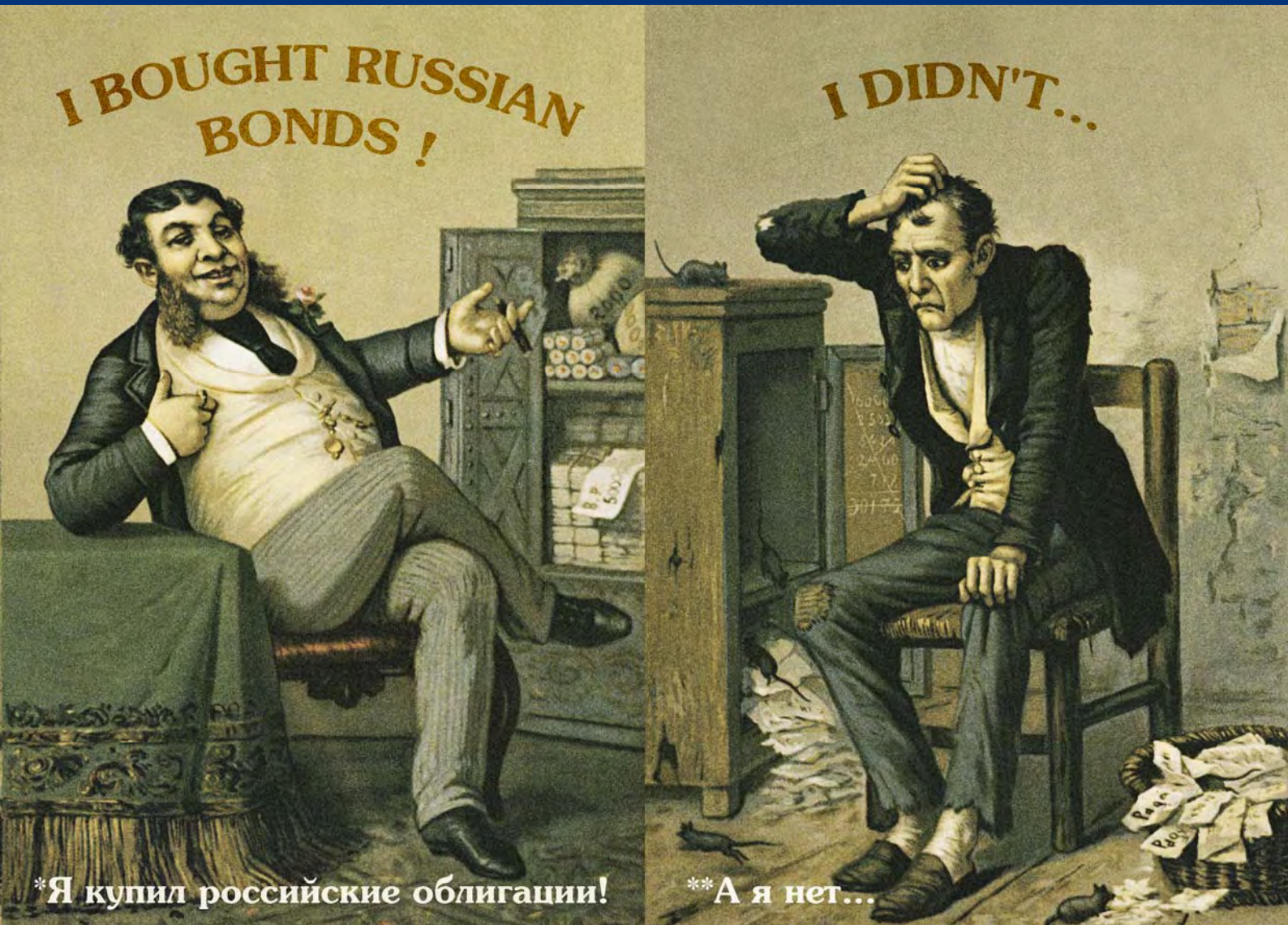


СТРАТЕГИЯ

Май дает шанс тем,
кто не купил в начале года



Анализ долговых инструментов

Май 2012

СТРАТЕГИЯ

Май дает шанс тем, кто не купил в начале года

Наш взгляд на 2 п/г 2012 г.

Инвестиционное резюме.....	3
Внешний фон.....	4
Российский внешний долг.....	7
Макроэкономика.....	14
Политика ЦБ и денежный рынок.....	20
Внутренний долговой рынок.....	23

МАЙ ДАЕТ ШАНС ТЕМ, КТО НЕ КУПИЛ В НАЧАЛЕ ГОДА

Наш взгляд на 2 п/г 2012 г.

Прогноз ситуации на внешних рынках затруднен. Выйдет ли Греция из еврозоны? Когда прекратится стагнация европейской экономики? Будет ли экономика США замедляться, или ее рост будет устойчивым? Ответить на эти вопросы сейчас сложнее, чем шесть месяцев назад.

Мы оставляем прогноз доходности US10Y на уровне 3,5%. Наши ожидания станут более умеренными, если ФРС объявит новый монетарный стимул. Пока же доходность Treasuries слишком низка, а инфляция в США слишком велика, чтобы долго сосуществовать на текущих уровнях.

Спред внешнего долга неоправданно широк. Мы вновь наблюдаем расширение спреда бумаг РФ из-за роста риск-премии, однако к экономической ситуации в стране это отношения не имеет. К концу года мы ждем спреда Россия'30 – US10Y на уровне 125 б.п., а также возврата корпоративных спредов к уровню прошлого июля.

Реальности начала года отражены в новом макропрогнозе. Средняя цена на нефть повышена с 99 до 108 долл./барр., в связи с чем мы теперь ожидаем чуть более высоких темпов роста ВВП, а также большего профицита торгового баланса. В то же время прогноз оттока капитала увеличен с 50 до 75 млрд долл.

ЦБ смягчит денежную политику к концу года. Наш прогноз инфляции на 2012 г. понижен с 7,2 до 6,7%. Мы считаем, что задача стимулирования экономики будет в среднесрочной перспективе важнее, чем борьба с ростом цен. В декабре ждем ставки рефинансирования на уровне 7,5% против 8% сейчас.

Фискальная ситуация остается козырем российских властей. Вопреки опасениям баланс бюджета 2012 г. обещает быть близким к нулю, что дает Минфину свободу: либо занять в текущем году совсем немного (если рынок будет плох), либо занять много и вновь пополнить Резервный фонд. Сделанные на сегодня заимствования покрывают годовые потребности в рефинансировании.

Период нехватки ликвидности длится неожиданно долго. Сквиз на денежном рынке связан с быстрым ростом банковских портфелей. Экспансия привела к ощутимому дефициту капитала, который неизбежно затормозит рост балансов в текущем году. Снижение ставок ЦБ также обещает улучшить ситуацию с ликвидностью.

Рублевые облигации однозначно дешевы. Если доходности в долларах и евро находятся на абсолютных минимумах, то рублевые ставки значительно выше, чем были до кризиса, и это при том, что инфляция в РФ никогда не была ниже, чем сейчас.

Май сделал рынок более привлекательным. Наша оценка экономической ситуации в РФ не претерпела изменений, а цены на долгом рынке вернулись к уровню начала года. Это дает возможность войти на рынок тем, кто пропустил ралли первого квартала.

Долларовые ставки вырастут, рублевые упадут

Прогноз УРАЛСИБа по процентным ставкам

	2010	2011	2012П
Долларовые			
Доходность 10-летних казначейских облигаций, %	2,9	1,9	3,5
Доходность Russia'30, %	4,7	4,6	4,75
Спред Russia'30, б.п.	180	270	125
Рублевые			
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %	7,75	8,00	7,5
Овернайт, %	3,25	5,00	4,5–4,75
Доходность пятилетних ОФЗ, %	7,25	8,15	7,25
Полный рыночный доход (руб.)			
Гособлигации (ОФЗ), %	10,4	5,6	10,0
Локальные корпор. облигации, %	14,9	7,3	12,0

Источники: оценка УРАЛСИБа, Bloomberg

Изменения связаны с более высокими, чем ожидалось, ценами на нефть

Новый макроэкономический прогноз УРАЛСИБа

	2011	2012П
Рост ВВП, %	4,3	3,2
Рост промышленного производства, %	4,7	2,9
Рост инвестиций в основной капитал, %	8,3	6,3
Рост розничных продаж, %	7,0	6,5
Рост реальных доходов, %	0,8	4,0
Инфляция, %	6,1	6,7
Экспорт, млрд долл.	522,0	555,0
Импорт, млрд долл.	323,0	359,0
Очет текущих операций, млрд долл.	98,8	119,0
Профицит фед. бюджета, % ВВП	0,8	(0,4)
Средний курс руб./долл.	29,4	29,5
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	109,3	108,0

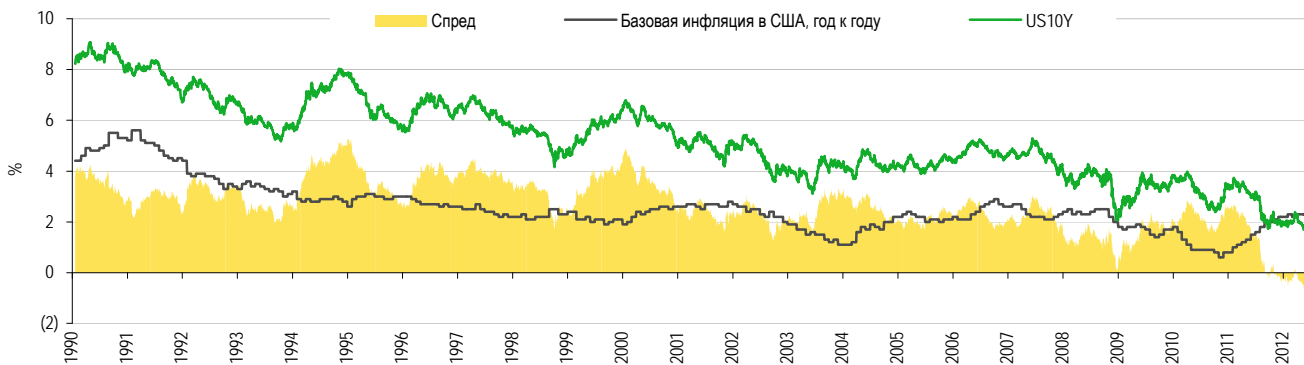
Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат

ВНЕШНИЙ ФОН

Что последует за «Твистом»? Понятно, что одним из самых существенных факторов, определяющих цены на рынке американских Treasuries, является поведение ФРС, тем более что в ходе кризиса последняя стала самым крупным держателем американских госбумаг, обойдя Китай. Напомним, что 21 сентября прошлого года ФРС США приняла решение о продаже из своего портфеля облигаций казначейства со сроками погашения до трех лет объемом 400 млрд долл. и параллельной покупке на ту же сумму облигаций со сроками погашения от 6 до 30 лет. Сделано это было, с тем чтобы ограничить стоимость долгосрочных заимствований для всех участников экономической деятельности, и надо признать, что мера оказалась действенной.

Доходность десятилетних казначейских облигаций США ниже базовой инфляции

Доходность US10Y и базовая инфляция в США



Источники: Bloomberg

Как видно на нашем графике, операция «Твист» позволила снизить доходность 10-летних Treasuries с 3,5% в первой половине 2011 г. до исторического минимума 1,75%. Однако удлинение портфеля ФРС завершается в июне, и на повестке дня появляется вопрос о дальнейшей политике регулятора. Учтем также, что за последние месяцы в уравнении появился еще один существенный фактор, а именно сильно выросшая инфляция. Уровень базовой инфляции в США превышает сейчас целевую отметку 2%, и, что еще более интересно, впервые в новейшей истории темп роста цен опережает доходность 10-летних нот, показывая, таким образом, что доходность минимальна не только в номинальном, но и в реальном выражении.

Доходность Treasuries будет выше. Вопрос только когда. Росту ставок на длинном конце американской кривой может помешать новый раунд количественного смягчения, который потребуется, если на фоне европейской рецессии наметившийся был рост американской экономики также потеряет темп. Если же этого не произойдет, мы не видим препятствий для того, чтобы доходности 10-летних нот вернулись к уровню годичной давности.

Подъема коротких ставок в США рынок пока не прогнозирует, но инфляционные ожидания снова высоки

Финансовые условия в США



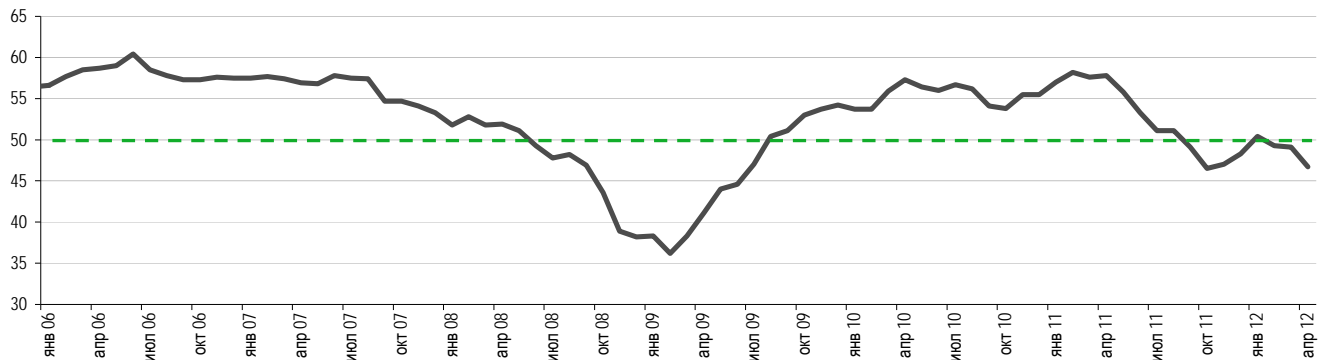
Источники: Bloomberg

Наш график финансовых условий в США показывает, что, хотя рынок не ожидает подъема короткой ставки в обозримом будущем, ожидания инфляции находятся сейчас недалеко от максимума 2011 г. Это создает хороший потенциал для роста доходности Treasuries, если, конечно, в работу рынка снова не вмешается медведик по имени ФРС.

Тем временем положение в Европе продолжает вызывать опасения. Последние обусловлены неясностью того, как долго в еврозоне продлится рецессия. Понятно, что основные сценарии преодоления долгового кризиса на континенте так или иначе связаны с восстановлением экономической активности, поэтому затянувшаяся стагнация грозит Европе новым полномасштабным кризисом суверенных долгов.

Экономика Европы: путь на юг?

Сводный индекс деловой активности (PMI) еврозоны

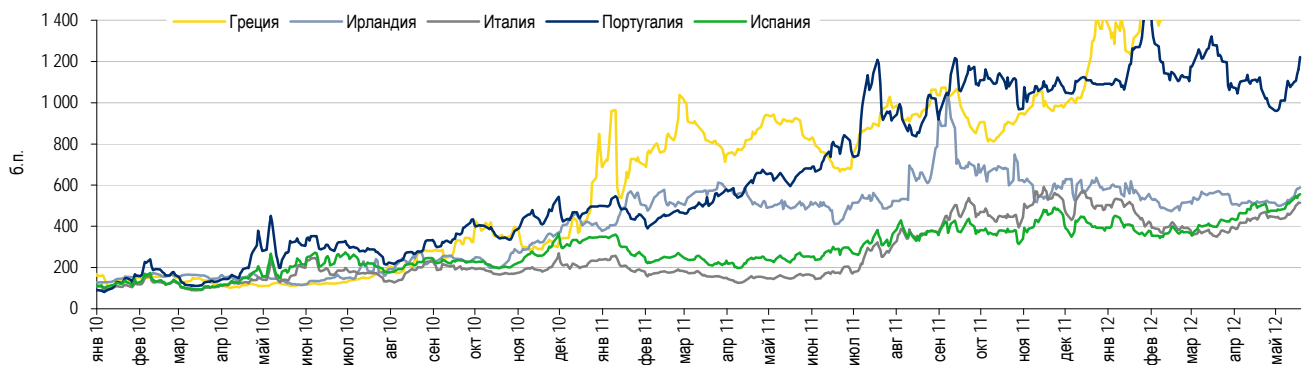


Источники: Bloomberg

На графике выше показана динамика сводного индекса PMI еврозоны, которая в последнее время не внушает оптимизма. Экономическое оживление, наблюдавшееся с ноября 2011 г. по февраль текущего, сменилось заметным падением индекса активности в марте-апреле, а значит, высказанное нами в декабре предположение о том, что на второй квартал придется начало нового восстановления европейской экономики (после тяжелого первого квартала), скорее всего, окажется неверным.

Внимание на Италию и Испанию

5-летний CDS-спред суверенного долга (б.п.)

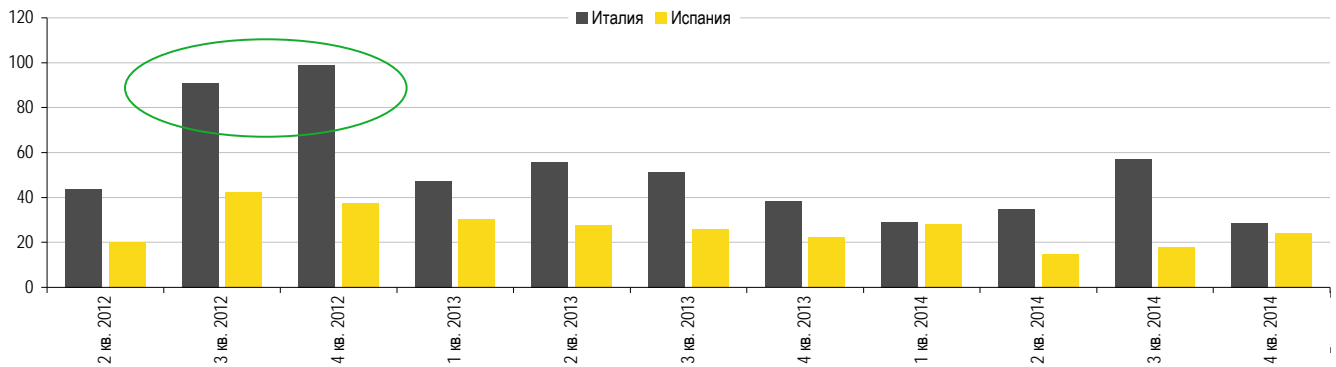


Источники: Bloomberg

Пороховой погреб Евросоюза? После положительного решения вопроса об обмене греческого долга проблемы этой страны парадоксальным образом продолжают занимать умы инвесторов во всем мире. Политическая нестабильность ставит под вопрос пребывание Греции в валютном союзе, а ее потенциальный выход из еврозоны угрожает хрупкой стабильности кредитных рынков во всей Европе. На переднем крае кризиса уже давно находятся два «гиганта» долгового рынка, а именно Италия и Испания, суммарная задолженность которых составляет почти 2,5 трлн евро, что не позволяет даже теоретически рассматривать возможность их общего спасения за счет средств, имеющихся в распоряжении европейских стабилизационных фондов. Как видно на графике, 5-летний CDS-спред Испании близок сейчас к своему историческому максимуму, тогда как спред Италии, хоть и не дотягивает до пиковых значений конца прошлого года, остается шире 500 б.п., не позволяя итальянскому правительству дешево привлекать новый долг. А делать это приходится постоянно, поскольку, как показывает график ниже, обеим странам требуется постоянный доступ на долговой рынок как для рефинансирования имеющейся задолженности, так и для покрытия бюджетного дефицита. Например, во второй половине текущего года Италии предстоит погасить обязательств на сумму 190 млрд евро. Понятно, что никаких «собственных» средств для этого не хватит.

Выплаты по суверенному долгу Италии во 2 п/г 2012 г. составят 190 млрд евро

Квартальный график погашений в 2012–2014 гг. по состоянию на конец апреля



Источники: Bloomberg

Европа заслуживает чуть больше объективности. С другой стороны, способность Евросоюза консолидировать политические силы для обмена греческого долга доказывает, что европейские процедуры, кажущиеся многим слишком медленными, небезнадёжны. Именно поэтому развал еврозоны как не был, так и не является для нас базовым сценарием. Например, ЕЦБ не покупал на рынке бумаг с января текущего года, и этот механизм вполне может быть вновь задействован для стабилизации долгового рынка Италии и Испании, если ситуация там обострится. Если же абстрагироваться от частных случаев, то можно констатировать, что восстановление экономики еврозоны откладывается по сравнению с нашими первоначальными ожиданиями по меньшей мере на один квартал, и это потребует от властей Европы дополнительных усилий по стимулированию экономического роста в условиях жестких бюджетных ограничений.

Для нашего прогноза по Treasuries есть риски, но это не повод его менять. Напомним, что в прошлом декабре мы прогнозировали доходность 10-летних нот Казначейства на уровне 3,5% к концу 2012 г. Отсутствие роста в Европе во втором квартале создает для нашего прогноза риск «недолета», однако пока в США не объявлен новый раунд смягчения денежной политики, мы не видим оснований менять наши оценки. Возросшие инфляционные ожидания укрепляют нас во мнении, что доходности Treasuries не смогут оставаться на историческом минимуме без поддержки со стороны ФРС. Если же ФРС все же пойдет на новые стимулирующие меры, мы пересмотрим наш прогноз по US10Y в сторону более низкой доходности.

РОССИЙСКИЙ ВНЕШНИЙ ДОЛГ

Крупное размещение суверенных бумаг. В самом конце марта Россия разместила три транша долларовых евробондов суммарным объемом 7 млрд долл. Впервые с момента реструктуризации суверенного долга после кризиса 1998 г. инвесторам был предложен 30-летний долларовый выпуск.

Три транша на общую сумму 7 млрд долл.

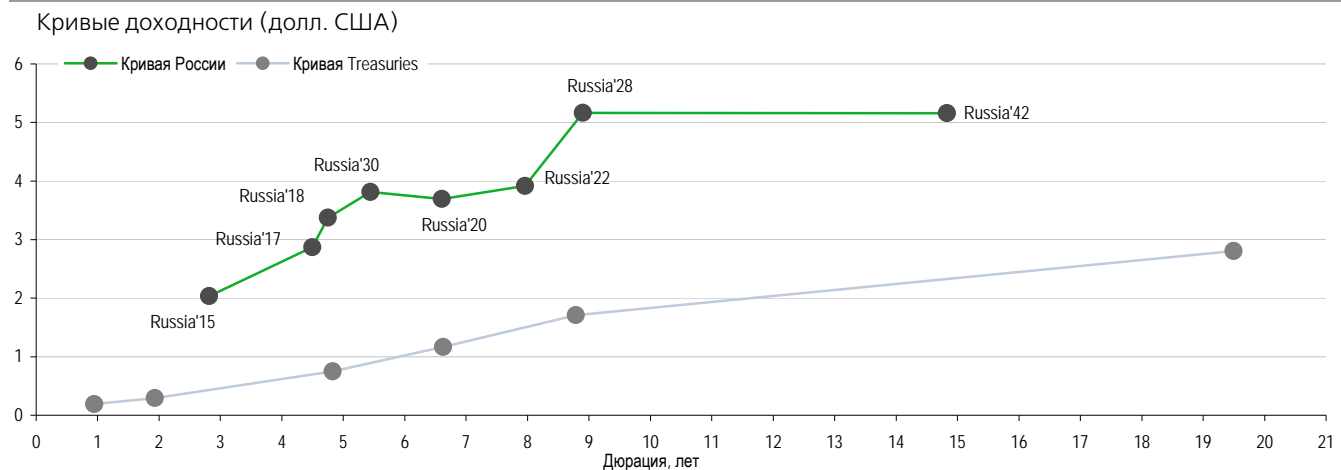
Новые еврооблигационные выпуски от Минфина

ISIN	Выпуск	Купон, %	Объем, млн долл.	Спред при размещении, б.п.
XS0767469827	Russia'17	3,25	2 000	230
XS0767472458	Russia'22	4,25	2 000	240
XS0767473852	Russia'42	5,625	3 000	250

Источники: Bloomberg

После размещения новых бумаг старые выглядят дешево. Как следует из графика, представленного ниже, ранее размещенные суверенные выпуски предлагают сейчас премию к кривой новых евробондов.

Россия'30 торгуется с премией 50 б.п. к кривой новых бумаг



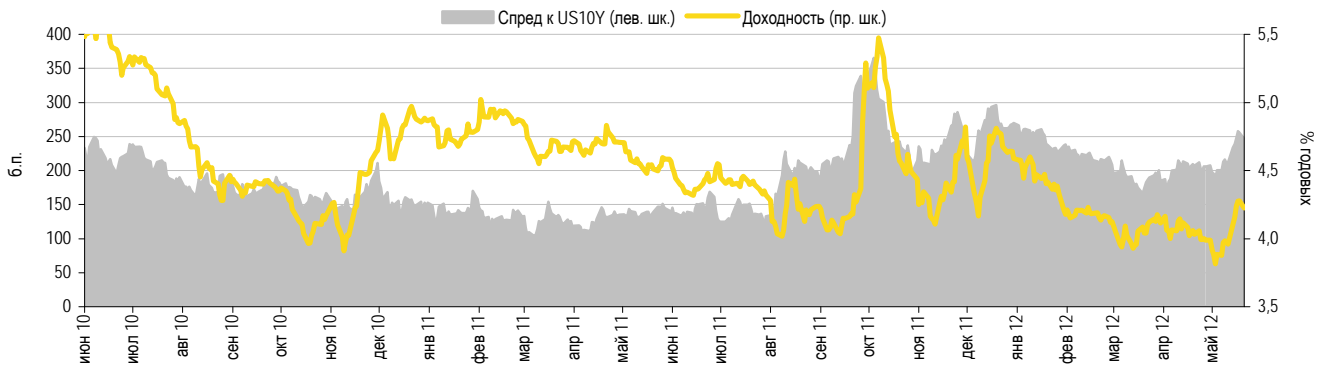
Источники: Bloomberg

В первую очередь это, конечно, относится к выпуску Россия'28, который торгуется более чем на 100 б.п. выше по доходности, чем Россия'22, однако из-за большого купона (12,75%) Россия'28 традиционно очень дорога (более 175% от номинала), что не нравится многим инвесторам. К тому же объем России'28 в обращении составляет всего 2,5 млрд долл., тогда как бумага была размещена аж в 1998 г., что, конечно, не способствует торговой ликвидности. Совсем другая ситуация с Россией'30. Объем бумаги в обращении составляет сейчас 17 млрд долл., при этом она предлагает премию порядка 50 б.п. к воображаемой линии, проведенной между выпусками Россия'17 и Россия'20. Мы слышали сообщение о том, что часть инвесторов предпочитают новые бумаги старым, поскольку новые выпущены как «настоящие суверенные» бумаги, тогда как Россия'30 появилась в результате реструктуризации долга, обращавшегося до кризиса 1998 г. Мы, однако, не видим никакой заметной разницы в юридическом статусе новых и старых российских евробондов, поэтому рекомендуем инвесторам покупать Россию'30 вследствие ее очевидной недооцененности относительно трех бумаг, размещенных в конце марта с большой переподпиской.

Спред российского долга остается широким. Как видно на графике, представленном ниже, спред России'30 к 10-летним Treasuries в последнее время балансирует в районе 250 б.п., что на 100–125 б.п. шире уровня первой половины 2011 г., то есть периода, предшествовавшего распродаже августа-октября. Напомним, что падение котировок во второй половине прошлого года было следствием (а) обострения греческого долгового кризиса и (б) усложнения политической ситуации в РФ. Прошедшие с тех пор месяцы показали, что (а) Евросоюз оказался способен отвечать на стоящие перед ним вызовы и (б) что политическая борьба в РФ вряд ли приведет в ближайшее время к потрясениям, способным повлиять на кредитное качество российского правительства. Таким образом, наш курс на спред между Россией'30 и US10Y в размере 125 б.п. к концу текущего года остается неизменным.

Российский долг стоит дешево, если судить по спреду

Russia'30 и спред к US10Y

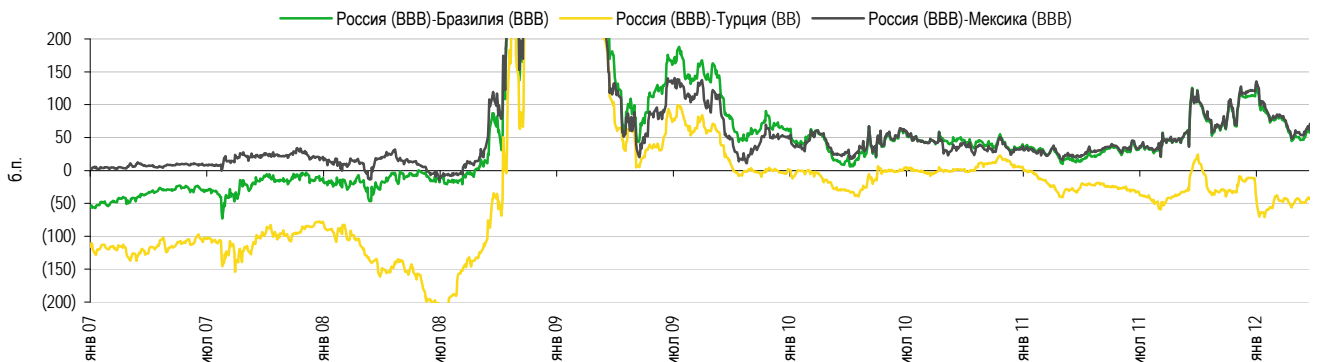


Источники: Bloomberg

Россия продолжает торговаться дешевле Бразилии и Мексики. График, представленный ниже, показывает премию, которую российский 5-летний CDS-спред в долларах предлагает к такому же спреду Бразилии, Мексики и Турции.

Необязательный положительный спред к Бразилии и Мексике

Премия России к пятилетним CDS-спредам отдельных развивающихся стран



Источники: Bloomberg

Обязательства РФ торгуются сейчас шире Бразилии и Мексики на 60 б.п., в то время как рейтинги России, Мексики и Бразилии, по сути, одинаковы. Мы считаем, что положительный спред между РФ и Бразилией не должен существовать, тем более что по отношению государственного долга к ВВП у России практически нет конкурентов в мире.

Трудно найти страну с меньшей долговой нагрузкой, чем Россия

Долговая нагрузка отдельных государств

Страна	Рейтинги (S/M/F)	Госдолг (млрд долл., на сегодня)	ВВП 2011 (млрд долл.)	Долг / ВВП 2011
Россия	BBB/Baa1/BBB	178	1 850	9,8%
Китай	AA-/Aa3/A+	1 122	7 298	15,4%
ЮАР	BBB+/A1/BBB+	145	408	35,6%
Индия	BBB-/Baa2/BBB-	599	1 676	35,7%
Турция	BB/Ba1/BB+	279	778	35,9%
Канада	AAA/Aaa/AAA	634	1 736	36,5%
Мексика	BBB/Baa1/BBB	457	1 154	39,6%
Польша	A-/A2/A-	274	513	53,4%
Бразилия	BBB/Baa2/BBB	1 348	2 492	54,1%
Испания	BBB+/A3/A	907	1 493	60,8%
Франция	AA+/Aaa/AAA	1 745	2 776	62,9%
Великобритания	AAA/Aaa/AAA	1 895	2 417	78,4%
Германия	AAA/Aaa/AAA	2 933	3 577	82,0%
Португалия	BB/Ba3/BB+	225	238	94,5%
Италия	BBB+/A3/A-	2 097	2 198	95,4%
Греция	D/C/B-	290	303	95,7%
США	AA+/Aaa/AAA	15 547	15 094	103,0%
Япония	AA-/Aa3/AA-	11 442	5 869	195,0%

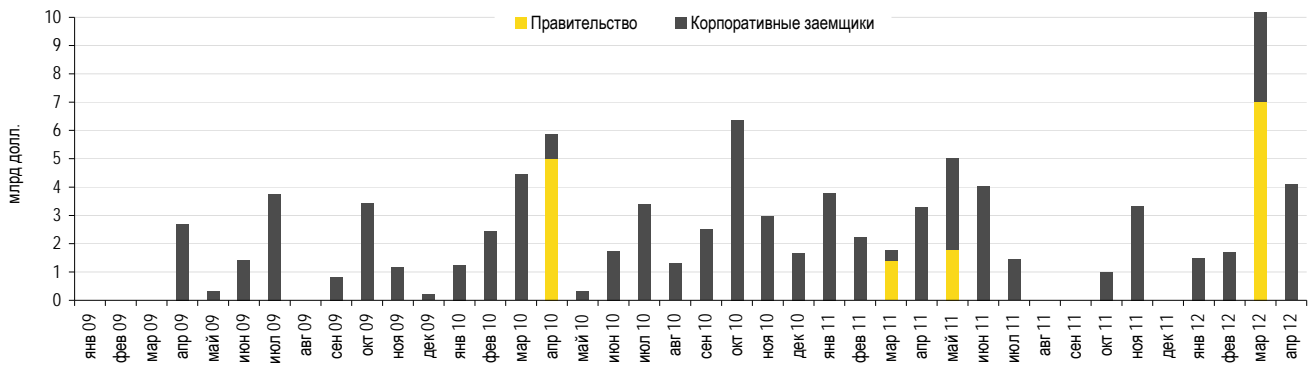
Источники: МВФ, Bloomberg

Резюме по суверенному долгу. Кредитное качество правительства РФ остается очень высоким, и в дополнение к этому после серии распродаж российский долг продолжает торговаться с расширенным спредом – как по историческим меркам, так и относительно сопоставимых стран вроде Бразилии или Мексики. Наш прогноз по спреду России'30 на конец года остается на уровне 125 б.п., что, учитывая прогноз по US10Y на уровне 3,5%, дает доходность 4,75% против 4% сейчас. Мы отметили выше, что видим риск для нашего прогноза по Treasuries в случае объявления в США нового этапа количественного смягчения, однако в любом случае доходность Treasuries сейчас слишком низка, чтобы можно было отмахнуться от риска ее роста. Соответственно, тем, кто не согласен с нами и считает, что доходность в США еще долго будет оставаться низкой, можно смело рекомендовать к покупке всю кривую РФ, а в особенности Россию'30 и Россию'42. Тем же, кто, как мы, более осторожен, можно посоветовать ограничиться Россией'30, которая благодаря амортизации номинала стала за прошедшие годы уже относительно короткой бумагой.

Появились первичные размещения корпоративных бумаг. Как показано на графике, представленном ниже, после паузы, естественным образом возникшей в августе прошлого года, с началом нового года постепенно возобновляется функционирование первичного рынка внешних облигаций РФ, включая его корпоративный сегмент.

Оживление на первичном рынке

Месячные объемы размещения российского внешнего долга



Источники: Cbonds

Таблица ниже показывает, что более половины предложения 2012 г. пришло от российских банков, при этом размещения бумаг с рейтингами ниже инвестиционного начались только в апреле месяце, после того как рынок был «распечатан» крупным суверенным размещением в марте.

Размещения бумаг с рейтингами ниже инвестиционного начались только во 2 кв. 2012 г.

Крупнейшие размещения российского внешнего долга

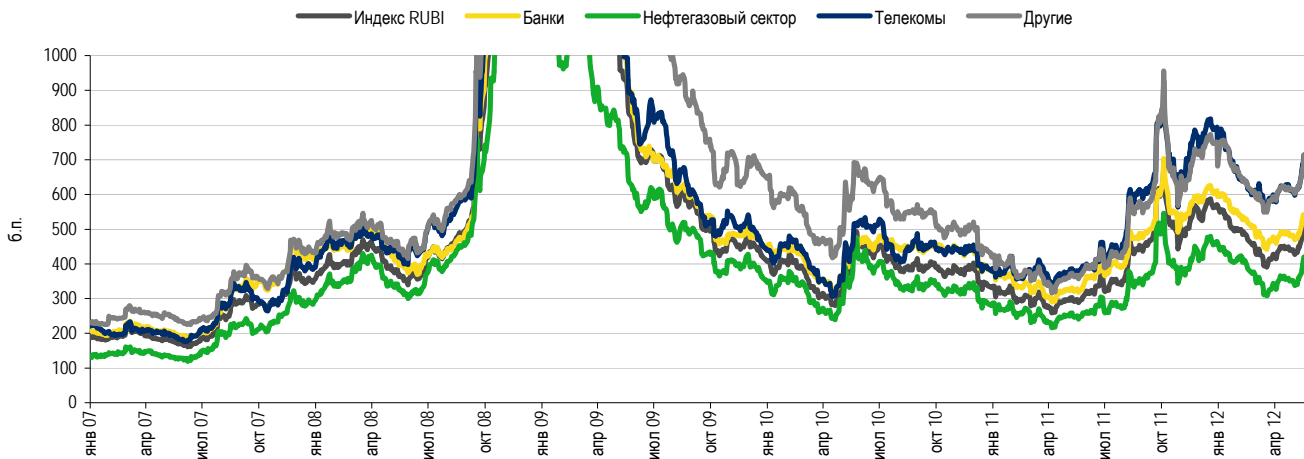
Дата размещения	ISIN	Выпуск	Валюта	Объем, млн долл.	Купон, %	Рейтинги (S/M/F)
31 янв 12	XS0742380412	Sberbank'17	USD	1 000	4,95	BBB/Baa1/BBB
31 янв 12	XS0743596040	Sberbank'22	USD	750	6,13	BBB/Baa1/BBB
2 фев 12	XS0719009754	VEB'17	USD	750	5,38	BBB/Baa1/BBB
13 фев 12	XS0748114005	RSHB'17	RUB	10 000	8,63	BBB/Baa1/BBB
15 фев 12	CH0148606160	Sberbank'15	CHF	410	3,10	BBB/Baa1/BBB
29 мар 12	XS0764220017	RuRail'22	USD	1 000	5,70	BBB/Baa1/BBB
31 мар 12	XS0764253455	RuRail'19	RUB	25 000	8,30	BBB/Baa1/BBB
17 апр 12	XS0652913558	Evrax'17	USD	600	7,40	B+/B1/BB-
20 апр 12	XS0772835285	Raspadskaya'17	USD	400	7,75	B1/B+
20 апр 12	XS0776121062	Nomos(sub)'19	USD	500	10,00	B1/BB-
27 апр 12	XS0779213460	Gazprombank(sub)'19	USD	500	7,25	BB-/Ba1/BB+
10 май 12	XS0783291221	Gazprombank'17	USD	500	5,63	BB+/Baa3
11 май 12	XS0783242877	Sistema'19	USD	500	6,95	BB/Baa3/BB-

Источники: Bloomberg

Корпоративный долг обладает большим потенциалом сжатия спреда. График, приведенный ниже, показывает спред индекса российских корпоративных еврообондов RUBI (рассчитывается JP Morgan), а также его компонентов. Мы видим, что спреды в корпоративном сегменте остаются заметно расширенными после достижения пика в декабре прошлого года.

Значительный потенциал сжатия спреда

Спред индекса российских корпоративных евробондов JP Morgan RUBI и его компонентов



Источники: JP Morgan

В следующей таблице представлен сценарий восстановления спредов бумаг в различных секторах корпоративного сегмента внешнего рынка – с текущего уровня до отметок лета 2011 г. За начало прошлогодних распродаж взято 15 июля.

Наименьший потенциал сужения спреда у банков, наибольший – у горно-металлургического сектора (RUBI_OTHER)

Сценарий восстановления спредов до уровней 15 июля 2011 г.

	RUBI	RUBI_BANK	RUBI_OIL&GAS	RUBI_OTHER	RUBI_TELECOM
Потенциал сужения спредов, б.п.	160	138	136	286	264
Модифицированная дюрация, лет	4,40	3,70	5,10	3,80	4,70
Ожидающийся рост цены*, %	7,04	5,11	6,94	10,87	12,41

* Исходя из предположения о неизменности кривой UST.

Источники: JP Morgan, оценка УРАЛСИБа

Как видно из таблицы, после майской коррекции в целом по корпоративным бумагам сохраняется потенциал сжатия на 160 б.п., и если в нефтегазовых облигациях этот потенциал наименьший (136 б.п.), то в выпусках металлургического сектора (которые в основном составляют подындекс RUBI_OTHER) он почти достигает 300 б.п. Если говорить о возможном ценовом росте, он наиболее велик в телекоммуникационных бумагах (это главным образом выпуски Вымпелкома) – за счет их большой средней дюрации.

Резюме по корпоративным бумагам. Если возможность для сокращения спреда в суверенном сегменте ограничена рамками 100–125 б.п., то в корпоративных бумагах она существенно выше, что в условиях угрозы роста доходности Treasuries позволяет нам рекомендовать корпоративный спред как более предпочтительный источник дохода по сравнению с суверенным риском. Все сектора корпоративного рынка РФ сейчас дешевы, а что касается дюрации, мы рекомендуем фокусировать внимание на бумагах с погашением в пределах 2019 г. Средняя часть кривой в настоящий момент представляется разумным компромиссом между риском базы и опасностью недозаработать на неожиданном ралли.

Наши рекомендации по небанковским выпускам. График, представленный ниже, показывает положение основных евробондов небанковских эмитентов РФ, номинированных в долларах. Далее перечислены наши торговые рекомендации в этом сегменте рынка.

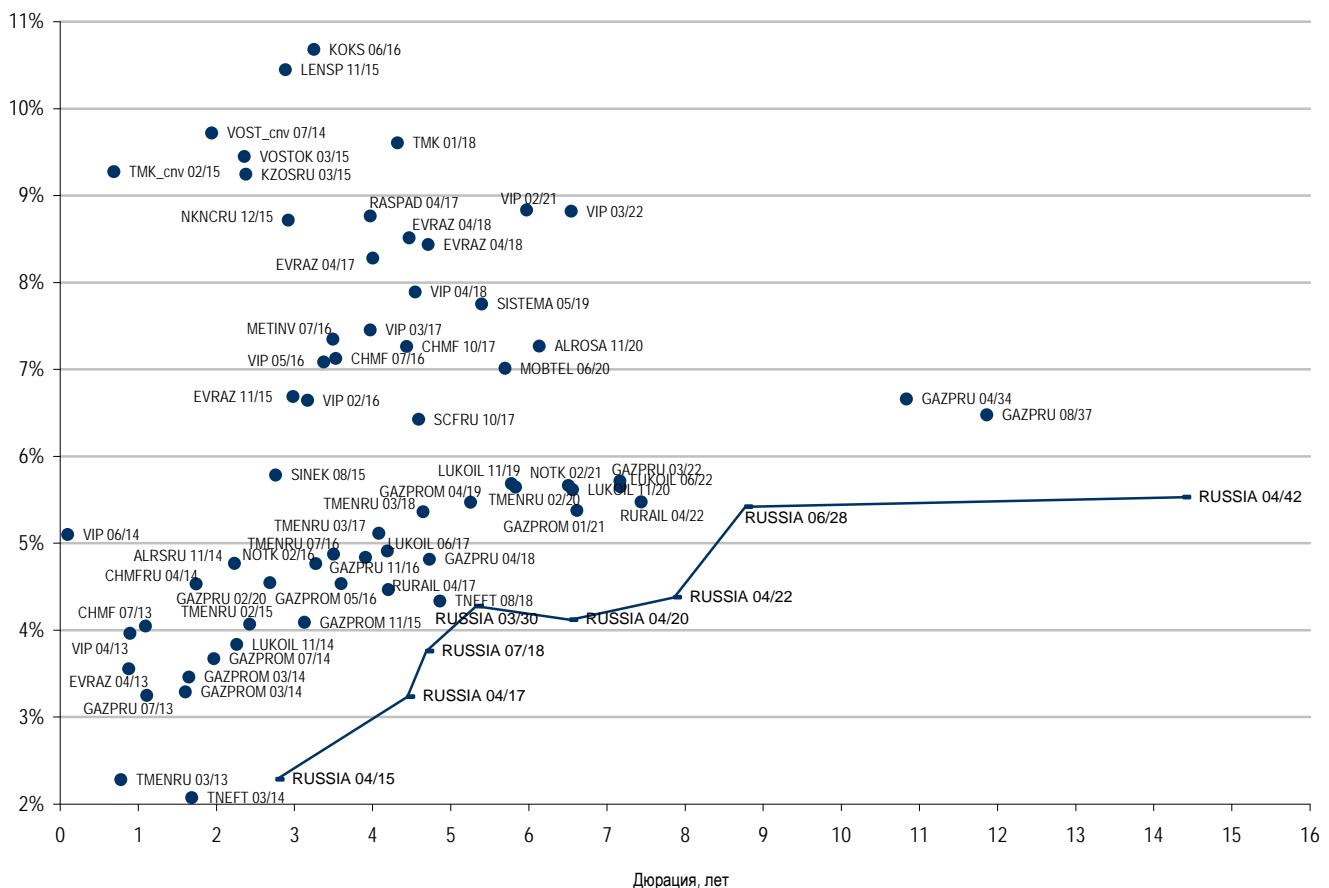
- Из числа бумаг с инвестиционным рейтингом, среди которых доминируют облигации нефтегазового сектора, покупать можно практически все имена, поскольку в последние годы сырьевые компании старались держать leverage на очень умеренном уровне. Из всего сектора только у НК «Альянс» отношение Чистый долг/EBITDA оказалось по итогам 2011 г. выше 1. Покупать, таким образом, имеет смысл бумаги, расположенные вдоль верхней границы множества выпусков с рейтингами инвестиционного уровня. Это Gazprom'34, Gazprom'19 и Gazprom'20 (BBB-/Baa1/BBB), Lukoil'17, Lukoil'19 и Lukoil'20 (BBB-/Baa2/BBB-), TNK-BP'16 (BBB-/Baa2/BBB-), Novatek'16 (BBB-/Baa3/BBB-).
- Среди компаний с инвестиционным рейтингом основным эмитентом является РЖД. Облигации РЖД также торгуются сейчас относительно широко, учитывая, что эта компания является стопроцентной «дочкой» государства с отношением Чистый долг/EBITDA на уровне 0,7 в 2011 г. Рекомендуем RuRail'17 и RuRail'22 (BBB-/Baa1/BBB). Отдельно хотелось бы отметить недавно размещенный рублевый выпуск RuRail'19, который предлагает доходность, равную 9,2%, что соответствует спреду 190 б.п. к суверенной России'18. На локальном рынке премия

бумаг РЖД к кривой ОФЗ не превышает 100 б.п., поэтому мы рекомендуем рублевый евробонд транспортной монополии к покупке.

- Среди телекоммуникационных компаний нашим выбором остается Вымпелком. Вся кривая выпусков эмитента продолжает торговаться с расширенным спредом после слияния с Wind. При этом, как мы уже говорили, объединенная компания сохраняет положительный свободный денежный поток, который позволит ей в ближайшие годы постепенно снижать долговую нагрузку. Последняя в терминах отношения чистого долга к OIBDA составила на конец прошлого года 3, и мы ожидаем, что к концу текущего года этот показатель упадет до 2,1. Рекомендуем к покупке всю кривую, включая наиболее ликвидные выпуски VIP'22, VIP'21 и VIP'18 (BB/Va3).
- В металлургическом секторе бондами, которые мы рекомендуем в первую очередь, остаются бумаги Евраз. На уровне 2017–2018 гг. разница в доходности бондов Евраза и Северстали составляет порядка 130 б.п. Мы полностью признаем заслуги Северстали в сокращении относительной долговой нагрузки, однако необходимо отметить, что снижение отношения Долг/EBITDA происходило у сталепроизводителей в основном за счет роста прибыли, в то время как Северсталь является одной из самых циклических компаний отрасли. Соответственно, мы рекомендуем к покупке Evraz'17 и Evraz'18 (B+/Ba3/BB-).

Долларовые еврооблигации российских компаний

По состоянию на 21 мая 2012 г.



Источники: Bloomberg

- Что касается менее ликвидных имен среди металлургов и угольщиков, нашими фаворитами являются Metalloinvest'16 (Ba3/BB-) и Rapsadskaya'17 (B1/B+). Metalloinvest опубликовал недавно очень хорошую отчетность за прошлый год, подтвердив, что является наиболее маржинальной компанией в отрасли. Если говорить о Распадской, над ее котировками довлеет ранее заявленное желание владельцев продать компанию, однако необходимо учитывать и то обстоятельство, что по итогам 2011 г. эмитент практически не имел чистого долга, а в 2012 г. ожидается рост его отношения Чистый долг/EBITDA всего лишь до 0,5.
- Вследствие слабости рынка акций уникальная ситуация сложилась с конвертируемыми выпусками ТМК'15 (B+/B1) и VOSTOK'14 (B+/B). ТМК'15 торгуется сейчас с доходностью 9,1% к пут-опциону в феврале 2013 г., при том что доходность простого (неконвертируемого) бонда ТМК'18 составляет 9,7%. Аналогично VOSTOK'14 дает доходность 9,7% к погашению, при том что доходность обычного (и более длинного) выпуска VOSTOK'15

банковского сектора на ближайшие годы является изыскание акционерного капитала для поддержания темпов роста, однако и в этом отношении Альфа-Банк выглядит лучше многих конкурентов: его достаточность капитала I уровня составляет 11%. Рекомендуем к покупке старший долг Alfa'21 и Alfa'17 (BB/Ba1/BB+), а также субординированный выпуск Alfa'17 (B+/Ba2/BB).

- Если продолжать разговор о субординированных бумагах, многие банковские выпуски, размещенные до кризиса 2008 г., давно потеряли ликвидность, и в этом смысле представляют мало интереса для торговли. Однако недавно прошли размещения выпусков GPB'19 (BB-/Ba1/BB+) и NOMOS'19 (B1/BB-), которые пополнили список привлекательных субординированных бумаг. Среди них NOMOS'19 кажется нам наиболее интересным, поскольку его доходность (10%) по сегодняшним меркам очень редка, особенно для кредита категории «BB». GPB'19 нравится нам чуть меньше: он проигрывает старшему долгу Альфа-Банка в рейтингах, однако торгуется при этом с небольшим дисконтом к кривой Альфы. С другой стороны, понятно, что это неминуемая плата за аффилированность Газпромбанка с группой Газпрома.
- После ралли в RSCF'13 остается всего один по настоящему высокодоходный выпуск – Tinkoff'14 (B2/B), который мы и рекомендуем к покупке. Банк закончил 2011 г. с великолепной рентабельностью капитала ROE на уровне 58%, которая позволила ему повысить достаточность капитала при росте объема кредитного портфеля на 126% в годовом исчислении. Тем не менее относительно низкий уровень капитализации остается проблемой ТКС на будущее, поскольку уровень прибыльности будет, скорее всего, снижаться, а рост бизнеса остается при этом ключевой задачей, ведь размер активов ТКС достиг по состоянию на конец 2011 г. лишь 915 млн долл. Именно поэтому постоянно циркулируют слухи о том, что Олег Тиньков ищет покупателей на тот или иной объем акций банка – впрочем, никакой конкретной информацией на эту тему мы не обладаем. Следует также учитывать, что чем меньше банк, тем выше вероятность, что его продажа пойдет на пользу кредитному качеству. В случае с ТКС эта вероятность очень велика.

МАКРОЭКОНОМИКА

Опубликован новый макропрогноз УРАЛСИБа. Макроэкономический отчет вышел на днях – наша команда экономистов сделала некоторые поправки к прогнозу на 2012 г., опубликованному в ноябре прошлого года.

Изменения незначительные, прогноз цены нефти повышен с учетом высоких котировок 1 кв. 2012 г.

Обновленный макроэкономический прогноз УРАЛСИБа и официальный прогноз

	2012П			2013П		
	УРАЛСИБ Новый прогноз	УРАЛСИБ Предыд. прогноз*	Официальный прогноз	УРАЛСИБ Новый прогноз	УРАЛСИБ Предыд. прогноз*	Официальный прогноз
Рост ВВП, %	3,2	2,8	3,4	2,9	3,0	4,0
Рост промышленного производства, %	2,9	2,5	3,1	2,7	2,8	3,4
Рост инвестиций в основной капитал, %	6,3	8,2	6,6	7,2	6,8	6,4
Рост розничных продаж, %	6,5	5,1	6,3	6,3	5,6	5,0
Рост реальных доходов, %	4,0	4,7	5,0	4,5	5,0	4,5
Инфляция, %	6,7	7,2	~5-6	6,9	7,1	4,5-5,5
Экспорт, млрд долл.	555	522	558	572	584	526
Импорт, млрд долл.	359	343	369	372	383	406
Счет текущих операций, млрд долл.	119	77	83	99	86	23
Профицит фед. бюджета в % от ВВП	(0,4)	(1,6)	(0,1)	(1,1)	(0,7)	(1,6)
Средний курс руб./долл.	29,5	29,8	29,2	30,4	29,6	29,7
Средняя цена на нефть Urals, долл./барр.	108	99	115	108	108	97

* Ноябрь 2011 г.

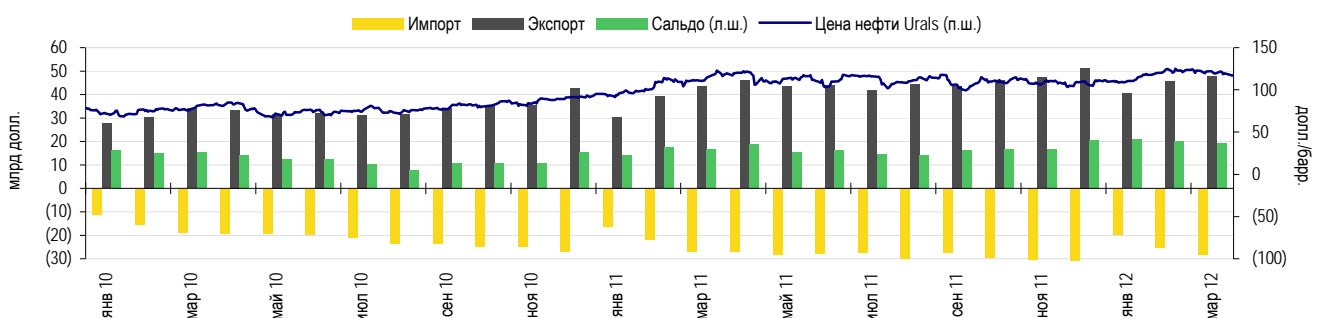
Источники: оценка УРАЛСИБа, Минэкономразвития

Если коротко говорить о нынешнем годе, наш прогноз средней цены на нефть марки Urals приведен в соответствие с реальностью, которая в первом квартале года оказалась лучше, чем мы ожидали. В частности, новый прогноз составил 108 долл./барр. против первоначальной оценки 99 долл./барр. и официального прогноза 115 долл./барр. (до этого уровня он был поднят в апреле). С учетом более высокой цены на нефть ожидаемые нами в этом году темпы роста ВВП повышены с 2,8% до 3,2%, улучшены также оценки профицита платежного баланса и бюджетного дефицита. Ниже мы более подробно рассмотрим макроэкономические показатели, имеющие прямое отношение к рынку облигаций. Более полную информацию по новому макропрогнозу можно найти в упомянутой выше отдельной публикации.

Рекордный профицит торгового баланса. В феврале 2011 г. цена на нефть Urals преодолела отметку 100 долл./барр., и с тех пор остается выше нее. В январе 2012 г. Россия зафиксировала абсолютный максимум месячного профицита торгового баланса на уровне 20,7 млрд долл. В последнее время наметилась тенденция к снижению цен на товарных рынках, поэтому мы не прогнозируем дальнейшего расширения профицита и ожидаем, что по итогам года он составит 196 млрд долл., или в среднем 16,3 млрд долл. в месяц. Напомним, что в 2011 г. торговый профицит РФ достиг 198 млрд долл. при средней цене на российскую нефть 109,3 долл./барр. Что касается счета текущих операций, согласно новому прогнозу его сальдо ожидается нами в объеме 119 млрд долл. против 101 млрд долл. в 2011 г. В 2013 г. мы, так же как и правительство РФ, ожидаем сокращения профицита счета текущих операций, однако настроены заметно более оптимистично (наш прогноз: 99 млрд долл., официальный: 23 млрд долл.), поскольку более консервативно оцениваем динамику баланса услуг, инвестиционных доходов и денежных трансфертов в текущей неустойчивой экономической ситуации. Необходимо отметить, что Минэкономразвития давно уже ждет «схлопывания» счета текущих операций в РФ до нуля, однако в последнее время уже несколько раз меняло свои оценки в сторону большего профицита из-за неожиданно медленного темпа роста импорта, а также высоких цен на нефть.

В январе торговый баланс достиг пиковой отметки 20,7 млрд долл.

Торговый баланс РФ и цена нефти Urals

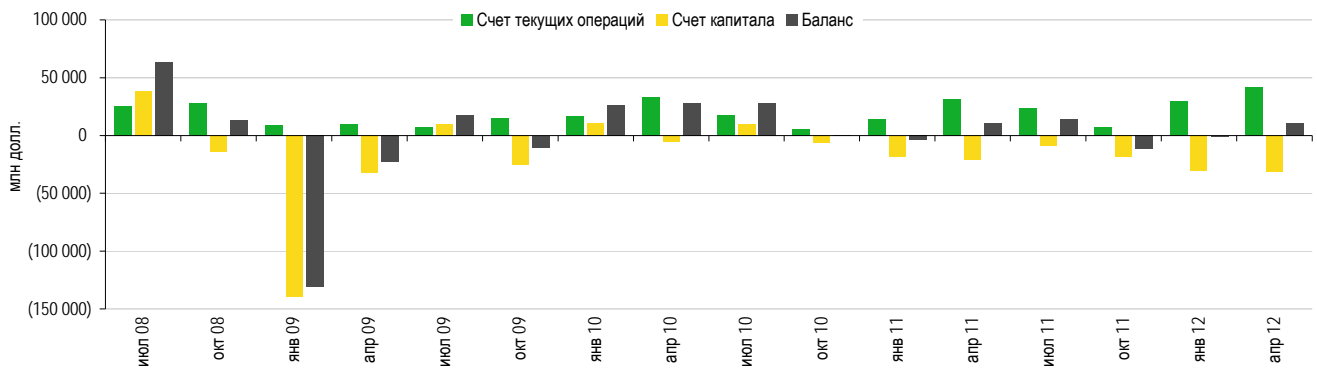


Источники: ЦБ

Отток капитала пока не замедляется. У большинства экономистов была надежда на то, что 2012 год принесет России долгожданное прекращение оттока капитала. Пока эти надежды не оправдываются. Согласно оценке платежного баланса РФ за первый квартал, опубликованной ЦБ, отток средств по счету капитала и финансовых инструментов составил 31,7 млрд долл. Напомним, что потери по капитальному счету за весь 2011 г. составили 75 млрд долл., или в среднем 18,8 млрд долл. в квартал. Более того, по предварительным данным, отток капитала в апреле составил 8 млрд долл., что также соответствует средним показателям 2011 г. Таким образом, бегство капитала из РФ пока продолжается. Мы уже неоднократно писали о том, что в последние годы баланс российского счета капитала напрямую связан с шириной профицита торгового баланса. Иными словами, в условиях низкого темпа роста инвестиций существенная часть валютной выручки от торговых операций, поступающей в РФ, немедленно уходит через капитальный счет, не находя себе применения внутри страны.

Отток капитала – по-прежнему существенная компонента счета текущих операций

Платежный баланс РФ, млн долл.

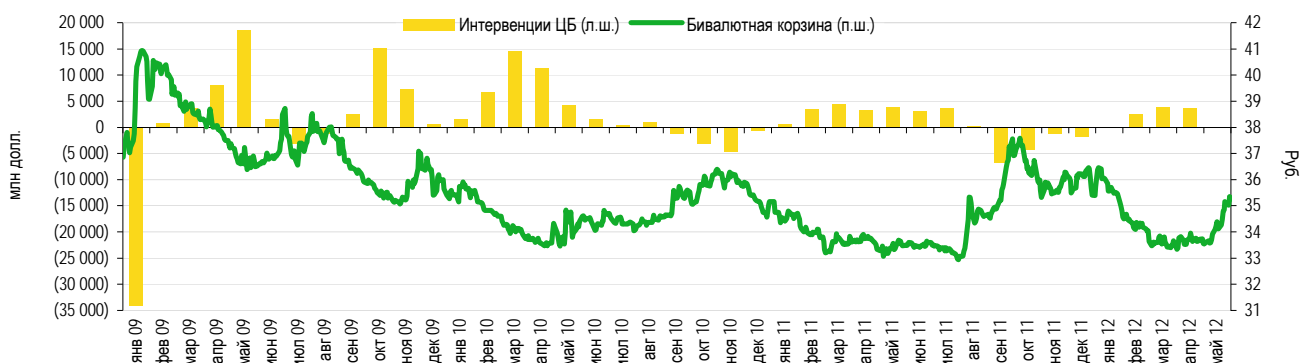


Источники: ЦБ, Bloomberg

Наш прогноз оттока капитала в 2012 г. повышен до 75 млрд долл. Период глобальной неопределенности затягивается по сравнению с нашими ожиданиями, поэтому перспективы роста инвестиционной активности в РФ также пока просматриваются плохо. Это позволяет предположить, что фактор «лишних денег» не прекратит действовать в 2012–2013 гг. С другой стороны, с точки зрения настроений инвесторов, учитывая объем внешнего и внутреннего негатива, «переваренного» РФ в прошлом году, а также принимая в расчет крайне привлекательную оценку практически всех российских активов, мы продолжаем считать, что по оттоку капитала 2012 год имеет основания оказаться лучше, чем 2011, или, по крайней мере, не быть хуже него. Тем не менее, мы вынуждены учесть в наших оценках, что фактически зафиксированный отток оказался в нынешнем году выше ожиданий, поэтому мы повышаем наш прогноз масштабов бегства капитала в 2012 г. с 50 до 75 млрд долл. Это означает, что по итогам года можно ждать прироста резервов ЦБ приблизительно на 45 млрд долл. Напомним, что за истекший период текущего года этот показатель увеличился приблизительно на 25 млрд долл., достигнув к началу мая 522 млрд долл.

Диапазон допустимых колебаний бивалютной корзины теперь составляет 32,15–38,15 руб.

Валютные интервенции ЦБ; динамика бивалютной корзины



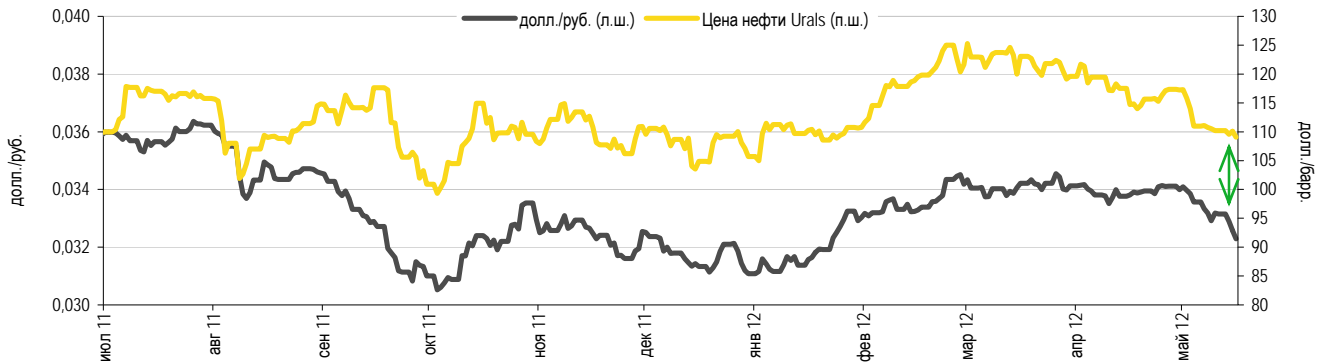
Источники: ЦБ

У «быков» на валютном рынке есть сильный противник. Вследствие хорошей ситуации с торговым балансом ЦБ РФ в марте объявил о смещении коридора бивалютной корзины на пять копеек вниз, так что теперь корзина вроде бы может свободно двигаться в диапазоне 32,15–38,15 руб. С другой стороны, из нашего графика, отражающего изменение курса рубля относительно корзины и динамику интервенций ЦБ, следует, что в первом квартале текущего года ЦБ защищал

уровень 33,5 руб., покупая на нем валюту (в основном доллары). В этом и состоит основная, на наш взгляд, проблема рубля: укрепление национальной валюты активно ограничивается Банком России для защиты чистого экспорта, а в сложной внешней ситуации рубль падает практически свободно. Заявления ЦБ о переходе к инфляционному таргетированию (с одновременным сокращением вмешательства в валютный рынок) являются правдой лишь частично, поскольку, как показывает практика, регулятор покупает валюту даже тогда, когда корзина находится на расстоянии более 1 руб. от границы коридора. Таким образом, для укрепления рубля требуется устойчиво высокая цена на нефть.

Рубль отстает от нефти начиная с июля 2011 г.

Курс рубля и котировки нефти Urals



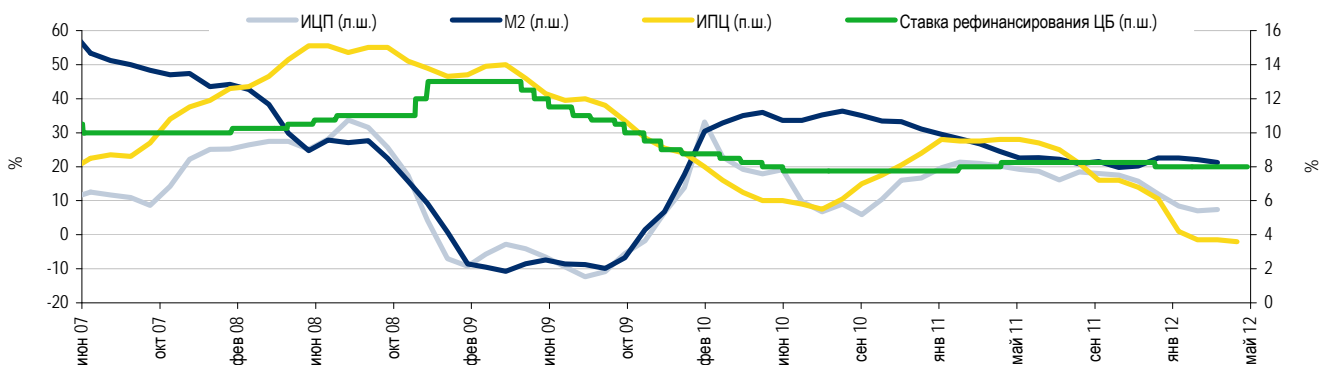
Источники: Bloomberg

Рубль умеренно недооценен. Поскольку наш прогноз по нефти был поднят с 99 до 108 долл./барр., мы немного повышаем для текущего года и прогноз среднего курса рубля к доллару, который теперь составляет 29,5 руб./долл. против 29,8 руб./долл. в первоначальном варианте. Фактическая средняя цена на нефть составила в 2011 г. 109,3 долл./барр. при среднем курсе 29,4 руб./долл., так что наши ожидания, что курс рубля мало изменится на фоне почти той же цены на нефть выглядят вполне логично. Поскольку в настоящий момент средний курс рубля в 2012 г. составляет 30 руб./долл., мы снова констатируем, что рубль сейчас умеренно недооцененная валюта.

Инфляция на рекордно низком уровне. Согласно апрельским данным, потребительская инфляция в РФ в годовом исчислении снизилась до 3,6% – это самое низкое значение за всю постсоветскую историю страны. В то же время темп роста цен производителей составил по итогам апреля 6,7%, что не является абсолютным минимумом, более того, это среднее значение показателя в докризисном 2007 г. Темп роста денежного предложения по мартовским данным составил 21,3% – близко к историческому минимуму, однако все еще существенно выше, чем в большинстве развитых экономик (так, в США, известных своими раундами количественного смягчения, темп роста M2 пока не поднялся выше 10%). Мы также помним, что 1 июля нам предстоит повышение регулируемых тарифов, а это неизбежно создаст давление на потребительские цены.

Инфляция резко замедлилась

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



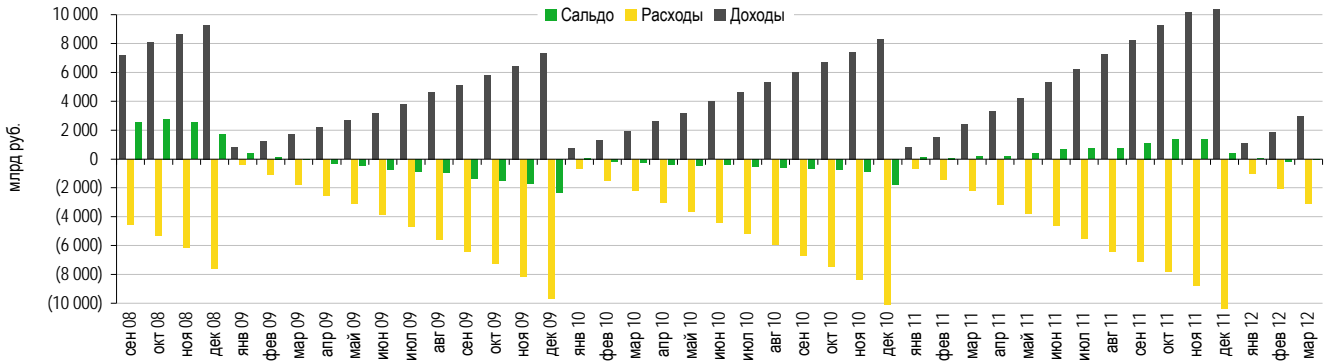
Источники: ЦБ, Bloomberg

Понижаем прогноз темпов роста ИПЦ. Так или иначе, достижения последних месяцев по обузданию инфляции очевидны. Именно поэтому мы понижаем свой прогноз по темпу роста индекса потребительских цен в 2012 г. с 7,2 до 6,7%, оставаясь при этом чуть большими пессимистами, чем правительство, которое ожидает инфляцию в диапазоне 5–6%. В последующие годы мы видим инфляцию приблизительно на уровне 2012 г., опять же выше официальных оценок,

поскольку согласно нашей макроэкономической модели рост ВВП в 2013–2014 гг. будет оставаться вблизи уровня 3%, то есть низким, а это означает, что приоритетом денежной политики ЦБ будет стимулирование экономической активности, а не борьба с ростом цен.

На конец 1 кв. 2012 г. дефицит бюджета составил лишь 70 млрд руб.

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

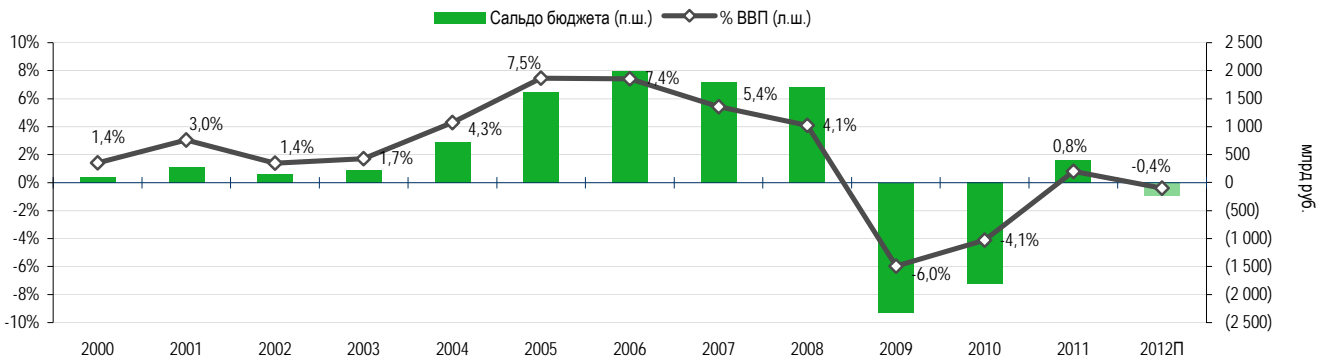


Источники: Минфин

Государственные финансы остаются в порядке. Прошлый год завершился с профицитом бюджета в размере 415 млрд руб., или приблизительно 0,8% ВВП. Мы ожидали 0,2% ВВП, но согласитесь – это не большое расхождение. Что касается текущего года, бюджет также обещает быть близким к сбалансированному: при цене на нефть 115 долл./барр. правительство ожидает его дефицита в размере 0,1% ВВП, тогда как мы при прогнозе цены Urals 108 долл./барр. получаем оценку 0,4% ВВП. По итогам первого квартала дефицит бюджета также был очень небольшим и составил около 70 млрд руб., а предварительные апрельские данные показывают, что текущий дефицит сократился до 60 млрд руб.

По итогам 2012 г. российский бюджет, как ожидается, будет близок к сбалансированному

Профицит/дефицит бюджета РФ

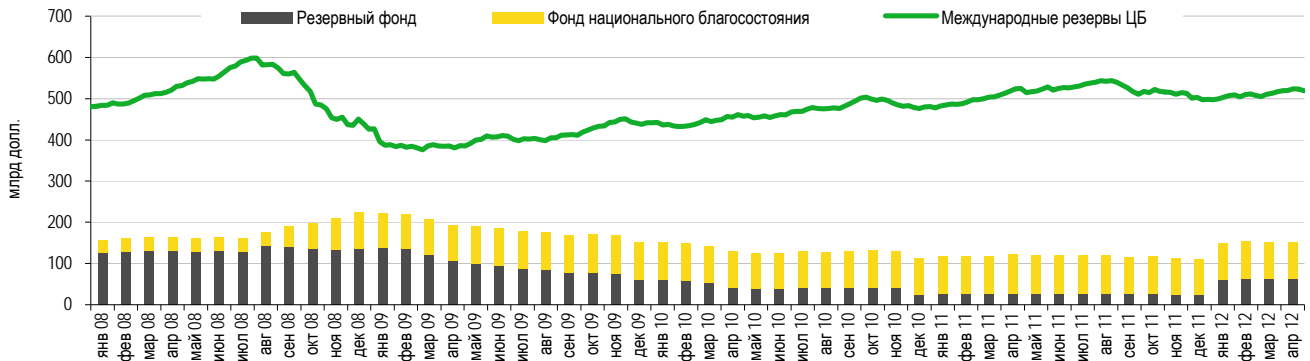


Источники: Минфин, оценка УРАЛСИБа

Правительству удалось существенно пополнить свои запасы. В январе текущего года Резервный фонд РФ увеличился на 1050 млрд руб., достигнув 1,86 трлн руб. Нетрудно видеть, что увеличение Резервного фонда существенно превысило профицит бюджета 2011 г. (415 млрд руб.), то есть для пополнения резервов были частично использованы средства, занятые правительством на долговом рынке в прошлом году. В настоящий момент общая сумма средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния составляет 4,44 трлн руб., что практически точно соответствует объему резервов, потраченных Минфином на поддержку экономики в период кризиса 2008–2009 гг.

В конце января 2012 г. Резервный фонд значительно увеличился

Резервы правительства и международные резервы ЦБ

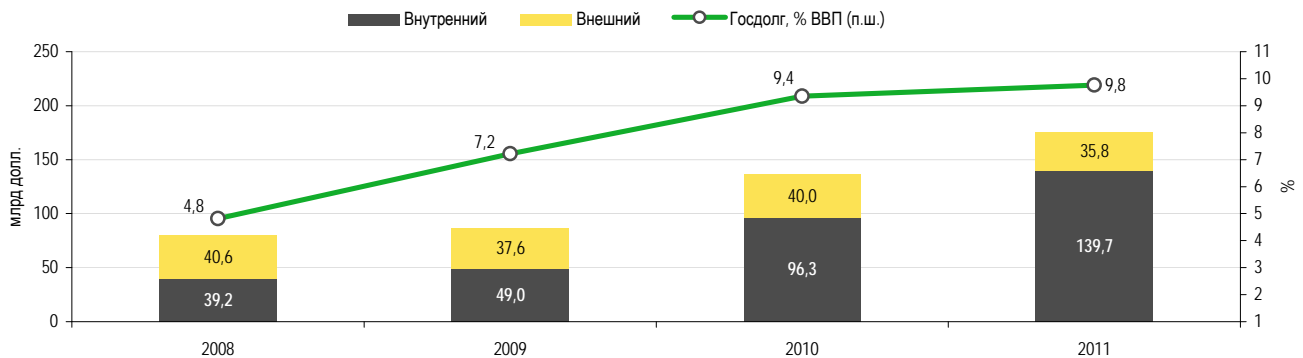


Источники: ЦБ, Росстат, Bloomberg

В 2011 г. относительное долговое бремя РФ почти не выросло. На начало прошлого года объем внутреннего госдолга в обращении (за исключением гарантий) составлял 2,47 трлн руб. К концу года эта сумма увеличилась до 3,55 млрд руб., то есть чистое привлечение Минфином внутреннего долга составило 1085 млрд руб., что включало размещение 756 млрд руб. новых ОФЗ и продажу рублевого евробонда двумя траншами на общую сумму 90 млрд руб.

Долговая нагрузка РФ остается очень низкой

Госдолг России, млрд долл.



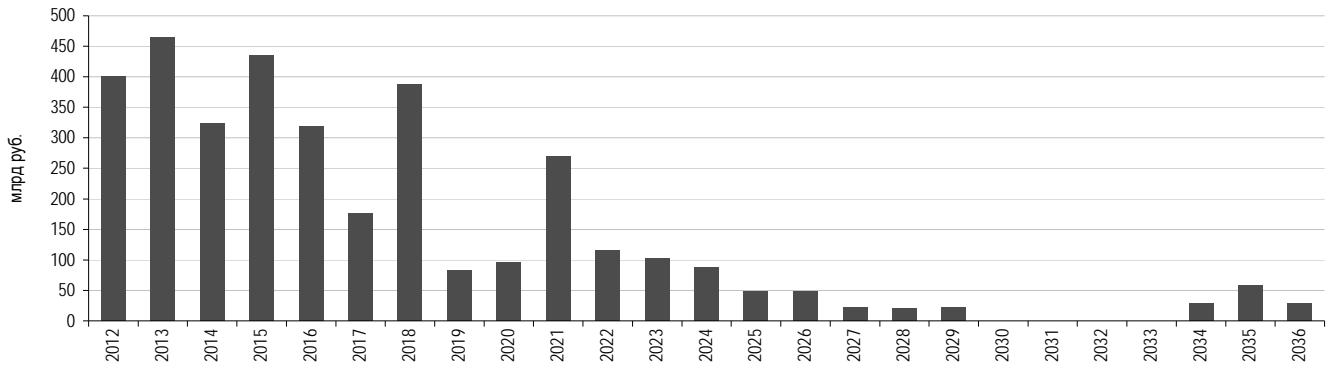
Источники: Минфин

В 2011 г. размещений внешнего долга не производилось, – наоборот, внешний долг был сокращен за год с 40 до 35,8 млрд долл., то есть на 4,15 млрд долл., или приблизительно на 125 млрд руб. Соответственно, в результате действий на долговом рынке по итогам 2011 г. у Минфина скопилось 960 млрд руб. свободных средств, которые вместе с частью бюджетного профицита и были использованы в январе для пополнения Резервного фонда. В конце 2011 г. общая сумма внутреннего долга Минфина (включая гарантии) составила 4,19 трлн руб. (140 млрд долл.), а внешний долг, как мы сказали, сократился до 35,8 млрд долл. Таким образом, отношение госдолга РФ к ВВП составило 9,8%, что, конечно, крайне умеренно по сегодняшним меркам. Как показано на графике сверху, это соотношение практически не увеличилось по сравнению с 2010 г.

2012 год вряд ли будет тяжелым для Минфина с точки зрения управления долгом. На начало текущего года обязательства Минфина по погашению внутренних заимствований составляли 401 млрд руб.

В 2012 г. России предстоит погасить 401 млрд руб.

Временная структура внутреннего долга России на 1 января 2012 г.

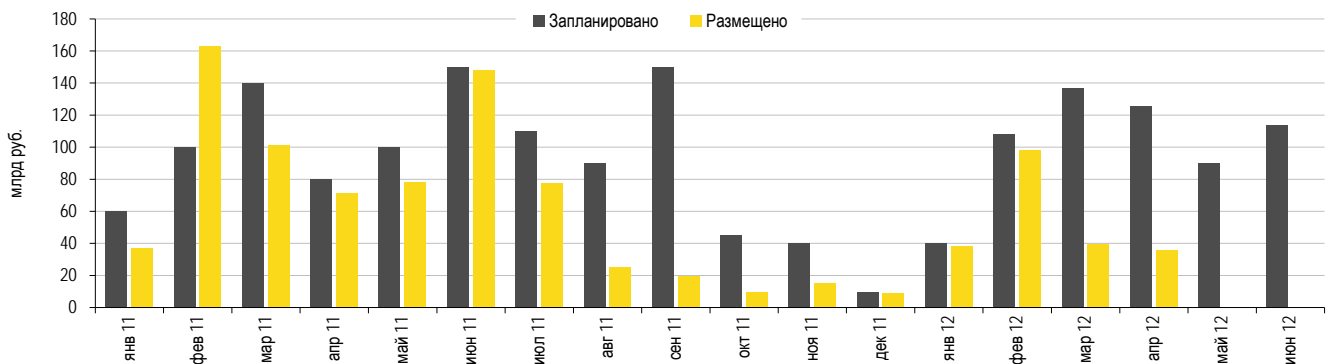


Источники: Минфин

При этом за истекшую часть года правительство уже разместило на рынке 211,6 млрд руб. новых ОФЗ, 40 млрд руб. новых ГСО, а также 7 млрд долл. (210 млрд руб.) новых суверенных евробондов. Таким образом, вся сумма средств, необходимая в этом году на рефинансирование, уже привлечена Минфином. Если исходить из нашего прогноза дефицита бюджета на уровне 250 млрд руб. (0,4% ВВП), за весь текущий год правительству требуется занять всего 650 млрд руб., то есть 70% этой потребности уже удовлетворено.

В последние два месяца объемы на аукционах ОФЗ ниже запланированных в связи с размещением в марте нового еврооблигационного займа на 7 млрд долл.

Объемы запланированных и размещенных ОФЗ Минфином



Источники: Минфин

Если есть желание увеличивать резервы, нужно будет занять больше. С другой стороны, планом правительства предусмотрен рост резервного фонда по итогам 2012 г. до 2,37 трлн руб., то есть приблизительно на 500 млрд руб. по сравнению с уровнем начала года. Это можно будет сделать, увеличив суммарный объем заимствований по году до 1150 млрд руб. Поскольку порядка 460 млрд руб. из этого долга уже размещено, такой объем привлечения также выглядит для правительства вполне подъемным. При этом сценарии внутренний долг на конец текущего года достигнет 5 трлн руб., а соотношение государственного долга и ВВП вырастет до 10,4%. Напомним, что долговой программой правительства на нынешний год предусматривается размещение до 1,8 трлн руб. нового внутреннего долга, однако в последнее время чиновники Минфина говорили уже об 1,3 трлн руб., да и эта сумма, как обычно, выглядит слишком большой.

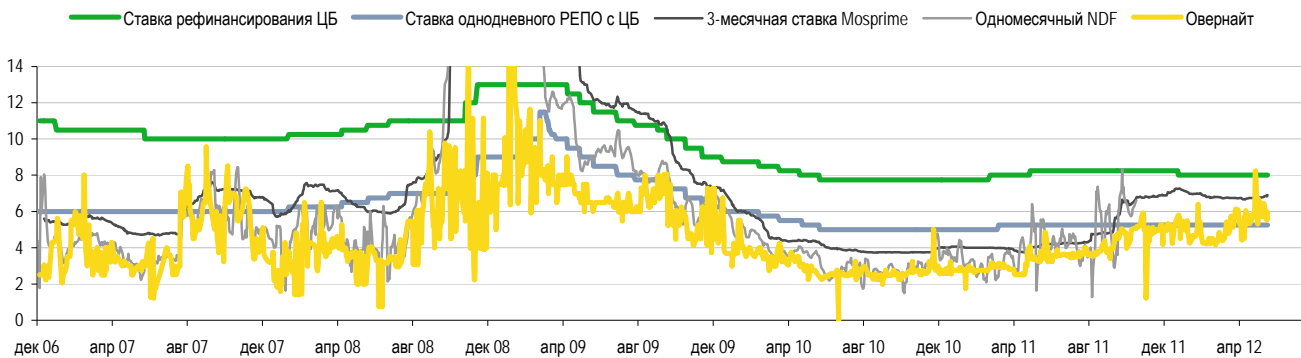
ПОЛИТИКА ЦБ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

ЦБ снизит ставку рефинансирования до 7,5%. Последнее изменение Банком России регулируемых ставок имело место 25 декабря прошлого года, когда ставка рефинансирования была снижена с 8,25 до 8%. Последнее заседание по ставкам прошло 10 мая, и пресс-релиз по его результатам не содержал никаких сюрпризов. ЦБ видит текущий уровень ставок адекватным имеющемуся балансу между экономическим ростом и инфляцией, а также верит в то, что цели по инфляции на конец года (5–6%) будут выполнены. Как мы уже упоминали выше, нам представляется, что во второй половине года, а особенно в четвертом квартале, то есть после того как летнее повышение тарифов будет отыграно экономикой, задача стимулирования роста станет для ЦБ более актуальной, чем борьба с инфляцией. Соответственно, мы не меняем наш прогноз по ставке рефинансирования на конец года, который в прошлом ноябре был установлен равным 7,5%, то есть на 50 б.п. ниже текущего уровня, однако предполагаем, что понижение ставки произойдет ближе к концу года, когда у Банка России будет достаточно времени, чтобы полностью оценить эффект роста тарифов.

Положение на денежном рынке ухудшилось. Как показывает наш график, приблизительно с августа 2010 г. на денежном рынке наблюдается устойчивый рост ставок. Это выглядело вполне логично в прошлом году на фоне повышения ставки рефинансирования в первой половине года, а также ухудшения внешних условий во второй половине. Однако настал 2012 год, и тенденция удорожания коротких денег довела рынок до того, что в марте ставка овернайт устойчиво превысила ставку РЕПО ЦБ, установленную на уровне 5,25%, то есть банкам стало не хватать денег, которые регулятор может предложить им через этот механизм.

Ставка овернайт превысила уровень ставки однодневного РЕПО ЦБ

Основные ставки денежного рынка

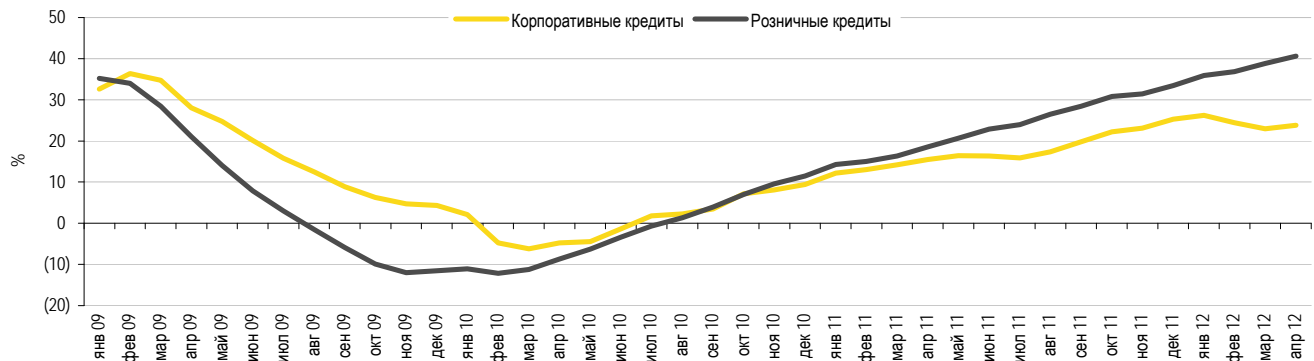


Источники: ЦБ, Bloomberg

Мы не склонны драматизировать ситуацию. В отличие от многих случаев, когда российские банки попадали в сложную ситуацию не по своей воле, ощущающийся сейчас недостаток ликвидности является следствием активного роста отечественных кредитных организаций в условиях ограниченности источников фондирования.

В 2012 г. кредитные портфели увеличились на 30%

Темпы роста кредитования в России, % год к году



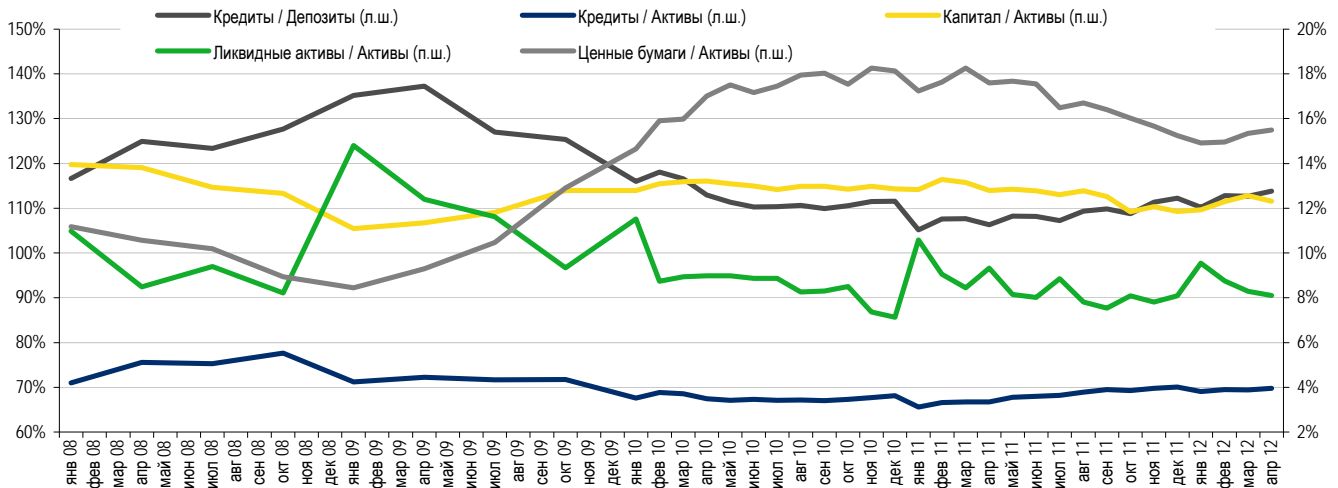
Источники: ЦБ

Как показано на графике, рост совокупного кредитного портфеля составил в 2011 г. приблизительно 30%, причем если в 2012 г. наблюдается некоторое замедление роста корпоративного кредитования, то выдача розничных кредитов, наоборот, даже ускоряется. Напомним, что, в отличие от докризисного периода, текущий этап российской кредитной экспансии сопровождается активным оттоком капитала, конца которому пока не видно. Из-за этого достаточность капитала

Уровень в российской банковской системе, как проиллюстрировано на графике ниже, стабильно снижается с апреля 2010 г. Данная тенденция породила множество комментариев (в том числе и от рейтинговых агентств), сводящихся к тому, что российским банкам не хватает капитала, чтобы обеспечивать в дальнейшем прежние темпы роста кредитных портфелей.

Как финансировать рост преимущественно за счет внутренних ресурсов?

Балансовые коэффициенты российской банковской системы

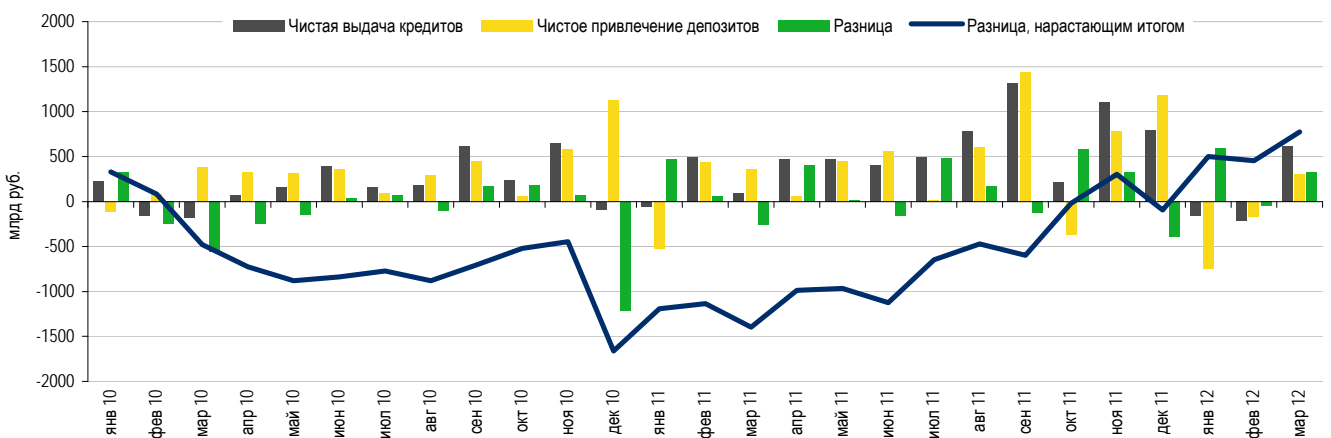


Источники: ЦБ

Ситуация в банковской системе остается устойчивой. Если не считать снижения достаточности капитала, которая, тем не менее, остается в среднем выше 12%, что очень неплохо, балансовые коэффициенты российской банковской системы пребывают во вполне комфортной зоне. Так, отношение Кредиты/Депозиты снизилось в период с середины 2009 г. до начала 2011 г. с почти 140% до 105%, а сейчас находится чуть выше 110%, то есть выглядит не хуже, чем в докризисный период. Доля ликвидных активов в суммарных активах долгое время практически не меняется, находясь вблизи отметки 8%. Доля кредитного портфеля в активах (сейчас порядка 70%) устойчиво растет с начала 2011 г., в то время как доля портфеля ценных бумаг (сейчас 15,5%) почти так же устойчиво снижается. Процесс понятен: в последнее время банки перевели часть средств из ценных бумаг в более доходные кредиты, чтобы поддержать рост кредитования. Остается вопрос: если доля ликвидных активов постоянна, откуда вообще взялся дефицит ликвидности?

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

Месячное соотношение между кредитами и депозитами в российской банковской системе



Источники: ЦБ

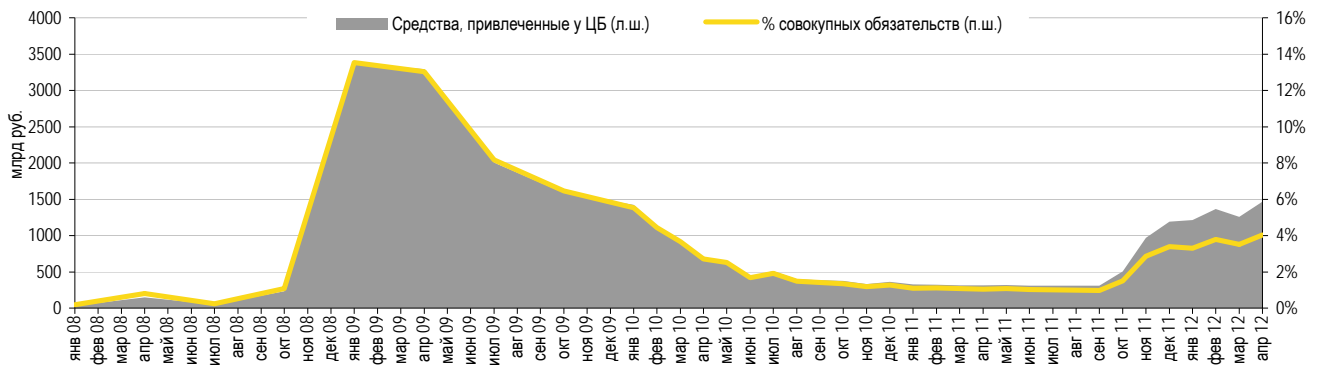
Ликвидности не хватает именно из-за роста. Собственно, это и есть ответ на заданный вопрос. Выше представлен график, который показывает чистые месячные объемы выданных российскими банками кредитов, привлеченных ими же депозитов, а также разницу между этими значениями. Из-за возросшей после кризиса склонности населения к сбережению, а также благодаря привлекательным процентным ставкам привлечение депозитов в российской банковской системе в течение 2010 г. опережало выдачу кредитов, и в результате к концу года российские банки аккумулировали приблизительно 1,6 трлн руб. в качестве иных активов (ликвидность, ценные бумаги). В течение 2011 г. вся эта сумма была

полностью потрачена на наращивание кредитного портфеля, а в 2012 г. линия на графике вышла в положительную область, показывая, что банкам потребовались иные источники фондирования. Это и объясняет упомянутую ранее в этом отчете активность банков как заемщиков на рынке облигаций, участие кредитных организаций в аукционах РЕПО ЦБ, а также широко обсуждавшееся в начале года публичное обращение глав Сбербанка и ВТБ к правительству и ЦБ по поводу недостатка долгосрочных финансовых ресурсов.

Центробанк готов помочь больше. Как показывает график ниже, в настоящий момент объем фондирования, привлеченного банками РФ от ЦБ, составляет приблизительно 1,5 трлн руб., или порядка 4% суммарных обязательств. На пике кризиса объем средств, предоставленных Банком России, достигал 3,5 трлн руб., что в тот момент было эквивалентно 13,5% обязательств. Соответственно, мы можем надеяться, что в случае существенного ухудшения ситуации в банковском секторе ЦБ сможет предоставить ему по меньшей мере еще 1,5–2 трлн руб. Понятно, что это будут в основном беззалоговые кредиты. Кстати, руководители ЦБ за последние шесть-восемь месяцев не раз заявляли, что готовы использовать все имеющиеся возможности для поддержки банковской системы. Так, буквально на днях ЦБ расширил свой ломбардный список за счет определенного набора локальных акций российских компаний, что, по оценкам регулятора, должно добавить в систему 250 млрд руб. новых денег.

Зависимость от государственных ресурсов достигла внушительных масштабов, но пока заметно ниже уровня конца 2008 г.

Средства, привлеченные российскими банками в ЦБ



Источники: ЦБ

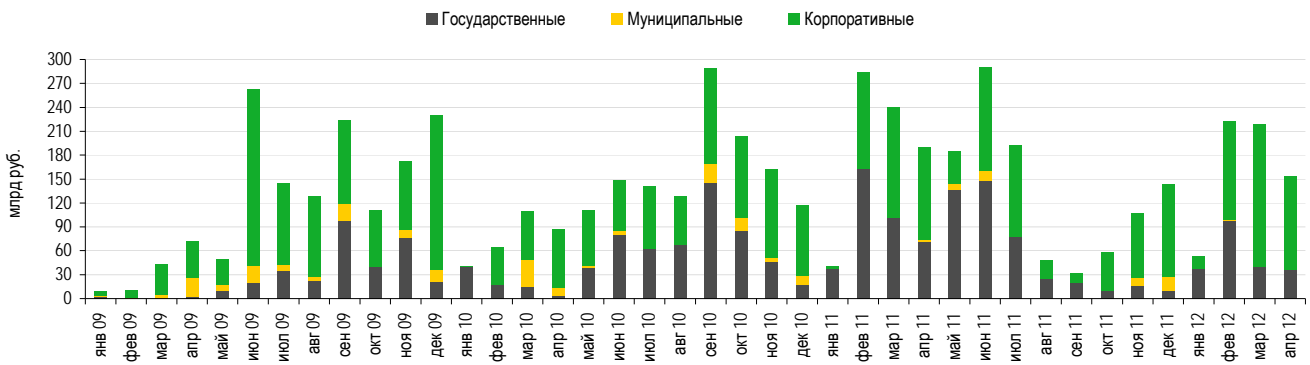
Однако ситуация может нормализоваться сама собой. Есть все основания ожидать, что основной фактор, вызвавший недостаток ликвидности, а именно быстрый рост кредитных портфелей, прекратит действовать уже в ближайшие месяцы. Основной причиной здесь является то, что многие банки уже фактически «уперлись» в норматив достаточности капитала, а пополнять капитал из внешних источников в условиях оттока капитала из России и турбулентных внешних рынков очень сложно. По мере замедления кредитования кредитные портфели придут в соответствие с депозитной базой, что позволит снизить овернайт хотя бы до ставки РЕПО ЦБ. Однако поскольку ситуация на денежном рынке оказалась в первой половине года хуже, чем мы предполагали, и остается таковой сегодня, мы все же повысим наш прогноз короткой ставки на конец 2012 г. с 4,25–4,5% до 4,5–4,75%. Напомним, что, согласно нашим ожиданиям, в текущем году ставка рефинансирования снизится до 7,5%.

ВНУТРЕННИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Хороший уровень активности на первичном рынке. Как мы уже говорили в разделе «Макроэкономика», за первые четыре месяца 2012 г. Минфин разместил на рынке ОФЗ в объеме 211,7 млрд руб., что меньше, чем за тот же период прошлого года, когда государство продало новых ОФЗ на 373 млрд руб. Отставание объясняется не рыночными условиями, а тем, что в этот раз на март пришлось крупное размещение суверенных евробондов – на сумму 7 млрд долл. (210 млрд руб.). В корпоративном же секторе налицо рост объема размещений год к году: в январе–апреле российские компании и банки продали 434 млрд руб. нового долга против 380 млрд руб. за соответствующий период 2011 г. Если бы не майская распродажа, вновь затруднившая выход новых сделок на рынок, можно было бы сказать, что в начале 2012 г. первичный рынок облигаций РФ полностью восстановился после паузы второй половины прошлого года.

В январе–апреле 2012 г. размещено новых корпоративных облигаций на 434 млрд руб.

Месячные объемы размещения рублевых облигаций

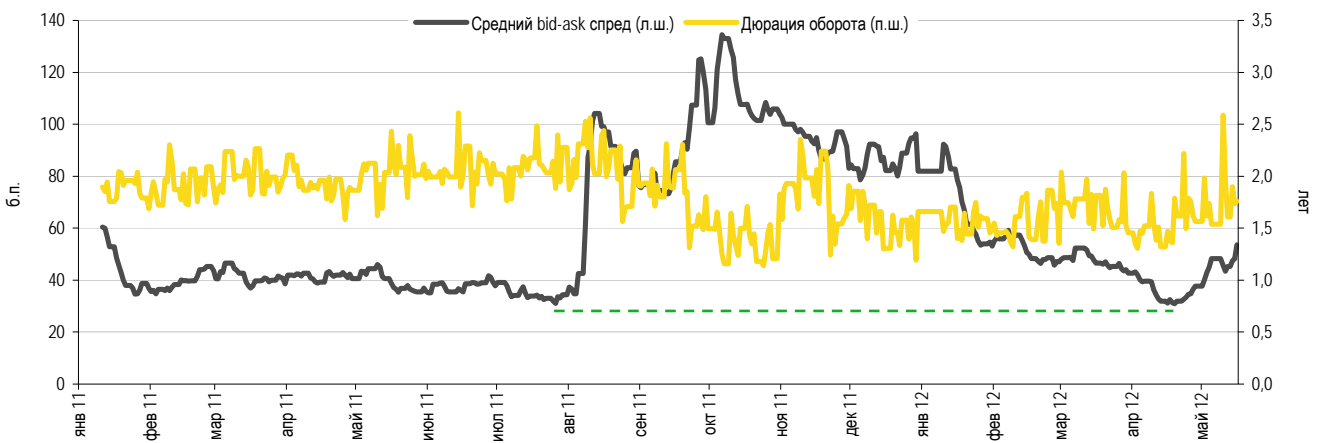


Источники: Cbonds

Торговая ликвидность достигла в апреле пика первой половины 2011 г. Как показывает наш график среднего bid-ask спреда в корпоративном сегменте, после сложного периода августа–октября прошлого года до двадцатых чисел апреля 2012 г. шло устойчивое восстановление торговой ликвидности. В мае эта тенденция естественным образом развернулась, однако важно отметить, что в апреле средний bid-ask спред достиг 30 б.п., то есть наилучшего показателя первой половины 2011 г., когда европейские проблемы не довели над внутренним долговым рынком РФ.

В апреле торговый спред сузился до 30 б.п.

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



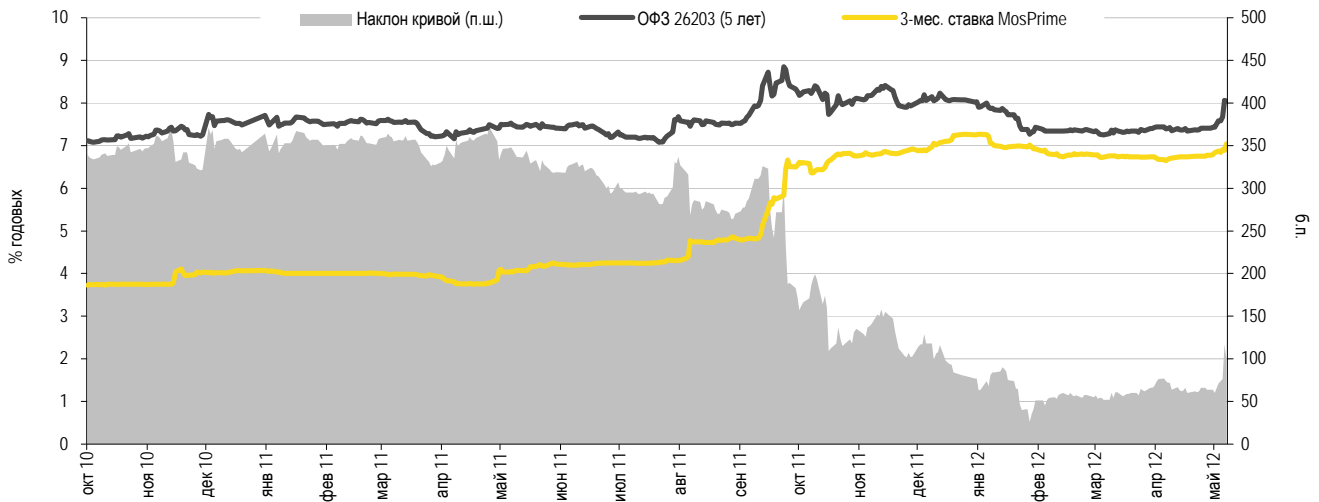
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Спрос на длинные бумаги остается ограниченным. Желтая линия на графике показывает так называемую дюрацию оборота, то есть взвешенную по торговому объему дюрацию торговавшихся бумаг. В третьем квартале прошлого года этот показатель снизился с 2–2,5 до полутора лет и временами был ниже, отражая тот факт, что в условиях высоких ставок денежного рынка и глобальной экономической неопределенности спрос на длинные бумаги заметно упал. На фоне улучшения условий торговли в феврале–марте 2012 г. участники предпринимали попытки увеличить дюрацию торговых выпусков, однако пока приходится констатировать, что до сих пор рынку не удалось вернуться на тот уровень популярности длинных облигаций, который мы видели в начале 2011 г. Причина этого уже была указана: высокие ставки

денежного рынка создают достаточно инвестиционных возможностей на коротком конце рублевой кривой. На графике ниже представлен наклон кривой доходности между 3-месячной ставкой Mosprime и 5-летними ОФЗ. Как видно на графике, этот спред находится сейчас в диапазоне 50–100 б.п., тогда как в первой половине 2011 г. его значение составляло 350 б.п. Соответственно, большая дюрация не компенсируется сейчас доходностью так, как это было год назад.

Наклон кривой резко уменьшился

Историческая доходность и спред между коротким и длинным концами рублевой кривой

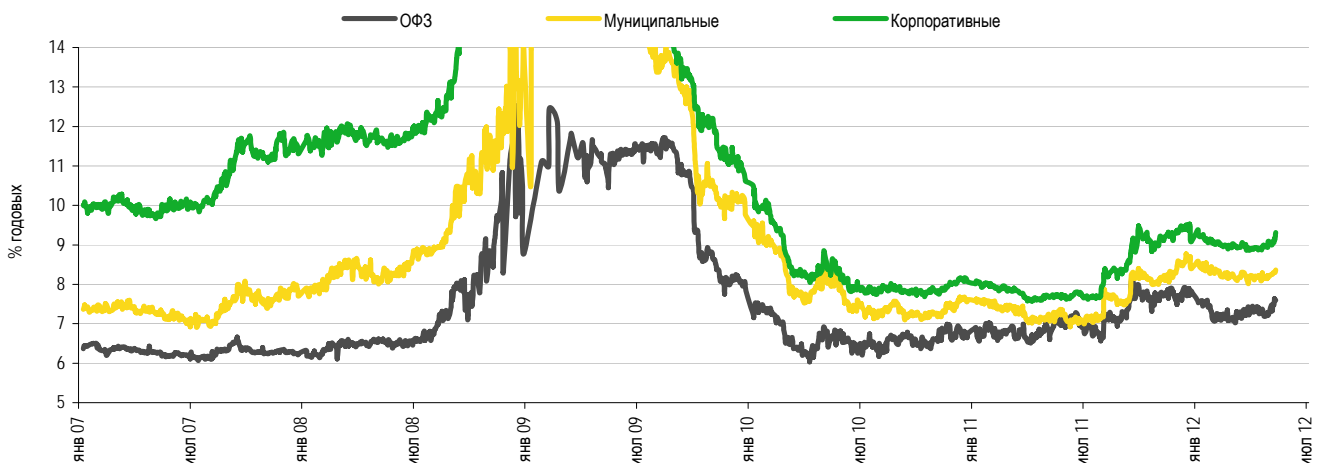


Источники: Bloomberg

Тем временем рублевый долговой рынок выглядит откровенно дешевым. График, представленный ниже, показывает среднюю доходность в трех основных сегментах внутреннего долгового рынка. Серьезные неприятности начались здесь в августе 2011 г., поэтому за ближайший к нам момент, когда рынок еще был «хорошим», мы обычно берем июль прошлого года. Средняя доходность в сегменте ОФЗ превышает сейчас июльский уровень приблизительно на 50 б.п., тогда как в корпоративном сегменте премия к июлю составляет почти 200 б.п.

Доходности в целом достигли максимальных уровней с начала посткризисного восстановления в 1 п/г 2010 г.

Средняя доходность в различных сегментах рынка рублевых облигаций



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

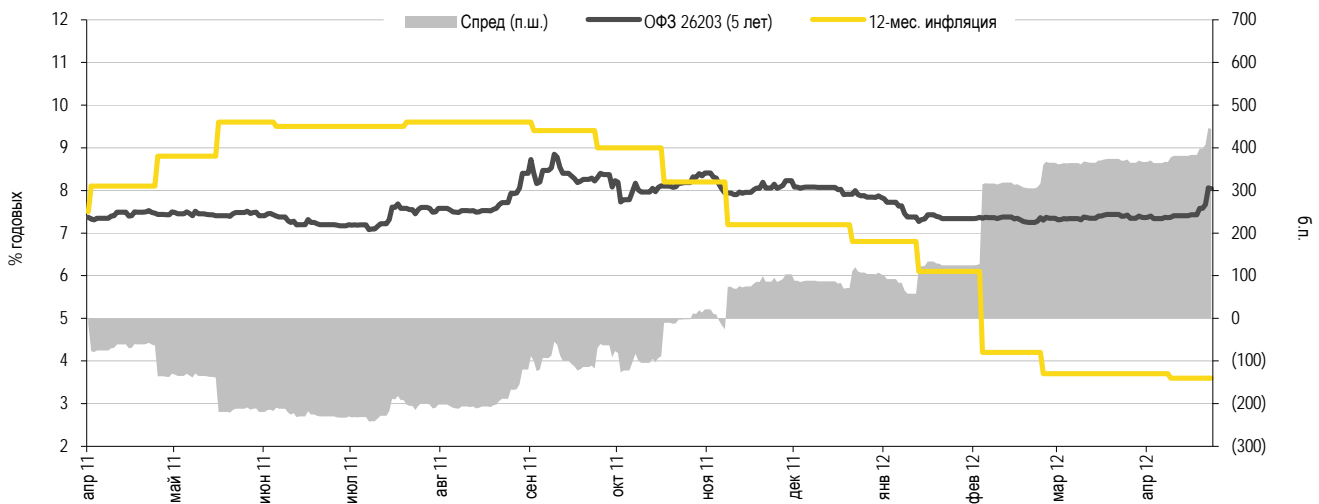
Спред между корпоративным сегментом и ОФЗ в настоящее время равняется 175 б.п. – это максимальное значение с момента окончания прошлого посткризисного восстановления рынка в середине 2010 г.

Долгосрочные рублевые ставки в реальном выражении экстремально высоки. Необходимо отметить, что столь очевидная дешевизна рублевого облигационного рынка наблюдается на фоне экстремально низкой инфляции. На графике ниже представлена доходность 5-летних ОФЗ в сравнении с годовым темпом роста ИПЦ. Премия ОФЗ к инфляции составляет сейчас рекордные 400 б.п., и даже учитывая тот факт, что инфляция возрастет к концу года, можно быть уверенными, что реальные ставки на длинном конце кривой останутся к концу года положительными. Понятно, что сего-

днешнее положение вещей крайне выгодно пенсионным фондам и другим инвесторам, ориентированным на долгосрочное сбережение капитала.

Возвращение к положительным реальным ставкам

Исторические ставки и спреды между 5-летними ОФЗ и инфляцией

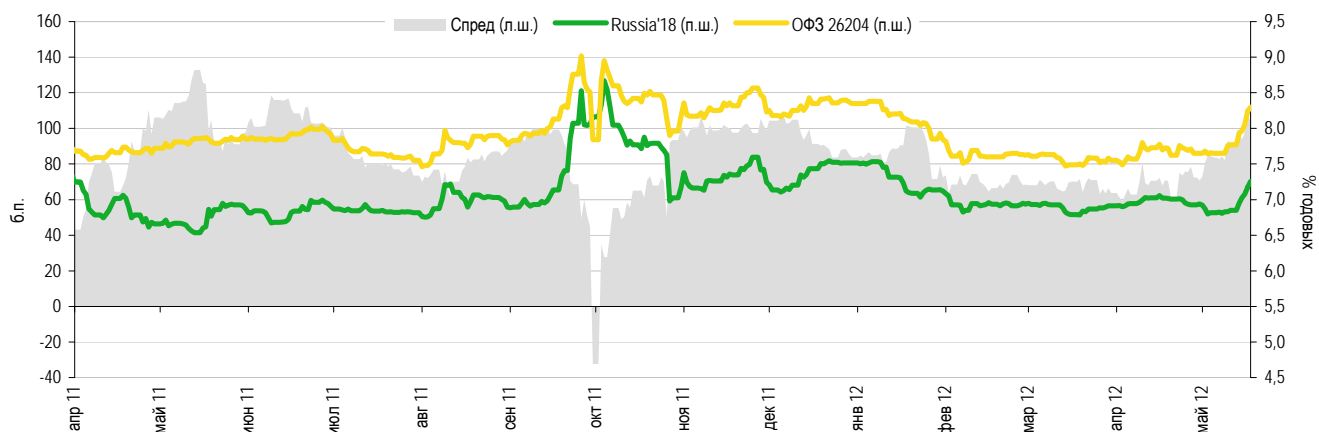


Источники: Bloomberg

Неопределенность с приходом Euroclear остановила сокращение «домашней» премии. Как известно, Минфин обещал рынку, что в срок до 1 июля иностранные инвесторы смогут покупать ОФЗ через систему Euroclear. Для этого необходимо изменение в законодательстве, которое бы разрешило иностранным депозитариям (таким как Euroclear и Clearstream) открывать счета номинального держания бумаг в НРД. Этот шаг стал бы поистине революционным, поскольку позволил бы иностранным покупателям приобретать ОФЗ на внебиржевом рынке таким же образом, как они приобретают евробонды, что существенно сократило бы бизнес ММВБ. Насколько мы понимаем, приблизительно в марте-апреле текущего года биржа осознала масштаб угрозы и обратилась в правительство и ФСФР с предложением отложить или вовсе отменить это нововведение. Соответственно, воз и ныне там – решение о номинальных счетах не принято, и нет информации о том, будет ли оно принято не только к 1 июля, но и вообще в этом году. Мы писали в нашем отдельном мартовском комментарии о том, что в настоящий момент существует работающая схема покупки нерезидентами ОФЗ через Clearstream, однако счет последнего открыт не в НРД, а у локального субкастодиана, которым является московское подразделение Deutsche Bank, и многим потенциальным инвесторам справедливо не нравится то, что по российским законам Deutsche будет считаться владельцем их бумаг.

Локальная премия вновь достигла максимальных значений

Доходность ОФЗ 26204 (с погашением в 2018 г.), рублевый евробонд Russia'18 и спред между ними



Источники: ММВБ, Bloomberg

Напомним, что на внешнем рынке обращается суверенный рублевый евробонд Россия'18, размещенный в апреле 2011 г. С начала текущего года в ожидании либерализации рынка ОФЗ ряд иностранных инвесторов начал покупку локальных госбумаг, поскольку, если бы ОФЗ можно было бы покупать через Euroclear, существование спреда между кривой ОФЗ и Россией'18 было бы гораздо менее обоснованным. Соответственно, в январе-феврале спред между ОФЗ 26204 и Рос-

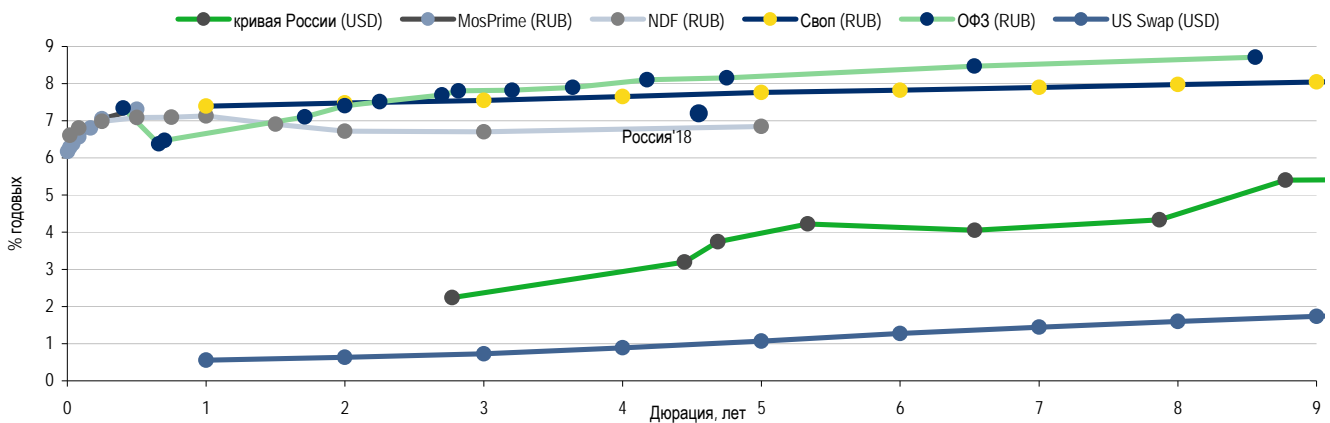
сий'18 сократился со 100 до приблизительно 70 б.п., затем пару месяцев менялся мало, а к началу мая вернулся назад к уровню 100 б.п.

Иностранным инвесторам есть смысл просто подождать до 1 июля. В настоящий момент рыночная ситуация в любом случае не способствует покупкам нерезидентами рублевого долга, поэтому мы считаем, что группе инвесторов, заинтересованной в покупке ОФЗ, есть прямой смысл дождаться 1 июля и посмотреть, что к этому моменту произойдет в сфере законодательства. Если не произойдет ничего, Минфин хотя бы сообщит, как он видит дальнейшее развитие ситуации. Нам представляется, что в условиях постоянного расширения внутренних заимствований министерство крайне заинтересовано в привлечении на этот рынок как можно более широкого круга инвесторов. С другой стороны, многие нерезиденты, торгующие рублевым риском, успели открыть собственные счета у локальных субкастодианов, поэтому вопрос покупки ОФЗ через Euroclear интересует их сейчас в большей степени с точки зрения прогноза ценового тренда на этом рынке: приход новых инвесторов неизбежно вызовет ралли в локальных рублевых бумагах. Ситуация такова, что мы не являемся инсайдерами в вопросе переговоров по приходу Euroclear на внутренний рынок, однако те, кто заявляют, что являются, транслируют совершенно противоречивые сигналы. Тем временем ждать до 1 июля осталось совсем недолго.

Резюме по рынку рублевых облигаций. Встряска, которую рынок переживает в настоящий момент, не отменяет того факта, что рублевый сегмент практически целиком является инвестиционно привлекательным. Разница в сравнении с долларовой долговой структурой заключается в том, что рано или поздно ФРС начнет повышение ставок, в то время как ЦБ, с большой вероятностью, будет постепенно понижать ставку рефинансирования. При этом, если американские Treasuries находятся сейчас на абсолютном минимуме доходности, рублевые облигации, по сути, показывают максимум доходности за последние два года – и это при том, что инфляция сейчас самая низкая за всю постсоветскую историю РФ. В связи с этим мы не склонны менять наш прогноз доходности 5-летних ОФЗ на конец года, который установлен на уровне 7,25%. В настоящий момент 5-летняя точка на кривой предлагает 8,15% годовых; в начале года она была приблизительно там же. Мы также отмечаем дешевизну корпоративного сегмента относительно государственной кривой и рекомендуем инвесторам не забывать о том, что в России, как и в целом ряде других стран, многие компании воспользовались периодом после кризиса 2008 г. для того, чтобы заметно удлинить свои долговые портфели и сократить если не абсолютную долговую нагрузку, то хотя бы ее относительное выражение в терминах денежного потока.

На длинном конце кривой сохраняется премия ОФЗ к свопам

Основные кривые процентных ставок



Источники: Bloomberg, ММВБ

Торговые рекомендации. Вновь, как и полгода назад, мы пишем нашу стратегию в ситуации потери локальным рынком торговой ликвидности на фоне усиления глобальной неопределенности. В такие периоды рынку обычно требуется несколько недель для коррекции и консолидации на новых уровнях. К тому же количество обращающихся бумаг на локальном рынке в разы превосходит число выпусков на рынке евробондов, поэтому здесь мы лишь очертим инвестиционные темы, которые кажутся нам наиболее интересными, в том время как рекомендации по отдельным бумагам, как и ранее, будут регулярно появляться в наших ежедневных публикациях. Итак:

- Как мы сказали, наш прогноз по кривой ОФЗ заключается в том, что 5-летняя точка на кривой понизится в доходности до 7,25%, то есть почти на 100 б.п. по сравнению с текущим уровнем. Это означает, что длинный конец кривой сейчас привлекателен для покупки, причем понятно, что чем длиннее бумага, тем больше окажется доход, если мы окажемся правы. Разумеется, в ситуации, когда рынок находится в состоянии падения, торопиться с покупками не стоит, однако когда станет ясно, что цены стабилизировались, не стоит забывать и о самой длинной из ликвидных бумаг (ОФЗ 26207). Если все же есть желание ограничить рыночный риск, в средней

части кривой интересный отрезок (см. график выше) начинается, на наш взгляд, с дюрации два года и заканчивается после четырех лет (ОФЗ 26206), поскольку после этого существенный рост длины бумаг компенсируется доходностью в меньшей степени. Более короткие (дюрация менее двух лет) бумаги не выглядят привлекательно, поскольку торгуются с ощутимым дисконтом к рублевым свопам.

- Сегодня нам кажется важным отдельно упомянуть корпоративные рублевые евробонды. Дело в том, что этот небольшой сегмент рынка пополнился в последнее время двумя новыми выпусками RSHB'17 и RURAIL'19 (оба с рейтингами BBB/Vaa1/BBB), которые мы и хотели бы порекомендовать к покупке. Мы подробно говорили чуть выше о том, что российский рублевый евробонд Россия'18 в настоящий момент торгуется с дисконтом порядка 100 б.п. к кривой ОФЗ. Однако для корпоративных рублевых евробондов это правило не действует. Например, RSHB'17 имеет сейчас доходность 9%, что с некоторой натяжкой можно было бы назвать уровнем, где на локальном рынке мог торговаться 5-летний ликвидный бонд РСХБ. Иными словами, RSHB'17 торгуется со спредом 220 б.п. к России'18, тогда как на локальном рынке спред бумаг Россельхозбанка к кривой ОФЗ составляет 150–175 б.п. Дополнительным приятным свойством новых рублевых евробондов РЖД и РСХБ является то, что после недавнего падения рынка их можно купить заметно ниже номинала.
- Переходя к локальным корпоративным бумагам, мы еще раз хотели бы напомнить, что рассматриваем середину июля прошлого года как последнюю точку, когда рублевый рынок находился в спокойном состоянии, из которого был затем выбит снижением рейтинга США и эскалацией европейского кризиса, продолжающего беспокоить нас до сих пор. Соответственно, в приведенной ниже таблице мы рассчитали суммарный доход, который будет получен за период с сегодняшнего дня до конца года в различных рыночных сегментах при возврате их средних доходностей к уровню 15 июля 2011 г.

Наилучшую динамику, скорее всего, будут показывать качественные корпоративные выпуски

Сценарий: доходность в каждом сегменте рынка к концу 2012 г. снижается до уровня 15 июля 2011 г.

	Средний купон, %	Мод. дюрация (лет)	Изм. доходности, % годовых	Вклад купона, %	Прирост цены, %	Полный доход, %
ОФЗ	7,5	3,3	(0,63)	4,56	2,05	6,61
Корп. выпуски с рейтингом "BBB"	8,1	2,4	(1,55)	4,93	3,72	8,65
Корп. выпуски с рейтингом "BB"	8,9	1,7	(1,82)	5,38	3,11	8,49
Корп. выпуски с рейтингом "B"	9,2	1,3	(2,05)	5,60	2,56	8,16
Банк. выпуски с рейтингом "BBB"	8,1	1,3	(1,30)	4,91	1,69	6,60
Банк. выпуски с рейтингом "BB"	8,9	0,9	(2,14)	5,39	1,86	7,25
Банк. выпуски с рейтингом "B"	10,5	0,7	(2,17)	6,39	1,56	7,95

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

- Расчет во многом условен, однако он позволяет выделить некоторые важные, с нашей точки зрения, тенденции. Так, в нашем сценарии лучший результат по суммарному доходу получается в корпоративных бумагах с инвестиционным рейтингом (BBB). Это означает, что:
 - 1) корпоративные бумаги предлагают сейчас достаточный спред к ОФЗ, чтобы имело смысл их (корпоративные бумаги) покупать;
 - 2) фокус корпоративного портфеля должен быть на качественных и ликвидных бумагах. Ранее мы неоднократно говорили об этом, отмечая, что высокий рыночный риск представляется нам предпочтительнее высокого кредитного.
- Таблица показывает, что в корпоративном сегменте нет особенного смысла карабкаться вверх к наиболее высокодоходным выпускам, поскольку потенциал роста, который мы теряем за счет уменьшения средней дюрации, недостаточно компенсируется приобретаемым купонным доходом.
- Напротив, в банковском секторе переход к бумагам с меньшим кредитным рейтингом дает ощутимый эффект: большинство банковских бумаг относительно коротки, а купон, который могут предложить менее надежные банки, дает неплохую прибавку к совокупному доходу.

Рассуждая таким образом, мы приходим к следующей структуре модельного портфеля на рублевом рынке: средние и (возможно) длинные ОФЗ, большая доля ликвидных корпоративных бумаг с хорошими кредитными рейтингами, среди высокодоходных бумаг предпочтительны банковские облигации. Напомним еще раз, что эта композиция построена на предположении, что рыночные доходности будут ниже, чем сейчас, однако это и есть наш базовый сценарий до конца года.

Прогноз по полному доходу в рыночных сегментах также не меняется. В заключение настоящего отчета мы публикуем таблицу, содержащую фактическую информацию о суммарном доходе, полученном инвесторами в трех сегментах локального рынка облигаций на сегодняшний момент.

Согласно нашему базовому сценарию, текущий год будет лучше прошлого

Годовой доход, полученный в различных сегментах рынка рублевых облигаций (%)							
Сегмент	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (на 21/05)	2012 (в год. вып.)
ОФЗ	6,7	(4,5)	24,5	10,4	5,6	2,6	7,2
Муниципальный	7,5	(10,0)	36,2	14,0	6,7	3,2	9,1
Корпоративный	8,4	(5,5)	28,9	14,9	7,3	3,4	9,1

Источники: оценка УРАЛСИБа

В рамках нашей предыдущей стратегии, опубликованной в ноябре прошлого года, мы сделали прогноз, что в 2012 г. совокупный доход в сегменте ОФЗ составит около 10%, тогда как корпоративный сегмент принесет инвесторам приблизительно 12%. Поскольку мы не изменили наши ожидания по доходности на длинном конце рублевой кривой на конец года, эти наши оценки также остаются неизменными.

Наше мнение о ситуации на долговом рынке. Практически во всех сегментах рынка майская коррекция стерла результаты роста начала года. Изменилась ли ситуация фундаментально? Практически нет. Экономический рост в России замедляется, однако это замедление находится в рамках долгосрочных прогнозов, которые предусматривают темпы роста российского ВВП в пределах 3–4% в ближайшие несколько лет. Если же смотреть на кредитное качество основных российских эмитентов, среди которых выделяется правительство РФ, связанные с ним компании, нефтегазовый сектор, а также крупные банки, большинство из этих должников уже несколько лет пребывают в постоянной готовности к новым проблемам на внешних рынках, что исключает дефолт абсолютного большинства имен на рынке даже в случае долгого периода низких нефтяных цен. Как внешний, так и внутренний рынок облигаций РФ находятся сейчас на ценовых уровнях, которые ранее наблюдались только в первой половине 2010 г. на фоне восстановления рынка после катастрофы Lehman Brothers. Мы признаем, что в связи со слабостью экономики ЕС и туманностью перспектив Греции в составе еврозоны возможности для прогнозирования ситуации на внешних рынках существенно снизились даже по сравнению с тем, как ситуация выглядела шесть месяцев назад. Однако облигации в общем-то созданы как раз для таких случаев, и, если в большинстве развитых стран возможность иметь фиксированный доход стоит сейчас очень дорого, в России она предлагается вполне по сходной цене.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012

ООО «УРАЛСИБ Кэпитал»

119048, Москва

Ул. Ефремова, 8

+7 (495) 788-08-88

uralsib_research@uralsib.ru