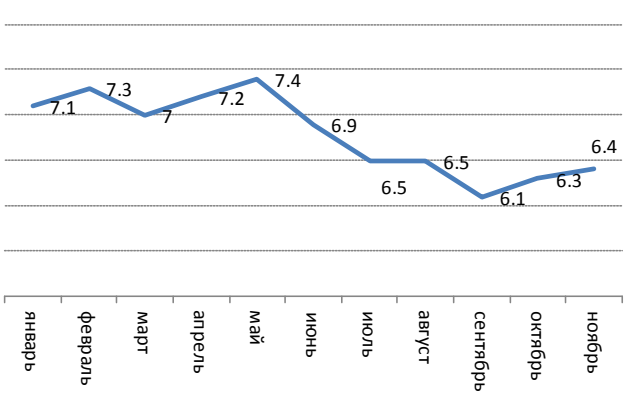
Вдобавок к этому, отметим, что **давление на инфляцию будет оказывать рост цен на нефтепродукты в силу увеличения налоговой нагрузки на отрасль в следующем году**. Так, **глава Лукойла Вагит Аликперов объявил, что ждет роста цен на нефтепродукты в следующем году на 10-15%**. Добавим, что **ослабление рубля в конце года также вызовет рост импортных цен**. Отметим, что российская экономика за свою историю не показывала уровень инфляции в 4,5-5,5%. Если рассматривать помесячные показатели, то близкие к ожиданиям на этот год цифры ИПЦ были в январе-марте 2012 года (среднее значение январь-март – 3,9%), перед выборами. Однако в этот период помимо сдерживания роста тарифов также ограничивался рост цен на другие товары и услуги, например на нефтепродукты. Однако затем, в конце 2012 года, значение показателя вернулось к привычному уровню в 6,6%. Давление на инфляцию может также оказывать неравномерное распределение бюджетных средств, и в силу того, что в конце года в экономику приходит больший объем средств, мы не ждем существенного замедления инфляции этой зимой, но тенденция замедления проявит себя. До конца года, по нашим прогнозам, мы увидим цифры в диапазоне в 6,3-6,4%, в конце зимы - в диапазоне 6-6,2%. Исходя из этого, **мы ждем снижения ставок Банком России не ранее весны 2014 года.**

Инфляция, 2005-2014П гг.




Источник: Росстат

Инфляция помесячно, 2013.

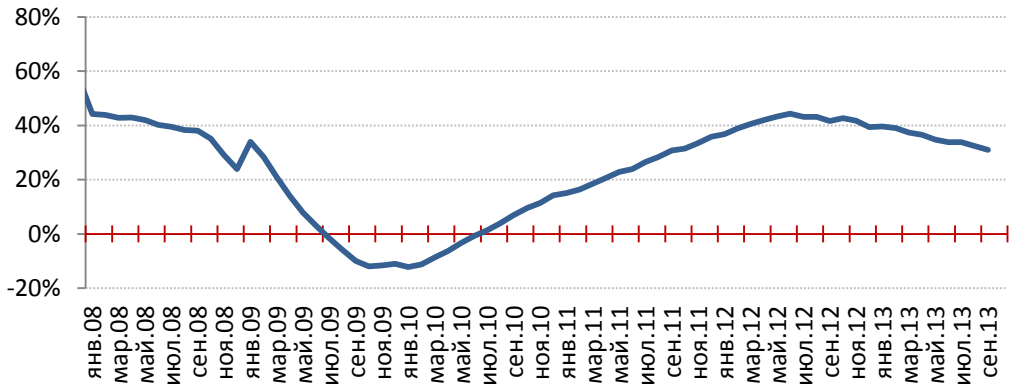



Источник: Reuters, Ноябрь – прогноз МЭР

# Промышленный рост vs реальные доходы населения

Одной из проблем для российской экономики в ближайшей перспективе остается падение реальных доходов населения вкупе с уверенным замедлением розничного кредитования. Добавим сюда также **отсутствие индексирования зарплат бюджетников и военных в следующем году**, а также заявления РЖД о возможном сокращении персонала вследствие замораживания тарифов. Все это будет сдерживать потребительский спрос в следующем году, что окажет влияние на промышленный рост. Прирост индекса промышленного производства в 2013 году устойчиво стремится к нулю: за последние несколько месяцев ему практически это удалось. Однако если ранее значение индекса все же было выше 100%, то по итогам октября оно опустилось ниже – до 99,9%. В результате по итогам 10 месяцев рост промпроизводства отсутствует – оно осталось на уровне 2012 года (ИПП равен 100%). **Одной из основных причин, на наш взгляд, стало снижение в строительстве**: провал наблюдается в выпуске кирпича, стеновых блоков, кровельных материалов, строительных конструкций, лифтов и проч. Учитывая, что «ключевыми» стройками страны стало возведение объектов к олимпиаде в Сочи и саммиту АТЭС, то логично было бы предположить, что их завершение и повлияло на снижение показателей. Таким образом, российская экономика лишилась одного из внутренних драйверов своего роста. Последнее, по нашему мнению, снижает оптимизм в отношении ближайших перспектив в развития российской экономики. По всей видимости, ждем проявления внешних факторов: восстановления в Европе, основного делового партнера. Однако надежды по-прежнему на Европу, хотя уверенный спрос со стороны соседей, вероятно, появится во второй половине года.

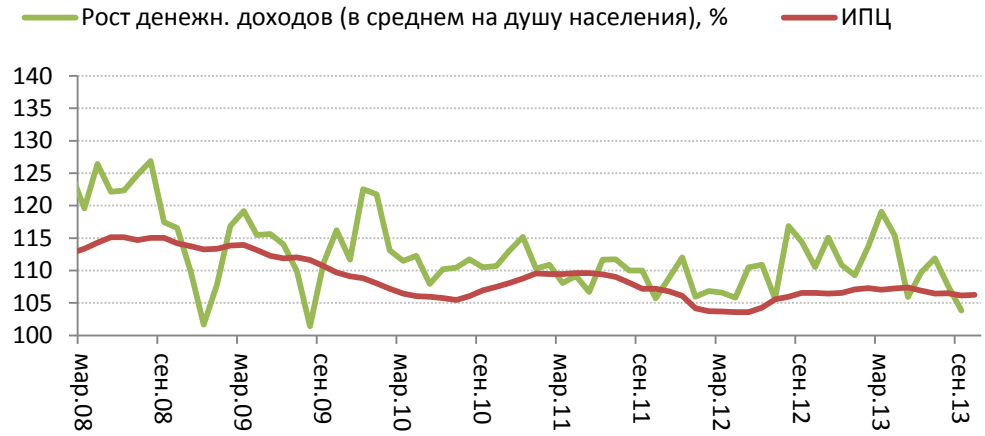
Динамика розничного кредитования



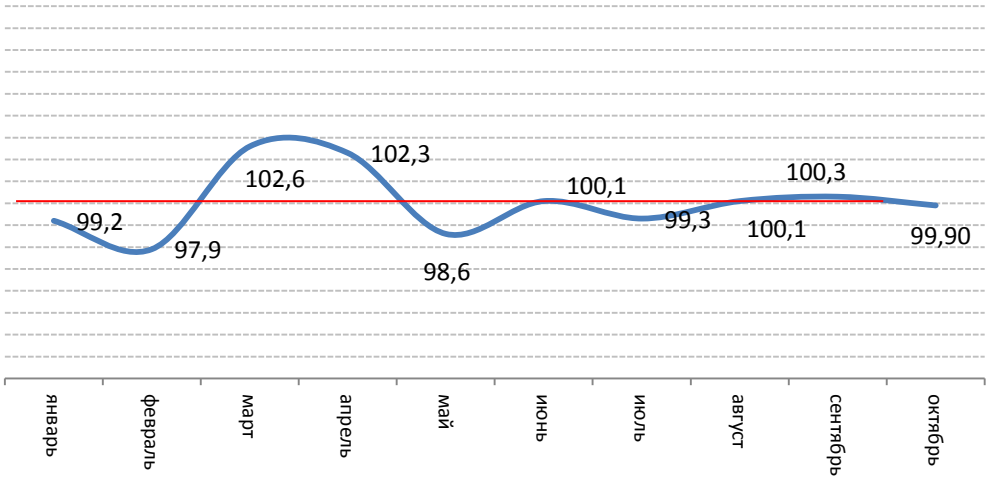

Источник: Здесь и на следующей странице ЦБ РФ, Росстат

## Индекс физического объема оборота розничной торговли

## Темпы роста доходов населения




## Индекс промышленного производства в 2013 году.

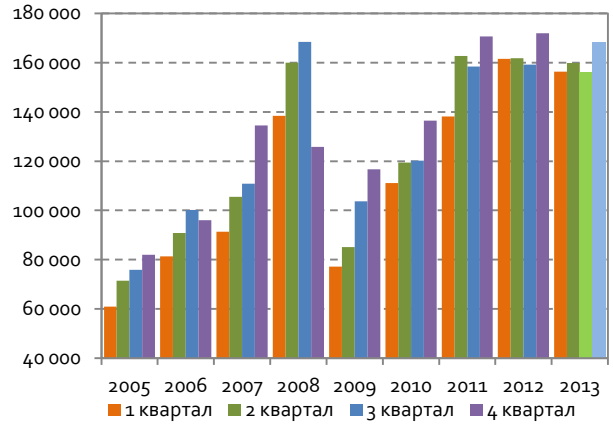


# Счет текущих операций и отток капитала

В случае сохранения тенденций, наблюдаемых в первом полугодии, а также сезонных факторов, схожих с прошлым годом, следует рассчитывать, что Россия завершит год с наихудшим результатом по показателю счет текущих операций за последние годы. Тем не менее в начале 2014 года ситуация может нормализоваться.

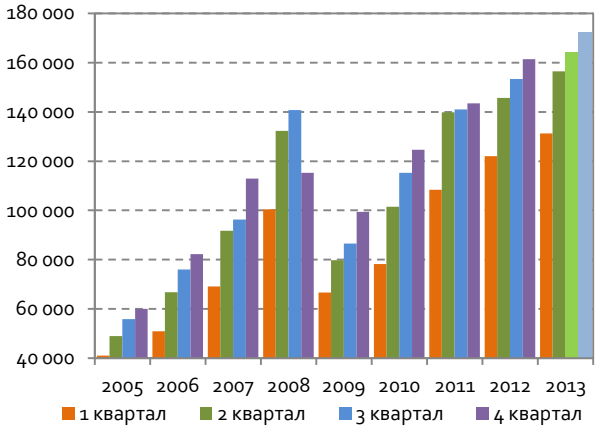
Отметим, что представленные ЦБ оценочные значения платежного баланса за третий квартал (1,1 млрд долл.) являются наихудшими с 1998 года. При этом, на наш взгляд, представленная оценка немного завышена, и окончательная цифра, весьма вероятно, будет иметь отрицательное значение. Тенденция сокращения экспортной компоненты в третьем квартале на протяжении последних лет, а также рост импорта лишь подтверждают наши предположения.

Экспорт товаров, услуг, полученные первичные и вторичные доходы



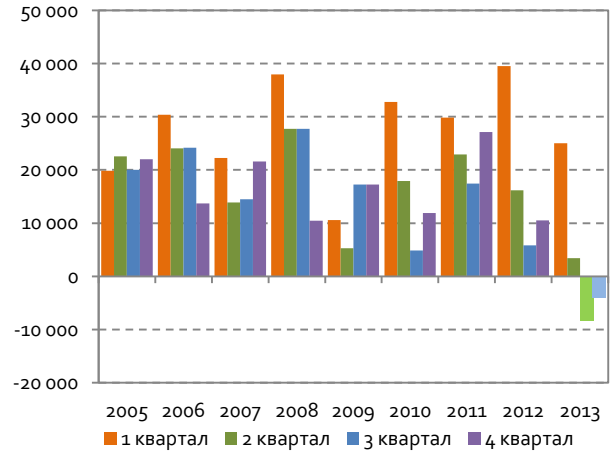

Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка
* данные за 3 и 4 кварталы - прогнозное значение

Импорт товаров, услуг, выплаченные первичные и вторичные доходы



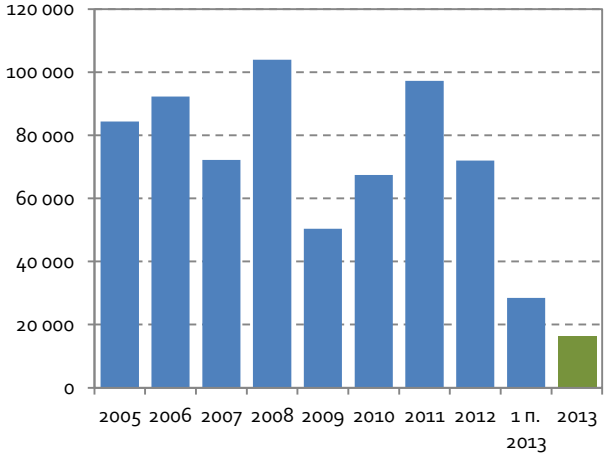

Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка
* данные за 3 и 4 кварталы - прогнозное значение

Счет текущих операций




Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка

Счет текущих операций



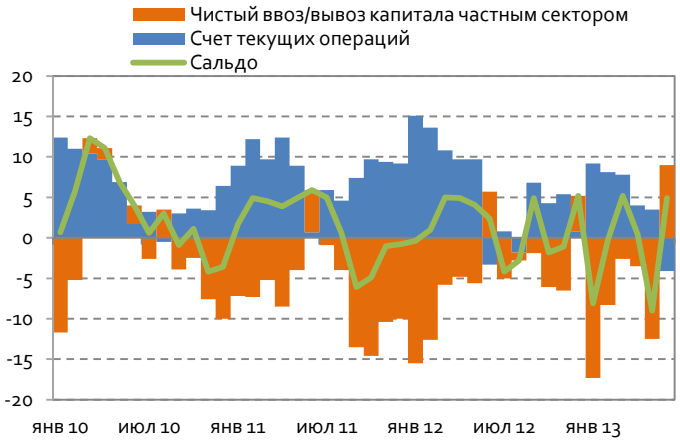

Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка

В начале 2014 года, вероятнее всего, ситуация начнет нормализоваться за счет сокращения импортной компоненты. Подобная ситуация в целом будет оказывать негативное воздействие на курс рубля с фундаментальной точки зрения. Тем не менее резкое ослабление рубля, наблюдаемое в первых трех

кварталах текущего года, которое, на наш взгляд, имело больше психологический характер, позволит национальной валюте удержаться на текущих уровнях.

За девять месяцев текущего года совокупный отток капитала, по оценкам ЦБ, составил приблизительно 48,1 млрд долл. При этом на конец года Банк России оценивает совокупный отток в 62 млрд долл. Отметим, что ранее регулятор прогнозировал сумму в 67 млрд долл. Примечательно, что Минэкономразвития ожидает увидеть цифру в 70 млрд долл. Следует обратить внимание на то, что по итогам 2012 года отток капитала составил 54,6 млрд долл. при профиците счета текущих операций 71,9 млрд долл. На наш взгляд, прогноз Министерства экономического развития выглядит более реалистичным.

Счет текущих операций




Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка

# Долговые рынки

## Наше мнение:

После роста в конце сентября рынок корректировался вниз и замер без особых ценовых изменений. Практически без изменений рынок торговался и весь октябрь. Начало ноября внесло существенный пессимизм на рынок с публикацией данных из США значительно лучше ожиданий. **Ситуация с «Мастер Банком» стала весомым триггером для продаж.** По большинству бумаг ценовые уровни пробивали минимальные значения конца августа – начала сентября. Так, по 26207 ценовые значение уходили ниже 102 фигуры. При этом рост ставок на денежном рынке, в том числе вследствие недоверия в банковской системе, создавал трудности для банков третьего эшелона, что, в свою очередь, стало следствием продаж бумаг в корпоративном сегменте, которые обычно довольно слабо реагируют на новостной поток в отличие от ОФЗ. **Отсутствие очевидных положительных внешних и внутренних триггеров оставляет инвесторов без понимания того, каковы дальнейшие перспективы рынка**. Вместе с тем агрессивные действия ЦБ создают довольно пессимистический настрой. Отметим, что рынок живет исключительно первичными размещениями как ОФЗ, так и корпоративного долга, где бумаги зачастую имеют небольшую премию и сохраняют рост после размещения на вторичном рынке. Интересно, что в ноябре, даже в условиях обвальных продаж, не было не состоявшихся аукционов Минфина. Между тем ряд корпоративных заемщиков, в том числе АкБарс и Альфа Банк, в конце ноября отменили свои размещения. Упоминание рождественского ралли теперь вызывает у участников рынка нескрываемый пессимизм. Новость о том, что **Совет Федерации дал добро на предоставление ЦБ кредитов АСВ сроком до 5 лет, намекает на возможное продолжение «чистки» со стороны Банка России**. Однако все же мы считаем, что этой зимой мы вряд ли увидим от ЦБ действий, аналогичных по масштабам «Мастер Банку», хотя, конечно, в новом году исключать их нельзя. Вместе с тем даже намек от ЦБ в отношении банков из ТОП-100 может стать продолжением обвального рынка. В целом сохранять оптимизм в текущей ситуации довольно сложно. Однако мы считаем, что **перепроданность российского рынка, завершение налогового периода и ожидаемый приток ликвидности в банковском секторе создают некоторый потенциал российского рынка**. Начать реализовывать этот потенциал до середины декабря рынку будет довольно сложно. Первую половину декабря, с нашей точки зрения, инвесторы проведут под влиянием ожиданий заседания ФРС. В случае ожидаемого нами исхода заседания ФРС инвесторы могут начать покупки на рынке, однако для этого, по сути, у них будет всего неделя, вследствие чего мы предполагаем, часть оптимизма достанется январю. Резюмируя, мы считаем, что просадка цен в начале ноября – вполне неплохой шанс для рынка, **однако все зависит от действий ЦБ**.

- **Глобальные рынки этой зимой**
- **Иностранные инвесторы: сколько Вас и где Вы?**
- **Корпоративные бумаги – будет ли ралли?**
- **ОФЗ – какие теперь ориентиры?**
- **Аппетиты Минфина растут?**
- **Пенсионная реформа окажет влияние на долговой рынок?**
- **Обнуление налогов для ОФЗ – реальность?**
- **Кредитный риск – кого стоит бояться?**

**Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.**

# Глобальные рынки этой зимой

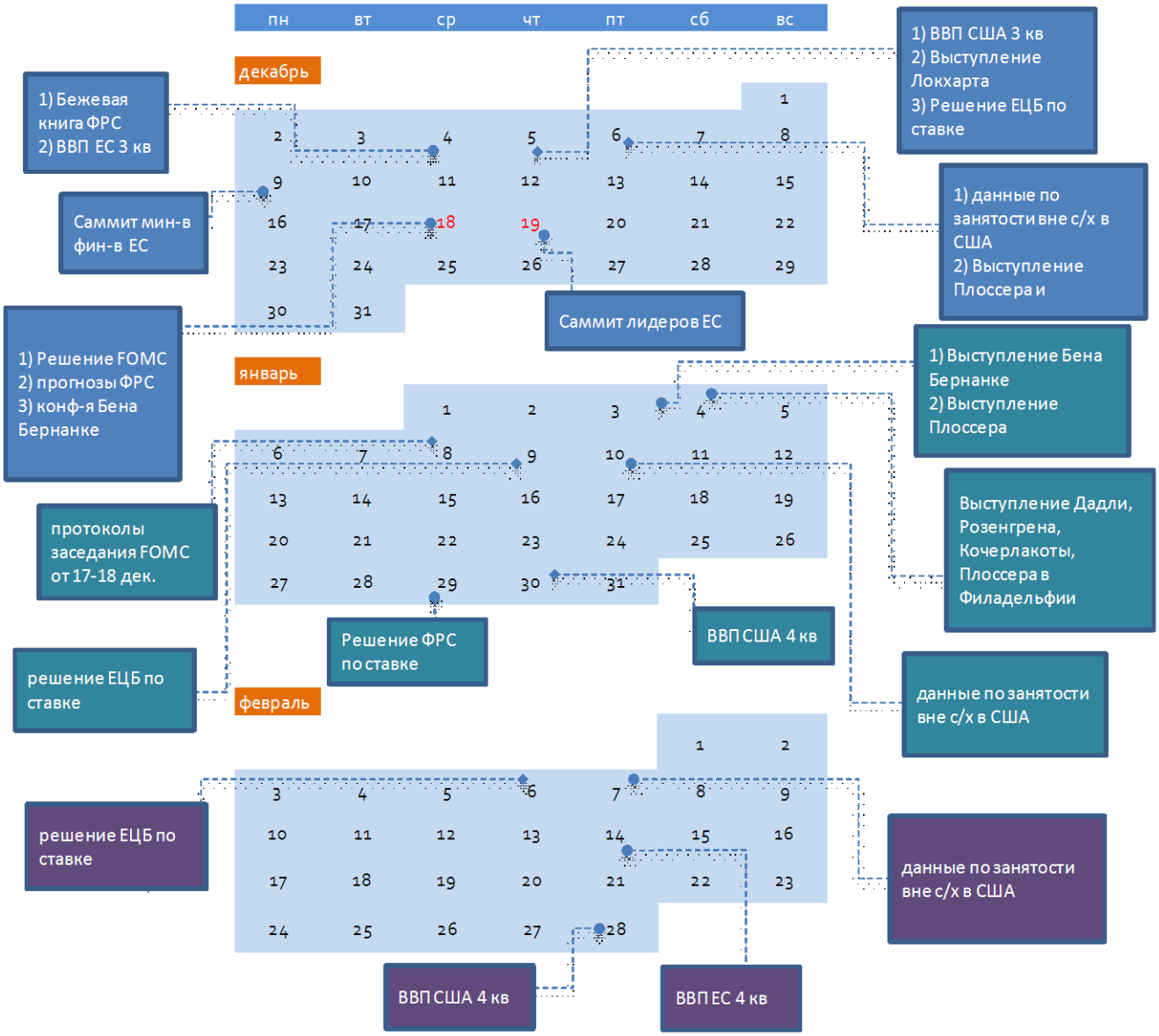
Локальный долговой рынок, прежде всего, сегмент ОФЗ в текущем году стал абсолютно зависим от событий на глобальном рынке. При этом прогнозируемая стабильность в решениях ЦБ лишила рынок надежды на поддержку со стороны внутренних факторов. В целом для рынка остаются важными лишь новости с американского рынка. Наиболее очевидно это было в начале ноября, когда рынок не отреагировал на новость, что ЕЦБ понизил ставку, отдав предпочтение позитиву данных с рынка труда и по ВВП США. Очевидно, что этой зимой ситуация не будет меняться, и российский рынок будет торговаться по-прежнему на основе американских данных.

Настроения на глобальных рынках мы бы разделили на период до середины декабря и на второй период до конца февраля, или зимы в целом. В первый период, с нашей точки зрения, инвесторы будут под влиянием ожиданий заседания ФРС в декабре. **Мы сомневаемся, что на декабрьском заседании будет принято решение о начале сворачивания программ количественного смягчения**. Добавим, что сворачивание QE, по сути, не в интересах ФРС, поскольку поддерживает доходность госбумаг на нужном уровне. Мы считаем, что вряд ли увидим сколь внушительные данные по экономике США, похожие на данные с рынка труда, опубликованные в начале ноября. Последнее было, скорее, обусловлено излишне переоценным эффектом от shutdown. Однако все же отрицать позитивную динамику в экономике США довольно сложно. Еще раз отметим, что середина декабря будет довольно богатой на события – заседание ФРС, «Бежевая книга», саммит министров финансов ЕС, саммит лидеров ЕС. До середины декабря рынку будет довольно сложно расти. **В случае ожидаемого нами исхода заседания ФРС инвесторы могут начать покупки на рынке, однако для этого, по сути, у них будет всего неделя, вследствие чего мы предполагаем, часть оптимизма достанется январю.**

Ключевым моментом этой зимой будет **еще один возможный shutdown**, который может случиться 7 февраля, именно до этого срока республиканцы и демократы должны снова достичь взаимопонимания. При этом переговоры начнутся уже в середине декабря. Мы не исключаем сценария, похожего на предыдущий shutdown в первой половине октября, то есть откладывания разрешения вопроса до последнего. При этом вряд ли рынки будут реагировать на данное событие столь же существенно, как это было минувшей осенью. Однако в любом случае нарастание давления на рынок возможно начиная с середины января, в то время как до конца года инвесторы, скорее, будут игнорировать предстоящее событие. В конце января состоится последнее заседание главы ФРС Бена Бернанке в его должности. Мы сомневаемся, что на последних заседаниях ФРС г-н Бернанке сделает сколь значимое заявление для рынков, особенно учитывая, что преемником будет его сторонница г-жа Йеллен. Добавим, что в феврале не будет заседания ФРС, а первое заседание пройдет только в марте. Мы не исключаем, что г-же Йеллен до нового заседания под ее руководством придется сделать ряд выступлений, где ей все же предстоит озвучить рынку не столь оптимистичные ожидания, как это было ранее, когда у нее еще не было главенствующей роли в ФРС. Здесь мы полагаемся на улучшения в экономике США. Данный факт вкупе с shutdown может несколько усложнить ситуацию на рынке начиная с конца января.

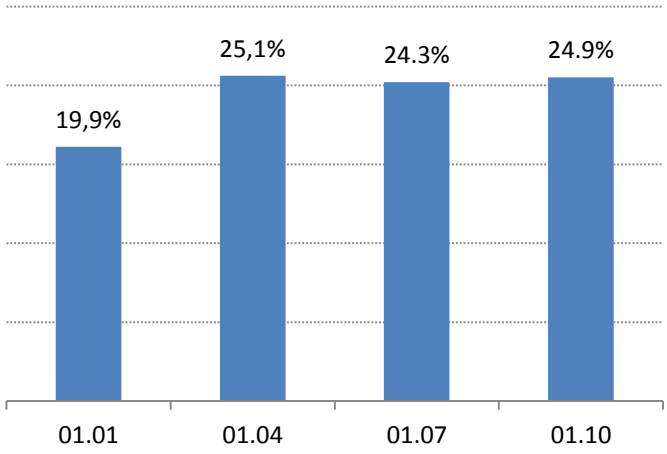
Еврозона может поддержать рынки началом LTRO, анонсирование которого вполне возможно в январе-феврале следующего года, однако долговые рынки довольно слабо реагируют на события из Еврозоны.

# Календарь этой зимы



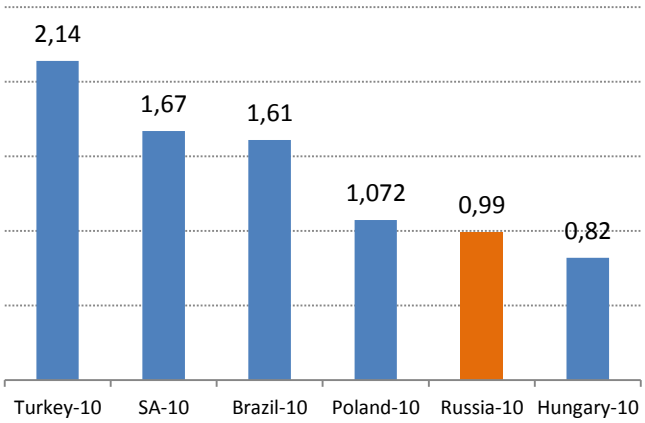
# Иностранные инвесторы: сколько Вас и где Вы?

Доля иностранных инвесторов на российском рынке по данным ЦБ.



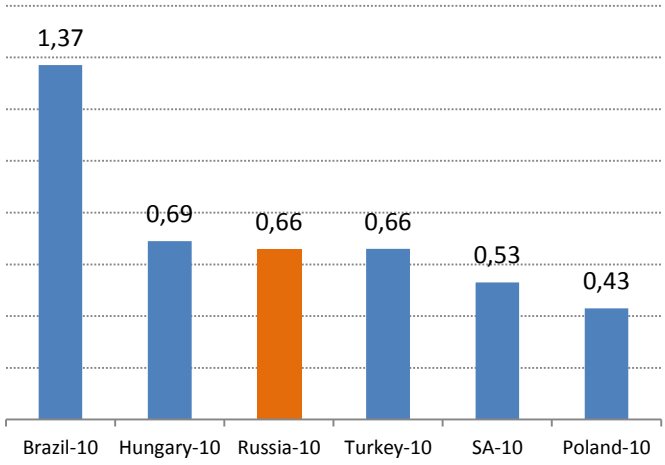

Источник: Reuters, расчеты Промсвязьбанка

Рост доходности май/июнь . Выпуски в локальных валютах.




Источник: Bloomberg, расчеты Промсвязьбанка

Рост доходности ноябрь. Выпуски в локальных валютах.




Источник: Bloomberg, расчеты Промсвязьбанка

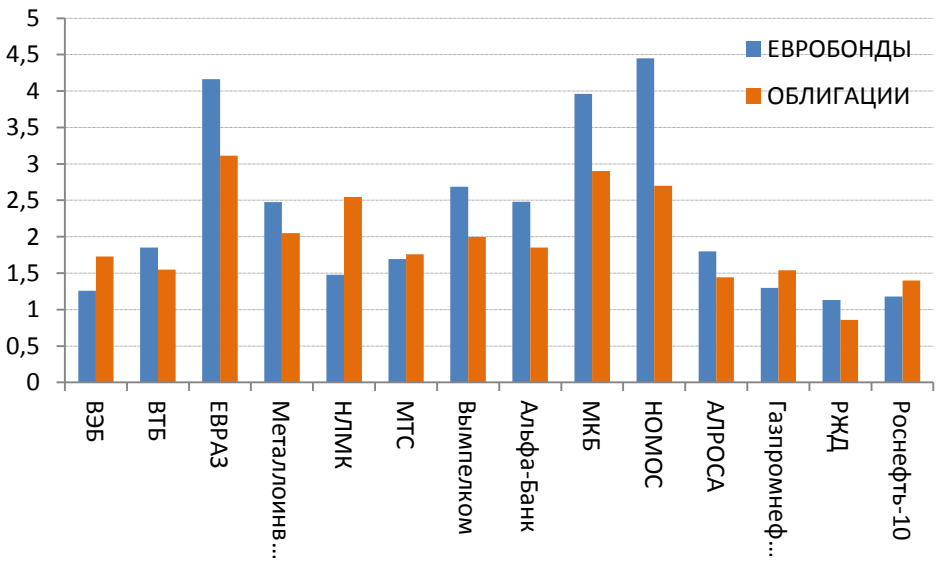
Еще в начале года низкая доля зарубежных инвесторов ставилась в укор российскому рынку облигаций. Однако, по сути, именно низкая доля зарубежных игроков по сравнению с другими развитыми рынками сыграла «на руку» российскому рынку в мае-июне, отчасти делая его менее волатильным в отличие от остальных бондовых площадок. Однако **в ноябре ситуация в силу внутренних факторов радикально поменялась и российские бонды догоняли по переоценкам коллег из развивающихся рынков**. Вопрос доли иностранных инвесторов на российском рынке - тема, которая активно обсуждается участниками рынками. Однако, с нашей точки зрения, уверенно судить о ней на сегодняшний день довольно сложно. По последним данным ЦБ, доля иностранных инвесторов на российском рынке сохраняется достаточно высокой – 25% начиная с апреля. Стабильность доли с, нашей точки зрения, обеспечивается в том числе тем, что **ряд дочек российских зарубежных банков перевели учет своих бумаг в Euroclear на материнские структуры оставив в**

**своем локальном портфеле бумаги для управления ликвидностью**. То есть в действительности новых инвесторов в ОФЗ все же меньше. По нашим оценкам, порядка 17-20%. Однако более важным моментом, по нашему мнению, является не доля иностранных инвесторов в целом в российских бумагах, а именно доля в объеме торговых операций. **По нашим подсчетам, ежедневно доля нерезидентов в торговых операциях превышает 50% и зачастую доходит до 70-80%, что в целом и объясняет активно возросшую зависимость локального рынка от внешней конъюнктуры**. Вполне логичный вопрос, существуют ли поводы для иностранных инвесторов нарастить долю на российском рынке. Безусловно, публикуемые негативные данные по экономике страны и внешняя политика в целом могут отталкивать часть инвесторов. Однако, как мы видели в мае-июне, в ноябре инвестиции в ОФЗ носили скорее спекулятивный и краткосрочный характер. При этом продажи в ноябре делают российские бумаги более привлекательными, учитывая, что ранее российские облигации выглядели не столь интересно на фоне других бондов развивающихся рынков. Вместе с тем пока сантимент иностранных инвесторов не в пользу развивающихся рынков.

# Корпоративные бумаги – euroclear сработает и на этот раз?

С принятием закона о Центральном депозитарии зарубежные инвесторы формально получили возможность инвестировать не только в ОФЗ, но и в корпоративные и муниципальные бумаги. Однако все оказалось не так просто. Потребовалось дополнительное внесение поправок в налоговый кодекс, дабы были определены последствия покупок ценных бумаг нерезидентами. Тема в целом в течение 2013 года была отложена в «долгий ящик». Инвесторы, по сути, перестали надеяться, но на международном инвестиционном форуме в Москве в конце сентября эта тема в очередной раз была поднята, и была высказана идея заместителем министра финансов Алексеем Моисеевым, что иностранные инвесторы фактически получат право на покупки уже с января 2014 года. При этом Euroclear и Clearstream смогут вести учет бумаг уже начиная с января этого года. Мы решили разобраться, стоит ли уже начинать формировать портфель корпоративных и муниципальных бумаг. Прежде всего, стоит сказать, что **локальные корпоративные бумаги показывают спреды к суверенной кривой зачастую ниже, чем на рынке евробондов.**

Разница в спредах – корпоративные бумаги на рынке евробондов и локальном рынке

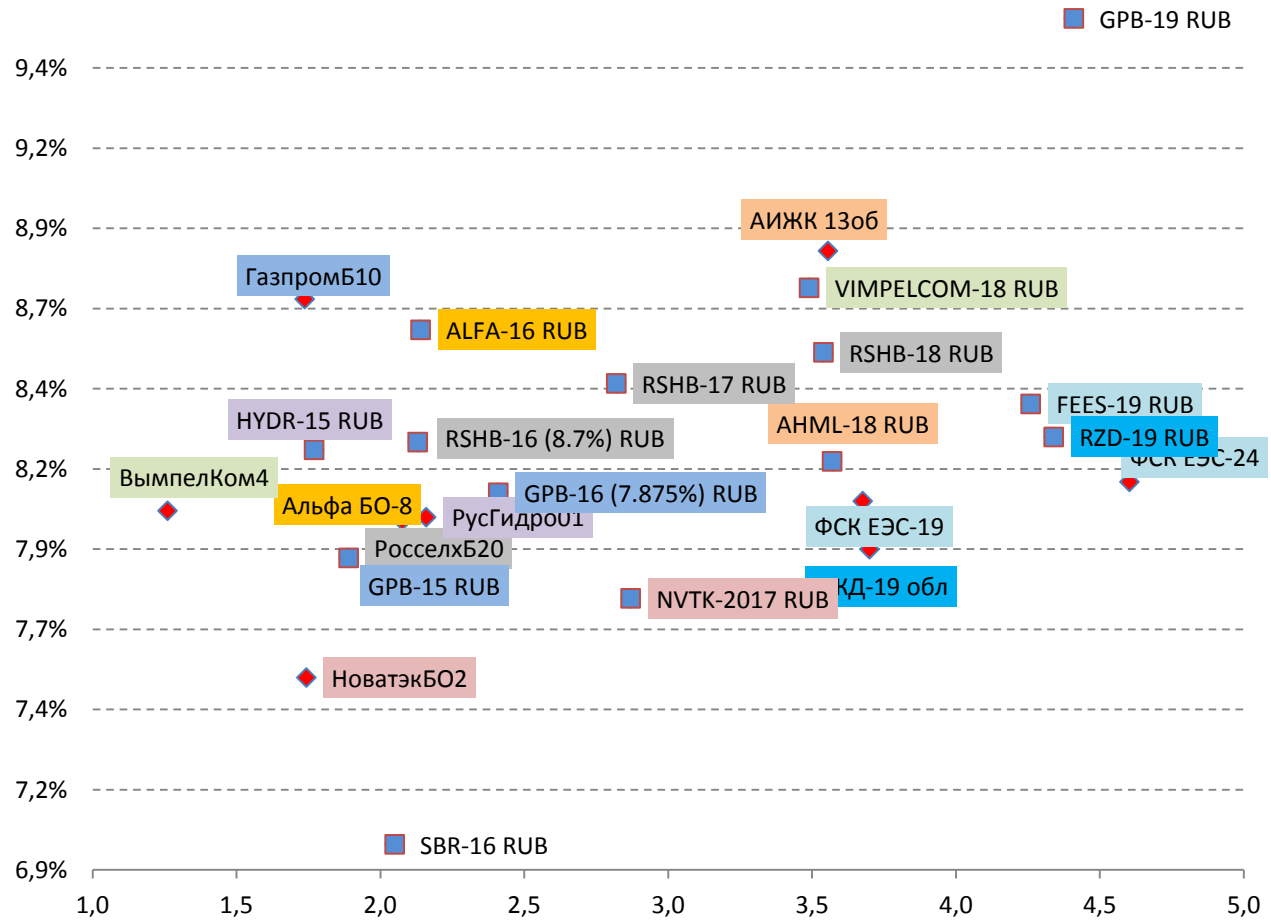



Источник: Bloomberg

По сути, такая ситуация сложилась достаточно давно и отчасти была обусловлена преимущественно низкой ликвидностью на локальном рынке, а также ожиданием роста долларовых ставок. Одной из проблем российского рынка корпоративных облигаций является именно дюрация – **по сути, действительно торгующихся за границей бумаг в три года практически нет.** В то время как в ОФЗ инвесторы присутствуют преимущественно на длинном отрезке, **короткая дюрация вполне может быть «камнем преткновения» в силу того, что ряд инвесторов выбирает стратегию carry trade**. Мы считаем, что в случае либерализации российского рынка корпоративных бумаг, наибольший интерес представляют выпуски с длинной дюрацией, прежде всего бумаги РЖД, МТС, ФСК ЕЭС, АИЖК. В приложении мы приводим карты рынка бумаг с длинной дюрацией. При этом бумаги последнего эмитента, в силу большей развитости рынка ипотеки и понимания данного риска за рубежом, а также инвестиционной категории и премий бондов могут быть в числе лидеров спроса у иностранных инвесторов.

Добавим, что, конечно, **спрос на бумаги будет, в том числе тех эмитентов, у которых обращаются евробонды**. При этом мы отмечаем, что наибольшее расхождение по спредам к суверенным кривым на российские рынке и рынке еврооблигаций имеют, прежде всего, банковские выпуски. В целом это обусловлено тем, что на евробондах банковские бумаги одной рейтинговой категории дают премию к корпоративным выпускам за больший риск банковского сектора, в то время как на локальном рынке спреды банковских и корпоративных выпусков примерно совпадают. Учитывая это мы рекомендуем инвесторам формировать свой портфель длинных выпусков, прежде всего, за счет корпоративных, а не банковских бумаг на рублевом рынке облигаций.

Разница в доходности – рублевые евробонды и локальные аналогичные выпуски.



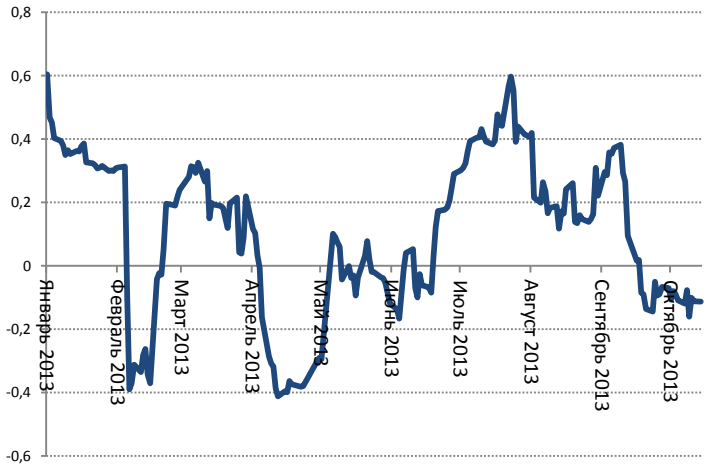

Источник: Bloomberg

Напомним, что реакция в ОФЗ была довольно существенной. С начала августа, когда вероятность того, что суверенными бумагами начнут торговать иностранные инвесторы через Euroclear и Clearstream, стала довольно высокой, до конца 2015 года доходность бумаг на отрезке в 5-10 лет показала снижение на 130-150 б.п., на трехлетнем отрезке – на 100 б.п. Мы не ждем снижения в корпоративных бумагах столь агрессивными темпами. Предполагая, что все же снижение доходности в ОФЗ было обусловлено отчасти тем, что данная тема была первична для локального рынка. Добавим, что иностранные инвесторы довольно консервативны и на развивающихся рынках формируют портфель из государственных выпусков. Если сравнивать доходность локальных корпоративных бумаг с их аналогами на других развивающихся рынках, то здесь российские бумаги предлагают инвесторам более низкую доходность, что конечно говорит против ралли на рынке корпоративного долга. Добавим сюда в целом не самую лучшую конъюнктуру рынка.

**Мы предполагаем, что в ряде исключительных случаев для длинных бумаг инвестиционной категории снижение будет проходить в диапазоне до 50 б.п., а для более коротких выпусков снижение доходности ограничится уровнем в 10-30 б.п.** При этом мы считаем, что пороговым для большинства инвесторов будет рейтинг в «BB», то есть значительная часть банков третьего эшелона, формирующая существенную часть долга на локальном рынке не попадает под данные требования.

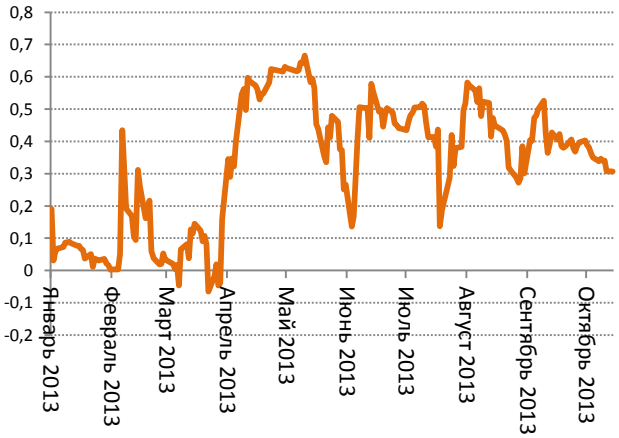
# ОФЗ - какие ориентиры теперь?

Логарифмическая корреляция ОФЗ 26207 и UST-10




Источник: Reuters, расчеты Промсвязьбанка

Логарифмическая корреляция ОФЗ 26207 и пары доллар/рубль




Источник: Reuters, расчеты Промсвязьбанка

Если до конца июля наблюдалась возрастающая корреляция между российскими ОФЗ и UST, то с августа российские бумаги начали следовать за долларом. Учитывая, что американские казначейские бумаги до конца этого года, похоже, будут сохранять относительную стабильность, то ориентиром для инвесторов в локальные бумаги будет, прежде всего, пара доллар/рубль. Однако с нарастанием опасения относительно tapering с середины января инвесторы могут вернуться к зависимости от доходностей американских госбумаг. Пара рубль/доллар может вполне оказаться под давлением снижения цен на нефть, а также внутренних не очень прогнозируемых факторов, поскольку большую часть года цены на нефть имели под собой геополитический фактор, который, похоже, будет отсутствовать этой зимой.

# ОФЗ – дальше ниже?

Этой зимой потепления на глобальном рынке можно ждать после декабрьского заседания ФРС и традиционного притока ликвидности в конце декабря – начале января. Несмотря на то, что с текущего года распределение бюджетных средств, согласно требованиям Минфина, должно проходить более планомерно, однако значительных перемен мы не видим. Ниже мы приводим данные по расходованию средств четырех крупнейших российских регионов.

| | Расходы | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 9м2011 | | | 9м2012 | | | 9м2013 | | |
| млрд руб. | План | Факт | Испл-е | План | Факт | Испл-е | План | Факт | Испл-е |
| Москва | 1 554 | 813 | **52.3%** | 1 778 | 1 021 | **57.4%** | 1 855 | 1 018 | **54.9%** |
| С.-Петербург | 432 | 254 | **58.8%** | 420 | 217 | **51.7%** | 427 | 250 | **58.6%** |
| ХМАО | 141 | 98 | **69.6%** | 170 | 112 | **66.1%** | 178 | 110 | **61.9%** |
| Красноярский край | 157 | 95 | **60.6%** | 173 | 107 | **61.5%** | 179 | 114 | **63.6%** |
| Краснодарский край | 196 | 104 | **53.3%** | 249 | 149 | **60.0%** | 224 | 143 | **63.6%** |

Насколько это поможет российскому рынку? Могло бы помочь, но в ситуации увеличения недоверия на рынке МБК российским долговым бумагам расти будет довольно сложно. Однако исторически не стоит забывать, что за **последние четыре года ноябрь всегда был слабым месяцем. Декабрь за последние четыре года (за исключением 2010 года) показывал фору другим месяцам в части ценового роста**. Безусловно, ноябрьское снижение создает привлекательные уровни для вхождения в бумаги, однако **до середины декабря мы предпочли бы занять нейтральную позицию.** При этом с положительным исходом заседания ФРС в декабре, в который мы верим, рынок вполне логично может вернуться к краткосрочному росту, показывая положительные значения до конца января, где могут усилиться негативные настроения в отношении shutdown в США.

В целом мы считаем, что **потенциал есть у бумаг на отрезке в 5-10 лет, которые на ноябрьской продаже ушли ниже уровней начала сентября – конца октября**. Длинные выпуски также просели довольно весомо. Здесь наиболее интересно выглядят выпуски 26212, 26215, которые потеряли свыше 400 б.п. в цене. Однако **мы не ждем уверенного роста по бумагам, скорее, небольшой коррекции вверх во второй половине декабря — начале января**. Как пример, верхней планкой по 26207 мы считаем уровень в 103%.

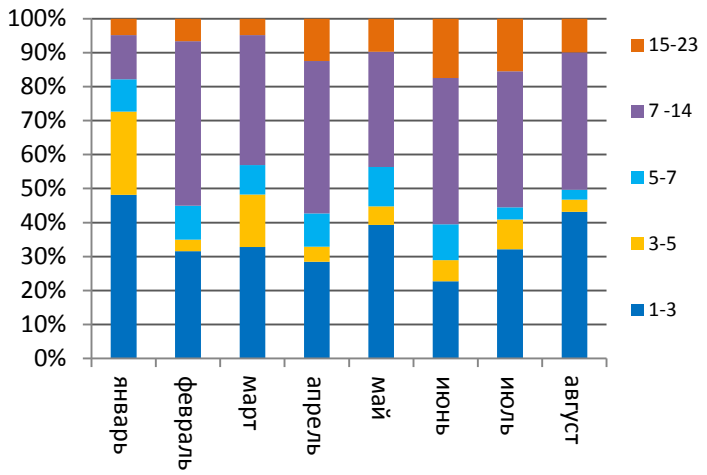
Отдельно стоит отметить, что максимальное снижение цен в ноябре по ряду наиболее ликвидных бумаг не гарантирует, что далее они не будут снижаться, скорее, это апсайд для роста в случае ожидаемых итогов ФРС. При этом мы не исключаем возрастающего давления на короткои отрезке в силу проблем небольших российских банков из-за сложившейся ситуации на денежном рынке.

Решение ФРС о начале tapering вызовет продолжение коррекции на рынке, однако глобально это поможет рынку, поскольку очевиден факт усталости инвесторов от ожидания сворачивания.

Дабы чуть снизить зависимость от внешних рынков, а так же **в случае продолжения усугубления ситуации на денежном рынке мы рекомендуем перекладываться в выпуски, где меньше иностранных инвесторов и небольших росс. банков, чем в озвученных выше выпусках, что создает меньшие риски ценового снижения**. Напомним, что основные покупки иностранные инвесторы совершали на аукционах, то есть новые выпуски имеют высокую долю иностранных держателей. Больше всего (свыше 100 млрд руб.) с конца прошлого года было размещено в рамках выпусков 25081, 26210,26211,26212, которые соответственно и были в лидерах по ценовой просадке в ноябре. В свою очередь, **выпуски, которые показывают ликвидность, но в них преимущественно российские держатели, демонстрировали меньшее снижение, в том числе 26203,26206,26208.**

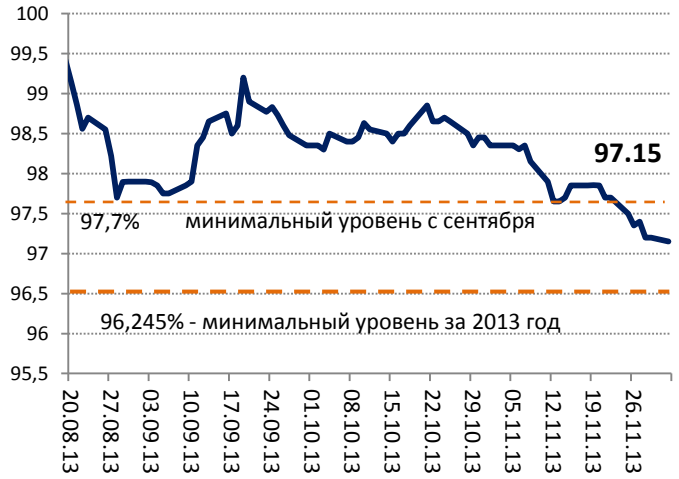
Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

## Распределение торгового оборота в зависимости от срочности выпуска



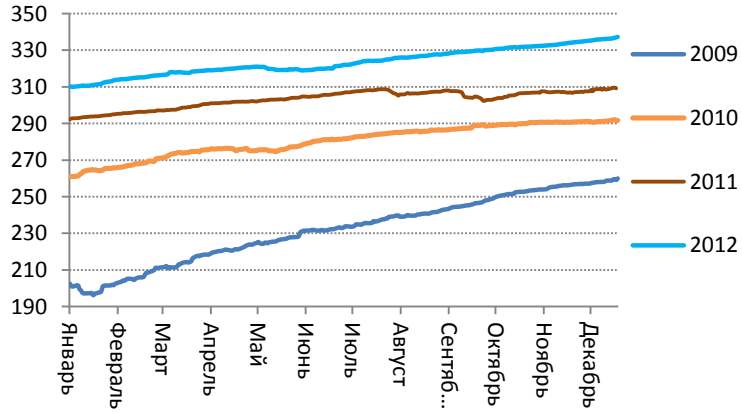

Источник: Reuters, расчеты Промсвязьбанка

## Ценовая динамика ОФЗ 25081



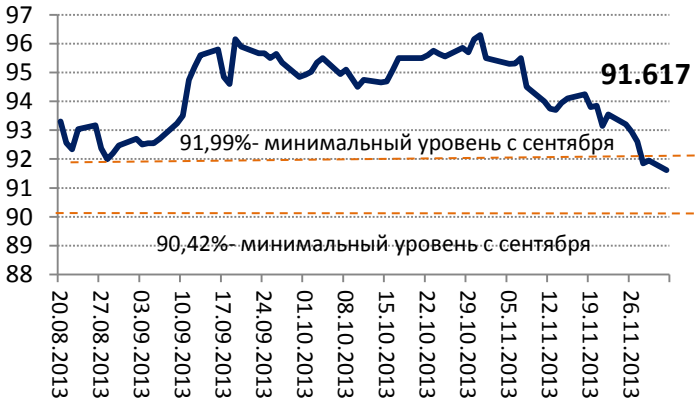

Источник: Reuters, расчеты Промсвязьбанка

## Динамика индекса IFX Cbonds внутри года

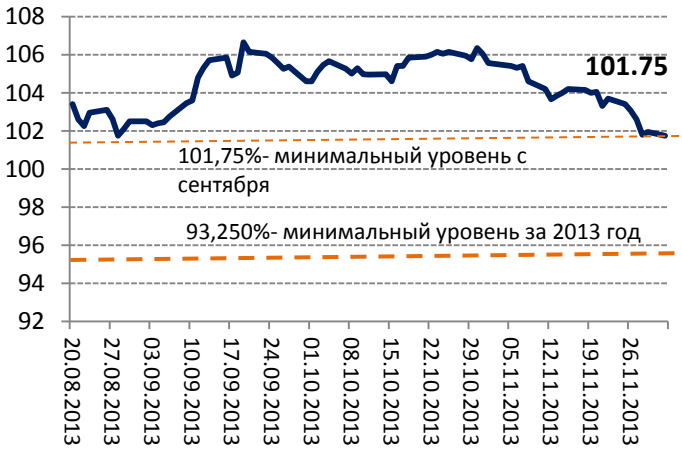



## Ценовая динамика ОФЗ 26211

## Ценовая динамика ОФЗ 26212




## Ценовая динамика ОФЗ 26207



# Аппетиты Минфина вырастут?

На следующий год объемы чистого размещения незначительно должны превысить объемы текущего года – **запланированный объем составляет 485 млрд руб.** Напомним, что министерство финансов довольно традиционно из года в год не выполняет заявленные объемы размещений, поэтому вряд ли стоит ждать давления первичного рынка на вторичный сегмент. Резюмируя, с учетом ожидаемого нами временного роста аппетитов к развивающихся рынкам этой зимой мы рекомендуем спекулятивное участие в выпусках. Мы считаем, что ждать премии от Минфина вряд ли стоит. Одним из знаковых событий до конца года для первичного рынка госдолга вполне может стать размещение нового 20-летнего выпуска ОФЗ. Вот здесь Минфин может оказаться чуть щедрее, чем обычно, и предложить премию. Однако учитывая конъюнктуры ждать такого размещения вряд ли стоит.

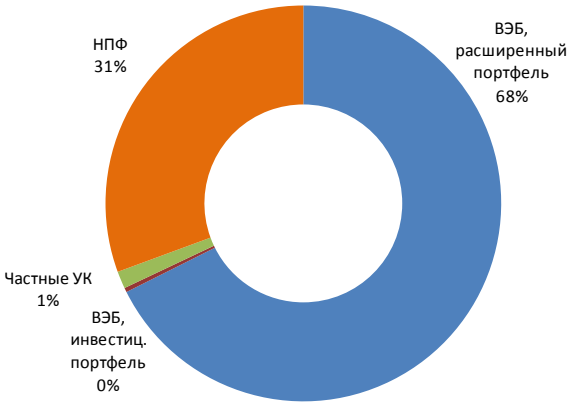
# Обнуление налогов для ОФЗ – реальность?

В начале октября стало известно, что Минфин обсуждает возможность снижения налоговой нагрузки по доходам на ОФЗ. Напомним, что сейчас инвесторы платят 15% с купонного дохода и 20% от прироста стоимости. При этом иностранные инвесторы освобождены от налогообложения. Прежде всего стоит еще раз подчеркнуть, что все находится на стадии обсуждения и вероятность неочевидна. В то же время снижение налогообложения для госбумаг, учитывая, что Минфин собирается наращивать заимствования на внутреннем рынке, а также аналогичный опыт в других странах, может быть вполне логичным решением. При этом мы считаем, наиболее логичным является снижение именно налога на купонный доход. Уже это **может дать снижение доходности ОФЗ около 90 б.п.**, по нашим оценкам. То есть нововведения, безусловно, повысят привлекательность суверенного сегмента для локальных игроков, несколько отвлекая инвесторов от рынка корпоративного долга. Напомним, что **совокупно Сбербанк и ВТБ формируют около трети рынка** ОФЗ. Резюмируя, мы считаем, что вероятность нововведения будет зависеть от финальных масштабов заимствований Минфина в следующем году, в случае значительного роста заимствований Минфин вполне может пойти на такую новацию, так как это в конечном итоге позволит ведомству снизить стоимость заимствований в рамках отмеченных нами уровней. По оценке Минфина, выпадающие доходы могут составить порядка 26 млрд руб., в то время как, по нашим подсчетам, экономия в случае смягчения налогообложения только на снижении стоимости заимствования при сохранении заимствований на уровне 2013 года может составить около 10 млрд руб. Вместе с тем мы не исключаем, что **объем долга Минфина в следующем году будет увеличен.**

**Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.**

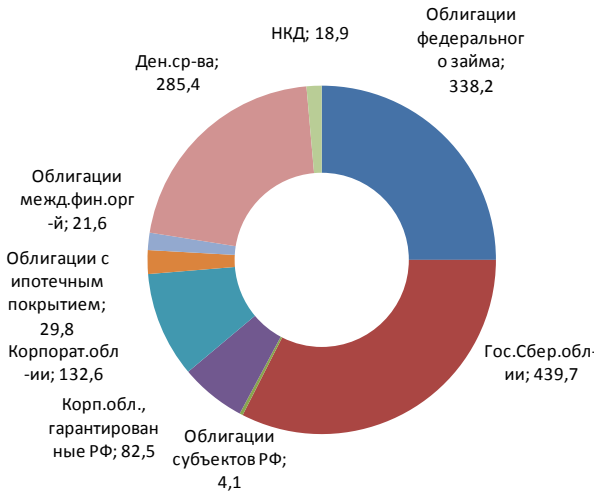
# Пенсионная реформа окажет влияние на долговой рынок?

Средства пенсионных накоплений, переданные ПФР в НПФ и в доверительное управление УК, с учетом возвратов



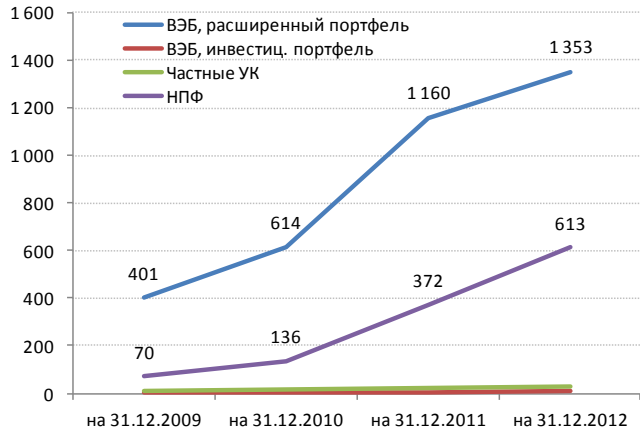

Источник: расчеты Промсвязьбанка

Структура расширенного инвестиционного портфеля ГУК (ВЭБ)



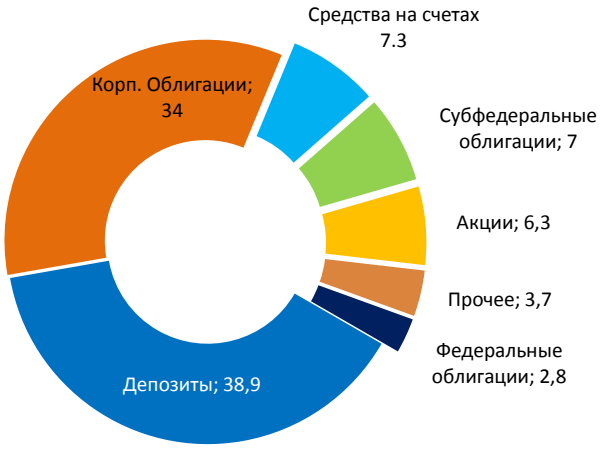

Источник: расчеты Промсвязьбанка

Средства пенсионных накоплений, переданные ПФР в НПФ и в доверительное управление УК, с учетом возвратов




Источник: расчеты Промсвязьбанка

Структура расширенного инвестиционного портфеля ГУК (ВЭБ)




Источник: Ведомости

Решение правительства о пенсионной реформе стало некоторым шоком не только для инвесторов, но и для страны в целом. Понятно, что реформа пенсионной системы вызвана среди прочего растущим дефицитом бюджета на фоне замедляющейся экономики. Для фондового рынка ключевой новацией, вероятно, станет **изменение в системе негосударственных пенсионных фондов**. Прежде всего то, что **до 1 января 2016 года все НПФ должны будет акционироваться и вступить в систему гарантированных пенсионных фондов**. Для вхождения в систему гарантирования фонды должны быть проверены. Соответственно, часть фондов может уйти с рынка, при этом, по словам

представителей правительства, средства находящиеся в ликвидированных фондах инвесторы смогут перевести в другие НПФы. Всего на текущий момент значится 139 негосударственных пенсионных фондов, из которых большая часть средств, или 90%, сосредоточена в 30 крупнейших, в том числе НПФ Благосостояние, НПФ Газфонд, НПФ ВТБ, НПФ Сбербанка, вероятность прохождения реформы которых достаточно высока. То есть **вряд ли пенсионная реформа значительно поменяет структуру рынка, однако в любом случае отчасти вносит нестабильность в систему на некоторое время**.

Напомним, что средства некоммерческих пенсионных фондов формируются из 6% от пенсионных начислений, которые попадают в накопительную часть пенсии для работников моложе 1967 года рождения. Как мы понимаем, в 2014 году НПФы лишатся данных перечислений, поскольку данные средства будут направлены для выплаты текущих пенсий, так как у Пенсионного фонда на текущий момент существует дефицит средств, который восполняется из бюджета. Решение правительства поможет сэкономить порядка 240 млрд руб. – это приблизительная сумма, которую пенсионные фонды получают ежегодно. Согласно данным газеты «Ведомости», **на фондовый рынок уходит порядка 40% от пенсионных средства НПФов**, при этом большая часть (30%) инвестируется в **корпоративные бумаги с рейтингом не ниже уровня «Ba3/BB-».** Скажется ли это изменение сколь значимо на корпоративных бумагах? В целом, по нашим подсчетам, на рынок в 2014 году не попадет вливание около 100 млрд руб. новых средств. Если сравнивать с общим объемом рынка, который оценивается примерно в 4 трлн руб., то доля несущественна и не окажет значимого влияния в целом на рынок. Вместе с тем, если говорить про вторичный рынок, **то управляющие компании, которым передают средства НПФ, достаточно активны при торговле на вторичном рынке, и уверенно двигают котировки бумаг**. То есть новация российского правительства может оказать влияние на вторичный рынок корпоративного долга, где и так в целом по сравнению с сегментом ОФЗ активность невысокая.

# Кредитный риск – кого бояться?

Прибыль и рентабельность российских предприятий продолжает снижаться. В целом совокупный результат по **прибыли российских предприятий, согласно Росстату, за восемь месяцев текущего года сократился на 8,9%.** При этом такое значение, а не ниже, было достигнуто за счет роста прибылей нефтегазового сектора, прежде всего добычи. В свою очередь, **металлургические и горнодобывающие компании показывали в среднем снижение прибыли на 15%-20%.** Понятно, что данные Росстата имеют статистическую погрешность, однако если посмотреть на отчетности компаний, то это подтверждается. Так, у Евраза операционная прибыль сократилась на 58% , у Металлоинвеста на 19% , в то время как чистая прибыль Альфа-Банка сократилась на 12%, НОМОС-БАНКа - на 26%, а ВТБ - на 27%. Компаний показавших улучшение маржи немного - в основном в секторе ритейла (прежде всего Магнит), а также ряд нефтегазовых компаний. В целом сокращение маржи было характерно для большинства российских компаний. В условиях ожидаемого нами усугубления ситуации в экономике давление на финансы компаний продолжится. Однако к такой реальности инвесторы уже привыкли, а значительных событий в рамках предстоящей зимы вряд ли стоит ждать. **Мы считаем, что нет смысла переходить из одной отрасли в другую, дабы снизить риски**. Стоить добавить, что выбор у инвестора в локальный рынок, по сути, небольшой, поскольку большая часть рынка - это банковские бумаги. По нашим подсчетам **банковские выпуски формируют около 43% российского рынка, при этом доля каждой другой отрасли не превышает 15%.** В целом

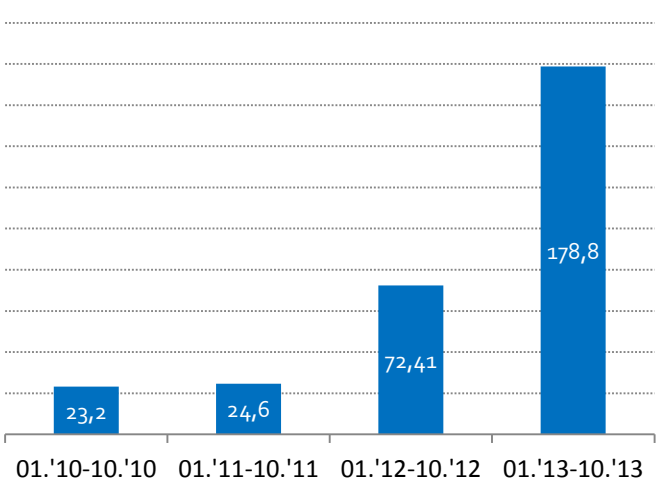
банковский сегмент сейчас под особым контролем участников торгов, а самое главное под увеличивающимся контролем государства. При этом бумаги одной и той же рейтинговой категории в банковском и корпоративном сегменте формируют схожий спред, что делает банковские бонды фундаментально не очень привлекательными. В свою очередь давление на розничный сегмент несколько изменило ситуацию. **Отчасти продажи бумаг в крупных розничных банках носили излишне выраженный характер и диспропорции, что, с нашей точки зрения, создает возможность для повышения доходности портфеля**. Последнее подтверждение рейтинга от Fitch для Банка Русский Стандарт, ХКФ Банка отчасти подтверждает, что в рамках предстоящей зимы негативных действий вокруг крупнейших розничных банков не будет, а значит можно будет получить дополнительную доходность.

С другой стороны ситуация с ТКС Банк может отчасти снизить аппетит инвесторов к частному банковскому сектору. Напомним, что, **насколько мы понимаем, поправки в новый закон о потребительском кредитовании пока отозваны не были**. Нам очевидно, что с действиями ЦБ происходит консолидация отрасли и наиболее рискованны выглядит банковский третий эшелон столь популярный на первичном рынке в последнее время. Резюмируя, **мы бы все же выбирали довольно осторожную тактику в сегменте частных банков, прежде всего из третьего эшелона, не всегда предпочитая доходность кредитному качеству**. Добавим, что ситуация с отзывом лицензии «Мастер Банка», который является довольно весомым представителем банковского сектора накладывает дополнительный отпечаток на банковский сегмент.

Отраслевая структура сегмента корпоративных облигаций

Источник: ММВБ

Объем первичного размещения облигаций российских регионов 2010-2013 гг.




Источник: ММВБ

Текущий год, похоже, будет исторически максимальным по объему размещений облигаций для российских регионов. Сокращение прямой поддержки со стороны федерального бюджета и растущее социальное бремя вкупе со снижением собираемости налогов требует от субфедеральных эмитентов новых привлечений. За период с января по декабрь текущего года общий объем размещений субфедеральных выпусков составил 178,8 млрд руб, что стало практически в 2,5 раза больше объемов за аналогичный период прошлого года. Отметим, что на первичный рынок выходили как регионы с безусловным кредитным качеством, так и более слабые, для которых текущий год был дебютным. Учитывая возможные риски ухудшения ситуации в российской экономике, а также вероятность

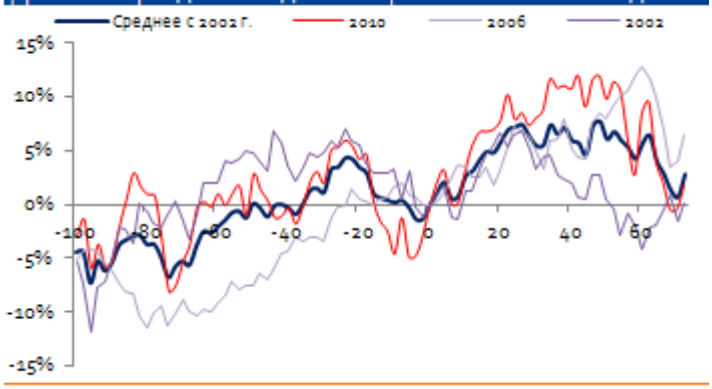
ухудшения кредитных метрик, мы не исключаем вероятности негативных рейтинговых действий со стороны международных агентств. В этой связи котировки облигаций регионов могут находиться под давлением, при этом больше всего могут подвергнуться влиянию именно регионы с рейтингом BB- и ниже. При этом мы не исключаем череды негативных рейтинговых действий в отношении российских регионов. Ниже мы приводим список российских регионов, у которых рейтинг стоит негативный прогноз или оценка была подтверждена достаточно давно. В приложении к настоящей стратегии мы представляем наш взгляд на наиболее интересные идеи в корпоративном сегменте.

| Регион | Рейтинг Moody's | Дата присвоения /изменения | Прогноз Moody's | Рейтинг S&P's | Дата присвоения /изменения | Прогноз S&P's | Рейтинг Fitch | Дата присвоения /изменения | Прогноз Fitch |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Россия | Baa1 | 27.03.2013 | стаб | BBB | 28.06.2013 | стаб | BBB | 14.08.2013 | стаб |
| Башкортостан | Baa3 | 27.06.2013 | стаб | BBB- | 01.11.2013 | стаб | - | - | - |
| **Белгородская обл.** | **Ba1** | **31.05.2013** | **нег** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** |
| Волгоград | Ba3 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Волгоградская обл. | - | - | - | отозв | 02.08.2011 | - | BB- | 12.08.2013 | стаб |
| Вологодская обл. | Ba3 | 29.06.2012 | стаб | отозв | 02.07.2012 | - | отозв | 17.11.2009 | - |
| Воронежская обл. | - | - | - | - | - | - | BB+ | 31.10.2013 | стаб |
| Казань | - | - | - | - | - | - | B+ | 01.08.2013 | поз |
| Калужская обл. | - | - | - | - | - | - | BB | 30.10.2013 | стаб |
| Карелия | - | - | - | - | - | - | BB- | 02.08.2013 | стаб |
| Республика Коми | Ba2 | 15.12.2006 | стаб | - | - | - | BB+ | 07.11.2013 | стаб |
| Кемеровская обл. | - | - | - | - | - | - | BB | 18.11.2013 | стаб |
| Костромская обл. | - | - | - | - | - | - | B+ | 09.08.2013 | стаб |
| Краснодарский край | Ba1 | 16.06.2011 | стаб | отозв | 05.10.2011 | - | BB+ | 05.06.2013 | стаб |
| Краснодар | Ba2 | 24.03.2010 | стаб | - | - | - | - | - | - |
| **Красноярский край** | | | | **BB+** | **11.06.2013** | **нег** | **BB+** | **20.06.2013** | **поз** |
| Липецкая обл. | - | - | - | отозв | 26.09.2012 | - | BB | 28.10.2013 | стаб |
| Мордовия | B1 | 22.02.2013 | стаб | - | - | - | - | - | - |
| Марий Эл | - | - | - | - | - | - | BB | 22.11.2013 | стаб |
| Москва | Baa1 | 15.12.2006 | стаб | BBB | 04.12.2012 | стаб | BBB | 21.12.2012 | стаб |
| Московская обл. | Ba2 | 30.10.2012 | стаб | - | - | - | - | - | - |
| Нижегородская обл. | | | | - | - | - | BB- | 24.09.2013 | стаб |
| Новосибирск | - | - | - | BB+ | 29.10.2013 | стаб | - | - | - |
| Новосибирская обл. | - | - | - | - | - | - | BBB- | 29.10.2013 | стаб |
| Омская обл. | Ba2 | 17.06.2011 | стаб | - | - | - | - | - | - |
| Оренбургская обл. | - | - | - | - | - | - | BB | 24.10.2013 | поз |
| **Рязанская обл.** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** | **B+** | **20.08.2013** | **нег** |
| Самарская обл. | Ba1 | 15.12.2006 | стаб | BB+ | 29.11.2013 | поз | - | - | - |
| Санкт-Петербург | Baa1 | 16.05.2011 | стаб | BBB | 18.10.2013 | стаб | BBB | 22.11.2013 | стаб |
| **Саха (Якутия)** | **-** | **-** | **-** | **BB+** | **06.09.2013** | **нег** | **BBB-** | **23.09.2013** | **стаб** |
| Свердловская обл. | - | - | - | BB+ | 30.08.2013 | стаб | - | - | - |
| **Смоленская обл.** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** | **-** | **B+** | **18.09.2013** | **нег** |
| Ставропольский край | - | - | - | отозв | 16.04.2013 | - | BB | 13.12.2012 | стаб |
| Тверская обл. | - | - | - | отозв | 24.04.2013 | - | - | - | - |
| Томская обл. | - | - | - | BB- | 04.10.2013 | стаб | - | - | - |
| Тульская обл. | - | - | - | - | - | - | BB | 30.10.2013 | стаб |
| Удмуртия | отозв | 11.04.2012 | - | - | - | - | BB | 22.11.2013 | стаб |
| Хакасия | - | - | - | - | - | - | BB | 22.11.2013 | стаб |
| Ханты-Мансийский АО | Baa3 | 15.12.2009 | стаб | BBB | 13.09.2013 | стаб | BBB | 04.10.2013 | стаб |
| Чувашия | Ba2 | 01.09.2011 | стаб | - | - | - | BB+ | 08.08.2013 | стаб |
| Ярославская обл. | - | - | - | - | - | - | BB | 11.11.2013 | стаб |
| Томск | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

# Фактор Олимпиады

Олимпиада в Сочи – событие, которого ожидают многие жители. В целом во много благодаря олимпийской стройке мы видели рост в ушедшие годы. Однако может ли Олимпиада помочь еще раз российской экономике. **Мы проанализировали ряд индексов в период Олимпиады. Большинство из них подтверждают, что Олимпиада дает временный стимул фондовым рынкам**. Перед последними тремя Зимними Олимпийскими Играми фондовые индексы принимавших их стран демонстрировали довольно схожую динамику. Первая волна роста фондовых индексов начиналась примерно за 3-3,5 месяца до начала Олимпиады и заканчивалась коррекцией непосредственно перед открытием Игр. Затем приходила вторая волна роста, которая развивалась после начала Олимпиады и длилась от одного до трех месяцев (по оси времени на графиках отложены торговые дни).

Динамика фондовых индексов стран Зимней Олимпиады




Источник: Bloomberg

Для денежного и долгового рынков Олимпиада в Сочи вряд ли принесет существенные изменения, хотя, конечно, временный позитив со стороны инвесторов возможен. Фактор, который нас несколько настораживает, – это период после олимпиады, когда по аналогии с форумом АТЭС возможен рост числа разбирательств относительно расходования средств, в которые могут попасть в том числе ряд банков, что может только усугубить ситуацию в банковском секторе.

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

# Денежные и Валютные рынки

## Наше мнение:

В политике ЦБ в настоящий момент прослеживается довольно четкая стратегия, ориентированная на сохранение сильной зависимости кредитных организаций от монетарных властей, что делает ставки денежного рынка более стабильными. Низкая волатильность рыночных ставок МБК, в свою очередь, позитивно отражается на производных ставках. Подобные факторы снижают стоимость страховки валютных рисков через CCS. При этом заложенная стоимость страховки в конечную цену импортных поставок позволят в итоге замедлить рост индекса потребительских цен, индикатора, который в последнее время является основным для ЦБ.

Сильное укрепление курса рубля после объявления в сентябре о сохранении объемов стимулирующих мер США уже полностью отыграно рынком. Однако обозначенные уровни стали для локальных участников новым ориентиром, что допускает предположение о возможном возврате курса рубля к уровням 37,5 руб. к бивалютной корзине этой зимой. Мы полагаем, что в случае сохранения котировок нефти выше отметки 105 долл. за барр. (наш базовый сценарий) рубль, вероятнее всего, будет удерживаться в диапазоне - 36,97-38,85 руб. к корзине, большую часть времени находясь у верхней границы зоны безучастия ЦБ. При этом потенциальное ослабление рубля будет сдерживать активные интервенции со стороны ЦБ. Примечательно, колебания котировок нефти в диапазоне 105-110 долл. за барр. уже не оказывают поддержки национальной валюте, тем не менее, в случае если цена черного золота пересечет нижнюю границу, то рубль, вероятнее всего, продемонстрирует сильное ослабление. В роли фактора, который не позволит рублю продемонстрировать изрядное укрепление, может выступить очередное напоминание об уровне госдолга США, которое может дать о себе знать еще в этом году, а закончится его влияние в середине февраля. Также не следует забывать о европейских проблемах, где в периферийных странах сохраняется высокий уровень безработицы и слабые темпы восстановления экономики. Тем не менее предпринятые меры ЕЦБ по стимулированию экономики через снижение ключевой процентной ставки на 25 б.п. показывает, что европейский регулятор, скорее всего, в ближайшее время может совершить очередной шаг на пути монетарного смягчения. Подобные факторы могут спровоцировать рост волатильности, тем не менее мы полагаем, что национальная валюта сохранит потенциал для укрепления.

- **Стабильность ставок денежного рынка в условиях дефицита ликвидности.**
- **Новые риски банковского сектора, влияющие на ставки денежного рынка.**
- **CCS и IRS демонстрируют сужение спреда между короткими и длинными инструментами.**
- **Рубль в сравнении с другими валютами.**
- **Очередной шаг ЦБ на пути реализации стратегии «рыночного курсообразования рубля».**
- **Внешний фон и источники риска для рубля этой зимой.**

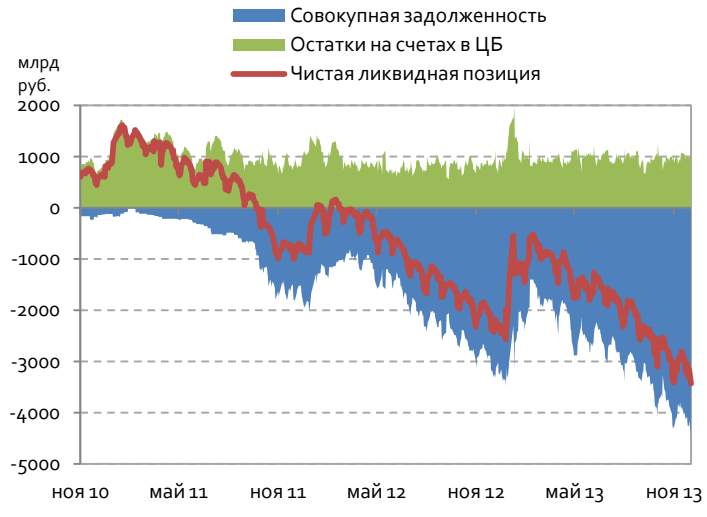
# Денежные и Валютные рынки

| | |
|---|---|
| ...политика ЦБ направлена на снижение инфляционного давления. При этом в ближайшее время не следует рассчитывать на смягчение монетарной политики. | ...политика ЦБ по уменьшению влияния на курс рубля через валютные интервенции и переход к политике валютного таргетирования повысит волатильность курса национальной валюты. |
| ...огромная задолженность банковской системы перед монетарными властями удерживает ставки денежного рынка на уровне неограниченного предложения ЦБ (6,5%). При этом низкая волатильность на рынке ставок способствует снижению стоимости CCS и IRS. | На фоне появления новых рисков не денежном рынке ставки МБК продемонстрировали сильный рост, преодолев уровень неограниченного предложения ЦБ. |
| Уровень госдолга США, а также слабые темпы восстановления экономик периферийных регионов ЕС будут сдерживать возможное укрепление рубля, формируя негативные ожидания у инвесторов. | |

## Стабильность ставок денежного рынка в условиях дефицита ликвидности.

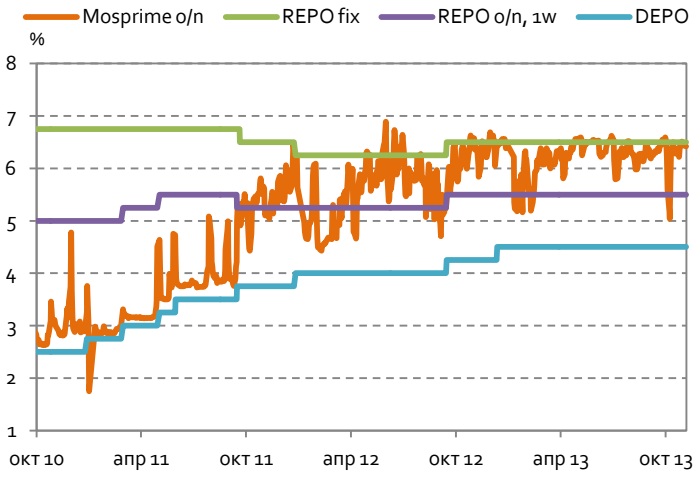
До конца текущего года, а также в начале первого квартала мы не видим причин для кардинального изменения ставок денежного рынка. **Сложившаяся на денежном рынке ситуация с высокой задолженностью банковской системы перед монетарными властями не позволит ставкам МБК продемонстрировать понижение**. При этом верхней границей для ставок, как и ранее, будет являться ставка неограниченного предложения ЦБ – 6,5%.

Ликвидность банковской системы




Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка

Динамика ставок денежного рынка




Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка

**Единственное, что могло бы оказать давление на ставки денежного рынка, – это смягчение монетарной политики ЦБ. Тем не менее риторика представителей регулятора свидетельствует о том, что до тех пор, пока индекс потребительских цен не будет демонстрировать ярко выраженную понижательную динамику, ЦБ вряд ли будет пересматривать действующую модель кредитно-денежной политики.** Введение новых

инструментов фондирования, а именно кредитов под залог нерыночных активов сроком на 3 месяца и минимальной ставки на аукционе 5,75%, по мнению регулятора, должно немного снизить напряженность на денежном рынке, однако, мы полагаем, что рассчитывать на скорый эффект не стоит. Проведенный в середине октября аукцион сроком на три месяца привлек внимание большего числа участников, нежели дебютный, сроком на один год. Ставки при этом варьировались от 5,75% до 6,65%, а итоговая ставка составила 5,76%. Отметим, что поступившие в систему ресурсы в объеме 500 млрд руб. не отразились на ставках на рынках МБК и РЕПО. Кроме того, принципиального изменения в объемах задолженности банковской системы по инструменту прямое РЕПО с ЦБ не произошло.

По сути, введение кредитных аукционов призвано вывести из-под залога часть бумаг, которые в настоящий момент используются для обеспечения РЕПО, с целью увеличения ликвидности долгового рынка, а также создать дополнительный резерв под потенциальное увеличение задолженности.

**На текущую дату (02.12.2013) совокупная задолженность по кредитам под залог нерыночных активов составляет 956,82 млрд руб. из совокупного объема более 4 трлн руб.** До конца года с учетом максимального привлечения на предстоящем в октябре аукционе задолженность может вырасти до уровня 4,2-4,35 трлн руб. По нашим оценкам, именно такой объем ресурсов необходим для покрытия потенциальных платежей в бюджет в виде налоговых выплат. Таким образом, введение нового инструмента фондирования пока лишь покроет текущие потребности банковской системы в ликвидности, не снижая существующей напряженности.

При этом напряженность будет лишь усиливаться в налоговые периоды, в которые традиционно повышается спрос на ликвидность. При этом до конца года, по нашим оценкам, совокупно банкам предстоит перечислить в бюджет порядка 1,9 трлн руб. Встречный поток бюджетных средств, на наш взгляд, с учетом размещенных депозитов составит лишь 1,6 трлн руб. **Таким образом, рассчитывать на то, что бюджетные средства будут способны ликвидировать высокую задолженность банков перед ЦБ, не стоит.** В свою очередь, зависимость банков от ресурсов ЦБ не позволит ставкам денежного рынка продемонстрировать существенное снижение. Однако в начале 2014 года, с традиционным поступлением бюджетных ресурсов и погашением части задолженности, ситуация на денежном рынке может улучшиться в части снижения процентных ставок. Тем не менее в отсутствие подпитки в виде интервенций ЦБ (покупок валюты) уже к середине февраля привычная ситуация с ростом задолженности банковской системы продолжит вновь нарастать.

# Новые риски банковского сектора, влияющие на ставки денежного рынка.

В ноябре еще до начала налогового периода ставки денежного рынка продемонстрировали сильный рост. Само по себе подобное движение характерно в период уплаты налогов, тем не менее ставки начали расти еще накануне. Кроме того, тренд на усиление позиций, начавшийся незадолго до этого, резко сменил тренд. Поводом для формирования подобного негативного настроя стала новость о лишении банковской лицензии Мастер Банка. **Возникшие риски в банковской системе стали поводом для роста премии за риск. Mosprime o/n достигла уровня 6,6%, что является максимальным значением с июля текущего года.** Примечательно, индикативная ставка Mosprime o/n отражает

рыночную конъюнктуру. Таким образом, итоговая стоимость привлечения ресурсов на МБК для банков, выходящих за периметр первого круга, еще выше. Тем не менее удивляет довольно необычная ситуация с прямым РЕПО ЦБ, где в последнее время на однодневных аукционах не выбираются лимиты. **Подобная ситуация при росте заимствований через инструмент валютный своп может свидетельствовать о том, что банки первого круга, обладающие основной частью залоговой базы, не испытывают острой необходимости в ресурсах, однако предпочитают не перераспределять их дальше по системе.** Между тем более **мелкие кредитные организации вынуждены в отсутствие альтернативы привлекать более дорогие ресурсы.**

Следует отметить, что средняя стоимость привлечения банковской системой средств в ЦБ и у Минфина через наиболее распространенные инструменты фондирования на 27 ноября составляет порядка 5,65%.

**Структура задолженности банковской системы**

| Источник | Объем, млрд руб. | Средняя ставка, % |
|---|---|---|
| Депозиты Минфина | 692,64 | 5,94 |
| РЕПО ЦБ | 2513,24 | 5,527 |
| SWAP | 101,85 | 6,5 |
| Кредиты под залог неликвидных активов | 957,66 | 5,75 |
| Ломбардные кредиты | 6,33 | 6,5 |
| ***Итого*** | ***4271,71*** | ***5,65*** |

*Источник: ЦБ РФ, Минфин, расчеты Промсвязьбанка*

Таким образом, в настоящий момент премия за риск, включенная в стоимость ресурсов на МБК, составляет приблизительно 100 б.п., что, на наш взгляд, довольно много.

Говорить о том, что подобная ситуация будет разрешена быстро, оснований пока нет. Тем не менее следует отметить, что назвать сложившуюся ситуацию кризисом недоверия также пока тяжело. Скорее, это выглядит, как желание участников, обладающих ресурсами, получить максимальную пользу, прикладывая минимум усилий и подвергаясь минимальным рискам. **На наш взгляд, в текущем году уже не стоит рассчитывать на снижение ставок ниже уровня 6,3%, однако в начале следующего года улучшение весьма вероятно.**

# CCS и IRS демонстрируют сужение спреда между короткими и длинными инструментами.

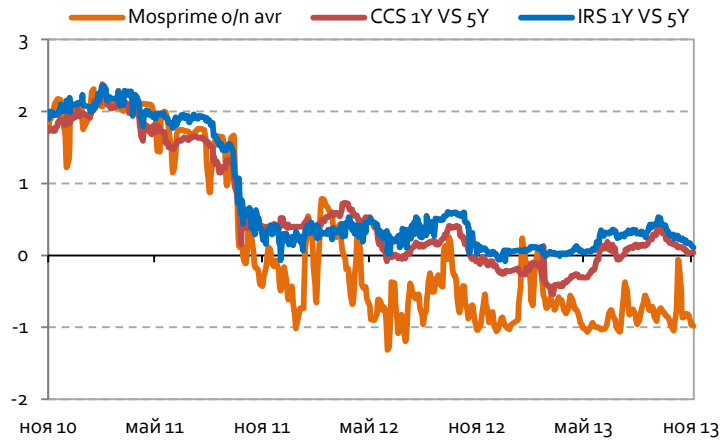
**Нахождение ставок МБК у верхней границы предложения ЦБ продолжит оказывать позитивный эффект на CCS и IRS, спред между длинными и короткими инструментами будет уменьшаться.**

Снижение волатильности ставок денежного рынка, наступившее после перехода чистой ликвидной позиции в отрицательную зону, а также возникновение сильной зависимости от ресурсов ЦБ оказало сильное влияние на ставки CCS. В виду того, что мы не ожидаем принципиального снижения зависимости банковской системы от ресурсов ЦБ, единственным риском способным оказать влияние на ставки CCS будет являться монетарная политика. Как, мы уже говорили ранее ЦБ вряд ли будет менять кредитно-денежную политику этой зимой, что позволяет сделать предположение о

**сохранении текущих уровней ставок, а также о сужении спреда между короткими и длинными инструментами.**

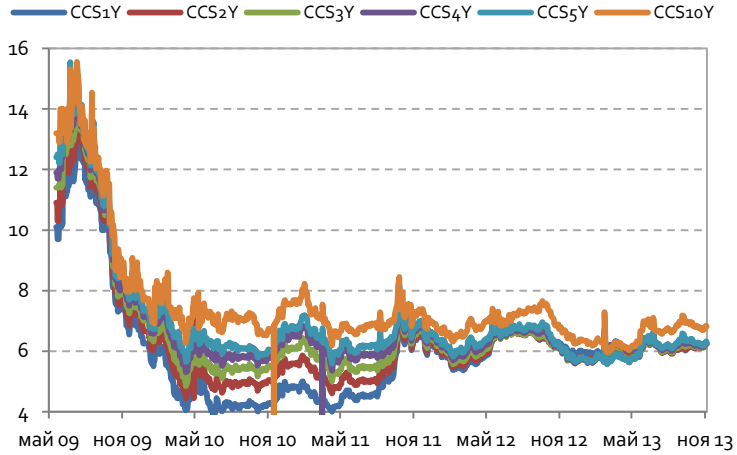
IRS - инструмент в большей степени подвержен влиянию не действующих процентных ставок, а ожиданий по их изменению в будущем. **Снижение волатильности ставок МБК, а также отсутствие веских причин, способных спровоцировать сильные колебания, позволили IRS сузить спред между короткими и длинными инструментами.** При этом нахождение ставки Mosprime у верхней границы предложения ЦБ, делает ее более стабильной.

Динамика спредов ставок денежного рынка



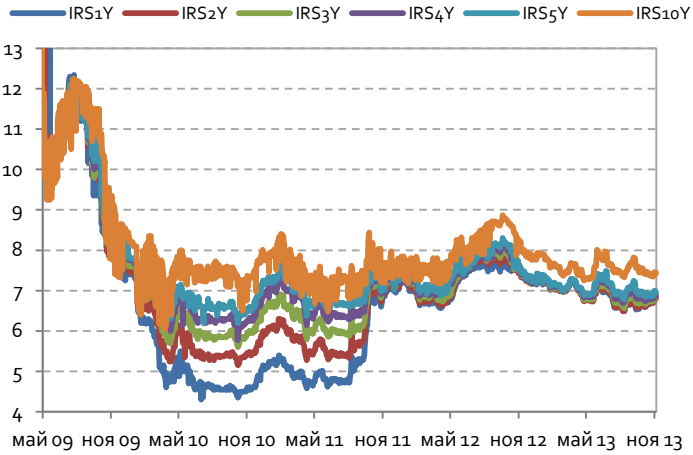

Источник: Reuters

Динамика CCS




Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка

Динамика IRS

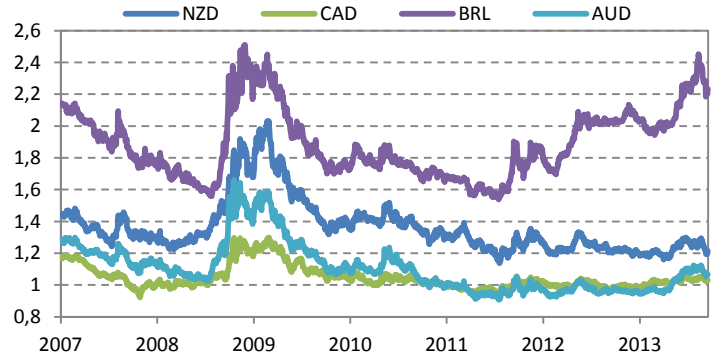



Источник: ЦБ РФ, расчеты Промсвязьбанка

# Рубль в сравнении с другими валютами.

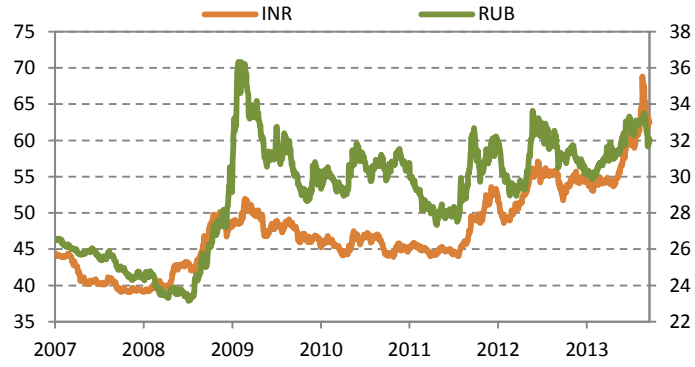
Говорить о том, что рубль в той или иной мере демонстрирует лучшие результаты, чем другие валюты развивающихся стран, а также валюты стран с сырьевой экономикой, на наш взгляд, немного неправомерно. **Практически все без исключения валюты, относящиеся к развивающимся экономикам, с начала года демонстрируют негативную динамику** по отношению к доллару США. Национальная валюта при этом оказалась не хуже всех остальных исключительно за счет действий Центрального Банка. Отметим, что **с начала года с целью сглаживания колебаний Банк России продал валюты суммарным объемом порядка 755 млрд руб.** Для сравнения в 2012 году ЦБ купил валюту на сумму 228,51 млрд руб., а в 2011 году - в объеме 295,31 млрд руб. Примечательно, что уровень монетарных ставок при этом сохранялся неизменным, что выглядит вполне логичным в текущих условиях. Опыт Индии и Бразилии, которые в момент резкого ослабления национальных валют ограничили объем валютных операций, а также повысили ключевые процентные ставки, для России был бы неприемлем. Высокая задолженность российской банковской системы перед ЦБ, а также стратегия по формированию благоприятного инвестиционного климата не позволила бы регулятору изменить основные параметры денежно-кредитной политики без сильнейших последствий. Тем не менее даже массивные интервенции не смогли удержать рубль на прежнем уровне. Подтверждением тому стало смещение диапазона операционного интервала Банка России (границ коридора) 16 раз, суммарно на 90 коп., что является максимальным за последние годы.

Динамика сырьевых валют



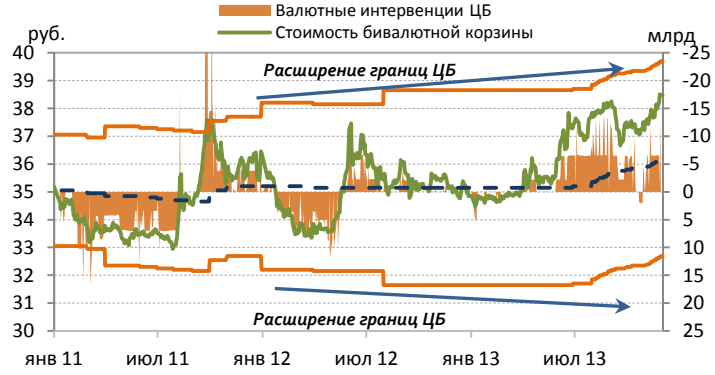

Источник: Reuters

Динамика сырьевых валют



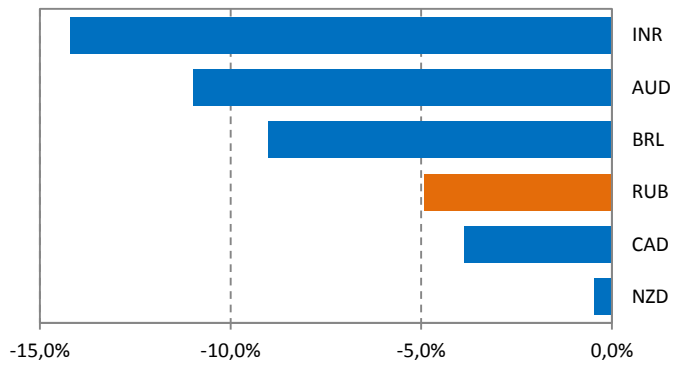

Источник: Reuters

Динамика стоимости бивалютной корзины и интервенций ЦБ




Источник: Reuters

Изменение курса сырьевых валют по отношению к доллару с начала 2013 года

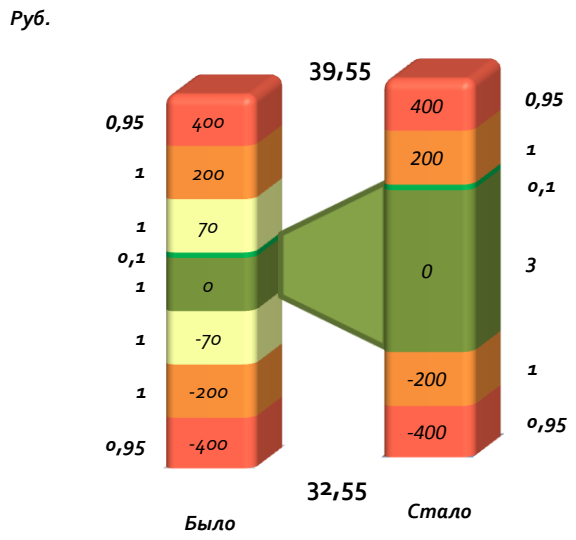



Источник: Reuters

# Очередной шаг ЦБ по реализации стратегии «рыночного курсообразования рубля».

Примечательно, что **политика ЦБ на 2014-2016 годы сохраняет ранее обозначенные направления в части перехода от сдерживания курса рубля и перехода к инфляционному таргетированию**. При этом, первым в этом году шагом по реализации плана по повышению гибкости курсообразования стало снижение с 450 млн долл. до 400 млн долл. объемов совершенных валютных интервенций, после которых происходит изменение на 5 коп. границ операционного интервала. Вторым шагом стало изменение механизма курсовой политики в начале октября. Так, были расширены зоны «безучастности» ЦБ путем устранения промежуточной зоны, где совершались интервенции в объеме 70 млрд руб. (отклонение от середины диапазона более чем на 50 коп.).

Курсовая политика ЦБ




*По состоянию на 02 декбря границы операционного интервала ЦБ составляют 32,7 руб. и 39,7 руб. Зона, где ЦБ не проводит никаких интервенций, находится в диапазоне 34,7 – 37,7 руб. При выходе стоимости бивалютной корзины из этого диапазона ЦБ начинает покупать или продавать (в зависимости от направления) валюту в объеме 200 млн долл. Пересечение границ 33,7 руб. вниз и 38,7 руб. вверх является поводом для повышения объемов интервенций до 400 млн долл.*

Примечательно, что ЦБ принял решение о сохранении диапазона в 0,1 руб., который был введен ранее с целью предотвращения ассиметричных действий Банка России и Минфина на валютном рынке. Напомним, еще в начале года Минфин объявил о готовности совершать самостоятельные покупки валюты в фонд национального благосостояния, что само по себе в текущих условиях способно оказать на рубль довольно сильное давление. Примечательно, что сложившийся на рынке баланс между реальным спросом участников и предложением от ЦБ в виде валютных интервенций вполне может быть нарушен с выходом Минфина. Таким образом, создание 0,1-рублевой зоны является оценочным значением вероятного смещения стоимости бивалютной корзины, что способно повлиять на курс доллара всего в размере 8,5 копеек.

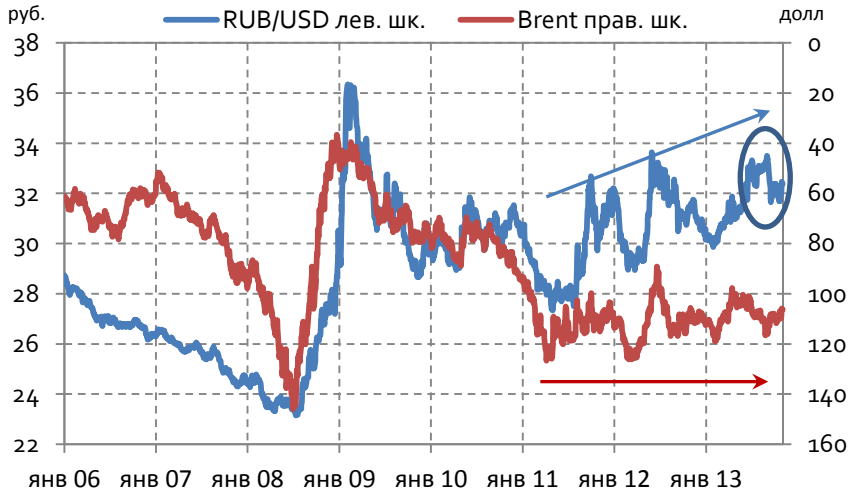
Подведя итог, можно сказать, что текущая позиция монетарных властей относительно курсового регулирования, как и ранее, направлена на сокращение участия ЦБ. Подобная стратегия не лучшим образом отразится на привычном для участников рынка поведении курса национальной валюты, которая будет подвержена волатильным движениям.

**Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.**

# Внешний фон и источники риска для рубля этой зимой.

Традиционно принято поведение курса рубля к доллару сравнивать с динамикой цен на нефть. Тем не менее в последнее время наблюдается сильная раскорреляция между этими инструментами. Подобная ситуация свидетельствует о том, что **инвесторы не рассчитывают на приток валютной выручки компаний, экспортирующих нефть**.

Динамика курса доллара и цен на нефть

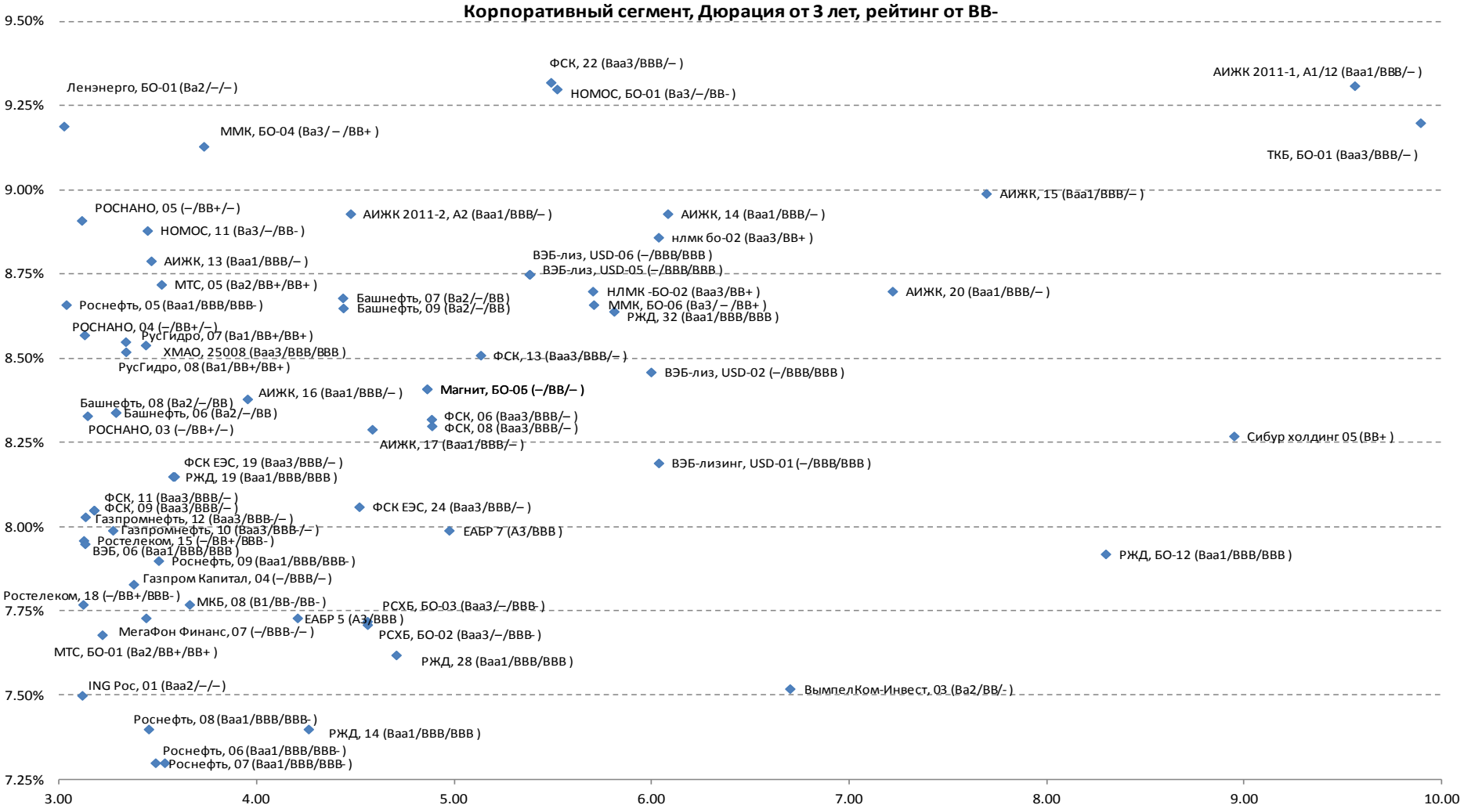



Источник: Reuters

Кроме того, кризис 2008 года показал, что стабильность в котировках нефти довольно относительная. При этом наибольшее внимание уделяется макроэкономическим событиям. Так, во втором полугодии текущего года основной интригой для рынка является программа стимулирования экономики США. При появлении любого намека на вероятность уменьшения объемов выкупа активов рубль, как и все без исключения валюты развивающихся стран, демонстрировал снижение. Примечательно, что решение о сохранении объемов выкупа активов на прежнем уровне, принятое на заседании ФРС в сентябре, стало поводом для укрепления рубля по отношению к доллару. Тем не менее риски того, что США все же начнут сокращать меры стимулирования в текущем году, остаются, что может стать поводом для всплеска волатильности. Кроме того, не следует забывать о том, что ЕЦБ на ноябрьском заседании принял решение о снижении ключевой процентной ставки на 25 б.п. до 25 б.п. Подобное действие после продолжительного поддержания консервативной стратегии также формирует неопределенность у инвесторов.

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

# ПРИЛОЖЕНИЕ


Корпоративный сегмент, Дюрация от 3 лет, рейтинг от BB-
9.50%
9.25%
9.00%
8.75%
8.50%
8.25%
8.00%
7.75%
7.50%
7.25%
3.00
4.00
5.00
6.00
7.00
8.00
9.00
10.00
ФСК, 22 (Baa3/BBB/– )
НОМОС, БО-01 (Ba3/–/BB- )
Ленэнерго, БО-01 (Ba2/–/– )
АИЖК 2011-1, A1/12 (Baa1/BBB/– )
ММК, БО-04 (Ba3/ – /BB+ )
ТКБ, БО-01 (Baa3/BBB/– )
АИЖК, 15 (Baa1/BBB/– )
РОСНАНО, 05 (–/BB+/– )
АИЖК 2011-2, A2 (Baa1/BBB/– )
АИЖК, 14 (Baa1/BBB/– )
НОМОС, 11 (Ba3/–/BB- )
нлмк бо-02 (Baa3/BB+ )
АИЖК, 13 (Baa1/BBB/– )
ВЭБ-лиз, USD-06 (–/BBB/BBB )
ВЭБ-лиз, USD-05 (–/BBB/BBB )
МТС, 05 (Ba2/BB+/BB+ )
НЛМК -БО-02 (Baa3/BB+ )
АИЖК, 20 (Baa1/BBB/– )
Башнефть, 07 (Ba2/–/BB )
Роснефть, 05 (Baa1/BBB/BBB- )
Башнефть, 09 (Ba2/–/BB )
ММК, БО-06 (Ba3/ – /BB+ )
РЖД, 32 (Baa1/BBB/BBB )
РОСНАНО, 04 (–/BB+/– )
РусГидро, 07 (Ba1/BB+/BB+ )
ХМАО, 25008 (Baa3/BBB/BBB )
ФСК, 13 (Baa3/BBB/– )
РусГидро, 08 (Ba1/BB+/BB+ )
ВЭБ-лиз, USD-02 (–/BBB/BBB )
АИЖК, 16 (Baa1/BBB/– )
Магнит, БО-05 (–/BB/– )
Башнефть, 08 (Ba2/–/BB )
Башнефть, 06 (Ba2/–/BB )
ФСК, 06 (Baa3/BBB/– )
ФСК, 08 (Baa3/BBB/– )
РОСНАНО, 03 (–/BB+/– )
Сибур холдинг 05 (BB+ )
АИЖК, 17 (Baa1/BBB/– )
ФСК ЕЭС, 19 (Baa3/BBB/– )
ВЭБ-лизинг, USD-01 (–/BBB/BBB )
РЖД, 19 (Baa1/BBB/BBB )
ФСК, 11 (Baa3/BBB/– )
ФСК ЕЭС, 24 (Baa3/BBB/– )
ФСК, 09 (Baa3/BBB/– )
Газпромнефть, 12 (Baa3/BBB-/– )
Газпромнефть, 10 (Baa3/BBB-/– )
ЕАБР 7 (A3/BBB )
Ростелеком, 15 (–/BB+/BBB- )
ВЭБ, 06 (Baa1/BBB/BBB )
РЖД, БО-12 (Baa1/BBB/BBB )
Роснефть, 09 (Baa1/BBB/BBB- )
Газпром Капитал, 04 (–/BBB/– )
Ростелеком, 18 (–/BB+/BBB- )
МКБ, 08 (B1/BB-/BB- )
РСХБ, БО-03 (Baa3/–/BBB- )
ЕАБР 5 (A3/BBB )
МегаФон Финанс, 07 (–/BBB-/– )
РСХБ, БО-02 (Baa3/–/BBB- )
МТС, БО-01 (Ba2/BB+/BB+ )
РЖД, 28 (Baa1/BBB/BBB )
ING Рос, 01 (Baa2/–/– )
ВымпелКом-Инвест, 03 (Ba2/BB/- )
Роснефть, 08 (Baa1/BBB/BBB- )
РЖД, 14 (Baa1/BBB/BBB )
Роснефть, 06 (Baa1/BBB/BBB- )
Роснефть, 07 (Baa1/BBB/BBB- )

# ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

| | |
|---|---|
| **Финансовый сектор** | **В финансовом секторе мы видим ухудшение ситуации в розничном сегменте. При этом корпоративные/универсальные банки в общем чувствуют себя пока довольно стабильно.** |
| **бумаги, интересные к приобретению:** | |
| для консервативной стратегии: | |
| **Интеза (Ba1/-/-)** | При высоком рейтинге "Ba1" облигации Банка, выпуски серий 03 и БО-01, торгуются на уровне НОМОС-БАНКа (Ba3/-/BB-) и с премией до 64 б.п. к выпускам Банка ЗЕНИТ (Ba3/-/B+). |
| **ДельтаКредит (Baa3/-/BBB+), Русфинанс банк (Ba1/-/BBB+)** | Ввиду ситуации в розничном секторе, спрэды к материнской структуре в настоящее время расширились. При этом, мы по-прежнему считаем вероятность поддержки со стороны материнской структуры высокой (Росбанк (Baa3/-/BBB+), Societe Generale (A2/A/A)). |
| стратегия с повышенным риском | |
| **Банк СОЮЗ (-/B/-)** | Дочерний банк Ингосстраха (-/BBB-/-) разместил в октябре заем серии 06 на уровнях доходности 11,3% к оферте через 1 год. На наш взгляд, аффилированность с крупной структурой с высоким рейтингом может поддержать кредитное качество Банка, несмотря на недавно прошедшую санацию. Напомним, в начале декабря прогноз по рейтингу Банка пересмотрен на «Позитивный». |
| **бумаги с повышенными рисками:** | |
| **Россельхозбанк (Baa3/-/BBB-)** | На наш взгляд, есть риски снижения рейтинга на фоне принятия решения о прекращении дальнейшей докапитализации Банка. |
| **НОМОС-БАНК (Ba3/-/BB-), ФК Открытие, Петрокоммерц (B1/-/B+)** | Не вполне ясна структура, которая будет создана на основе недавно приобретенных банков. При этом Финансовая Корпорация уже отягощена существенной долговой нагрузкой. |
| **МДМ-Банк (Ba3/BB-/-)** | Банк несколько лет уже генерирует убытки, что приводит к постепенному исчерпанию запаса прочности в виде избыточного капитала. |
| **ТКС-Банк (B1/-/B+)** | Существуют риски внесения негативных для Банка законодательных поправок. |
| **Нефтегазовый сектор** | **Традиционно устойчивый сектор. До весны текущего года не ждем снижения цены на нефть ниже 100 долл. / барр. (Brent).** |
| **бумаги, интересные к приобретению:** | |
| для консервативной стратегии: | |
| **Башнефть (Ba2/-/BB)** | Два "длинных" выпуска Компании с офертой в феврале 2020 года предлагают премию к ОФЗ более 195 б.п., что выглядит привлекательно, поскольку на более коротких участках дюрации премия по бумагам Компании менее 165 б.п. |
| **Строительный сектор** | **На текущий момент чувствует себя уверенно, демонстрируя умеренные темпы роста.** |
| **бумаги, интересные к приобретению:** | |
| стратегия с повышенным риском | |
| **ЛенСпецСМУ (-/B+/-)** | При рейтинге "B+" компания предлагает почти 350 б.п. к ОФЗ, то есть на 100 б.п. выше, чем Акрон (B1/-/B+), Лента (-/B+/-), ИКС5 (B2/B+/-) и др., и торгуется на уровне компании ЛСР (B2/-/B), рейтинги которой на ступень ниже. |
| **Ритейл и потребсектор** | **Продуктовый ритейл - традиционно устойчивый к кризисным явлениям сектор. Непродуктовый ритейл более уязвим, однако после 2008 года чувствует себя уверенно.** |
| **бумаги, интересные к приобретению:** | |
| для консервативной стратегии: | |
| **Детский Мир - Центр** | Исполнение обязательств по облигациям настоящего выпуска обеспечивается государственной гарантией города Москвы. В настоящее время бумаги единственного выпуска Компании серии 01 торгуются с |

| | |
|---|---|
| | доходностью около 9%, предлагая премию к ОФЗ порядка 292 б.п. |
| **Металлургия** | |
| **бумаги с повышенными рисками:** | |
| **Мечел (B3/-/-)** | В целом Компания прошла пик исполнения обязательств по облигациям, тем не менее, конъюнктура в отрасли продолжает давить на финансовые показатели Эмитента и котировки бумаг. Мы занимаем нейтральную позицию в данных выпуска и рекомендуем не покупать и не выходить из данных облигаций на текущих ценовых уровнях. |
| **Русал (-/-/-)** | Компания находится в уязвимом положении с точки зрения финансовой устойчивости. При этом, судя по всему, в правительстве принято решение о поддержке компании, что можно рассматривать как позитивную новость в преддверии оферты по облигационному займу в марте 2014 года. |
| **Субъекты РФ** | Кредитное качество регионов продолжит снижаться из-за обязанности исполнять указы президента РФ повысить з/пл работникам бюджетной сферы. В следующем году лучше будут себя чувствовать крупные регионы, способные справиться с возложенными обязательствами самостоятельно, хуже – субъекты РФ размера ниже среднего, которым придется наращивать госдолг для выполнения поручений президента. Либерализация рынка может обеспечить дополнительный спрос на региональные выпуски с рейтингом «BBB-/BBB». |
| **Бумаги, интересные к приобретению:** | |
| **для консервативной стратегии:** | |
| **С.-Петербург (Baa1/BBB/BBB)** | Облигации С.-Петербурга торгуются с премией 25-35 б.п. к кривой доходности бумаг Москвы/Baa1/BBB/BBB/ (90-100 б.п. к кривой ОФЗ) при одинаковых рейтингах. На наш взгляд, за разницу в масштабах бюджетов (у Москвы в 4 раза больше) обозначенная премия является весьма щедрой. |
| **Ставропольский край (-/-/BB)** | Интерес может представлять новый выпуск Ставропольского края 34002, которые на вторичном рынке имеет возможность апсайда до 15 б.п. на фоне облигаций регионов с рейтингом «BB», как Воронежская область (-/-/BB) 34006 и Оренбургская область (-/-/BB) 35001. |
| **Новосибирск (-/BB+/-)** | Длинный выпуск Новосибирск 35006, на наш взгляд, еще не в полной мере отреагировал на повышение рейтинга агентством S&P на 1 ступень до «BB+»/Стабильный в конце октября (YTM 8,67%/3,15 г.). Премия бондов города к выпускам субъектов РФ (бюджетам вышестоящего уровня) с рейтингом «BB» порядка 30-35 б.п., с кредитными оценками «BB+» - 40-60 б.п. |
| **стратегия с повышенным риском:** | |
| **Смоленская область (-/-/B+)** | Единственный выпуск Смоленской области 34001 предлагает одну из самых высоких доходностей в секторе – YTM 9,2%/2,8 г., спрэд к кривой ОФЗ около 180-190 б.п., премия к выпускам с рейтингом «BB-» порядка 80-90 б.п., что более чем достаточно за разницу в рейтингах на 1-2 ступени и размеры бюджетов. При этом покупка облигаций области сопряжены с уровень риска субфедерального заемщика. |
| **Бумаги с повышенными рискам:** | |
| **Удмуртия (-/-/BB)** | Бумаги республики после понижения рейтинга агентством Fitch в конце ноября на 1 ступень до уровня «BB» в должной мере еще не отреагировали на данное событие, в частности длинный выпуск 35001, чьи котировки могут оказаться под давлением. |
| **Рязанская область (-/-/B+)** | Присутствует риск понижения рейтинга на фоне слабого финансового положения региона. Напомним, в августе Fitch пересмотрело прогноз по рейтингу на «Негативный». |
| **Томская область (-/BB-/-)** | В начале октября области был понижен кредитный рейтинг агентством S&P на 1 ступень до «BB-» из-за ожидаемого ослабления бюджетных показателей ближайшие годы. Бумаги еще в полной мере отреагировали на рейтинговые действия, в частности длинный выпуск Томская область 34045. |
| **Мордовия (B1/-/-)** | Низкое кредитное качество республики (одно из низких среди регионов, присутствующих на рынке) может стать поводом для понижения рейтинга. Дополнительное давление на кредитный профиль региона может оказать подготовка к Чемпионату мира по футболу 2018 г. (возможно наращивание долга, уровень которого итак весьма высокий). |

# Контакты:

**ОАО «Промсвязьбанк»**
**Аналитический департамент**
114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

http://www.psbank.ru
http://www.psbinvest.ru

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

| | | |
|---|---|---|
| **Николай Кащеев**<br>Директор департамента | KNI@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739 |
| **Роман Османов**<br>Главный аналитик по глобальным рынкам | OsmanovR@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010 |

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

| | | |
|---|---|---|
| **Евгений Локтюхов** | LoktyukhovEA@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761 |
| **Илья Фролов** | FrolovIG@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706 |
| **Олег Шагов** | Shagov@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734 |
| **Екатерина Крылова** | KrylovaEA@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731 |
| **Игорь Нуждин** | NuzhdinIA@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011 |

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

| | | |
|---|---|---|
| **Игорь Голубев** | GolubevIA@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729 |
| **Елена Федоткова** | FedotkovaEV@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716 |
| **Алексей Егоров** | EgorovAV@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748 |
| **Вадим Паламарчук** | PalamarchukVA@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781 |
| **Александр Полютов** | PolyutovAV@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754 |
| **Алина Арбекова** | ArbekovaAV@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117 |

### ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

| | | |
|---|---|---|
| **Владимир Гусев** | GusevVP@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783 |

## ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

| | | |
|---|---|---|
| **Пётр Федосенко** | FedosenkoPN@psbank.ru | +7 (495) 228-33-86 |
| **Богдан Круть** | KrutBV@psbank.ru | +7 (495) 228-39-22 |
| **Иван Хмелевский** | Khmelevsky@psbank.ru | +7 (495) 411-51-37 |
| **Ольга Целинина** | TselininaOI@psbank.ru | +7 (495) 228-33-12 |

### ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

| | | |
|---|---|---|
| **Юлия Рыбакова** | Rybakova@psbank.ru | +7 (495) 705-9068 |
| **Анатолий Павленко** | APavlenko@psbank.ru | +7 (495) 705-9069 |
| **Андрей Воложев** | Volozhev@psbank.ru | +7 (495) 705-9096 |
| **Евгений Жариков** | Zharikov@psbank.ru | +7 (495) 705-9096 |
| **Денис Семеновых** | SemenovykhDD@psbank.ru | +7 (495) 705-9757 |
| **Дмитрий Грицкевич** | Gritskevich@psbank.ru | +7 (495) 777-1020, доб. 77-4714 |

### ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

| | | |
|---|---|---|
| **Андрей Скабелин** | Skabelin@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56 |
| **Иван Заволоснов** | ZavolosnovIV@psbank.ru | +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54 |
| **Сурпин Александр** | SurpinAM@psbank.ru | +7 (495) 228-3924 |

## УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

| | | |
|---|---|---|
| **Игорь Федосенко** | FedosenkoIY@psbank.ru | +7 (495) 705-97-69 |
| **Виталий Туруло** | TuruloVM@psbank.ru | +7 (495) 411-51-39 |

**Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.**

**© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.**

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.